

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**NALOŽBENA POLITIKA
POZAVAROVALNICE TRIGLAV RE**

Ljubljana, marec 2004

MAJA OMAHEN PETRIČ

IZJAVA

Študentka MAJA OMAHEN PETRIČ izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. VLADA DIMOVSKEGA in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. ZAVAROVALNIŠTVO KOT GOSPODARSKA PANOGA	3
1.1 POJEM ZAVAROVANJA	3
1.2 POMEN ZAVAROVANJA	5
1.3 VRSTE ZAVAROVANJ IN ZAVAROVALNIC	6
1.3.1 Značilnosti življenjskih zavarovanj	8
1.3.2 Značilnosti premoženjskih zavarovanj	10
1.4 TRGI NA KATERIH NASTOJAJO ZAVAROVALNICE	11
1.5 POGOJI ZA RAST.....	12
1.6 USPEŠNOST ZAVAROVALNIC.....	14
1.6.1 Dejavniki uspešnosti zavarovalnic	14
1.6.2 Življenjske zavarovalnice	16
1.6.3 Premoženjske zavarovalnice	18
2. NALOŽBENA FUNKCIJA ZAVAROVALNIC.....	23
2.1 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA NALOŽBENO FUNKCIJO ZAVAROVALNICE	24
2.2 OBVEZNOSTI ZAVAROVALNIC IN NJIHOV VPLIV NA NALOŽBENO POLITIKO	26
2.3 NALOŽBENA FUNKCIJA ŽIVLJENJSKIH ZAVAROVALNIC	27
2.4 NALOŽBENA FUNKCIJA PREMOŽENJSKIH ZAVAROVALNIC	31
3. PREGLED NALOŽB ZAVAROVALNIC V SVETU	36
3.1 ŽIVLJENJSKE ZAVAROVALNICE.....	37
3.2 PREMOŽENJSKE ZAVAROVALNICE	41
3.3 VPLIV RAZMER NA KAPITALSKIH TRGIH NA NALOŽBENO POLITIKO ZAVAROVALNIC.....	45
4. PREGLED NALOŽB ZAVAROVALNIC V SLOVENIJI.....	50
4.1 STANJE NA PODROČJU ZAVAROVALNIŠTVA V SLOVENIJI	50
4.2 PRAVNA UREDITEV ZAVAROVALNEGA NALAGANJA V SLOVENIJI	53
4.3 NALOŽBE SLOVENSkih ZAVAROVALNIC	57
4.3.1 Struktura naložb kritnih skladov	58
4.3.2 Struktura naložb kritnega premoženja	60
4.4 NALOŽBENA POLITIKA IN TRG KAPITALA V SLOVENIJI	61
4.4.1 Državni papirji	61
4.4.2 Nepremičnine.....	62
4.4.3 Posojila.....	62
4.4.4 Dolžniški vrednostni papirji	62
4.4.5 Lastniški vrednostni papirji.....	63
4.4.6 Depoziti v bankah.....	64
4.4.7 Tuji vrednostni papirji.....	64
4.5 PRIMERJAVA Z NALOŽBAMI ZAVAROVALNIC V TUJINI	65
5. PRIMER NALOŽBENE POLITIKE V POZAVAROVALNICI TRIGLAV RE	67
5.1 PREDSTAVITEV POZAVAROVALNICE TRIGLAV RE	69

5.1.1	<i>Kazalci poslovanja</i>	72
5.1.2	<i>Zavarovalnotehnične rezervacije</i>	73
5.2	NALOŽBENA POLITIKA POZAVAROVALNICE TRIGLAV RE	74
5.2.1	<i>Struktura naložb</i>	74
5.2.2	<i>Analiza naložbene politike do danes</i>	77
5.3	MOŽNE NALOŽBENE POLITIKE V PRIHODNOSTI	78
5.3.1	<i>Predlog naložbene politike</i>	82
SKLEP		85
LITERATURA		87
VIRI		90
SLOVARČEK		

UVOD

Pomen zavarovalne panoge in zavarovanja se z razvojem gospodarstva povečuje, saj se z naraščanjem materialnega bogastva naše družbe veča tudi potreba po zagotavljanju varnosti, kar je funkcija zavarovanja. Zavarovalnice so v razvitih tržnih gospodarstvih pomemben vir sredstev javnega in podjetniškega sektorja, po drugi strani pa terjatve do zavarovalnic pomenijo pomemben delež v celotnih prihrankih prebivalstva.

Med finančnimi institucijami, ki nastopajo na slovenskem finančnem trgu, so po velikosti bilančne vsote zavarovalnice na tretjem mestu, takoj za bankami in investicijskimi skladi. Za zavarovalnice pa je značilno, da imajo v primerjavi z bankami v zadnjih štirih letih višje stopnje rasti.

Moč in varnost domačih zavarovalnic potrjuje tudi obseg zavarovalnotehničnih rezervacij, ki v zadnjih letih pospešeno rastejo, posebej to velja še za matematične rezervacije življenjskih zavarovanj. Podatki o stopnjah rasti kosmate premije domačih zavarovalnic še dodatno potrjujejo, da gre za hitro rastočo panogo. Realno so naložbe kritnih skladov oz. matematičnih rezervacij v zadnjih osmih letih rasle po 30 odstotni povprečni letni stopnji rasti, medtem ko je bila povprečna letna stopnja rasti naložb kritnega premoženja oz. drugih zavarovalnotehničnih rezervacij 13 odstotna. Dejansko gre za nadpovprečno visoke stopnje rasti finančnih imetij domačih zavarovalnic, tudi v primerjavi z zavarovalnicami iz držav OECD, katerih finančna imetja so v obdobju od 1990 do 1998 v povprečju rasla po 7 odstotni letni stopnji.

Preučevanje zavarovalniških naložb je pomembno zaradi nekaterih trendov, ki se v svetu in tudi pri nas pojavljajo v zadnjem času. V trdih pogojih poslovanja zaradi naraščajoče konkurence postaja naložbena uspešnost čedalje pomembnejša, v svetu poskušajo tuje zavarovalnice izpad prihodka zaradi nižanja višine premij nadoknaditi z učinkovitejšo in agresivnejšo naložbeno politiko ob ohranjanju določene ravni varnosti. Zaradi kompleksnosti zavarovalniških produktov postaja uspešno nalaganje težavnejše, poleg tega pa so finančni trgi čedalje bolj spremenljivi.

Ker pogoji za izplačilo zavarovalnin zavarovancem navadno nastopijo v določenem obdobju po sklenitvi zavarovanja in vplačila premije, mora zavarovalnica sredstva, zbrana s premijami, v vmesnem času primerno naložiti. Pri tem morajo zavarovalnice upoštevati varnost, likvidnost in donosnost naloženih sredstev. Kateremu od teh dejavnikov zavarovalnica posveča večjo pomembnost, je odvisno od notranjih in zunanjih dejavnikov. Med notranje sodijo: narava in sestava finančnih obveznosti zavarovalnice, velikost in vrsta zavarovalnice, značilnosti politike

razdelitve dobička ter naložbena filozofija vodstva zavarovalnice in njihov odnos do tveganja. Zunanji dejavniki, ki vplivajo na naložbeno funkcijo zavarovalnice, pa so državno urejanje zavarovalnega nalaganja, obdavčitev naložbenih donosov in samega zavarovanja ter razmere na kapitalskih trgih.

Zakon o zavarovalništvu, ki je bil sprejet leta 2000 določa, da morajo zavarovalnice zavarovalna sredstva nalagati v skladu z načeli varnosti, tržnosti in donosnosti. Pri tem pa morajo zavarovalnice poleg omenjenih načel upoštevati tudi primerno raznovrstnost naložb ter primerno razpršitev. Zakon predpisuje tudi zagotavljanje ustrezne ročnosti naložb, kar pomeni, da morajo zavarovalnice naložena sredstva uskladiti z dospetjem obveznosti, ki izhajajo iz zavarovalnih polic, oziroma iz zavarovalnotehničnih rezervacij. Predpisuje tudi ustrezno usklajenost naložb z obveznostmi tudi z vidika drugih tveganj, ki so jim izpostavljene zavarovalnice.

Načelo varnosti mora biti najpomembnejše načelo naložbene politike zavarovalnic. Poglavitna storitev zavarovalnice je namreč gospodarska varnost, za katero zavarovalci plačujejo premijo, iz katere zavarovalnice oblikujejo zavarovalnotehnične rezervacije, ki so nato osnova za izplačila zavarovalnin. Varnost lahko zavarovalnica zagotavlja le, če je tudi sama varna, kar pa doseže le, če ohranja celovitost zavarovalnotehničnih rezervacij, zlasti z naložbeno politiko.

Cilj magistrskega dela je preučiti dejavnike, ki vplivajo na naložbeno funkcijo zavarovalnic, ugotoviti, kakšna je naložbena politika zavarovalnic v državah OECD, raziskati, kakšno je dejansko stanje naložb v slovenskih zavarovalnicah ter tuje in domače razmere medsebojno primerjati. Na konkretnem primeru Pozavarovalnice Triglav Re bom preučila dosedanje naložbeno politiko in strukturo naložb ter predlagala naložbeno usmeritev, ki bi bila ustrezna za prihodnost, ob upoštevanju ustreznega spleta dejavnikov varnosti, donosnosti in likvidnosti glede na omejitvene dejavnike.

Pri izdelavi teoretičnega sklopa magistrskega dela bo potrebno preučevanje literature s področja zavarovalnega nalaganja in naložbene politike nasploh. Nadalje bom analitično obravnavala razmere v slovenskem prostoru in v tujini, poudarek bo na empiričnih metodoloških prijemih ter na metodi komparacije in sinteze. S pomočjo analize trenutnega in preteklega stanja naložb v tujini in doma, bom ugotovila, kako se naložbena politika zavarovalnic razvija v času, kakšne so usmeritve za prihodnost in primerjala naložbeno politiko tujih in domačih zavarovalnic. Pridobljena teoretična in empirična spoznanja bom uporabila pri praktičnem delu na konkretnem podjetju, za kar bom uporabila tudi svoje izkušnje in razgovore z odgovornimi osebami ter zaposlenimi v podjetju. Najprej bom ugotovila trenutno stanje v podjetju, ga

analizirala, v nadaljevanju bom podala več različnih možnosti naložbenih politik in končno predlagala najbolj ustrezno usmeritev naložbene politike konkretnega podjetja za prihodnost.

V magistrskem delu bom najprej obravnavala zavarovalništvo kot gospodarsko panogo. Navedla bom pojem, pomen zavarovanja, vrste zavarovanj in zavarovalnic. Sledilo bo poglavje, kjer bom preučevala naložbeno funkcijo zavarovalnic in dejavnike, ki nanjo vplivajo. Nato bom preučila strukturo naložb zavarovalnic v državah OECD, posebej za življenjske in premoženjske zavarovalnice. Sledil bo pregled naložb zavarovalnic v Sloveniji, v tem sklopu bom obravnavala položaj zavarovalništva v Sloveniji, pravno ureditev zavarovalnega nalaganja in strukturo naložb slovenskih zavarovalnic. Preučila bom tudi razmere na kapitalskih trgih ter primerjala naložbeno politiko slovenskih zavarovalnic s tujimi. Delo bom končala s praktičnim primerom naložbene politike v Pozavarovalnici Triglav Re. Poglavje bom pričela s kratkim opisom pozavarovanja in njegovimi posebnostmi v primerjavi z zavarovanjem ter predstavila Pozavarovalnico Triglav Re. V nadaljevanju bom analizirala dosedanjo naložbeno politiko in strukturo naložb. Nato bom navedla več možnih naložbenih politik za prihodnost in končno predlagala tako naložbeno politiko, ki bi bila za Pozavarovalnico Triglav Re najustreznejša.

1. ZAVAROVALNIŠTVO KOT GOSPODARSKA PANOGA

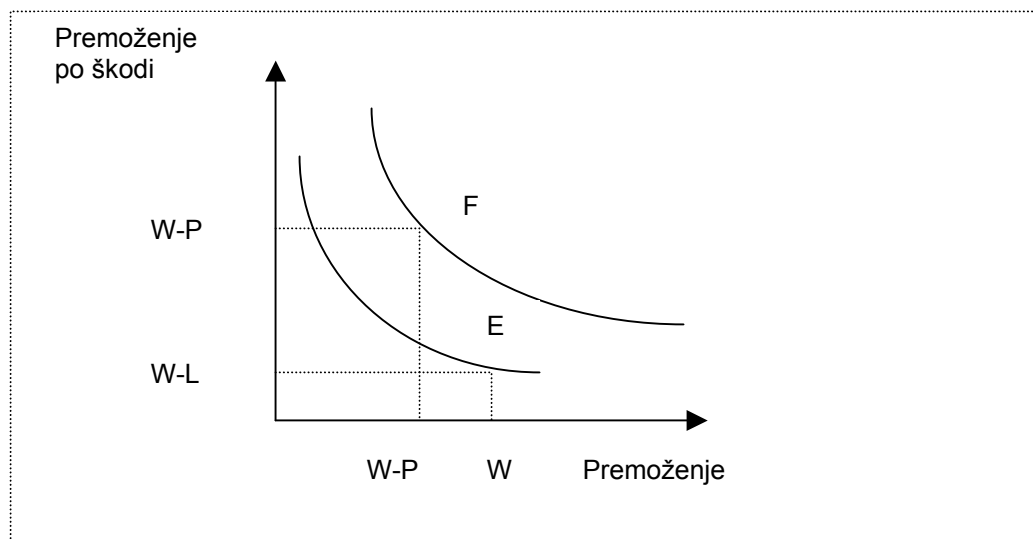
1.1 Pojem zavarovanja

Pojem zavarovanja lahko definiramo iz treh vidikov, iz vidika posameznika, iz pravnega in družbenega vidika. Oseba kupi zavarovalno polico, ker pričakovane psihološke in finančne ugodnosti police presegajo sedanjo vrednost premij, s katerimi je to polico mogoče kupiti. Tveganju nenaklonjen posameznik je pripravljen plačati določen znesek, premijo, da bi se izognil tveganju in tako zmanjšal spremenljivost velikosti svojega premoženja. Z nakupom zavarovalne police se namreč zavarovalnica obveže, da mu bo izplačala določeno vsoto, če se mu bo pripetil dogodek, pred katerim je zavarovan.

Vpliv nakupa zavarovanja na premoženje posameznika si lahko bolje predstavljamo s pomočjo spodnje slike. Posameznik ima določeno višino premoženja (W). Ob nastopu škodnega dogodka se premoženje posameznika zmanjša za velikost nastale škode (L). Tako je ob nastali škodi premoženje posameznika enako $W-L$. Točka E na krivulji koristnosti U_1 je tako določena na abscisni osi s premoženjem posameznika (W) in na ordinatni osi s premoženjem posameznika po škodnem dogodku ($W-L$). Posameznik, ki ni naklonjen tveganju, se zavaruje. Cena zavarovanja je določena zavarovalna premija P . Če škodnega dogodka ni, se premoženje

posameznika zmanjša za zavarovalno premijo. Premoženje posameznika je tako $W-P$. Če pa do škode pride, je njegovo premoženje ravno tako enako $W-P$, saj mu zavarovalnica škodo v celoti povrne. Smo v točki F , ki leži na višji krivulji koristnosti U_2 . Ker je premija P ponavadi mnogo manjša od zavarovalne vsote L , leži novo stanje na višji krivulji koristnosti. Tako posameznik z nakupom zavarovalne police pridobi.

Slika 1: Koristnost zavarovanja za posameznika



Vir: Gardner, Mills, 1994, str. 736

Druga definicija izhaja iz pravne narave zavarovanja. Pravno gledano pomeni polica o zavarovanju dokument, pogodbo, v kateri se kupec zavarovanja obveže plačati določeno premijo, zavarovalnica pa se obveže plačati določeno zavarovalno vsoto, če bi nastopil točno določen škodni primer. S pravnega vidika so pomembne prihodnost, naključnost in od posameznikove volje neodvisna možnost nastanka škodnega dogodka.

Tretja definicija izhaja iz družbenega vidika zavarovanja. V tem primeru pomeni zavarovanje obliko, v kateri posamezniki prenašajo tveganje morebitne škode na večjo skupino posameznikov. V zameno morajo vplačati določeno premijo. Tako definicijo je podal prof.dr. Boncelj: Zavarovanje je ustvarjanje gospodarske varnosti z izravnanjem gospodarskih nevarnosti (Boncelj, 1983, str. 13).

Zavarovanje kot panoga torej temelji na ocenjevanju verjetnosti pojava škodnih dogodkov, kar je znano kot aktuarska znanost (Gardner, Mills, 1994, str. 670). Razpršitev tveganja je ključen koncept večine zavarovanih aktivnosti.

1.2 Pomen zavarovanja

Naloga zavarovanja je, da številna tveganja, ki so jim zavarovanci izpostavljeni, prerazporedi na vse zavarovance, in da upravičencu izplača ustrezno nadomestilo za utrpelo škodo ali ustrezno vsoto v skladu s sklenjeno zavarovalno pogodbo. Za posameznika nikoli ne moremo trditi, ali bo in kdaj bo izpostavljen uresničitvi nekega škodnega dogodka, za veliko skupino posameznikov pa pojav določenih škodnih dogodkov lahko predvidimo z zelo veliko verjetnostjo (Bijelič, 1998, str. 4).

Zavarovanec doseže s prenosom tveganja na zavarovatelja varnost svojega poslovanja, ki se odraža v tem, da vedno za določeno obdobje vnaprej pozna višino zavarovalne premije za določeno gospodarsko zaščito. Znana višina zavarovalne premije mu pomaga tudi pri finančnih načrtih in izračunih.

Glavne funkcije zavarovanja po Bonclju so (Boncelj, 1983, str. 180): ustvarjanje gospodarske varnosti kot cilj in učinek dejavnosti, izravnavanje nevarnosti kot sredstvo dejavnosti, odpravljanje motenj v gospodarskem funkcioniranju, ohranjanje nepretrganosti narodnogospodarskega procesa in ohranjanje življenjske ravni.

Zavarovanje ima ekonomski in socialni pomen (Greene, Trieschmann, Gustavson, 1992, str. 52) saj, v družbi zmanjšuje potrebna akumulirana sredstva za nadomestitev morebitnih škod. Denarna sredstva, ki jih zavarovatelji akumulirajo, se lahko sprostijo za naložbene namene, tako zavarovalništvo vpliva na boljšo alokacijo ekonomskih virov in na večjo ekonomsko aktivnost. Kapital je tako na voljo ob nižjih stroških, kot bi bil, če zavarovanja ne bi bilo. Podjetnik s primernim zavarovalnim kritjem je v boljšem položaju glede kreditnega tveganja kot tisti, ki ni zavarovan. Poleg tega so zavarovatelji aktivno vključeni v preprečevanje izgub zaradi nevarnosti, hkrati pa zavarovanje vpliva na poslovno in socialno stabilnost z zaščito posameznikov in podjetij.

Zavarovanje nudi družbi tako prednosti kot tudi stroške. Prednosti zavarovanja so (Williams, Heins, 1995, str. 245) v tem, da nudi odškodnino pred nepričakovanimi škodami, prepreči strah in skrb pred velikimi škodami, povzroči optimalnejšo količino proizvodnje in nivo cen, sprostijo sredstva namenjena investiranju, izboljša konkurenčnost malih podjetij in spodbuja nadzor nad škodami. Zavarovanje zagotovi izplačilo odškodnine tistim, ki utrpijo nepričakovane škode. Tako zavarovanje oškodovanim omogoči enako ali pa vsaj podobno ekonomsko stanje kakršno je bilo pred nastankom škode. Poleg te očitne prednosti za posameznike pa obstajajo tudi prednosti za družbo, saj lahko ti oškodovanci (npr. podjetja) normalno poslujejo naprej, povečajo se davčni prihodki ter znižajo socialni transferi. Bolj značilna, vendar manj očitna

prednost zavarovanja pa izhaja iz dejstva, da zavarovanje odstrani zavarovančevo tveganje in negotovost in znižuje tudi družbeno tveganje in negotovost ter neugodne reakcije na tveganje, npr. znižanje negotovosti bo opogumilo potencialne investitorje k vplačilu kapitala v gospodarstvo. Zavarovalnice zberejo z vplačilom premij večja sredstva, kot bi jih zbrali posamezni zavarovanci s svojim varčevanjem, ker je njihovo tveganje zaradi zakona velikih števil nižje in ker jim praviloma zaradi stalnega dotoka premij ni potrebno prodajati naloženih sredstev za poplačilo nastalih škod. Korist zavarovanja je tudi v tem, da spodbuja nadzor nad škodami z znižanjem tveganja za nastanek škode ali pa znižanjem višine škode (npr. vgrajevanje javljalnikov dima in brizgalnikov vode kot zaščita pred požarnim tveganjem). Zavarovanje tudi spodbuja konkurenco, saj bi mala podjetja brez zavarovanja težko konkurirala velikim podjetjem. Ta namreč lahko zadržijo nekatera tveganja, ki lahko povzročijo škodo, ne da bi ta negativno vplivala na njihov rezultat poslovanja, medtem ko bi take škode uničile malo podjetje. Brez zavarovanja bi mala podjetja prevzemala preveč tveganja in ne bi bila zanimiva za potencialne investitorje.

Kljub temu, da so prednosti zavarovanja velike, pa zavarovanje povzroča tudi določene stroške (Williams, Smith, Young, 1995, str. 248), kot so stroški opravljanja zavarovalne dejavnosti, stroški namerno povzročenih in napihnenih izgub in izgube zaradi manjše previdnosti zavarovancev. Pri svojem delovanju zavarovalnice povzročajo stroške pridobivanja poslov, stroške reševanja škod, administrativne stroške ipd. Zavarovanje povzroča tudi stroške moralnega hazarda, ko nekdo namenoma povzroči škodo ali pa zvišuje njeno višino, da bi ustvaril določen dobiček. Požig, na primer, je velikokrat vzrok požarov. Zavarovanje lahko povzroči tudi, da je zavarovanec manj previden kot bi bil v primeru, da ne bi bil zavarovan.

Očitno je, da prednosti zavarovanja daleč presegajo njegove stroške. Poleg tega zavarovalnice stalno poskušajo zniževati stroške z izboljšanjem poslovnih procesov in marketinških prijemov, prodajanje zavarovanja skupini ljudi namesto posameznikom je primer takega zniževanja stroškov. Stroške moralnega hazarda pa se poskuša znižati z aktivnostmi nadzora nad škodami.

1.3 Vrste zavarovanj in zavarovalnic

Zavarovanje in zavarovalnice lahko razdelimo po več kriterijih (Greene, Trieschmann, Gustavson, 1992, str. 505):

1. glede na objekt zavarovanja - zavarovanje oseb ali premoženja
2. glede na zavarovalca - javno in zasebno zavarovanje
3. glede na vrsto povpraševanja - prostovoljno ali neprostovoljno zavarovanje.

Zavarovanje oseb lahko delimo tudi na zavarovanje za nevarnost smrti, nezgode, bolezni, brezposelnosti in starostne oslabeledosti. Zasebne zavarovalnice se običajno specializirajo za prvi dve nevarnosti - to je življenjsko in nezgodno zavarovanje, javne ustanove pa običajno zavarujejo drugi dve nevarnosti. Zavarovanje premoženja lahko delimo še po enem merilu, in sicer na zavarovanje stvari in zavarovanje premoženjskih interesov. V zavarovanje stvari sodijo zavarovanja, pri katerih je predmet zavarovanja določena stvar. Stvari so lahko nepremičnine in premičnine. Zavarovanje premoženjskih interesov pa obsegajo zavarovanja, pri katerih lahko zavarovalec zaradi nastopa zavarovalnega primera utрпи premoženjsko škodo oziroma izgubo. Od zavarovanja stvari se zavarovanje premoženjskih interesov loči po tem, da je predmet zavarovanja abstraktna stvar, ki nima stvarne vrednosti za zavarovanje (različne vrste odgovornosti, zavarovanje šomaža - izgube prihodkov zaradi požara in drugih nevarnosti in še nekatere druge zavarovalne vrste).

Javne zavarovalnice se med državami razlikujejo, v glavnem gre za različne oblike socialnih zavarovanj, npr. zdravstveno zavarovanje, pokojninsko zavarovanje, zavarovanje brezposelnih. Zasebne zavarovalnice so po obliki lastništva najpogostejše delniške ali pa vzajemne zavarovalnice, v nekaterih državah pa obstajajo tudi drugačne oblike, kot so recipročne zavarovalnice ter združenja Lloyd's. Pri vzajemnih zavarovalnicah se lastniki pri zavarovalnici tudi zavarujejo in so zato hkrati njene edine stranke. Cilj take organizacije je čimbolj zmanjšati stroške zavarovalnih storitev lastnikom. Največ vzajemnih zavarovalnic je mogoče najti med življenjskimi zavarovalnicami, v splošnem pa jih ni veliko. Pri zavarovalnicah, ki so organizirane kot delniške družbe, lastništvo ni neposredno povezano s strankami, možno pa je, da so nekateri lastniki tudi stranke zavarovalnice. Cilj zavarovalnice kot delniške družbe je zagotavljanje dobička lastnikom (Kidwell, Peterson, Blackwell, 1997, str. 571).

Večina zavarovanj je prostovoljnih, o katerih se pogodbene stranke prosto odločajo, obvezna zavarovanja pa so tista, ki jih morajo pogodbene stranke skleniti po zakonu (to so npr. zavarovanje voznikov oz. lastnikov motornih vozil pred odgovornostjo za škodo povzročeno tretjim osebam, zavarovanje pilotov oz. lastnikov zračnih plovil pred odgovornostjo za škodo povzročeno tretjim osebam).

Najpogostejša delitev zavarovalnic pa loči med življenjskimi in premoženjskimi zavarovalnicami. Med te spadajo vse premoženjske in nezgodne zavarovalnice, razen zdravstvenih, ki jih zaradi podobnosti z življenjskimi večkrat obravnavamo enotno. Delitev na življenjske in zdravstvene zavarovalnice na eni strani ter na splošne na drugi, izvira iz velike korelacije med življenjsko dobo in zdravstvenim stanjem s starostjo. Ta povezava omogoča zdravstvenim in življenjskim zavarovalnicam natančno napovedovanje škodnih primerov, kar vpliva na značilnosti poslovanja zavarovalnice. Pri preučevanju škod v premoženjskih

zavarovalnicah ni odkritih trdnih povezav med trenutnim in bodočim stanjem zavarovalnega predmeta ali osebe, kar zelo otežuje napovedovanje prihodnjih škod.

1.3.1 Značilnosti življenjskih zavarovanj

Življenjsko zavarovanje ščiti posameznika in upravičence pred izpadom prihodka zaradi prezgodnje smrti ali upokojitve. Z združevanjem rizikov življenjsko varčevanje prenese tveganje posameznika na skupino. V modernih zavarovalnicah je življenjsko zavarovanje glavna dejavnost, zraven pa ponujajo tudi rentna zavarovanja, upravljajo pokojninske načrte in zagotavljajo nezgodno in zdravstveno zavarovanje.

Police življenjskega zavarovanja lahko razvrstimo v štiri vrste glede na vrsto tveganja (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 96). To so zavarovanje za nevarnost smrti, druga vrsta je paket zavarovanja za nevarnost smrti in oblika varčevanja oz. naložbe, naslednja vrsta je zavarovanje za nevarnosti, ki jih prenaša predolgo življenje, lahko pa gre tudi za čiste oblike varčevanja.

Glede na to komu so namenjena pa delimo življenjska zavarovanja na sledeče razrede (Saunders, 1997, str. 24):

1. **Splošno življenjsko zavarovanje** je namenjeno posameznikom, ki periodično vplačujejo premije. Obstaja pet glavnih pogodbenih tipov takega zavarovanja. Čisto življenjsko zavarovanje, polno življenjsko zavarovanje in mešano življenjsko zavarovanje so običajne oblike življenjskega zavarovanja. Variabilno življenjsko zavarovanje in univerzalno življenjsko zavarovanje pa sta obliki, ki sta se razvili v sedemdesetih in osemdesetih letih zaradi povečane konkurence drugih finančnih posrednikov. *Čisto življenjsko zavarovanje* je zavarovanje brez komponente varčevanja. Zavarovalnica izplača zavarovalnino le v primeru zavarovančeve smrti. *Polno življenjsko zavarovanje* zavaruje posameznika za vse življenje, ob njegovi smrti dobijo upravičenci police zavarovalnino. Premije so lahko vplačujejo v rednih časovnih obdobjih do smrti, lahko pa se premije plačujejo določen čas, zavarovalno kritje pa velja do zavarovančeve smrti. *Mešano življenjsko zavarovanje* je kombinacija čistega življenjskega zavarovanja in varčevanja. Posamezniku zagotavlja ob rednem plačevanju premij izplačilo dogovorjenega zneska na določen dan v prihodnosti. Če zavarovanec medtem umre, zavarovalnica upravičencem izplača enako zavarovalnino. *Variabilno življenjsko zavarovanje* odpravlja eno od pomanjkljivosti polnega življenjskega zavarovanja. Da bi zavarovalnica lahko jamčila za izplačilo pogodbene vsote, mora pri kalkulacijah upoštevati nizke obrestne mere. V obdobju visokih obrestnih mer zavarovanci izgubljajo zaradi oportunitetnih stroškov, saj bi lahko druge finančne ustanove njihova

sredstva naložile bolje. Variabilno zavarovanje tako ponuja variabilno donosnost. Zavarovalnica pri izračunavanju premij upošteva nizko donosnost naloženih sredstev, morebitno višjo donosnost pa povrne zavarovancem kot izplačilo v obliki povečevanja vrednosti police ali kot denarno izplačilo. *Univerzalno življenjsko zavarovanje* omogoča zavarovancu spreminjanje višine premij in dospelja police, v nasprotju z običajnimi policami, kjer so premije fiksne ob točno določeni zavarovalni dobi.

2. **Skupinsko življenjsko zavarovanje** je namenjeno zavarovanju več zavarovancem v okviru ene zavarovalne police. Ponavadi je polica izdana podjetju, ki zavaruje svoje zaposlene, ti pa glede na dogovor lahko sodelujejo z vplačili premij ali pa tudi ne. Glavna prednost skupinskega življenjskega zavarovanja v primerjavi s splošnim življenjskim zavarovanjem so nižji stroški zaradi skupinskega obravnavanja programov, nižji stroški za ocenjevanje zdravstvenega stanja večje skupine ljudi in nižji stroški prodaje zavarovanja.
3. **Industrijsko življenjsko zavarovanje** predstavlja zelo majhen delež v okviru življenjskih zavarovanj. Posebnost tega zavarovanja je, da zaposleni v podjetju plačujejo premije predstavniku v podjetju.
4. **Kreditno življenjsko zavarovanje** je namenjeno zaščititi posojilodajalca pred smrtjo posojilojemalca pred dokončnim poplačilom obveznosti. Ponavadi je zavarovalnina enaka višini glavnice in pripadajočih obresti.

Življenjske zavarovalnice poleg življenjskega zavarovanja ponujajo tudi tri druge aktivnosti, to so rentno zavarovanje, upravljanje s pokojninskimi skladi ter nezgodno in zdravstveno zavarovanje. Pri rentnem zavarovanju zavarovanec opravi plačilo v enkratnem znesku ali v obliki več vplačil, zavarovalnica pa se obveže izplačevati mesečno rento do konca zavarovančevega življenja ali pa le za določen čas. Zato se ta oblika uporablja predvsem kot pokojnina ali stipendija. Ker je dolžina posameznikovega življenja nepoznana, bi imel ta težave s samostojnim zagotavljanjem rednega priliva sredstev do smrti. Če bi npr. nekdo vložil svoje prihranke v prvovrstne obveznice, bi lahko do smrti trošil obresti, ki jih obveznice prinašajo. Ob smrti bi zapustil glavnico, ki je tako ne bi mogel porabiti. Pri tem pa sploh ni upoštevano tveganje spremembe obrestne mere in tveganje reinvestiranja. Če pa bi počasi porabljal tudi glavnico in bi živel dlje, kot je pričakoval, bi v visoki starosti ostal brez celotnega ali dopolnilnega denarnega vira. Zavarovalnica lahko prek zakona velikih števil zagotovi prelivanje denarja od ljudi, ki umrejo prej, k ljudem, ki živijo dlje. Tudi pri policah polnega, mešanega, variabilnega ali univerzalnega življenjskega zavarovanja je običajno mogoče način izplačevanja iz enkratnega spremeniti v anuitetnega.

Zavarovalnice nudijo različne pokojninske načrte delodajalcem in s tem konkurirajo bankam in drugim finančnim posrednikom. Nekateri od ponujenih pokojninskih načrtov temeljijo na zjamčeni naložbeni pogodbi (GIC - Guaranteed investment contracts). To pomeni, da

zavarovalnica obljubi točno določeno obrestno mero in višino anuitet, ki bodo izplačane upravičencu.

Nezgodno in zdravstveno zavarovanje zavaruje, kot pove že samo ime, pred nezgodami in obolevnostjo. Največji delež predstavlja skupinsko zavarovanje, ki zagotavlja zdravstveno zavarovanje za zaposlene v podjetjih. Tveganje za nastanek škodnega dogodka je pri teh zavarovanjih dosti bolj podobno premoženjskemu zavarovanju kot pa življenjskemu.

Dejavniki, ki vplivajo na višino premije za življenjsko zavarovanje so (Johnson, 2000, str. 569): starost zavarovanca, povprečna pričakovana življenjska doba, pričakovana donosnost vplačanih premij, obratovalni stroški in stopnja dobička. V veliki skupini zavarovancev je razmeroma lahko oceniti število tistih, ki jim bo potrebno zavarovalnino izplačati. Tudi obratovalni stroški so razmeroma predvidljivi. Za določitev ustrezne višine premij morajo življenjske zavarovalnice torej zelo pazljivo oceniti predvidene prihodke iz naložbene dejavnosti.

1.3.2 Značilnosti premoženjskih zavarovanj

Premoženjsko in odgovornostno zavarovanje zavaruje pred veliko nevarnostmi (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 100) kot so izguba, poškodovanje ali uničenje premoženja; izguba ali okrnitev sposobnosti, ki prinaša prihodek; lahko zavaruje zahteve tretjih oseb po odškodnini za škodo, povzročeno zaradi opustitve ali pa zavaruje pred izgubo zaradi poškodbe ali smrti kot posledice poklicnih nezgod.

Police premoženjskega zavarovanja nudijo zavarovanje pred zelo različnimi tveganji, imajo pa tri skupne značilnosti (Johnson, 2000, str. 569). Praviloma so police kratkoročne, ponavadi je doba zavarovanja eno leto. Ne vsebujejo varčevalne funkcije, v primeru, da se škodni dogodek, proti kateremu je zavarovanje sklenjeno, ne zgodi, zavarovanec ne dobi izplačane odškodnine. Posledica prvih dveh lastnosti premoženjskih polic pa je, da je potrebno pri določanju višine premije za zavarovanje upoštevati oceno izpostavljenosti tveganju dosti bolj kot pri življenjskem zavarovanju.

Nekatere skupine premoženjskih zavarovanj so namenjeno tako posameznikom kot podjetjem (npr. avtomobilska odgovornost, kasko), medtem ko so druge namenjene izključno podjetjem oz. pravnim osebam (npr. strojelom). Pomembnejše veje premoženjskih zavarovanj so (Saunders, 1997, str. 31): *požarna zavarovanja*, ki ščitijo pred nevarnostjo požara, strele in odstranitvijo premoženja poškodovanega zaradi požara. *Stanovanjska kombinirana zavarovanja* ščitijo pred nevarnostmi škode na osebah in stvareh, kot tudi pred odgovornostjo do tretjih oseb

zaradi poškodb. So kombinacija premoženjskega in odgovornostnega zavarovanja. *Komercialna kombinirana zavarovanja* ščitijo podjetja ozr. pravne osebe pred podobnimi nevarnostmi kot stanovanjska kombinirana zavarovanja. *Transportna zavarovanja* se delijo na notranja ali pomorska. Ščitijo pred škodo pri transportu blaga ali premoženja. *Avtomobilska in kasko zavarovanja* ščitijo pred odgovornostjo do tretjih oseb zaradi lastništva ali uporabe vozila in pred poškodovanjem vozil (kasko). *Odgovornostna zavarovanja* ščitijo posameznike ali pravne osebe pred odgovornostjo, razen avtomobilske. Za pravne osebe je to zaščita pred poslovno odgovornostjo in odgovornost za izdelke. Posebna oblika zavarovanja pa je *pozavarovanje*. Zavarovalnice določijo zgornje meje, do katerih so pripravljene nositi tveganje pri posameznih policah ali skupinah. Da bi kljub temu lahko v zavarovanje sprejele večje rizike, del teh in del premij cedirajo v pozavarovanje.

1.4 Trgi na katerih nastopajo zavarovalnice

Zavarovalnice so pri svojem delu vključene v različne trge (Aaronovitch, Samson, 1986, str. 3). S tem, ko ustvarjajo gospodarsko varnost tako za posameznika kot za organizacije, delujejo na trgu upravljanja s tveganjem. Pri življenjskem zavarovanju lahko posamezniki in skupine posameznikov uporabljajo pogoje zavarovanja za prihranke in akumuliranje sredstev za prihodnjo porabo, tako sodelujejo na trgu prihrankov. Zavarovalnice postajajo čedalje pomembnejši finančni posrednik pri spreminjanju individualnih in skupinskih prihrankov v donosen kapital, to je trg naložbenih sredstev. V nekaterih državah zavarovalnice upravljajo s sredstvi pokojninskih skladov, tako delujejo na trgu upravljanja s sredstvi. Zavarovalnice v zasebni lasti zagotavljajo dobičkonosne investicije svojim delničarjem, prav tako zagotavljajo zavarovanje z nižjimi stroški za matične družbe, ko te niso iz zavarovalniške panoge. Zavarovalnice preprečujejo izgube - nastopajo v vlogi specialistov za varnost, pri tem dopolnjujejo in spodbujajo državno ureditev na tem področju.

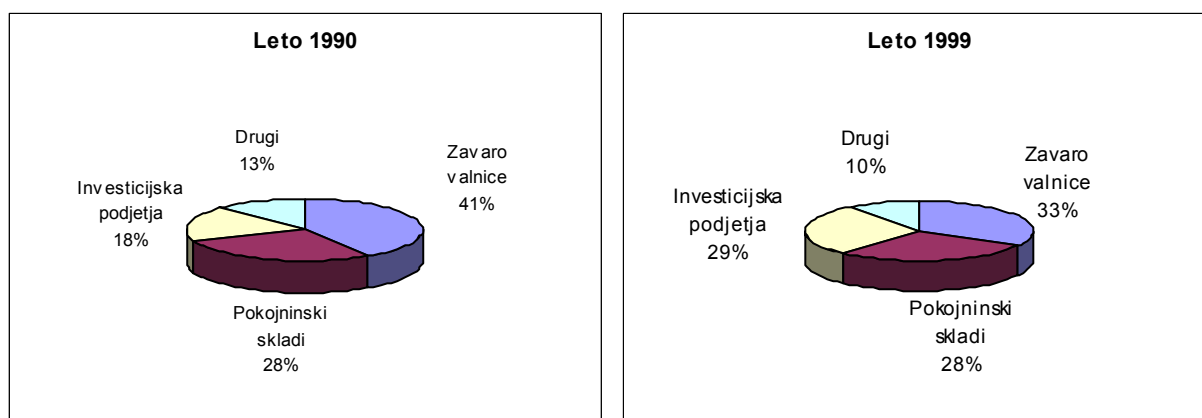
Pomembnost zavarovalnic kot finančnega posrednika za ZDA prikazuje tabela 1, življenjske in premoženjske zavarovalnice upravljajo okoli 16 odstotni delež vseh sredstev v upravljanju različnih finančnih posrednikov. V državah OECD je pomembnost zavarovalnic še večja, kljub temu, da se je od leta 1990 do 1999 znižala iz 41 odstotkov na 33 odstotkov v skupnih finančnih sredstvih institucionalnih investitorjev, kar je razvidno iz Slike 2.

Tabela 1: Delež sredstev v upravljanju različnih finančnih posrednikov v ZDA

Finančni posrednik	1952- 1955	1956- 1960	1961- 1965	1966- 1970	1971- 1975	1976- 1980	1981- 1985	1986- 1990
Življenjske zavarovalnice	21,1	20,2	18,0	16,0	13,4	12,1	11,4	11,6
Premoženjske zavarovalnice	4,4	4,4	4,3	3,8	3,7	4,1	4,1	4,5
Komercialne banke	47,2	40,8	37,1	37,5	39,2	37,9	34,8	30,9
Hranilne institucije	15,4	18,4	20,9	20,5	21,0	22,3	20,3	17,9
Pokojninski skladi	5,6	8,4	10,8	12,4	13,5	15,3	17,1	17,6
Vzajemni skladi	1,4	2,3	3,3	3,9	2,8	2,3	5,8	9,0
Drugi	4,9	5,5	5,6	5,9	6,4	6,0	6,5	8,5

Vir: Briys, De Varenne, 2001, str. 43

Slika 2: Delež posameznega institucionalnega investitorja v skupnih finančnih sredstvih 1990 in 1999 v državah OECD



Vir: OECD, 2001, str.6

1.5 Pogoji za rast

Osnovni pogoji za rast zavarovanj so (Green, Trieschmann, Gustavson, 1992, str. 40) ekonomski sistem, ki temelji na zasebni lastnini; visoko razvita in industrializirana družba; dobro organizirana in vsem poznana pravna ureditev; etična nagnjenost k zavarovanju in zmerna inflacija. Viri rasti zavarovalnic so v rastoči stopnji gospodarske dejavnosti, naraščajočih dohodkih in premoženju prebivalstva, vlogi države, ki se kaže v spodbujanju socialnega zavarovanja in obveznih oblik zavarovanja ter večji nagnjenosti prebivalstva k zavarovanju ob določeni ravni dohodkov oziroma premoženja (Aaronovitch, Samson, 1985, str. 5).

Tabela 2: Zavarovalne premije v % BDP 2001

Regija/Država	Skupno	Življenjske zavarovalnice	Splošne zavarovalnice
Severna Amerika	8,80	4,30	4,50
-ZDA	8,97	4,40	4,57
-Kanada	6,42	2,97	3,45
Latinska Amerika in Karibi	2,17	0,72	1,46
Evropa	7,84	4,89	2,95
-Velika Britanija	14,18	10,73	3,45
-Švica	12,71	7,95	4,76
-Nizozemska	9,79	5,66	4,12
-Irska	9,14	6,30	2,84
-Finska	8,93	6,99	1,94
-Francija	8,58	5,73	2,85
-Belgija	7,92	5,18	2,75
-Švedska	7,71	5,74	1,98
-Danska	6,93	4,51	2,41
-Nemčija	6,59	3,00	3,60
-Italija	6,27	3,81	2,46
-Španija	6,25	3,32	2,93
-Avstrija	5,87	2,75	3,12
-Portugalska	5,37	2,76	2,61
-Slovenija	5,04	1,08	3,96
-Ciper	4,46	2,46	2,00
-Norveška	4,38	2,32	2,06
-Malta	4,26	1,99	2,28
-Češka	3,74	1,31	2,43
-Luksemburg	3,34	1,19	2,15
-Slovaška	3,30	1,44	1,86
-Islandija	3,12	0,24	2,88
-Poljska	3,07	1,07	2,00
-Rusija	3,06	1,06	1,51
-Hrvaška	3,02	0,55	2,47
-Madžarska	2,79	1,16	1,63
-Jugoslavija	2,66	0,02	2,64
-Grčija	2,04	1,00	1,04
-Bolgarija	1,66	0,30	1,36
-Ukrajina	1,50	0,01	1,49
-Turčija	1,31	0,24	1,07
-Romunija	0,87	0,18	0,68
Azija	7,60	5,84	1,76
Afrika	4,54	3,38	1,16
Oceanija	8,56	5,09	3,47
Skupaj ves svet	7,83	4,68	3,15

Vir: Sigma, 2002, str. 35

V Tabeli 2 je prikazan delež zavarovalnih premij bruto družbenem proizvodu posameznih držav, ločeno za življenjske in premoženjske zavarovalnice. Največji delež zaseda Severna Amerika, kjer zavarovalne premije predstavljajo 8,80 odstotkov BDP, sledita Oceanija z 8,56 odstotki in Evropa z 7,84 odstotki. 7,60 odstotkov BDP predstavljajo zavarovalne premije v Aziji, v Afriki 4,54 odstotkov, najmanjši delež pa imajo države Latinske Amerike in Karibov, to je le 2,17 odstotkov BDP. Delež zavarovalnih premij v slovenskem BDP znaša 5,04 odstotka, kar je pod evropskim povprečjem. Zanimiva pa je porazdelitev med premijami za življenjske in premoženjske rizike. Delež življenjskih je zelo nizek, to je 1,08 odstotka v primerjavi z evropskimi 4,89. Delež premij za premoženjsko zavarovanje pa je celo večji od evropskega povprečja, saj znaša 3,96 odstotka, evropsko povprečje pa 2,95 odstotka.

1.6 Uspešnost zavarovalnic

Na uspešnost zavarovalnic vplivajo tako zavarovalnotehnični dejavniki kot naložbena funkcija zavarovalnice. Uspešnost življenjskih zavarovalnic je zaradi narave poslovanja bolj odvisna od uspešnosti naložbene funkcije, kot uspešnost premoženjskih zavarovalnic.

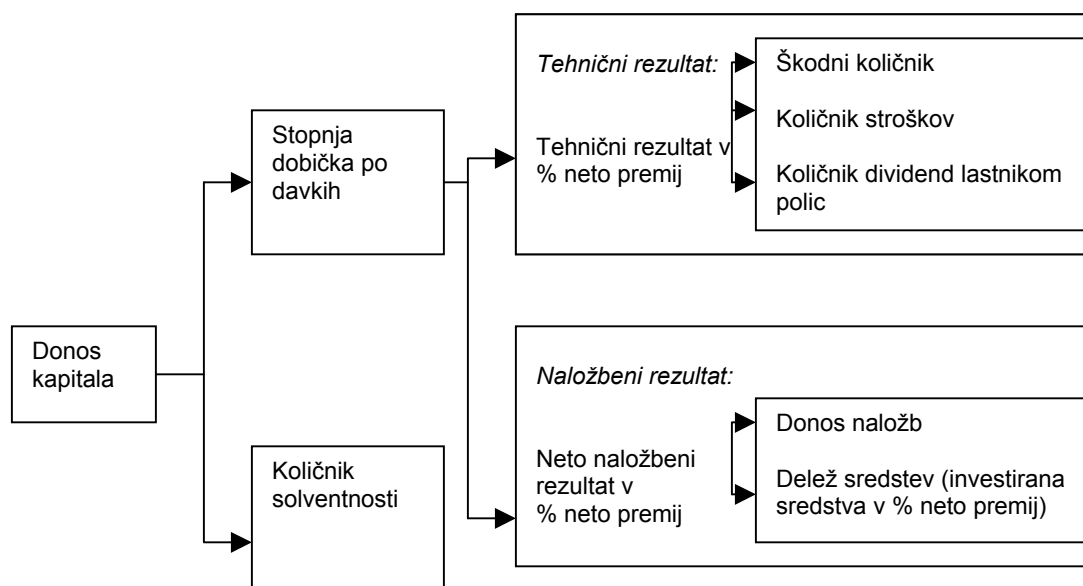
Na obseg in rast življenjskega zavarovanja ima vpliv predvsem donosnost tega v primerjavi z drugimi varčevalnimi institucijami. Na donosnost vpliva več dejavnikov, med njimi tudi stopnja državnega poseganja v naložbeno politiko zavarovalnic. Na povpraševanje po življenjskem zavarovanju vplivajo tudi donosnosti alternativnih naložb. Na konkurenčnost splošnih in življenjskih zavarovalnic vpliva marketinška sposobnost zavarovalnic, predvsem v inovativnosti ponudbe, ki se kaže v novih oblikah zavarovanja; razpršitev dejavnosti (npr. k vodenju pokojninskih skladov) je prav tako lahko sredstvo povečevanja konkurenčnosti zavarovalnic. Davčna politika vpliva na konkurenčnost življenjskega varčevanja, saj lahko obdavčenje zmanjša privlačnost določenih naložb. Nenazadnje pa na uspešnost zavarovanja vpliva tudi odnos prebivalstva do različnih oblik financiranja in odnos do tveganja.

1.6.1 Dejavniki uspešnosti zavarovalnic

Da bi lahko analizirali dejavnike, ki vplivajo na donosnost zavarovalnic, je potrebno razčleniti donos kapitala na glavne sestavine. Donose določa najprej tehnični rezultat (škode in stroški, na katere vplivajo višina premij, izbira prevzetih rizikov, reševanje škod in marketinški in administrativni stroški) in drugič, naložbeni rezultat, ki pa je funkcija alokacije sredstev, upravljanja s sredstvi in tudi deleža naloženih sredstev. Učinkovitost kapitala je dodatno odvisna tudi od davčnih strategij in solventnosti.

Prva stopnja členitve nam pokaže, da je donos kapitala zavarovalnice določen s prihodki po davkih glede na enoto neto premij (stopnja donosnosti) in z vsoto sredstev, ki so potrebna za financiranje in vzdrževanje izpostavljenosti rizika za vsako enoto premije (solventnost). Stopnja donosnosti pred davki je vsota tehničnega rezultata in naložbenega rezultata. Naložbeni rezultat je določen z donosom naložb (vključujoč kapitalske dobičke) pomnoženim z investiranimi sredstvi (vzvod sredstev). Tehnični rezultat v odstotku neto premij, pa je določen s škodnim količnikom, količnikom stroškov in količnikom dividend lastnikom polic. Škodni količnik meri dejanske škode v določeni zavarovalni vrsti, to pomeni delež nastalih škodi glede na zaslužene premije. Tako količnik manjši od 100 pomeni, da so bile zaslužene premije ravno zadostne za pokrivanje nastalih škod. Količnik stroškov kaže nastale stroške poslovanja glede na vplačane premije. Stroški poslovanja ne vključujejo stroškov reševanja škod, vključujejo pa stroške provizij in brokeraž plačanih zavarovalnim posrednikom in agentom ter druge stroške, ki so nastali v zvezi s pridobivanjem posla.

Slika 3: Razčlenitev donosnosti



Vir: Sigma, 2001, str. 7

Dejavniki donosnosti so medsebojno različno odvisni. Naložbeni in tehnični rezultat sta v negativni korelaciji; spremembe obrestnih mer lahko direktno vplivajo na višino premij, medtem ko dobri naložbeni donosi spodbujajo agresivno znižanje cen. Tehnični rezultat in realizirani kapitalski dobički pa so v negativni korelaciji.

Naložbeni in tehnični rezultat sta tesno povezana. Dobri naložbeni donosi omogočajo zavarovalnicam, da prenesejo velike škode brez tveganja za negativen rezultat poslovanja. Dodatno pa obstaja še posreden efekt naložbene uspešnosti na politiko cen - znižajo se premije in tehnični rezultat, ker zavarovalnice težijo k ohranitvi ali povečanju tržnega deleža.

Z rastjo donosnosti naložb pada tehnični rezultat. Zavarovalnice redno upoštevajo napovedi o obrestnih merah pri določanju višine premij, zato premijske stopnje padajo, ko obrestne mere rastejo. Optimalne premijske stopnje namreč odražajo sedanjo vrednost pričakovanih prihodnjih plačil škod in dodatka zaradi stroškov in cene kapitala. Večja kot je obrestna mera, večji je diskontni faktor pri računanju sedanje vrednosti in posledično je premijska stopnja nižja.

Agresivno določanje višine premij v obdobjih visokih donosov naložb je posledica tega, da lahko zavarovalnice sprejmejo tudi manj kvalitetne rizike ne da bi tvegale končni negativen rezultat poslovanja. To je verjetno najmočnejša povezava med izboljšano naložbeno učinkovitostjo in slabimi tehničnimi rezultati.

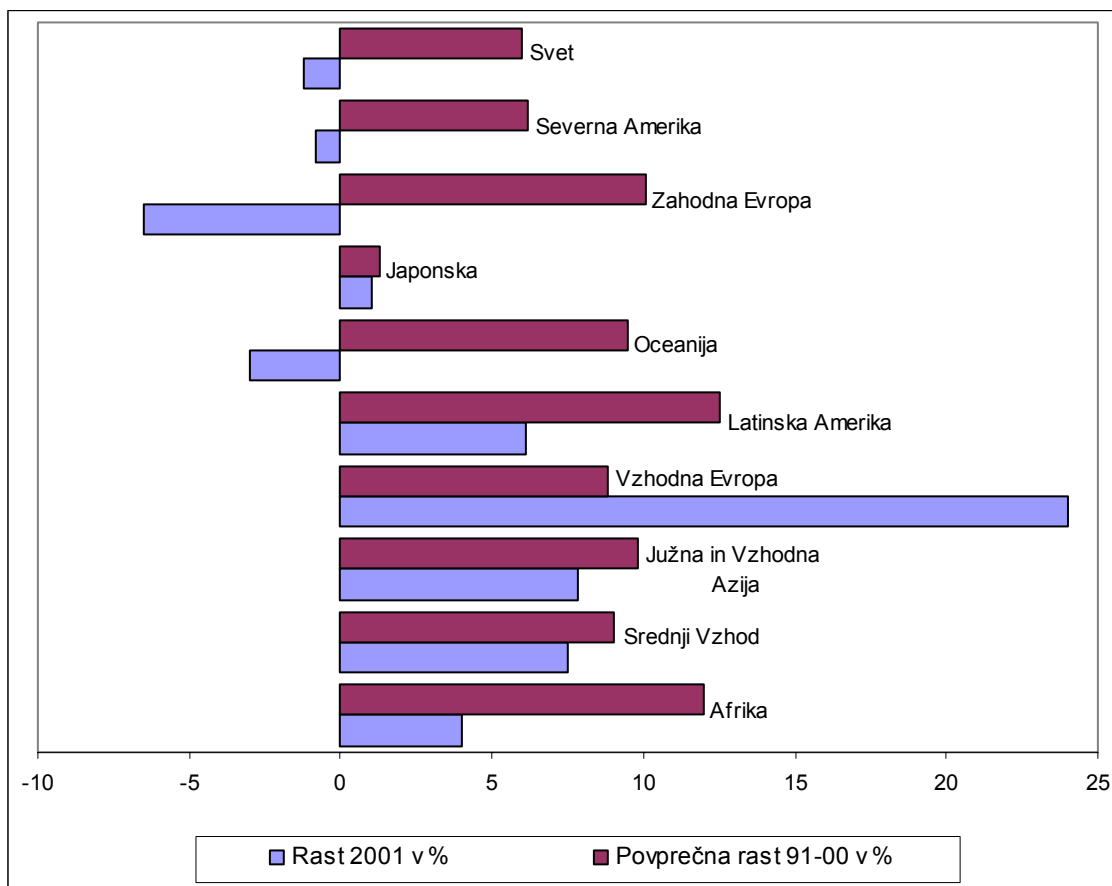
Negativna korelacija obstaja tudi med unovčenimi kapitalskimi dobički in tehničnim rezultatom. To kaže na uporabo kapitalskih dobičkov za izravnavanje prihodkov. Ponavadi zavarovalnice unovčijo kapitalske dobičke kadar se pojavijo ekstremne škode. Včasih pa kapitalski dobički tudi poslabšajo tehnični rezultat. Unovčevanje kapitalskih dobičkov v drugi polovici devetdesetih let, je bil glavni vzrok za padanje premijskih stopenj v tistem času. Visoki naložbeni donosi so bili posledica padajočih obrestnih mer, ki so povzročile kapitalske dobičke na portfelje obveznic, in rastočih cen delnic. Zavarovalnice so uporabile sredstva, ki so se akumulirala, za znižanje premijskih stopenj, ki so jim omogočila višji tržni delež. To pa je povzročilo ostro konkurenco ob nezadostnih premijskih stopnjah, kar je zniževalo njihov tehnični rezultat.

1.6.2 Življenjske zavarovalnice

Iz slike 4 lahko vidimo povprečno rast premij v letih 1991 do 2000 in letno rast v letu 2001. Še v letu 2000 je bila rast premij življenjskega zavarovanja v svetu 9,1 odstotka, v letu 2001 pa so se premijski prihodki znižali za 1,8 odstotka. Tako gibanje se pojavi v vseh regijah, razen v Vzhodni Evropi. Svetovni premijski prihodek je znašal 2408 milijard USD, od tega je 1439 milijard USD oz. 60 % premij življenjskega zavarovanja. Industrializirane dežele še naprej vodijo na svetovnem zavarovalniškem trgu z 90 odstotnim deležem zbranih premij. Kot že mnoga leta, vodita ZDA in Japonska, sledijo pa jim Združeno kraljestvo, Nemčija in Francija (Sigma, 2002a, str.7).

V letu 2001 življenjske zavarovalnice niso mogle nadaljevati uspešne rasti značilne za prejšnja leta. V industrializiranih deželah se je rast ustavila predvsem zaradi negativnega gibanja trga delnic in upočasnjevanja gospodarske rasti. V prejšnjih letih so pokojninski načrti in rentna zavarovanja uspevali zaradi reform pokojninskih sistemov, zaradi velike rast delnic je naraščala popularnost zavarovanj, kjer zavarovanec prevzema naložbeno tveganje. Padec delniških trgov in njihova negotova prihodnost pa sta ustavili zanimanje za take proizvode, zanimivejši so postali produkti z zajamčenimi donosi.

Slika 4: Realna rast premij življenjskega zavarovanja po regijah



Vir: Sigma, 2002a, str. 6

Poleg padca rasti zbranih premij, je imelo negativen vpliv na bilance stanja in na izkaze uspeha, tudi neugodno dogajanje na kapitalskih trgih. Življenjske zavarovalnice so morale odpisati naložbe in sprostiti skrite rezerve, kar je znižalo višino kapitala. Slabi rezultati naložbenih aktivnosti so vplivali na njihovo uspešnost. Razpon med zajamčenimi donosi določenimi v policah in donosi na kapitalskih trgih se je zožil in v nekaterih primerih postal celo negativen. Nekatere življenjske zavarovalnice so težko ustvarile dovolj prihodkov iz naložb za pokrivanje vseh obveznosti. Našteta dogajanja so še posebej izpostavljena v tistih deželah, ker imajo

zavarovalnice velik delež naložb v delnicah, kjer police z zajamčenimi donosi predstavljajo velik delež trga življenjskih zavarovanj, kjer je zajamčena donosnost polic visoka v primerjavi z donosi na kapitalskih trgih in kjer je trg življenjskega zavarovanja zasičen. Poleg tega nižja rast premijskega prihodka pomeni, da zavarovalnice ne morejo hitro prilagoditi svojega portfelja novim pogojem na kapitalskih trgih. Posledično so bile življenjske zavarovalnice v industrializiranih deželah Evrope še posebej izpostavljene negativnim dogajanjem.

V letu 2002 so premije življenjskega zavarovanja nekoliko porasle glede na predhodno leto, to je za 3 odstotke. Vendar je bilo leto 2002 bilo kljub rasti premij življenjskega zavarovanja še vedno težko za življenjske zavarovalnice. Obrestne mere so ostale na nizkih nivojih, delniški trgi pa so še naprej padali, kar je negativno vplivalo na vrednost kapitala zavarovalnic. Prihodki od naložb so se zaradi padajočih delniških trgov še dodatno znižali, kar je negativno vplivalo na izkaze uspeha zavarovalnic. Razpon med zajamčenimi donosi življenjskih polic in tistimi, ki se jih na trgu da doseči je postajal čedalje manjši, včasih celo negativen. Nekatere zavarovalnice so morale odpisati naložbe v podjetniške obveznice, ker so se bonitete podjetij znižale zaradi stečajev in računovodskih škandalov. Tudi sami zavarovalničarji so bili pod pritiskom zniževanja njihovih bonitet, nekateri so imeli celo probleme zaradi predpisov o solventnosti. V mnogih primerih je življenjskim zavarovalnicam preostalo le, da znižajo izplačane bonuse oz. dobičke na klasične življenjske police, da bi lahko odplačale svoje obveznosti. V letu 2003 se je stanje nekoliko stabiliziralo, saj kaže, da so se obrestne mere in delniški trgi izkopali iz najhujšega, zato se uspešnost življenjskih zavarovalnic izboljšuje. Gonilna sila izboljšav so naraščajoča vplačila v pokojninska zavarovanja, saj so se državni pokojninski skladi izkazali za nezadostne.

1.6.3 Premoženske zavarovalnice

Tabela 3 prikazuje kazalnike poslovanja ameriških premoženjskih zavarovalnic. Škodni rezultat meri dejanske škode v določeni zavarovalni vrsti, to pomeni delež nastalih škod glede na zaslužene premije. Tako količnik manjši od 100 pomeni, da so bile zaslužene premije zadostne za pokrivanje nastalih škod. V tabeli so prikazani agregatni škodni količniki za vse zavarovalne vrste skupaj za leta 1951-93, vendar so v števcu količnika poleg nastalih škod upoštevani tudi stroški reševanja škod. Tako lahko v tabeli vidimo, da je bil npr. za leto 1993 škodni količnik 79,5. Škodni količnik, ki bi upošteval le nastale škode in ne bi vključeval stroškov reševanja škod, pa za isto leto znaša 66,7.

Količnik stroškov kaže nastale stroške poslovanja glede na vplačane premije. Stroški poslovanja ne vključujejo stroškov reševanja škod, vključujejo pa stroške provizij in brokeraž plačanih

zavarovalnim posrednikom in agentom ter druge stroške, ki so nastali v zvezi s pridobivanjem posla. V tabeli lahko vidimo, da so v letu 1993 stroški poslovanja znašali 26,2 odstotkov vplačanih premij. Povečanje provizij in operativnih stroškov lahko hitro povzroči, da je določena zavarovalna vrsta nedonosna.

Kombinirani količnik je splošna mera uspešnosti določene zavarovalne vrste, saj vključuje tako škode kot stroške. Kombinirani količnik je enak škodnemu rezultatu in količniku stroškov reševanja škod glede na zaslužene premije, provizije in drug stroške povezane s pridobitvijo posla glede na vplačane premije, odštejemo pa izplačane dividende lastnikom glede na zaslužene premije. Če je kombinirani količnik manjši od 100 pomeni, da premije zadoščajo za pokrivanje škod in stroškov povezanih s to zavarovalno vrsto. Če premije ne zadoščajo in je kombinirani količnik višji od 100, mora zavarovalnica to nadomestiti s prihodki od naložb, da bi vseeno dosegla pozitiven rezultat. Kombinirani količnik (brez dividend) 106,9 za leto 1993 pokaže, da premije niso zadostovale za pokritje stroškov škod in stroškov v zvezi s sklenitvijo poslov.

Tabela 3: Kazalniki poslovanja premoženjskih zavarovalnic v ZDA

Leto	Škodni količnik ¹	Količnik stroškov ²	Kombinirani kazalnik	Dividende ³	Kombinirani kazalnik po dividendah
1960	63,8	32,2	96,0	2,2	98,1
1970	70,8	27,6	98,4	1,7	100,1
1980	74,9	26,5	101,4	1,7	103,1
1990	82,3	26,0	108,3	1,2	109,6
1993	79,5	26,2	105,7	1,1	106,9
2001 ⁴	89,0	28,0	117,0	n.p.	n.p.
2002	74,0	27,0	101,0	n.p.	n.p.

Vir: Saunders, 1997, str. 36 in AON, 2003, str. 5

Donos naložb, ki se izračuna kot neto prihodki od naložb glede na zaslužene premije, je znašal v letu 1993 za splošne zavarovalnice 11.2 odstotka. Posledično je bil povprečen donos naložb premoženjskih zavarovalnic 95.7. Enak je kombiniranemu količniku (106,9) zmanjšanem za donos naložb (11,2). Tak kazalec imenujemo operativni količnik. Ker je bil v letu 1993 manjši od 100, so bile premoženjske zavarovalnice v povprečju donosne, v primeru pa, da bi bil donos naložb nižji, na primer 6,8%, pa bi bile premoženjske zavarovalnice v povprečju nedonosne. Vidimo, da so obrestne mere in donosi naložb zavarovalnic ključnega pomena za končno

¹ Škodni količnik = škode in stroški reševanja škod/zaslužene premije

² Količnik stroškov = nastali stroški (brez davka na dobiček)/vplačane premije

³ Dividende = dividende lastnikom polic/zaslužene premije

⁴ Podatki za leto 2001 in 2002 se nanašajo na 25 največjih (merjeno po tržni kapitalizaciji) premoženjskih zavarovalnic na svetu

donosnost zavarovalnic. Tako sta merjenje in upravljanje s kreditnim in obrestnim tveganjem ključnega pomena pri vodenju zavarovalnic.

V Tabeli 4 so prikazani posamezni kazalci donosnosti za premoženjske zavarovalnice za države z najbolj razvitim trgom premoženjskih zavarovalnic. Kazalci so petletna povprečja izražena v odstotku od vplačanih premij, razen kazalca donosnosti naložb, ki je izražen glede na naložena sredstva, davčne stopnje in donosa kapitala. Vidimo lahko, da škode in stroški presežejo premije, tako da je kombinirani količnik večji od 100, kar pomeni negativen tehnični rezultat v vseh državah, razen v Nemčiji in na Japonskem. Nemčija je imela v preteklosti vedno pozitiven tehnični rezultat, deloma tudi zaradi vključevanja nekaterih stroškov pridobivanja poslov v kategorijo drugih stroškov. Vendar se je tudi tu tehnični rezultat v devetdesetih letih poslabšal in je v letu 1999 že negativen. Japonska pa dosega pozitiven rezultat, ker vključuje naložbene prihodke na določeno vrsto neživljenjskih polic, ki vsebujejo varčevalno funkcijo.

Tabela 4: Kazalci donosnosti premoženjskih zavarovalnic

Leta	ZDA 1996-00	Kanada 1996-00	Anglija 1996-99	Nemčija 1995-99	Francija 1995-99	Italija 1995-99	Japonska 1995-99
Škodni količnik	77,5	73,4	75,4	70,5	84,5	85,7	56,7
Količnik stroškov	27,4	32,0	32,5	25,3	22,5	27,1	35,7
Tehnični rezultat	-6,5	-5,7	-7,9	1,5	-8,3	-14,1	3,3
Donosnost naložb +	7,0	8,3	9,0	7,2	5,8	7,8	2,9
Delež sredstev za naložbe	268,0	199,4	273,3	217,3	265,3	202,0	435,1
Neto naložbeni rezultat	18,8	16,5	24,6	15,7	15,4	15,8	12,4
Drugi stroški/prihodki	-0,1	0,9	-2,7	-6,6	-1,5	1,9	-11,8
Stopnja dobička (pred davki)	12,2	11,7	14,0	10,5	5,7	3,1	3,9
Davčna stopnja +	21,2	29,4	24,0	60,3	41,6	87,6	69,9
Stopnja dobička (po davkih)	9,6	7,9	10,7	4,1	3,4	0,8	1,0
Solventnost	106,1	84,9	102,7	145,4	111,5	n.p.	n.p.
Donos kapitala +	9,1	9,4	10,1	2,9	3,2	n.p.	n.p.

Vir: Sigma, 2001, str. 8

Naložbeni rezultati so v vseh državah podobni, razen Japonske, kjer so bili zadnja leta donosi dolgoročnih obveznic zelo nizki, pa tudi cene delnic so vztrajno padale. Podobnost rezultatov kaže primerljive stopnje obresti v ostalih šestih državah, določene razlike pa nastajajo zaradi računovodskih predpisov, strukture sredstev in dostopnosti določenih vrednostnih papirjev v posamezni državi.

Stopnja donosa pred davki je bila zmerna v Združenih državah, Kanadi, Angliji in v Nemčiji, v Franciji, Italiji in na Japonskem pa je bila nizka. Visoke davčne stopnje so še dodatno znižale stopnjo donosa v kontinentalni Evropi in na Japonskem. Donos kapitala je bil visok v Angliji, zmeren v Kanadi in ZDA in nizek v Franciji in Nemčiji, še slabši pa v Italiji in na Japonskem. Veliko analitikov meni, da premoženjske zavarovalnice zaostajajo za donosnostjo ostalih panog.

V ZDA je na primer dvajsetletno povprečje donosnosti kapitala premoženjskih zavarovalnic 10.1 odstotno, medtem ko je povprečen donos kapitala podjetij vključenih v kazalec S&P 500 v enakem obdobju 13.4 odstoten. Kljub temu v zavarovalniško panogo doteka nov kapital s povprečno stopnjo rasti 2,8 odstotka letno v obdobju od leta 1980 do 2000, kar kaže, da investitorji zaupajo v zavarovalniško panogo kljub nizkemu donosu na kapital.

Dolgoročna nižja donosnost premoženjskih zavarovalnic bi se morala tudi pokazati na cenah delnic spl premoženjskih zavarovalnic. Vendar pa primerjava premoženjskih zavarovalnic in kazalnika S&P 500 v letih 1980-2000 kaže, da je gibanje tečaja delnic skoraj enako. Tabela 5 kaže povprečno gibanje tečaja delnic premoženjskih zavarovalnic, življenjskih zavarovalnic, finančnih storitev in povprečje vseh podjetij v kazalniku S&P 500. Delnice premoženjskih zavarovalnic se gibljejo enako kot kazalnik S&P 500 v zadnjih 20 letih, vendar pa zaostajajo za indeksom panoge finančnih storitev za skoraj dve odstotni točki. V desetletnem povprečju pa so rezultati dosti slabši, ker so bila zadnja leta za delnice zavarovalnic zelo težka. Vrednosti delnic premoženjskih zavarovalnic so v zadnjih desetih letih dramatično padale, ko so se naložbeni donosi znižali in ko so pogoji prevzemanja rizikov v zavarovanje dosegli dno. Dodatni razlog za slabše gibanje tečajev delnic premoženjskih zavarovalnic v devetdesetih letih je hitra rast tečajev delnic tehnoloških podjetij, ki je pripomogla k visoki vrednosti kazalnika S&P 500.

Tabela 5: Povprečno gibanje tečaja delnic v ZDA v letih 1980 do 2000

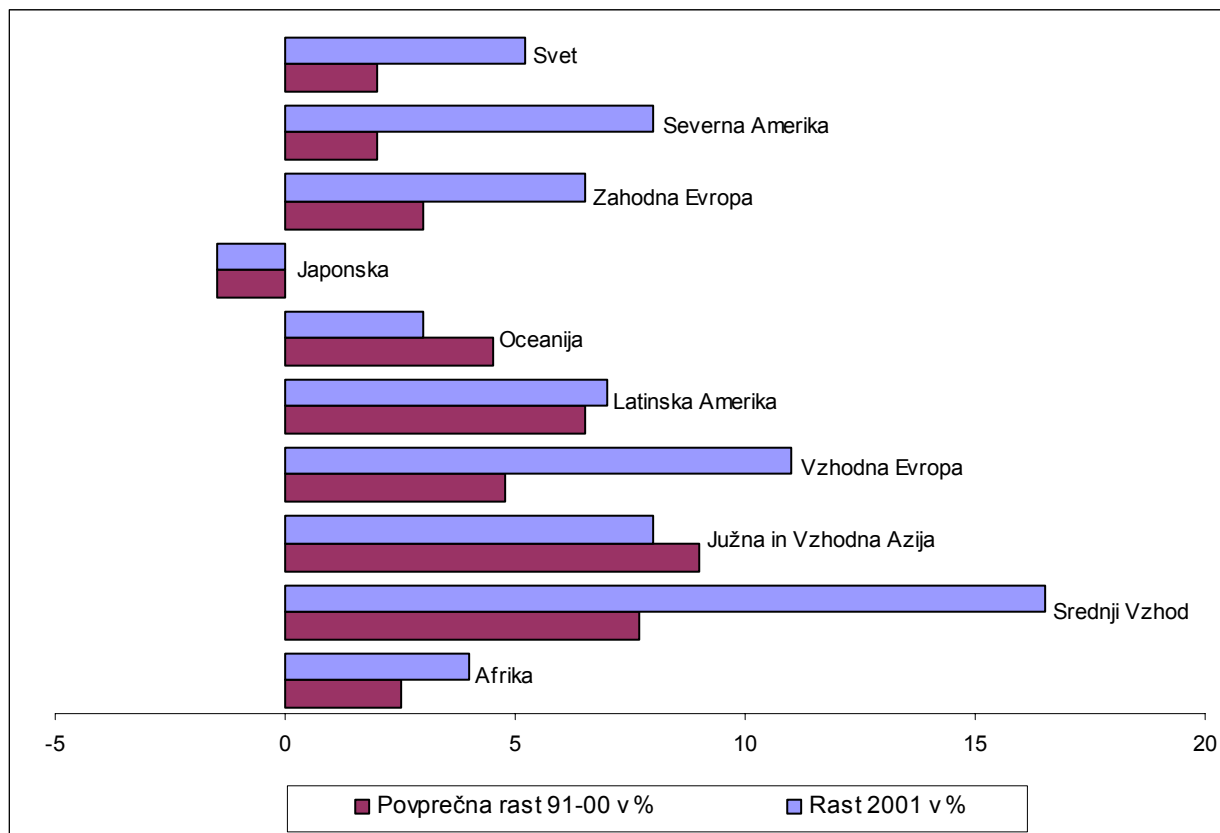
POVPREČNE LETNE DONOSNOSTI	PREMOŽENJSKE ZAVAROVALNIC E	ŽIVLJENJSKE IN ZDRAVSTVENE ZAVAROVALNIC E	FINANČNE STORITVE	S&P 500
10 let	14,6%	13,9%	24,5%	17,4%
20 let	15,4%	16,1%	17,2%	15,6%

Vir: Sigma, 2001, str. 11

Donosnost premoženjskih zavarovalnic je, kot smo videli v Tabeli 5, primerljiva z drugimi panogami. Naložbeni donosi v devetdesetih letih so bili izjemni. Obrestne mere so bile visoke in so v teh desetih letih padale in tako povzročile kapitalske dobičke. Kapitalski trgi, z izjemo Japonske, so skokovito narasli. Zavarovalnice so poleg uspešnosti glavne dejavnosti, povečale rezerve in delež naložbenih sredstev, kar je pripomoglo k boljšim naložbenim rezultatom. Ti izjemni prihodki od naložb pa so povzročili tudi padanje cen zavarovanj, saj so zavarovalnice v boju za svoj tržni delež agresivno zniževale zavarovalne premije. Tako se je zavarovalniški trg znašel na spodnjem delu cikla višine premij. Cikel se je obrnil v letu 2000, ko so že začele rasti premije za komercialne zavarovalne vrste in pozavarovalne premije. Zavarovalniški trg, tako kot vsi drugi, se namreč giba v ciklih, v katerih se izmenjujejo obdobja visokih in nizkih premijskih stopenj. Tako ciklično gibanje lahko opazimo skozi celotno prejšnje stoletje. V

prihodnosti pa se bodo zaradi globalizacije poslovanja, usklajevanja monetarne politike in povečanega medsebojnega trgovanja, zavarovalniški cikli posameznih držav uskladili s splošnim, svetovnim zavarovalniškim ciklom.

Slika 5: Realna rast premij premoženjskega zavarovanja po regijah



Vir: Sigma, 2002a, str. 6

Kljub slabi gospodarski klimi, so premijski prihodki premoženjskih zavarovalnic v letu 2001 narasli za 5,4 odstotka, kar je razvidno na Sliki 5. Porast je posledica prehoda iz mehke faze cikla k trdi, z višjimi premijskimi stopnjami. Kljub višjim cenam so bili tehnični rezultati v letu 2001 slabi. Pojavljale so se visoke škode, poleg tega so zavarovalnice povečevale svoje rezervacije in odplačevale škode iz zavarovalnih polic, ki so jih prevzele v času agresivnega zniževanja cen, ko so v svoj portfelj rizikov sprejemale slabe oz. nekvalitetne rizike. Če je bilo ob koncu devetdesetih let možno nadomestiti negativen tehnični rezultat z nadpovprečnimi naložbenimi rezultati, je stanje na kapitalskih trgih v začetku novega desetletja povzročilo slabe naložbene rezultate in posledično tudi končni rezultat poslovanja zavarovalnic. Višje premijske stopnje sicer izboljšujejo tehnični rezultat premoženjskih zavarovalnic, vendar pa so naložbeni donosi še vedno prenizki. Zato se bo verjetno trda faza zavarovalniškega cikla v naslednjih letih nadaljevala.

Slabi rezultati in odpisi naložb bremenijo premoženjske zavarovalnice. Delniški kapital se je opazno znižal od leta 2000, tudi solventne meje se znižujejo. Med koncem leta 2000 in septembrom 2002 je izpuhtelo za 140 milijard ameriških dolarjev delniškega kapitala premoženjskih zavarovalnic in pozavarovalnic, predvsem zaradi izgub delniških naložb in velike škode zaradi napada na stavbi Svetovne trgovinske organizacije, 11. Septembra 2001. Skupne izgube v premoženjskih zavarovalnicah so dosegle okoli 25 odstotkov delniškega kapitala (Sigma, 2002a, str. 10). Nasploh je bilo leto 2001 za mnoge države eno najhujših v zavarovalniški zgodovini. Slabi naložbeni rezultati, prenizke premijske stopnje, potreba po povečevanju rezervacij in katastrofalne škode so zelo znižale donosnost zavarovalnic. Ameriška zavarovalniška industrija je prvič odkar se zbirajo podatki, to pa pomeni obdobje dolgo več kot 100 let, utrpela neto izgubo (Sigma, 2002a, str.8). Na evropskem trgu je bil izboljšani tehnični rezultat še vedno prenizek, da bi izničil slabe naložbene rezultate.

V letu 2002 so se premije premoženjskih zavarovanj povečale za 9,2 odstotka (Sigma, 2003, str. 9), vzrok taki rasti pa so povišane premijske stopnje. Zaradi nizkih naložbenih rezultatov so bili zavarovalničarji prisiljeni oblikovati take produkte, ki jim bodo zagotavljali profitabilnost. Rast premijskih stopenj je tudi izboljšala zavarovalnotehnični rezultat. Poleg izplačevanje katastrofalnih škod so morale premoženjske zavarovalnice v letu 2002 oblikovati dodatne rezervacije zaradi nastalih škod, ki so jih prevzele v zavarovanje v obdobju nizkih premijskih stopenj. V letu 2002 se je poslabšala tudi kapitalska ustreznost premoženjskih zavarovalnic, saj so meje solventnosti še naprej padale, deloma tudi zaradi višjih premijskih stopenj

2. NALOŽBENA FUNKCIJA ZAVAROVALNIC

V trdih pogojih poslovanja zaradi naraščajoče konkurence je naložbena uspešnost zavarovalnic čedalje pomembnejša, neto naložbeni rezultat je narasel iz 15 odstotkov vplačanih premij v letu 1985 na 18 odstotkov v letu 1999 in 2000. Dva faktorja, ki sta vplivala na izboljšane naložbene rezultate sta bila uspešnost kapitalskih trgov od leta 1995 do 1999 in dolgoročen trend k večjemu deležu naloženih sredstev. Delež naloženih sredstev v neto premijah je narasel na vseh večjih trgih, predvsem zaradi povečanih škodnih rezervacij. Škodne rezervacije so narasle skupaj s povečano pomembnostjo odgovornostnih zavarovanj, večjih stroškov sodnih procesov in priznanih odškodnin. V devetdesetih letih so zavarovalnice čedalje bolj povečevale tveganost svojih portfeljev, ko so povečevale delež delnic in podjetniških obveznic v naložbah. Posledične višje donosnosti naložb pa so vplivale, da so zavarovalnice lahko zniževale premijske stopnje, da bi si pridobile tržni delež. Zaradi kompleksnosti zavarovalniških

produktov in negotovih razmer na kapitalskih trgi postaja danes uspešno nalaganje težavnejše, poleg tega so finančni trgi čedalje bolj spremenljivi.

Naložbena funkcija je posledica dejstva, da se ob sklenitvi zavarovalne pogodbe premija običajno plača vnaprej, največkrat za obdobje enega leta. Zaradi vnaprejšnjega plačevanja premij se tako pri zavarovalnicah oblikujejo sredstva, ki so v bistvu namenjena zavarovancem (izplačilu zavarovalnin), v vmesnem času pa jim mora zavarovalnica primerno naložiti. Pri tem morajo zavarovalnice upoštevati varnost, likvidnost in donosnost naloženih sredstev. Kateremu od teh dejavnikov zavarovalnica posveča večjo pomembnost, je odvisno od različnih dejavnikov, katere bom obravnavala v naslednjem poglavju. Poleg tehničnih rezervacij je vir naložb tudi vplačani delniški kapital.

Življenjske zavarovalnice se ukvarjajo z nalaganjem sredstev, ki pritekajo na pogodbeni osnovi v daljšem obdobju redno, s kasnejšim pokrivanjem predvidljivih obveznosti. Premoženske zavarovalnice so glede tega na slabšem, pritoki sredstev so običajno enkratni, obveznosti pa težje predvidljive. Zaradi narave svojih obveznosti se lahko življenjske zavarovalnice osredotočijo na dolgoročne naložbe, ki praviloma prinašajo tudi višje donosnosti. Višje tveganje nadomestijo z razpršitvijo naložb, katerih donosnosti so med seboj v nepopolni korelaciji. Premoženske zavarovalnice pa morajo imeti večji del sredstev, namenjenih pokrivanju bodočih škod, zaradi njihove nepredvidljivosti naloženih v taki obliki, da jih lahko kar najhitreje spremenijo v denar in tako poplačajo obveznosti do zavarovancev.

2.1 Dejavniki, ki vplivajo na naložbeno funkcijo zavarovalnice

Dejavnike, ki vplivajo na naložbeno funkcijo zavarovalnice, lahko razdelimo na notranje in zunanje. Notranji dejavniki so značilnost in struktura finančnih obveznosti zavarovalnice, velikost zavarovalnice, značilnosti politike razdelitve dobička in naložbena filozofija vodstva zavarovalnice in njihov odnos do tveganja. Zunanji dejavniki pa so državno urejanje zavarovalnega nalaganja, obdavčitev naložbenih donosov in samega zavarovanja in razmere na kapitalskih trgih.

Najpomembnejši dejavnik, ki vpliva na izbor naložb zavarovalnice, so vrsta obveznosti, ki so vsebovane v pogodbenih določilih zavarovalnih polic. Sklepamo lahko, da bi v odsotnosti državne regulative, zavarovalnica izbrala naložbeno strategijo, ki bo zagotavljala maksimalno donosnost naloženih sredstev, ob skrbi za visoko verjetnost zmožnosti izpolnitve svojih obveznosti. Obveznosti so specifične za vsako zavarovalnico posebej, zato ni nekega

univerzalnega koncepta naložbenega obnašanja zavarovalnic. Vrsta obveznosti zavarovalnice vpliva na likvidnostne zahteve in na časovni horizont nalaganja sredstev.

Velike zavarovalnice imajo na voljo širši izbor naložbenih možnosti, še posebej tistih, kjer obstaja visok vstopni prag in so naložbe nedeljive, npr. nepremičnine. Likvidnost posamezne naložbe je odvisna od njene relativne velikosti v primerjavi z velikostjo finančnega trga. Tako imajo lahko nekatere naložbe zadovoljivo likvidnost za manjšo zavarovalnico, medtem ko bi večja zavarovalnica z večjim obsegom takih naložb lahko preveč vplivala na tržno ceno.

Politika razdelitve dobička ima pomembnejši vpliv predvsem pri življenjskih zavarovalnicah. Življenjske zavarovalnice, kjer je običajna razdelitev dobička zavarovancem v obliki denarnih dividend, pri nalaganju višje vrednotijo naložbe, ki omogočajo tekoče denarne donose. Nasprotno bodo zavarovalnice na področjih, kjer je običajno pripisovanje dobička zavarovancem v obliki povečevanja zavarovalne vsote, bolj enakopravno vrednotile naložbe z višjimi tekočimi donosi, z naložbami, ki ponujajo višji kapitalski dobiček. Podobno vplivajo na naložbeno strategijo tudi pričakovanja delničarjev. Ko delničarji pričakujejo višje izplačane dividende, bo zavarovalnica preferirala naložbe s tekočimi donosi.

Pri naložbenem ravnanju zavarovalnic igra pomembno vlogo tudi osebni odnos vodstva do tveganja, vendar je kljub temu odnos do naložbene politike pri vseh zavarovalnicah podoben, že zaradi pritiska znotraj zavarovalniške panoge. Tradicionalno so zavarovalnice institucije, ki so tveganju naklonjene podpovprečno. To pomeni, da raje investirajo v manj donosne in bolj varne naložbe, kot pa v donosnejše, a bolj tvegane. Pomen tveganosti naložbe je torej za naložbeno politiko zavarovalnic na prvem mestu, pred donosnostjo naložb (Boncelj, 1983, str. 279).

Država vpliva na naložbeno politiko s tem, ko zakonsko določa omejitve deležev posameznih vrst naložb. Zavarovalnice se tako srečujejo s predpisanim seznamom dovoljenih naložb, dovoljenim deležem naložb v posamezen vrednostni papir, kakovostjo naložb ipd.

Različno obdavčenje tekočih donosov in kapitalskih dobičkov, še zlasti pa davčno upoštevanje nerealiziranih kapitalskih dobičkov tudi vpliva na naložbeno obnašanje zavarovalnic. Na ravnanje zavarovalnic vpliva tudi obdavčitev drugih investitorjev, ki lahko s povpraševanjem oz. ponudbo vplivajo na razmere na kapitalskih trgih in s tem na naložbene preference zavarovalnic.

Obseg in raznovrstnost kapitalskih in finančnih trgov posameznih držav neposredno vplivata na izbor naložbenih možnosti. Dobro razvit kapitalski trg ponuja obilo naložbenih možnosti, kar se pozna tudi v strukturi naložb zavarovalnic.

2.2 Obveznosti zavarovalnic in njihov vpliv na naložbeno politiko

Znotraj razmer na posameznem finančnem trgu je za zavarovalnico najpomembnejši dejavnik, ki vpliva na izbor naložb, vrsta obveznosti. Z obveznostjo finančne institucije mislimo na znesek in čas denarnega odliva, ki je potreben za izpolnitev pogodbene obveznosti. Obveznosti katerekoli finančne institucije lahko razdelimo v štiri vrste, kot kaže tabela 6. Opis zneska oziroma časa izplačila obveznosti kot negotovega ne pomeni, da ga ni možno predvideti. Obstajajo določene obveznosti, kjer zakon velikih števil omogoča predvideti čas in/ali znesek izplačila. To delo v zavarovalnicah opravljajo aktuariji, vendar ne morejo predvideti naravnih katastrof, kot so poplave in potresi.

Pri obveznostih tipa 1 sta gotova tako znesek kot čas denarnega odliva. Take obveznosti so predvsem značilne za banke in druge depozitne ustanove, ki izplačajo glavnico in natečene obresti na točno določen dan, kot je določeno v depozitni pogodbi. Tudi življenjske zavarovalnice imajo lahko obveznosti s takimi značilnostmi, npr. pri naložbenih pogodbah z zajamčenim donosom zavarovalnica jamči izplačilo določenega zneska denarja po zajamčeni obrestni meri. Za obveznosti drugega tipa sta značilna gotov znesek izplačila in negotov čas izplačila tega zneska. Najbolj tipičen primer takih obveznosti so obveznosti življenjskih zavarovalnic. Te nudijo različne vrste življenjskih polic, vendar najbolj osnovna polica življenjskega zavarovanja obljublja izplačilo določenega zneska, določenega v polici, ob smrti zavarovanca. Negotov znesek izplačila in poznan čas izplačila sta značilna za obveznosti tretjega tipa. Sem spadajo vsi instrumenti z giblivo obrestno mero. Za zadnjo vrsto obveznosti pa sta značilna tako negotov čas kot znesek izplačila. Najbolj značilne obveznosti te vrste so police splošnega zavarovanja, kjer je težko ali v določenih primerih nemogoče predvideti čas in znesek izplačila odškodnine.

Tabela 6 : Vrste obveznosti finančnih institucij

Vrsta obveznosti	Znesek denarnega odliva	Čas denarnega odliva
Tip 1 (banke, depozitne ustanove)	poznan	poznan
Tip 2 (življenjske zavarovalnice)	poznan	negotov
Tip 3 (instrumenti z giblivo obrestno mero)	negotov	poznan
Tip 4 (premoženjske zavarovalnice)	negotov	negotov

Vir: Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 91

Eno od temeljnih načel upravljanja s premoženjem pravi, da je višja pričakovana donosnost premoženja možna le ob višjem tveganju, pomembna je odločitev o sprejemljivi stopnji tveganja, ki vpliva na izbor posameznih vrst naložb. Usklajevanje tveganja in donosnosti je naloga politike alokacije sredstev. Večina življenjskih zavarovanj je dolgoročnih, zato so tudi obveznosti življenjskih zavarovalnic dolgoročne. Posledično so lahko tudi naložbe življenjskih zavarovalnic dolgoročne. Obstaja sicer tveganje predčasne prekinitve police, vendar v tem primeru zavarovanec ne dobi povrnjene sorazmerne vrednosti, to velja še posebej za prekinitve v zgodnejših letih po izdaji police. Za življenjske zavarovalnice je pomembno, da v nasprotju z nekaterimi drugimi finančnimi institucijami kot so banke, hranilnice in vzajemni skladi, skoraj ne poznajo nevarnosti umika sredstev. Do tega prihaja le v obliki poličnih posojil zavarovancem ali pa kot prenehanje plačevanja premij oz. prekinitev police.

Nasprotno pa so police premoženjskega zavarovanja ponavadi kratkoročne, največkrat se sklenejo za eno leto. Dodatno pa se tudi škode poravnajo hitro. Z izjemo nekaterih odgovornostnih zahtevkov, ki se lahko vlečejo več let (npr. škode avtomobilske odgovornosti), je večina premoženjskih škod plačanih v relativno kratkem roku. V nasprotju z življenjskimi zavarovanji, kjer je zavarovalna vsota ponavadi fiksna, so plačila premoženjskih škod bolj nepredvidljiva. Izplačane vsote so odvisne od inflacije, stroškov zdravstvene oskrbe, gradbenih stroškov, stroškov avtomehaničnih storitev, ekonomskih pogojev in spreminjajoče se percepcije ljudi glede višine odškodnin (Rejda, 1992, str. 551). Zaradi vseh teh razlogov je likvidnost zelo pomemben faktor pri naložbeni politiki premoženjskih zavarovalnic. Velikokrat so prihodki od naložb pomembni pri nadomeščanju slabih tehničnih rezultatov in lahko omogočijo zavarovalnici dobiček, ne glede na negativen tehnični rezultat.

2.3 Naložbena funkcija življenjskih zavarovalnic

Življenjska zavarovalnica prodaja finančno varnost, zavarovanec jo kupuje, zato si zavarovalnica ne sme privoščiti nezmožnosti izplačila obveznosti. Njena obveznost je izplačilo zavarovalne vsote, zato je poglobiten cilj nalaganja življenjskih zavarovalnic ohranitev glavnice. Nekaj prožnosti zagotavljajo njen delniški kapital in rezerve ter predvsem element delitve dobička v policah, kjer zavarovanec prevzame del tveganja pri izbiri naložb sredstev, za kar je nagrajen z višjo pričakovano donosnostjo. Dobra stran obveznosti življenjskih zavarovalnic pa je njihovo lažje predvidljivo trajanje. Aktuarski izračuni upoštevajo tudi nepričakovane odškodninske zahtevke, odstopanje dejanskih stopenj umrljivosti od predvidenih pa gre v prid zavarovalnic, saj se življenjska doba prebivalstva daljša.

Tradicionalno so zavarovalnice institucije, ki so tveganju naklonjeno podpovprečno. Vzrok za veliko nenaklonjenost tveganju so predvsem stroge zakonske omejitve in dejstvo, da bi nesposobnost poravnati obveznosti do zavarovancev, pomenila konec njihovega obstoja. Zavarovalnice, katerih bodoče obveznosti so težje določljive, so praviloma manj naklonjene tveganju pri investiranju in pri rednem poslovanju. Večino tekočih obveznosti do zavarovancev namreč poravnajo s prihodki iz poslovanja in iz investiranja, zato so občutljive na vsako njihovo spremembo. Življenjske zavarovalnice lahko opredelimo kot institucije z nizko zahtevo po likvidnosti naložb. V preteklosti so morale le redko za izpolnitev svojih obveznosti odprodati del svojih naložb. So dolgoročni investitor, kar pomeni, da imajo relativno dolg časovni horizont investiranja, ponavadi znaša tja do 30 ali 40 let, le izjemoma, v obdobjih visoke inflacije, se zmanjša.

Pri življenjskih zavarovalnicah imajo največji vpliv na naložbeno politiko obveznosti zavarovalnice do zavarovancev. Ta sredstva imajo daljše trajanje kot pri premoženjskih zavarovalnicah, še posebej v zavarovalnih vrstah, kjer je zavarovanje tudi oblika varčevanja. Poleg tega pa so denarni tokovi življenjske zavarovalnice lažje predvidljivi zaradi denarnih pritokov, ki so odvisni od v preteklosti sklenjenih polic, in zaradi denarnih odtokov, ki so aktuarsko boljše predvidljivi. Taka kombinacija daljšega trajanja obveznosti in pričakovane stabilnosti denarnih tokov pomeni, da življenjske zavarovalnice nimajo večjih skrbi z likvidnostjo naloženega premoženja.

Klasične police življenjskega zavarovanja imajo vračunano zajamčeno donosnost na osnovi trenutne višine obrestnih mer. To pomeni, da si bodo skušale zavarovalnice zagotoviti trenutno višino obrestnih mer in se s tem skušale izogniti tveganju spremembe obrestne mere, zanj so torej najprimernejše naložbe v vrednostne papirje s stalnimi donosi. Police življenjskega zavarovanja z izrazitejšo varčevalno vlogo, še posebej pokojninska zavarovanja, pa zahtevajo nalaganje tako zbranih sredstev v čim bolj donosne naložbe. Na dolgi rok mora zavarovalnica zagotavljati kupno moč teh sredstev, primerne naložbe so torej delnice, nepremičnine oz. vse oblike naložb, katerih donosnosti so na dolgi rok v večji korelaciji z inflacijo.

Naložbe kapitalske osnove so manj omejene kot naložbe, ki pomenijo obveznosti do zavarovancev. Kapitalsko osnovo lahko zavarovalnice nalagajo v naložbe z višjo donosnostjo kljub njihovi večji tveganosti. Kapital zavarovalnice je namenjen predvsem izplačilu izjemno visokih zavarovalnin, tako da je tudi zanj kljub vsemu zaželena likvidnejša oblika. Naložbe rezervacij in kapitalske osnove zavarovalnice so med seboj povezane. Večja kot je kapitalska osnova v odnosu do rezervacij, manj odklonilen odnos do tveganja ima lahko vodstvo zavarovalnice. Taka zavarovalnica ima torej lahko manj defenziven pristop do naložb v primerjavi z zavarovalnico z manjšo kapitalsko osnovo.

Če pogledamo celotno pasivo življenjskih zavarovalnic vidimo, da se obveznosti do virov sredstev in kapital mnogo bolj razlikujejo od ustreznih kategorij pri drugih finančnih institucijah. Največji del pasive predstavljajo rezervacije, le okrog 15 odstotkov predstavljajo druge obveznosti in kapital. Kapitala in zadržanih dobičkov so konec leta 1991 zabeležile ameriške življenjske zavarovalnice 6,8 odstotka. Ta vrednost je ključna za solventnost zavarovalnice in je zato pod strogim nadzorom države (Gardner, Mills, 1994, str. 740).

Agregatna bilanca stanja življenjskih zavarovalnic v ZDA (Saunders, 1997, str. 28) kaže, da 57 odstotkov vseh obveznosti življenjskih zavarovalnic predstavljajo neto rezervacije. To so matematične rezervacije, ki temeljijo na aktuarskih izračunih o pričakovanih prihodnjih obveznostih zavarovalnice, ki temeljijo na trenutnih policah, vključujejo pa zavarovalnine ob smrti, ob doživetju pa tudi odkupne vrednosti polic. Kljub temu, da so aktuarske napovedi ponavadi zelo konzervativne, se lahko pojavijo nepričakovani zahtevki. Npr. tablice smrtnosti in s tem izplačila življenjskih polic se lahko povečajo zaradi epidemije ali kakšne druge bolezni, kot je na primer AIDS. Da bi lahko pokrivala nepričakovane prihodnje škode, mora imeti življenjska zavarovalnica zadosti velik kapital in še dodatne rezervacije.

Pri sredstvih največji delež naložb predstavljajo obveznice, sledijo pa jim hipotekarna posojila. Da bi zavarovancem ponudila čim boljšo donosnost, so zavarovalnice v svojem portfelju povečevale delež visoko tveganih obveznic in investirale v dolgoročne hipotekarna posojila, ki so bila namenjena gradnji komercialnih središč.

Gibanje finančnih sredstev in obveznosti ameriških življenjskih zavarovalnic lahko vidimo v Tabeli 7. Spremembe v sestavi življenjskega zavarovanja so vplivale na bilanco stanja življenjskih zavarovalnic. Na strani sredstev vidimo, da so se naložbe v delnice povečale iz 5,5 na 26 odstotkov. Razlogov za povečevanje te vrste naložb je več, od davčnih do investicijskih. Dolžniški instrumenti predstavljajo največji delež v naložbah življenjskih zavarovalnic. Podjetniške in tuje obveznice so v času vedno na ravni med 35 in 42 odstotki. Večina teh predstavljajo visoko kvalitetne podjetniške obveznice, le majhen del pa predstavljajo visoko tvegane obveznice. Državni vrednostni papirji sestavljajo 12 odstotni delež vseh naložb. Ker se življenjske zavarovalnice kot finančne institucije ne srečujejo s problemom nepričakovanega dviga depozitov, kot se na primer banke, državnih vrednostnih papirjev ne hranijo zaradi kratkoročnih likvidnostnih potreb, ampak iz investicijskih vzrokov. Hipotekarna posojila postajajo manj pomembna, v okviru teh pa so se največ znižala hipotekarna posojila za stanovanjsko gradnjo iz 19,7 na 0,3 odstotka (podatek ni vključen v tabeli), medtem ko so se hipotekarna posojila za komercialne namene najprej povečala iz 1,4 v letu 1964 na 16,3 odstotke v letu 1989 in nato spet padla na 6,4 odstotke v letu 1998. Gotovina in depoziti zaradi

relativno nizkih likvidnostnih potreb življenjskih zavarovalnic ne predstavljata pomembnega deleža v naložbah. Ostalih naložb je v letu 1998 4 odstotke, mednje spadajo nepremičnine.

Tabela 7: Finančna sredstva življenjskih zavarovalnic v ZDA

	1964	1969	1974	1979	1984	1989	1994	1998
Finančna sredstva (v mia USD)	144,9	191,3	255	419,3	692,9	1138,6	1882,7	2693,3
Od tega v %:								
Gotovina in depoziti	1	0,8	0,8	0,8	1,7	1	1,1	2,6
Delnice	5,5	7,2	8,5	9,5	9,1	10,2	15	26
-delnice vzajemnih skladov	0,1	0,3	0,2	0,2	0,4	1,2	0,4	2,4
-druge delnice podjetij	5,4	6,9	8,3	9,3	8,7	9	14,6	23,6
Dolžniški instrumenti	89,8	87,6	85,4	83,8	81,3	81,1	78,9	67,4
-državni dolžniški instrumenti	4	2,4	1,7	3,5	11,3	12	18,1	12,3
-davka oproščeni papirji	2,6	1,7	1,5	1,5	1,3	1	0,7	1,4
-podjetniške in tuje obveznice	40,2	38	37,8	40,6	35	39,1	41,4	39,2
-hipotekarna posojila	38	37,6	33,8	28,2	22,6	20,7	11,4	8
-komercialni zapisi	0,1	0,7	1,6	1,7	3,2	3,6	2,8	2,6
-polična posojila	4,9	7,2	9	8,3	7,9	4,7	4,5	3,9
Druge sredstva	3,7	4,4	5,3	5,9	7,9	7,7	5,0	4,0

Vir: Johnson, 2000, str. 577

Na strani obveznosti pa je premik viden še bolj jasno, kar lahko razberemo iz Tabele 8.. V letu 1964 so rezervacije za življenjsko zavarovanje pomenile 70 odstotkov obveznosti, rezervacije za pokojninsko zavarovanje pa 19. Do leta 1998 se je pomembnost obeh obrnila, saj rezervacije za življenjsko zavarovanje predstavljajo 26, rezervacije za pokojninsko zavarovanje pa 53 odstotkov vseh obveznosti.

Tabela 8: Finančne obveznosti življenjskih zavarovalnic v ZDA v obdobju 1964-1998

Leto	1964	1969	1974	1979	1984	1989	1994	1998
Finančne obveznosti (v mia USD)	134,0	177,5	243,9	396,9	665,3	1069,5	1773,5	2513,5
Od tega v %:								
Rezervacije za življenjsko zavarovanje	70,0	66,5	61,7	49,8	35,5	28,3	27,7	26,0
Rezervacije za pokojninsko zavarovanje	18,9	21,2	24,8	36,2	49,8	61,0	50,6	52,7
Davki	0,4	0,4	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,7
Druge obveznosti	1,4	11,9	13,2	13,6	14,6	10,6	21,6	20,6

Vir: Johnson, 2000, str. 578

Rezervacije morajo zavarovatelji oblikovati zaradi možnosti dolgoročnega izpolnjevanja obveznosti iz naslova izravnave tveganj. Pri tem morajo upoštevati zavarovalnotehnična načela in računovodske standarde, ki določajo obračun teh rezervacij. Zavarovalnice oblikujejo naslednje vrste rezervacij (Zakon o zavarovalništvu, 2000):

- rezervacije za prenosne premije
- rezervacije za bonuse, popuste in storno
- škodne rezervacije
- izravnalne rezervacije
- druge zavarovalnotehnične rezervacije
- matematične rezervacije
- posebne rezervacije za zavarovance, ki prevzemajo naložbeno tveganje.

Rezervacije za prenosne premije so opredeljene v višini zavarovalne premije, ki odpade na del zavarovalne dobe po zaključku obračunskega obdobja. Rezervacije za bonuse, popuste in storno se oblikujejo za obveznosti iz naslova raznih upravičenosti na podlagi zavarovalnih pogojev oziroma predčasnih prenehanj zavarovanj. Škodne rezervacije vključujejo ocenjene obveznosti za že nastale prijavljene (nerešene škode) škode in tudi za že nastale, a še neprijavljene škode. Izravnalne rezervacije so namenjene časovni izravnavi neenakomernega odvijanja škodnih dogodkov. Druge zavarovalnotehnične rezervacije so namenjene pokrivanju obveznosti iz predvidenih velikih škod ter morebitnim drugim obveznostim, ki jih ne krijejo prej naštete zavarovalnotehnične rezervacije. Matematične rezervacije oblikujejo le tiste zavarovalnice, ki sklepajo življenjska zavarovanja oziroma nezgodna ali zdravstvena zavarovanja, kjer se uporabljajo podobne verjetnostne tabele in izračuni kot za življenjska zavarovanja. Oblikujejo se v višini sedanje vrednosti ocenjenih bodočih obveznosti zavarovalnice na podlagi sklenjenih zavarovanj zmanjšano za sedanjo ocenjeno vrednost bodočih premij. Rezervacije v korist življenjskih zavarovalcev, ki prevzemajo naložbeno tveganje so namenjene, kot pove že ime samo, pokrivanju obveznosti, ki izhajajo iz zavarovalnih polic, ki same nosijo naložbeno tveganje.

2.4 Naložbena funkcija premoženjskih zavarovalnic

Za razliko od življenjskih zavarovalnic imajo premoženjske zavarovalnice obveznosti z relativno krajšim trajanjem, njihovo poslovanje pa je bolj tvegano. Čas med nastankom škode in izplačilom zavarovalnine je običajno mnogo daljši kot pri življenjskih zavarovalnicah, saj zavarovanci včasih zelo dolgo ne opazijo, da je škoda sploh nastala. Nato jo je potrebno oceniti in nazadnje določiti, do kakšne zavarovalnine je zavarovanec upravičen. Zaradi tveganosti poslovanja se večkrat dogaja, da morajo te zavarovalnice zagotavljati likvidnost z

dezinvestiranjem, predvsem kadar nastopijo večje škode ali katastrofe. Zavarovanje pred tovrstnim tveganjem skorajda ni bilo možno, zavarovalnice so zato nalagale v bolj likvidne vrednostne papirje ali pa so se pozavarovale. V devetdesetih letih pa so ameriške zavarovalnice izumile nove vrednostne papirje, obveznice, katerih denarni tokovi so bili odvisni od nastopa naravnih katastrof. Leta 1992 so na Chicago Board of Trade prvič uvedli organizirano trgovanje z opcijami in s finančnimi terminskimi pogodbami na te obveznice (Sigma, 1996, str.5). Vendar se investitorji le počasi navajajo na nove finančne instrumente, zato večina negotovost denarnih tokov še vedno rešuje s povečano likvidnostjo naložb. Zaradi večjih likvidnostnih potreb te zavarovalnice ne nalagajo v nepremičnine.

Ker je za premoženjske zavarovalnice značilno, da dobički iz rednega poslovanja precej opazno nihajo, so stabilne donosnosti naložb toliko pomembnejše kot pri življenjskih zavarovalnicah. Zaradi narave poslovanja je tveganost prihodkov iz poslovanja pri premoženjskih zavarovalnicah večja kot pri življenjskih, zato je naklonjenost tveganju pri oblikovanju sestava naložb toliko manjša. Kot dodatno orodje zaščite pred tveganjem prihodkov iz poslovanja oblikujejo premoženjske zavarovalnice relativno večje rezerve in tudi zahteve po kapitalu kot viru za kritje izgub so večje.

Premoženjske zavarovalnice so zaradi konkurence pod velikim pritiskom za čimprejšnje izplačevanje zavarovalnin. Zaradi tega in zaradi velike negotovosti glede pojava in višine odškodninskih zahtevkov morajo premoženjske zavarovalnice nalagati zavarovalnotehnične rezervacije v visoko likvidne naložbe, saj njihov tekoči denarni tok ne zadošča za izplačilo visokih škod.

Likvidnost naložbe pomeni, da ta nima bistvenih kratkoročnih nihanj v ceni in da zanjo obstaja primeren trg, kjer se lahko ob kateremkoli času hitro spremeni v denarno obliko. Zaradi tega nalagajo premoženjske zavarovalnice svoje zavarovalnotehnične rezervacije predvsem v kratkoročne in visoko tržne obveznice in instrumente denarnega trga. Likvidnostna preferenca je še bolj izpostavljena pri zavarovalnicah, ki zavarujejo večja tveganja, kot pa pri zavarovalnicah, ki zavarujejo predvsem posameznike. Višjo likvidnostno preferenco imajo zaradi narave svojega posla tudi pozavarovalnice.

Premoženjske zavarovalnice torej potrebujejo veliko likvidnih sredstev za transakcije. K temu pripomore tudi način trženja teh zavarovanj s široko razpredeno prodajno mrežo, ki tudi rešuje odškodninske zahtevke, vse to povišuje delež likvidnih sredstev premoženjskih zavarovalnic. Premoženjske zavarovalnice imajo tako večji delež denarja v svojem premoženju kot življenjske zavarovalnice. Ker je časovni horizont premoženjskih zavarovalnic krajši kot pri življenjskih, je tudi trajanje obveznosti krajše. Povprečna zapadlost premoženja obveznic premoženjskih

zavarovalnic v ZDA je tja do 10 let. Tako kot pri življenjskih zavarovalnicah so tudi pri premoženjskih naložbe kapitalske osnove manj omejene kot zavarovalnotehnične rezervacije, ki pomenijo obveznosti do zavarovancev. Tako lahko kapital zavarovalnice nalagajo v naložbe z višjo donosnostjo, kljub njihovi višji tveganosti.

V bilanci stanja premoženjskih zavarovalnic sta glavni komponenti obveznosti rezervacije namenjene pokrivanju pričakovanih škod in strošek reševanja škod. Oba skupaj predstavljata 50 odstotkov vsote obveznosti in kapitala. Na strani sredstev dominirajo obveznice, podjetniške in republiške skupaj predstavljajo več kot 61 odstotkov vseh sredstev oz. več kot 75 odstotkov vseh finančnih sredstev (Saunders, 1997, str. 34).

Glavnino pasivne strani bilance stanja predstavljajo rezervacije, tako kot pri življenjskih zavarovalnicah. Ker se te zavarovalnice ne morejo zanašati na tabele smrtnosti ali kaj podobnega, njihove ocene rezervacij temeljijo na preteklih izkušnjah. Izkušnje dopolnjujejo z manjšimi popravki zaradi vpliva inflacije in novih stroškov. Konec leta 1991 so imele ameriške premoženjske zavarovalnice v pasivi 73,6 odstotkov rezervacij (Gardner, Mills, 1994, str. 756). Kapital je znašal 26,4 odstotkov pasive in je mnogo večji kot pri življenjskih zaradi večje negotovosti poslovanja. Predstavlja namreč jamstvo, da bo zavarovalnica poravnala svoje obveznosti tudi v letih, ko so stroški večji od prihodkov.

Da bi razumeli zakaj in kako se oblikujejo rezervacije, je potrebno poznati tveganje prevzemanja premoženjskih rizikov v zavarovanje. Tveganje pri prevzemanju rizikov v zavarovanje se pojavi, ko je višina premij zbrana v določeni zavarovalni vrsti prenizka za pokrivanje zahtevkov oz. škod iz prevzetih rizikov in administrativnih stroškov v zvezi z reševanjem škod v tej zavarovalni vrsti (stroški zakonskih taks, provizije, davki), potem ko se prištejejo še prihodki iz naložb.

Tveganje prevzema rizika lahko izhaja iz (Saunders, 1997, str. 33) nepričakovanega porasta višine škod, iz nepričakovanega povišanja stroškov reševanja škod ali pa iz nepričakovanega padca prihodkov od naložb. Glavna značilnost tveganja škode je aktuarska predvidljivost škod v odnosu do vplačanih premij. Ta predvidljivost je odvisna od več dejavnikov povezanih z zavarovanim rizikom: največje možne škode se dosti lažje ocenijo za premoženje kot pa za odgovornostno zavarovanje, lažje se oceni tudi zavarovalne vrste, kjer je višina škode nižja, škode pa se pojavljajo pogostejše, kot na primer zavarovanje avtomobilske odgovornosti ali kaska, kot pa škode, ki se pojavljajo redkeje, vendar je njihova višina visoka, kot na primer zavarovanje proti potresu. Težje je oceniti predvideno višino škod pri zavarovalnih vrstah, kjer se odškodninski zahtevki pojavljajo več let kasneje kot pa se je zgodil sam škodni dogodek, to je značilno predvsem za odgovornostna zavarovanja - npr. zavarovanje odgovornosti

zdravnikov, zavarovanje odgovornosti za izdelke (npr. tožbe zaradi posledic vdihavanja azbesta). K težjemu predvidevanju višine škod prispevajo tudi nenadna zviševanja inflacije.

Dva najpomembnejša vira tveganja stroškov sta strošek reševanja škod ter provizije in drugi stroški. Stroški reševanja škod se nanašajo na vse stroške v zvezi s škodnim primerom, tako mnoge premoženjske zavarovalnice zaposlujejo strokovnjake, ki ocenijo odgovornost zavarovalnice in višino dejansko nastale škode. Drugi velik strošek pa so provizije in brokeraže, ki jih zavarovalnice plačujejo zavarovalnim posrednikom in zavarovalnim agentom, in drugi stroški v zvezi s pridobivanjem posla.

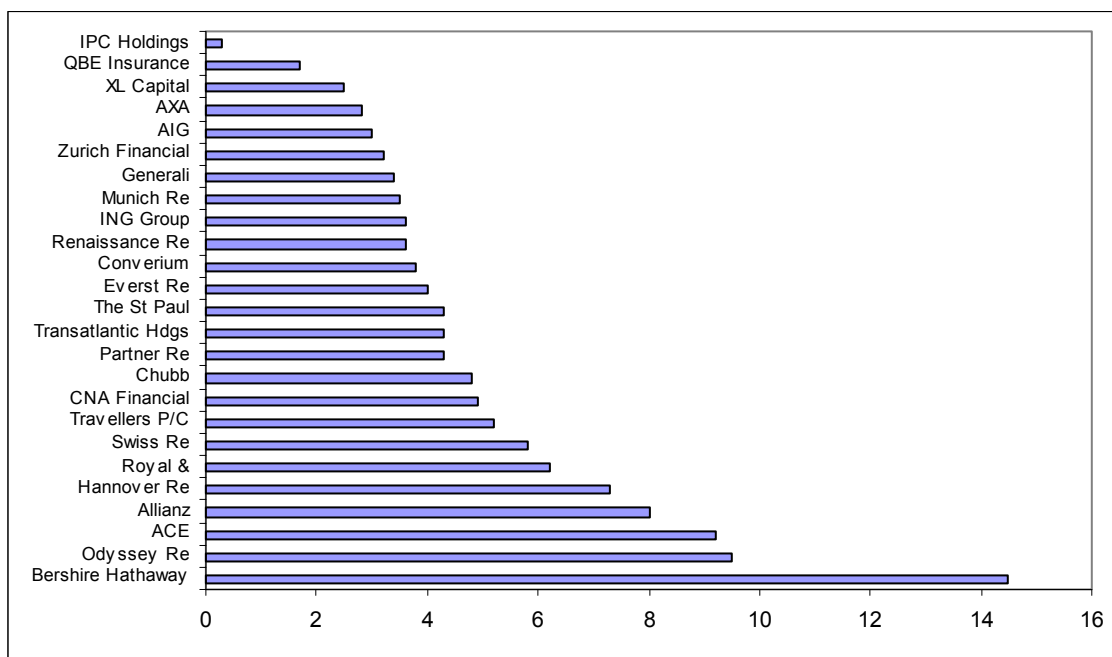
Tabela 9: Finančna sredstva ameriških premoženjskih zavarovalnic

	1964	1969	1974	1979	1984	1989	1994	1998
Finančna sredstva (v mia USD)	34,9	45,5	67,9	155,1	241	460,1	676,3	888,6
Od tega v %:								
Gotovina in depoziti	4	2,9	2,4	1,9	8,7	7,4	5	4,5
Delnice podjetij	32,7	29,2	18,8	16	18,5	17,2	16,6	23
Dolžniški instrumenti	56,1	59,3	68,5	73,3	62,4	66,7	66,1	59,4
- državni dolžniški instrumenti	17,4	11	8,3	10,8	15,5	17,7	26,5	18,6
- davka oproščeni papirji	31,5	34,1	45,2	46,9	35,1	34	22,7	22,3
- podjetniške in tuje obveznice	6,9	13,8	14,7	15,2	10,7	14	16,3	18,3
- hipotekarna posojila	0,3	0,4	0,3	0,4	1,1	1	0,6	0,2
Terjatve za premije	7,2	8,6	10,3	8,8	10,4	8,7	7,8	7,1
Druga sredstva	0	0	0	0	0	0	4,5	6,0

Vir: Johnson, 2000, str. 578

Premoženjske zavarovalnice v ZDA so zniževale delež delnic v portfelju na račun podjetniških in tujih obveznic v obdobju od 1964 do 1979. V osemdesetih in devetdesetih letih so cene delnic naraščale, zato se tudi delež delnic v portfelju zavarovalnic zvišuje, v letu 1998 je znašal 23 odstotkov. Delež državnih obveznic niha, v letu 1998 predstavljajo te skoraj 19 odstotkov vseh finančnih obveznosti, podjetniške in tuje obveznice pa 18. V primerjavi z življenjskimi zavarovalnicami imajo premoženjske manjši delež naložb v vrednostne papirje podjetij kot življenjske zavarovalnice. Razlika nastane zaradi manj stabilnih denarnih pritokov premoženjskih zavarovalnic in zaradi večje občutljivosti njihovih odtokov na inflacijsko stopnjo. V primerjavi z življenjskimi zavarovalnicami imajo splošne v portfelju večji delež gotovine in kratkoročnih naložb.

Slika 6: Donos naložb 25 največjih zavarovalnic in pozavarovalnic v letu 2002 v odstotkih



Vir: AON, 2003, str. 19

Iz Slike 6 lahko razberemo donosnost naložb 25 največjih (glede na tržno kapitalizacijo) pozavarovalnic in zavarovalnic. Berkshire Hathaway je pri nalaganju sredstev najuspešnejša, saj je dosegla za leto 2002 zelo visoko stopnjo donosa, ki znaša skoraj 15 odstotkov. Odyssey Re, ACE, Allianz in Hannover Re so prav tako med petimi najuspešnejšimi, saj dosegajo donose nad 7 odstotki. Najslabše se je v letu 2002 odrezala IPC Holdings z 0,3 odstotnim donosom naložb. Na donose močno vpliva alokacija sredstev, stopnja tveganja pri alokaciji naložb in uspešnost upravljanja z naložbami. Zavarovalnice imajo zelo različne strukture naložb, Berkshire Hathaway ima v portfelju naložb 30 odstotkov delnic, medtem ko jih imajo Everest Re, The St Paul, CNA Financial, ACE, AIG, Travelers Property Casualty in XL Capital manj kot 5 odstotkov (AON, 2003). Evropske zavarovalnice ali pozavarovalnice imajo v svojih portfeljih naložb praviloma več delnic kot ameriške. Deloma je to posledica zakonskih zahtev, ki ameriškim zavarovalnicam ne dopuščajo večjih deležev delnic. Evropske zavarovalnice imajo v povprečju 14 odstotkov vseh naložb v delnicah (v letu 2001 je ta delež znašal 22), medtem ko jih imajo ameriške v povprečju le 7 odstotkov (11 v letu 2001). Znižanje deleža lastniških vrednostnih papirjev kaže tako kapitalske izgube delnic kot načrtovane spremembe strukture naložb. Tako ima londonski Lloyd's v svojem 21 milijard ameriških dolarjev vrednem portfelju 7 odstotkov delnic, 78 odstotkov obveznic in 15 odstotkov gotovine (AON, 2003, str. 19).

3. PREGLED NALOŽB ZAVAROVALNIC V SVETU

Dosegljivi podatki o naložbah zavarovalnic v državah članicah OECD so nepopolni, za veliko držav manjkajo podatki o ročnosti naložb in o domicilu naložb. Za nekatere države podatki niso ločeni na naložbe življenjskih in naložbe premoženjskih zavarovalnic. Zanimivi bi bili tudi podatki o strukturi delnic, npr. o deležu kotirajočih in nekotirajočih delnic in tudi o strateških naložbah v nezavarovalniške podružnice in povezana podjetja.

Razdelitev v skupine naložb je v nekaterih državah specifična. Na Japonskem so delnice, ki jih izdajo nerezidenti vključene pod tuje obveznice, v nefinančna sredstva pa spadajo sredstva za obdelavo podatkov. V Nemčiji so kot delnice kvalificirane le tiste delnice, ki kotirajo na borzi. Za ZDA so zaradi nedostopnosti podatkov o ročnosti posojil pod dolgoročnimi vključena vsa hipotekarna posojila, pod kratkoročnimi pa vsa ostala posojila. V Avstraliji pa nepremičnine v tujini vključujejo med delnice. Vsi našteti razlogi otežujejo primerjave zavarovalniških naložb med državami in tudi v času med posameznimi državami. Kljub temu pa podatki zadostujejo za pregled položaja.

Tabela 10 prikazuje obseg finančnih naložb zavarovalnic držav članic OECD. Obseg naložb življenjskih zavarovalnic je znatno višji od naložb premoženjskega zavarovanja zaradi dolgoročnosti življenjskega zavarovanja in njegove hranilne vrednosti. Zbrane premije življenjskih in premoženjskih zavarovalnic ne pokažejo takih razlik, saj je v državah Evropske unije razmerje zbranih premij med življenjskimi in premoženjskimi zavarovalnicami v letu 1989 58 proti 42 v korist življenjskih zavarovalnic, v letu 2001 pa se poveča delež življenjskih zavarovalnic, tako da znaša razmerje 65 proti 35 (Comite Europeen des Assurances, 2002, str. 17).

Tabela 10: Finančne naložbe zavarovalnic v državah OECD v mia USD

LETO	ŽIVLJENJSKE ZAVAROVALNIC E	PREMOŽENJSKE ZAVAROVALNIC E	SKUPAJ
1990	3.758	1.179	4.937
1991	4.272	1.276	5.548
1992	4.490	1.291	5.781
1993	5.141	1.410	6.551
1994	5.759	1.568	7.327
1995	6.572	1.779	8.352
1996	6.891	1.864	8.755
1997	7.220	1.892	9.112
1998	6.443	1.737	8.181

Vir: OECD, 2000, str. 39-119

3.1 Življenjske zavarovalnice

V Tabeli 11 na str. 38 prikazujem razdelitev naložb v pet skupin za 25 držav, članic OECD. Države so rangirane glede na delež finančnih sredstev življenjskih zavarovalnic v skupini OECD. Zakladne menice in obveznice ter posojila so za nekatere države razdeljene tudi glede na ročnost in glede na domicil naložbe, glede na domicil izdajatelja so razdeljene tudi delnice. Vidimo lahko, da med njimi obstajajo znatne razlike, ki jih ne moremo razložiti zgolj z razlikami v državni ureditvi in naravi obveznosti ali različnimi metodami vrednotenja naložb.

Kljub razlikam lahko opazimo neke skupne značilnosti, osredotočila se bom predvsem na podatke za leto 1998. Skrb za likvidnost je opaziti iz nizkih deležev nefinančnih sredstev, to so predvsem nepremičnine, in posojil, za katere običajno ne obstaja učinkovit sekundarni trg. Naložbe v nefinančna sredstva v času padajo in v letu 1989 predstavljajo praviloma manj kot 10 odstotkov vseh naloženih sredstev, razen v Turčiji in Mehiki, kar lahko razlagamo z manjšo izbiro drugih primernih naložb.

Delež posojil se med državami zelo razlikuje, največ držav ima v strukturi manj kot 10 odstotkov posojil. Zelo visok delež posojil pa imajo na Japonskem in v Nemčiji, kjer predstavljajo posojila v letu 1998 kar 61 odstotkov vseh naložb. V preučevanih osmih letih delež posojil pada. V Kanadi, Švici, Avstriji in na Islandiji delež presega 20 odstotkov. Zelo majhen delež posojil je odobrenih nerezidentom, največ posojil je dolgoročnih.

Tabela 11: Struktura naložb življenjskih zavarovalnic v državah članicah OECD v %

Država	Delež fin. sredstev	Leto	Opomba	Nefinančna sredstva	Gotovina in depoziti	Zakl.menice in obveznice					Posojila					Delnice			Dru go
						Sk.	R.	N.	Kr.	Dr.	Sk.	R.	N.	Kr.	Dr.	Sk.	R.	N.	
ZDA	34,8	1990		7	2	56	95	5	5,7	94,3	23	-	-	19	81	8	-	-	6
		1994		5	1	61	91	9	4,5	95,5	15	-	-	28	72	13	-	-	5
		1998		4	4	52	90	10	4,9	95,1	11	-	-	33	67	26	-	-	3
Japons ka	19,0	1990		6	5	23	-	-	-	-	38	-	-	-	-	22	-	-	7
		1994		5	5	25	-	-	-	-	38	-	-	-	-	19	-	-	7
		1997		5	5	34	-	-	-	-	34	-	-	-	-	17	-	-	5
Velika Britanija	14,9	1990		15	7	16	87	13	6	94	3	94	6	58	42	48	82	18	11
		1994		9	4	18	90	10	6	94	2	99	1	79	21	58	80	20	10
		1998		6	6	18	88	12	14	86	1	96	4	88	12	57	82	18	11
Francija	8,3	1990		11	2	48	-	-	10	90	0	-	-	100	0	29	-	-	10
		1994		7	1	55	-	-	8	92	0	-	-	100	0	27	-	-	9
		1998		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nemči- ja	6,3	1990		6	1	21	-	-	-	-	68	-	-	-	-	2	-	-	1
		1994		5	1	26	-	-	-	-	65	-	-	-	-	3	-	-	1
		1998		3	1	31	-	-	-	-	61	-	-	-	-	3	-	-	0
Kanada	1,9	1990	D	7	1	37	-	-	11	89	36	-	-	-	-	8	-	-	10
		1994	D	6	1	44	-	-	9	91	30	-	-	-	-	10	-	-	9
		1998	D	5	2	45	-	-	9	91	22	-	-	-	-	16	-	-	10
Švica	1,9	1990		15	7	35	-	-	-	-	37	-	-	-	-	6	-	-	0
		1994		12	8	37	-	-	-	-	31	-	-	-	-	12	-	-	0
		1998		10	6	41	-	-	-	-	23	-	-	-	-	21	-	-	0
Šved- ska	1,6	1990		15	1	51	100	0	16	84	11	91	9	-	-	22	76	24	0
		1994		8	1	54	98	2	7	93	7	82	18	-	-	30	69	31	0
		1997		5	2	44	87	13	7	93	4	81	19	0	0	46	63	37	0
Španija	1,5	1990	C	11	19	35	98	2	12	88	5	100	0	-	-	9	98	2	21
		1994	C	8	16	45	97	3	9	91	4	100	0	-	-	8	96	4	20
		1998	C	5	22	42	90	10	6	94	2	100	0	-	-	12	87	13	17
Avstra- lija	1,4	1990	A	21	4	31	96	4	48	52	9	100	0	-	-	34	76	24	2
		1994	A	9	5	38	95	5	30	70	6	100	0	-	-	39	78	22	2
		1998		5	6	37	89	11	31	69	6	84	16	-	-	43	74	26	3
Italija	1,4	1990		36	2	54	-	-	1	99	4	0	0	-	-	5	-	-	0
		1994		11	2	71	-	-	1	99	2	0	0	-	-	11	60	40	2
		1998		2	1	75	-	-	1	99	1	0	0	-	-	13	68	32	7
Danska	0,9	1990		3	1	74	-	-	-	-	3	-	-	-	-	14	-	-	5
		1994		1	1	67	-	-	-	-	2	-	-	-	-	24	-	-	5
		1998		1	1	57	-	-	-	-	1	-	-	-	-	36	-	-	5
Belgija	0,8	1990		5	3	46	96	4	0	100	24	100	0	20	80	17	88	12	5
		1994		4	3	52	93	7	0	100	19	100	0	21	79	17	84	16	5
		1997		3	4	55	86	14	0	100	12	100	0	26	74	21	71	29	4
Avstrija	0,6	1990		8	4	32	93	7	5	95	35	100	0	-	-	4	91	9	16
		1994		9	3	31	91	9	1	99	33	100	0	-	-	5	90	10	19
		1998		8	2	31	71	29	2	98	28	99	1	0	100	7	74	26	25
Norveš- ka	0,5	1990		5	3	38	98	2	4	96	39	100	0	-	-	10	93	7	4
		1994		6	5	46	86	14	18	82	29	100	0	-	-	10	82	18	4
		1998		7	3	52	66	34	11	89	9	98	2	-	-	24	47	53	4

Država	Delež fin. sredstev	Leto	Opomba	Nefinančna sredstva	Gotovina in depoziti	Zakl.menice in obveznice					Posojila					Delnice			Dru go
						Sk.	R.	N.	Kr.	Dr.	Sk.	R.	N.	Kr.	Dr.	Sk.	R.	N..	
Luxem- burg	0,2	1990	B	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		1995	B	1	8	73	-	-	-	-	0	0	0	-	-	13	-	-	4
		1998	B	0	8	64	-	-	-	-	0	0	0	-	-	26	-	-	3
Finska	0,1	1990		11	2	28	-	-	33	67	26	-	-	-	-	33	-	-	0
		1994		7	2	39	-	-	19	81	16	-	-	-	-	36	-	-	0
		1998		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mehika	0,1	1990	A	47	8	19	-	-	-	-	4	0	0	-	-	14	-	-	9
		1994	A	47	9	22	-	-	-	-	5	0	0	-	-	7	-	-	10
		1998	A	36	1	49	-	-	-	-	2	0	0	-	-	8	-	-	4
Portu- galska	0,1	1990	A	35	5	52	99	1	-	-	1	0	0	-	-	4	86	14	4
		1994	A	21	10	62	98	2	-	-	1	0	0	-	-	4	76	24	3
		1997	A	2	6	76	-	-	-	-	0	0	0	-	-	8	-	-	8
Češka	0,0	1990		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		1994	A	10	60	6	-	-	-	-	3	-	-	-	-	15	-	-	6
		1997	A	12	32	25	-	-	-	-	2	-	-	-	-	14	-	-	15
Grčija	0,0	1991	A	38	4	31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12	0	0	15
		1994		27	3	43	-	-	-	-	1	-	-	-	-	10	-	-	14
		1998		8	2	40	-	-	-	-	3	-	-	-	-	35	-	-	12
Poljska	0,0	1990		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		1994		4	22	65	-	-	-	-	0	0	0	-	-	8	-	-	0
		1998		3	5	53	-	-	-	-	0	0	0	-	-	39	-	-	0
Madžar ska	0,0	1991		16	18	22	0	0	0	0	9	0	0	0	0	11	0	0	24
		1994		9	11	56	-	-	-	-	5	-	-	-	-	5	-	-	14
		1998		2	3	75	-	-	-	-	1	-	-	-	-	1	-	-	18
Islandi- ja	0,0	1990	A	11	6	28	90	10	23	77	54	100	0	-	-	0	-	-	0
		1994	A	5	18	29	100	0	1	99	16	100	0	-	-	2	-	-	30
		1998	A	4	11	23	97	3	9	91	25	100	0	-	-	5	-	-	33
Turčija	0,0	1990		69	14	17	-	-	-	-	0	-	-	-	-	0	-	-	0
		1994		29	6	60	-	-	-	-	1	-	-	-	-	5	-	-	0
		1998		30	14	54	-	-	71	29	0	-	-	-	-	1	-	-	0

Legenda:

Sk. – skupaj Kr. –

kratkoročni

Dr. – dolgoročni

R – rezidenti

N – nerezidenti

A – podatki za življenjske in premoženjske zavarovalnice skupaj

B – v podatkih so vključeni pokojninski skladi

C – podatki skupno za življenjske in splošne zavarovalnice ter pokojninske sklade

D – v rubriki Drugo so všeti vsi tuji vrednostni papirji

Vir: OECD, 2000, str. 39-119 in lastni izračuni

Delež gotovine in depozitov v strukturi vseh naložb se praviloma giblje od enega do šestih odstotkov in v osmih letih, to je od leta 1990 do 1998, ostaja približno enak. Le redke države, kot so Turčija, Islandija, Češka in Španija imajo več kot 10 odstotkov naložb v taki obliki.

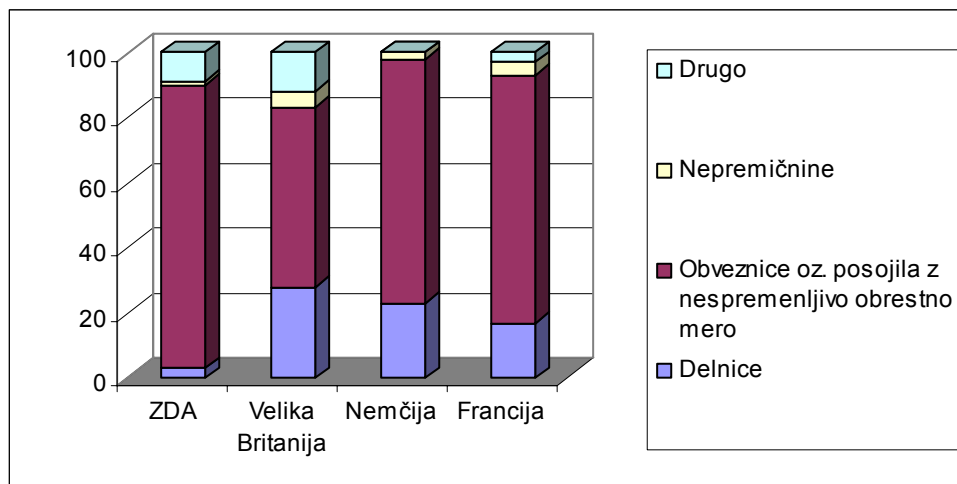
Najvišji delež naložb predstavljajo obveznice in zakladne menice, kamor spadajo tudi potrdila o vlogi, le v Veliki Britaniji in v Islandiji jih je manj kot 30 odstotkov. V večini držav za katere so podatki dosegljivi, je delež obveznic oz. zakladnih menic, ki so jih izdali rezidenti, nad 85 odstotkov, prav tako je večina dolgoročnih. V tabeli lahko vidimo, da delež obveznic in zakladnih menic raste.

Velike razlike med državami opazimo pri deležu delnic v portfelju naložb, več kot 30 odstotkov delnic imajo v Veliki Britaniji, na Švedskem, Avstraliji, Grčiji in na Poljskem, manj kot 5 pa v Nemčiji, na Madžarskem in v Turčiji. Vendar so v podatkih o delnicah zavarovalnic v Nemčiji vključene le delnice, ki kotirajo na borzi, podatki o nekotirajočih delnicah niso dokumentirani. Od leta 1990 do 1994 delež delnic v vseh državah poraste, v naslednjih štirih letih pa delež v nekaterih državah že pada oz. stagnira.

Pod postavko Drugo spadajo časovne razmejitve, terjatve in obveznosti ipd. V strukturi njihovega deleža predstavlja v večini držav pod 10 odstotkov, z izjemo Španije, Avstrije, Češke, Madžarske in Islandije, kjer je višji.

Po drugi strani obstajajo velike razlike: nefinančna sredstva pomenijo manj kot 1 odstotek v Luksemburgu in 36 v Mehiki; gotovina od 1 v več državah do 32 odstotkov na Češkem; obveznice in zakladne menice od 18 v Veliki Britaniji do 76 odstotkov na Portugalskem; posojila med 0 v več državah do 61 odstotkov v Nemčiji in delnice od 1 odstotka na Madžarskem in v Turčiji do 57 odstotkov v Veliki Britaniji.

Slika 7: Struktura naložb življenjskih zavarovalnic v letu 2002 v ZDA, Veliki Britaniji, Nemčiji in Franciji



Vir: Sigma, 2003, str. 8

Najnovejše podatke o strukturi naložb življenjskih zavarovalnic sem zasledila v reviji Sigma, ki jo izdaja Swiss Re. Slika 7 prikazuje naložbeno strukturo življenjskih zavarovalnic v ZDA, Veliki Britaniji, Nemčiji in Franciji. Podatki zaradi metodologije zbiranja podatkov niso povsem primerljivi s podatki v Tabeli 14, kljub temu pa pokažejo, kako se struktura naložb spreminja v naslednjih letih. Vidimo lahko, da je v Združenih državah Amerike delež delnic znatno padel, saj znaša v letu 2002 le 3 odstotke vseh naložb, medtem ko je delež instrumentov z nespremenljivo obrestno mero znatno porasel na 87 odstotkov vseh naložb. Nepremičnine predstavljajo 1 odstotek vseh naložb, druge naložbe pa 9 odstotkov. Tudi v Veliki Britaniji je delež delnic znatno padel, saj znaša le 23 odstotkov, delež instrumentov s fiksno obrestno mero znaša 55 odstotkov, nepremične 5 odstotkov in druge naložbe 12 odstotkov. Tudi v Nemčiji je stanje podobno, saj znaša delež obveznic oz. drugih instrumentov s fiksno obrestno mero kar 75 odstotkov vseh naložb, nepremičnine pa 2 odstotka. Tudi v Franciji je delež obveznic 76 odstoten, delež delnic predstavlja 17 odstotkov vseh naložb, nepremične 4 odstotke, druge naložbe pa 3 odstotke. Vidimo lahko, da se je struktura naložb do leta 2002 po državah precej spremenila, povsod so se v strukturi naložb znižali deleži delnic in znatno povišali deleži instrumentov s fiksno obrestno mero, kar je logična posledica razmer na kapitalskih trgih.

3.2 Premoženjske zavarovalnice

Pri premoženjskih zavarovalnicah lahko pričakujemo manjše razlike med državami, saj ni takih razlik v oblikah zavarovanja kot pri življenjskih zavarovalnicah. Pričakujemo lahko tudi nižji delež naložb v posojila, prav tako bi bile smiselne krajše ročnosti naložb. Podatke o strukturi naložb premoženjskih zavarovalnic v državah članicah OECD prikazuje Tabela 12 na str. 43.

Razlike v strukturi naložb v letu 1998 so v vseh državah spet velike: delež nefinančnih sredstev se giblje od 2 odstotka v več državah do 47 odstotkov v Turčiji, gotovina in depoziti predstavljajo pod 1 odstotek v ZDA do 21 na Poljskem; zakladne menice med 15 v Avstriji in 66 odstotkov na Madžarskem; posojila od 0 v Turčiji, Madžarskem in Luksemburgu do 35 odstotkov v Nemčiji, delnice pa od 9 odstotkov v Turčiji do 38 odstotkov v Švici in na Švedskem. V osmih letih je delež naložb v nefinančna sredstva, gotovino in posojila padel, naraščajo naložbe v obveznice in zakladne menice, delež delnic pa ostaja približno isti oz. rahlo naraste.

Da bi lahko lažje prikazala razlike med naložbami premoženjskih in življenjskih zavarovalnic, bom medsebojno primerjala naložbe v državah z najvišjim deležem skupnih finančnih naložb v državah OECD, to so ZDA, Japonska, Velika Britanija, Francija in Nemčija.

Premoženjske zavarovalnice v ZDA imajo v portfelju 4 odstotne točke manj gotovine in delnic, zato pa za 6 odstotnih točk več obveznic in zakladnih menic kot življenjske zavarovalnice. Delež posojil je pri premoženjskih in življenjskih podoben, to je 12 oz. 11 odstotkov, vendar so pri premoženjskih zavarovalnicah posojila skoraj v celoti kratkoročna, medtem ko so pri življenjskih po večini dolgoročna.

Na Japonskem se med premoženjskimi in življenjskimi zavarovalnicami največje razlike pokažejo pri deležu posojil v strukturi, saj je pri življenjskih teh 34, pri splošnih zavarovalnicah pa le 21 odstotkov. Ostale skupine naložb so zelo podobne.

Analiza naložb v Veliki Britaniji pokaže točno tisto, kar bi teoretično, glede na značilnosti premoženjskih zavarovalnic pričakovali: manj nefinančnih naložb, več gotovine v portfelju, višji delež obveznic in drugih papirjev s stalnim donosom, znatno manj delnic, saj te pri življenjskih predstavljajo 54 odstotkov, pri premoženjskih pa 31. Obveznice so pri vseh zavarovalnicah v večji meri dolgoročne in so jih izdali rezidenti, pri življenjskih zavarovalnicah je taka struktura ročnosti in domicila obveznic in zakladnih menic še bolj izrazita kot pri premoženjskih.

Posojila so pri obeh vrstah zavarovalnic v večini izdana rezidentom, pri življenjskih zavarovalnicah je več kratkoročnih, pri premoženjskih pa je razmerje med kratkoročnimi in dolgoročnimi približno izenačeno. Delnice, ki jih imajo v lasti premoženjske zavarovalnice, so v večji meri izdali nerezidenti, kot pa je to značilno za življenjske zavarovalnice.

Razmer v Franciji ni smiselno komentirati, saj podatke zbirajo skupaj za življenjske in premoženjske zavarovalnice in so naložbe le proporcionalno razdeljena glede na njihova sredstva. Zanimiva je primerjava za Nemčijo, saj je v strukturi premoženjskih zavarovalnic za 6 odstotnih točk več obveznic, znatno nižji je delež posojil, ta pri življenjskih zavarovalnicah znaša 61 odstotkov, pri premoženjskih pa le 35, zanimivo pa je, da je v strukturi premoženjskih zavarovalnic višji delež delnic – pri življenjskih ta znaša le 3, pri premoženjskih pa 22 odstotkov vseh naložb.

Povzamemo lahko, da imajo premoženjske zavarovalnice v državah z najbolj razvitim zavarovalniškim trgom le malo nižji delež nefinančnih sredstev od življenjskih zavarovalnic, približno enak delež gotovine, praviloma imajo višji delež obveznic, nižji ali enak delež posojil in nižji ali enak delež delnic.

Tabela 12: Struktura naložb premoženjskih zavarovalnic v državah članicah OECD v %

Država	Delež fin. sredstev	Leto	Nefinančna sredstva	Gotovina in depoziti	Zakl.menice in obveznice					Posojila					Delnice			Dru go
			Sk.	Sk.	Sk.	R.	N.	Kr.	Dr.	Sk.	R.	N.	Kr.	Dr.	Sk.	R.	N.	
ZDA	44,4	1990	3	1	61	-	-	0	100	15	-	-	92	8	15	-	-	5
		1994	3	1	63	-	-	0	100	12	-	-	96	4	16	-	-	5
		1998	3	0	58	-	-	0	100	12	-	-	98	2	22	-	-	5
Japon- ska	11,8	1990	5	10	26	-	-	-	-	28	-	-	-	-	16	-	-	15
		1994	6	6	31	-	-	-	-	23	-	-	-	-	18	-	-	16
		1997	6	5	36	-	-	-	-	21	-	-	-	-	18	-	-	15
Nemči- ja	11,3	1990	7	2	35	-	-	-	-	39	-	-	-	-	15	-	-	1
		1994	6	3	38	-	-	-	-	37	-	-	-	-	16	-	-	1
		1998	4	2	37	-	-	-	-	35	-	-	-	-	22	-	-	0
Francija	8,9	1990	11	2	48	-	-	10	90	0	-	-	-	-	29	-	-	10
		1994	7	1	55	-	-	8	92	0	-	-	-	-	27	-	-	9
		1998	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Velika Britanija	7,1	1990	9	14	20	67	33	35	65	5	99	1	29	71	32	75	25	19
		1994	5	13	32	71	29	40	60	2	100	0	39	61	32	80	20	16
		1998	2	10	32	61	39	36	64	2	93	7	57	43	31	67	33	21
Italija	2,7	1990	50	3	35	-	-	0	100	1	-	-	-	-	11	-	-	0
		1994	15	4	50	-	-	1	99	1	-	-	-	-	19	72	28	12
		1998	12	3	49	-	-	1	99	1	-	-	-	-	20	66	34	16
Švica	2,5	1990	12	18	36	-	-	-	-	15	-	-	-	-	19	-	-	0
		1994	13	16	33	-	-	-	-	15	-	-	-	-	23	-	-	0
		1998	10	9	29	-	-	-	-	15	-	-	-	-	38	-	-	0
Kanada	2,0	1990	2	6	56	-	-	11	89	2	-	-	-	-	12	-	-	22
		1994	2	4	56	-	-	11	89	2	-	-	-	-	11	-	-	25
		1998	2	3	47	-	-	6	94	1	-	-	-	-	12	-	-	33
Avstra- lija	1,9	1990	14	8	36	94	6	33	67	14	100	0	-	-	21	86	14	6
		1994	11	6	43	89	11	22	78	6	100	0	-	-	22	81	19	11
		1998	4	8	31	90	10	23	77	12	100	0	-	-	33	88	12	13
Šved- ska	1,8	1990	16	4	29	-	-	-	-	10	-	-	-	-	41	-	-	0
		1994	8	4	40	-	-	-	-	9	-	-	-	-	39	-	-	0
		1997	2	3	53	-	-	-	-	3	-	-	-	-	38	-	-	0
Nizo- zemska	1,50	1990	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		1994	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		1998	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Belgija	1,1	1990	5	3	46	96	4	0	100	24	100	0	20	80	17	88	12	5
		1994	4	3	52	93	7	0	100	19	100	0	21	79	17	84	16	5
		1997	3	4	55	86	14	0	100	12	100	0	25	75	21	71	29	4
Danska	0,8	1990	4	7	40	-	-	-	-	3	-	-	-	-	32	-	-	14
		1994	4	5	47	-	-	-	-	3	-	-	-	-	29	-	-	12
		1998	4	4	46	-	-	-	-	3	-	-	-	-	33	-	-	11
Koreja	0,7	1990	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		1994	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		1998	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nor- veška	0,5	1990	8	14	28	81	19	6	94	13	94	6	-	-	16	79	21	21
		1994	6	12	41	81	19	32	68	7	93	7	-	-	19	73	27	15
		1998	5	8	40	69	31	14	86	4	97	3	-	-	27	64	36	15

Država	Delež fin. sredstev	Leto	Nefinančna sredstva	Gotovina in depoziti	Zakl.menice in obveznice					Posojila					Delnice			Dru go
					Sk.	R.	N.	Kr.	Dr.	Sk.	R.	N.	Kr.	Dr.	Sk.	R.	N.	
Finska	0,4	1990	13	5	17	76	24	31	69	33	90	10	-	-	32	-	-	0
		1994	9	5	26	86	14	35	65	13	97	3	-	-	46	-	-	0
		1998	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Avstrija	0,2	1990	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
		1994	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
		1998	11	4	15	86	14	0	100	18	100	0	0	100	12	96	4	41
Portu- galska	0,2	1990	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
		1994	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
		1997	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
Grčija	0,1	1990	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
		1994	37	5	37	-	-	-	-	1	-	-	-	-	8	-	-	12
		1998	6	5	46	-	-	-	-	1	-	-	-	-	12	-	-	29
Luksem burg	0,1	1990	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		1998	3	14	57	-	-	-	-	0	-	-	-	-	21	-	-	6
Poljska	0,1	1990	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		1994	6	54	22	-	-	-	-	2	-	-	-	-	15	-	-	0
		1998	4	21	63	-	-	-	-	1	-	-	-	-	11	-	-	0
Madžar ska	0,0	1991	16	18	22	-	-	-	-	9	-	-	-	-	11	-	-	24
		1994	9	11	56	-	-	-	-	5	-	-	-	-	5	-	-	14
		1998	2	6	66	-	-	-	-	0	-	-	-	-	11	-	-	15
Turčija	0,0	1990	62	7	19	-	-	-	-	0	-	-	-	-	11	-	-	0
		1994	57	7	28	-	-	-	-	0	-	-	-	-	7	-	-	0
		1998	47	8	36	-	-	70	30	0	-	-	-	-	9	-	-	0
Češka	A	1990	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
		1994	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
		1997	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
Islandi- ja	A	1990	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
		1994	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
		1998	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
Mehika	A	1990	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	A	a	a
		1994	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
		1998	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
Španija	A	1990	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
		1994	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a
		1998	A	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a	a

Legenda:

Sk. – skupaj R. – rezidenti a - podatki skupaj za življenjske in premoženjske zavarovalnice v Tabeli 13
 Kr. – kratkoročni N. – nerezidenti
 Dr. – dolgoročni

Vir: OECD, 2000, str. 39-119 in lastni izračuni

Ker novejši podatki za države OECD niso dosegljivi, bom v Tabeli 13 prikazala strukturo naložb 29 držav članic Comite Europeen Des Assurances⁵, kjer so podatki vse do leta 2000. Zadnji stolpec prikazuje strukturo naložb držav članic Evropske Unije v letu 2000, vidimo lahko da se podatki EU in vseh držav članic CEA ne razlikujejo bistveno, zato lahko podatke uporabimo za preučevanje naložb zavarovalnic v EU. Žal se podatki nanašajo na življenjske in premoženjske zavarovalnice skupaj. Kljub temu lahko iz tabele vidimo nadaljnjo smer gibanja strukture naložb.

Tabela 13: Struktura naložb zavarovalnic v državah CEA v %

Vrsta naložbe	1992	1994	1996	1998	2000	2000 EU
Zemlja in stavbe	9,0	8,0	6,5	5,3	5,0	4,7
Povezane družbe	2,5	2,7	3,3	3,6	3,8	3,5
Delnice	23,4	25,3	27,6	32,1	37,1	38,4
Dolžniški vrednostni papirji	36,2	37,3	40,0	39,0	35,0	34,8
Posojila	22,6	21,3	17,3	14,1	12,1	12,0
Depoziti	2,1	1,7	1,5	1,5	1,0	0,8
Drugo	4,1	3,7	3,8	4,4	5,9	5,9

Vir: Comite Europeen Des Assurances, 2002, str. 55

Vidimo, da porast naložb v delnice, ki je povezana predvsem z uspešnostjo zavarovanj, kjer zavarovanec prevzema tveganje, pomeni, da so delnice najpomembnejši del naložb, saj v letu 2000 predstavljajo 37 odstotkov naložb v primerjavi z 23 v letu 1992. Delež vrednostnih papirjev s stalnim donosom je naraščal do leta 1996, ko je predstavljal 40 odstotkov vseh naložb, nato delež pade na 35 v letu 2000. Padec deleža lahko pripišemo boljnim pričakovanim donosom delnic, manjšim zadolževanjem držav z izdajo vrednostnih papirjev in zniževanju obrestnih mer. Naložbe v nepremičnine v devetdesetih letih padajo, ustalile so se pri 5 odstotnem deležu, posojila pri 12, depoziti se gibljejo od 1,5 do 1, druge naložbe pa predstavljajo 6 odstotkov vseh naložb.

3.3 Vpliv razmer na kapitalskih trgih na naložbeno politiko zavarovalnic

Naložbene politike, kot kažejo nacionalna poročila, so odvisne od (Aaronovitch, Samson, 1985, str. 141) državnega nadzora in zahtev, razvitosti kapitalskih trgov, ekonomskih ciklov, stopenj rasti, inflacije, sprememb obrestnih mer, na te pa seveda vpliva tudi gospodarska politika. Poleg tega pa vpliva tudi spretnost in zmožnost zavarovalnice prilagoditi se novim naložbenim

⁵ Države članice CEA (Comite Europeen Des Assurances): Avstrija, Belgija, Švica, Ciper, Češka, Nemčija, Danska, Estonija, Španija, Finska, Francija, Velika Britanija, Grčija, Madžarska, Irska, Islandija, Italija, Litva, Luksemburg, Latvija, Malta, Nizozemska, Novreška, Poljska, Portugalska, Švedska, Slovenija, Slovaška, Turčija.

strategijam. Kadar so zavarovalnice del velikih finančnih skupin (npr. bank), seveda sledijo naložbeni politiki svoje skupine.

Preučevanje naložbene politike angleških zavarovalnic je pokazalo, da nanjo najbolj vplivajo naslednje determinante (Aaronovitch, 1985, str. 142): struktura obveznosti in prilagajanje želenim portfeljem, izdaje novih delnic, gibanja obrestnih mer in inflacije in sredstva, ki so na voljo.

Izkazalo se je, da na izbiro med navadnimi delnicami, nepremičninami in državnimi vrednostnimi papirji, vplivajo nove izdaje navadnih delnic in državnih vrednostnih papirjev, cene nepremičnin, stopnja donosa na dolgoročne državne vrednostne papirje glede na dividendni donos navadnih delnic in donos kratkoročnih sredstev.

Ko obrestne mere rastejo, je pričakovati, da bodo zavarovalnice agresivno pridobivale nove zavarovance, da bi lahko sredstva nalagala po tej višji obrestni meri, še preden obrestne mere spet padejo. Hitro rastoče podjetje, ki povečuje svoj tržni delež z nizkimi cenami, bo imelo večji delež svojih naložb z novimi, višjimi obrestnimi merami, da bi s tem nadomestilo znižanje vrednosti sredstev, katere ima zaklenjene po starih, nižjih obrestnih merah. Enako bodo podjetja z hitro rastjo gradila močne pozicije za obdobja, ko bodo obrestne mere padle. Koristi višjih obrestnih mer se bodo kazale še dolgo po tem, ko se bodo že pojavljale škode zaradi prevzemanja teh manj kvalitetnih rizikov. Kasneje bodo požela dobičke zaradi padca obrestnih mer.

Življenjske zavarovalnice imajo običajno manj kot 6 odstotkov svojih sredstev v obliki kratkoročnih ali likvidnih naložb. To kaže na njihove razmeroma predvidljive denarne pritoke in odtoke. Tudi premoženjske zavarovalnice nimajo dosti več likvidnih naložb, kar nekoliko preseneča glede na dejstvo, da so njihovi denarni tokovi dosti manj predvidljivi kot pri življenjskih zavarovalnicah. Sicer pa so za posamezno finančno institucijo tudi obveznice in delnice razmeroma likvidne naložbe, če zanje obstaja razvit sekundarni trg. V kratkoročne naložbe zavarovalnice nalagajo sredstva ob težavah na trgih dolgoročnejših naložb ali pa ko kratkoročne naložbe dajejo visoke donosnosti. Visok delež kratkoročnih naložb imajo življenjske zavarovalnice v obdobju, ko čakajo na primeren trenutek za nakup dolgoročnejshe oblike (Davis, 1988, str. 36). Tako imajo zavarovalnice sredstva v likvidni obliki predvsem kot instrument zadrževanja denarnih pritokov za čas do njihovega investiranja. Drugi razlog za zadrževanje sredstev v likvidni obliki je v pričakovanju padca cen oz. tečajev določenih instrumentov na določenem tržišču.

Obveznice so bile vedno del naložb življenjskih zavarovalnic, saj prinašajo stabilno donosnost v daljšem časovnem obdobju in so tako omogočale usklajevanje donosnosti naložb z obljubljenimi donosnostmi zavarovancem. Naložbe v obveznice ponujajo poleg likvidnosti tudi več različnih ročnosti, kar je za življenjske zavarovalnice pomembno zaradi imunizacije tveganja spremembe obrestne mere, še posebej zaradi vse večje konkurence na zavarovalniških trgih, kar ima za posledico višje obljubljene donosnosti polic življenjskega zavarovanja. Za zavarovalnice so zanimive tudi podjetniške obveznice zaradi daljše ročnosti in višjih donosnosti, njihova slaba stran pa je slabša likvidnost in večja tveganost. Velikokrat take obveznice niso ponujene javno, ampak zaprto. Ko je bil zavarovalniški cikel na zgornji ravni, so zavarovalnice prevzemale več kreditnega tveganja s povečevanjem podjetniških obveznic v svojem portfelju. V ZDA je delež obveznic v celotnih sredstvih padel iz 71 odstotkov v letu 1990 na 64 odstotkov v letu 2000. Vendar pa je v okviru tega deleža, delež podjetniških obveznic narasel iz 26 odstotkov leta 1994 na 40 v letu 2000 (Sigma, 2002a, str. 23). Zavarovalnice so pridobile ob nizki inflaciji, ki je povzročila nizke obrestne mere, te pa so omogočile kapitalske dobičke ob prodaji obveznic in rast delniških trgov. Vendar pa so po letu 2000 zavarovalnice zaradi spremenjenih razmer pri svojih naložbah spet postale bolj konzervativne. Če so v devetdesetih povečevale deleže delnic in podjetniških obveznic, se sedaj umikajo iz delnic in tveganih naložb k naložbam z nespremenljivimi donosi. Tako so v letu 2002 življenjske zavarovalnice povečale delež instrumentov z nespremenljivo obrestno mero od 3 do 10 odstotkov glede na leto 2001 (v ZDA za 4, v Veliki Britaniji za 10, v Nemčiji za 6 in v Franciji za 3 odstotke) (Sigma, 2003, str. 9).

Naložbe v delnice so še posebej značilne za britanske zavarovalnice, kjer je delež delnic v naložbah življenjskih zavarovalnic skoraj 60 odstotkov, v splošnih zavarovalnicah pa preko 30. Na naraščanje deleža delnic v portfelju naložb vpliva predvsem ostra konkurenca na trgu in z njo povezana potreba po visokih donosnostih pri življenjskih zavarovalnicah, pri premoženjskih zavarovalnicah pa potreba po zniževanju premijskih stopenj. V devetdesetih letih so zavarovalnice zaradi naraščanja cen delnic in velikih donosnosti le-teh, začele povečevati delež delnic v portfelju svojih naložb. V začetku desetletja so bile obrestne mere visoke, vendar so skozi obdobje padale in tako povzročile kapitalske dobičke. Delniški trgi, z izjemo Japonske, so poskočili. Prihodki iz naložb so postajali čedalje pomembnejši, čisti donos od naložb je narasel iz približno 13-15 odstotkov čistih prihodkov od zavarovalnih premij v letu 1995 na 18-20 v letih 1999/2000. Sredi leta 2000 pa se je končal trend naraščanja cen delnic, skupaj z zastojem v industriji in padcem tečajev delnic nove ekonomije, tako da so zavarovalnice pričele zniževati delež delnic v svojih portfeljih. Dodatno so finančni škandali (kot npr. Enron, WorldCom, Xerox) povzročili še več dvomov pri investiranju v delnice. Veliko analitikov se boji, da bodo morali delniški trgi še naprej padati, da bi se potem vrnili k normalni rasti, to je 3-4 odstotke nad netvegano obrestno mero, medtem ko je v devetdesetih letih ta znašala 7-10 odstotkov nad

netvegano obrestno mero. Tako so življenjske zavarovalnice v letu 2002 nadaljevale z nižanjem delnic v svojih portfeljih, britanske zavarovalnice so delež delnic glede na leto 2001 znižale za 9 odstotkov, ameriške, nemške in francoske pa vse za okoli 2 odstotka (Sigma, 2003, str. 9).

Posojila, še posebej hipotekarna, so pomembna oblika naložb zavarovalnic. Zagotavljajo višje donosnosti kot javno ponujene obveznice, njihova slabost pa je pomanjkljiva likvidnost. Vendar pa delež posojil v razvitih državah pada na račun drugih vrst naložb.

Slabost naložb v nefinančna sredstva, to je v nepremičnine, je njihova nelikvidnost, nedeljivost in visoki transakcijski stroški. Kljub temu so bile to privlačne naložbe za zavarovalnice zaradi visokih donosnosti, predvsem v obliki kapitalskega dobička in negativne korelacije z donosnostmi drugih naložb v posamezni državi. V najemnih pogodbah za nepremičnine je mogoče tudi uveljaviti eskalacijsko klavzulo, kar pomeni, da so nepremičnine primerna naložba v inflacijskih časih. Na delež teh naložb vplivajo tudi krize na delniških trgih.

Naložbe v tujino so primerne tako zaradi razpršitve kot zaradi donosnosti. Na delež tujih naložb vpliva globalizacija, hiter razvoj trgov evroobveznic in mednarodnih delniških trgov z multinacionalnimi podjetji, ki kotirajo na glavnih borzah v več državah. Poglavitni razlog za naraščajoči delež tujih naložb, je želja po izboljšanju donosnosti in zmanjšanju tveganja premoženja. Velja namreč, da razpršitev na države in panoge zmanjša variabilnost donosnosti in tudi poveča povprečno donosnost (Davis, 1988, str. 69). Sodobna premoženjska teorija namreč dokazuje, da je z razpršitvijo mogoče odstraniti nesistematično tveganje, ki izvira iz različne uspešnosti posamičnih podjetij ali panog, medtem ko je sistematično tveganje posledica spreminjanja uspešnosti gospodarstva kot celote. Zaradi nepopolne usklajenosti gospodarskih ciklov v posameznih državah je z mednarodnimi naložbami možno delno zmanjšati tudi sistematično tveganje.

V obdobju na zgornji ravni zavarovalniškega cikla so se povečevale tudi naložbe v izvedene finančne instrumente, predvsem v kreditne in vremenske. Kreditni izvedeni finančni instrumenti so instrumenti, s katerimi se trguje in izmenjuje kreditno tveganje, pri vremenskih pa se zaščiti pred vremenskimi spremembami (vežejo se na snežene dni, deževne dni, vlažnost ozračja ipd.). V devetdesetih letih so zavarovalnice dodajale netradicionalno kreditno tveganje svojim portfeljem s ponudbo zaščite pred kreditnim tveganjem bankam in drugim podjetjem, v letu 1999 so predstavljale 23 odstotkov vseh prodajalcev kreditnih izvedenih finančnih instrumentov v Veliki Britaniji (Sigma, 2002a, str. 23).

Tri stvari vplivajo na donosnost naložb, to so donosi obveznic, višina dividend in kapitalski dobički. Ker večina zavarovalnic zelo veliko vlaga v obveznice, so obrestne mere

najpomembnejši faktor, ki vpliva na donosnost naložb. Včasih so zelo pomembni tudi kapitalski dobički za izravnavanje donosa od naložb v času nizkih obrestnih mer.

Dva ključna dejavnika donosnosti zavarovalnic sta naložbeni rezultat in tehnični rezultat. Kadar so donosi naložb slabi, morajo zavarovalnice izboljšati svoj tehnični rezultat, da bi preživele. Obratno pa zavarovalnice izravnavajo prihodke v času slabih tehničnih rezultatov, na primer po izplačilu škod zaradi naravnih katastrof, z unovčevanjem kapitalskih dobičkov. Možnosti za veliko izboljšanje naložbenih donosov v prihodnosti niso velike, saj so obrestne mere nizke. Od začetka osemdesetih let so padajoče obrestne mere povzročile kapitalске dobičke na portfelj obveznic. V začetku osemdesetih let so se obrestne mere za dolgoročne državne obveznice gibale okoli 13 odstotkov na vseh večjih trgih. Sedaj so te okoli 5 odstotkov, razen na Japonskem, kjer so pod 2. Pričakujemo lahko, da bodo tudi v prihodnje obrestne mere državnih obveznic ostale v razponu od 4 do 6 odstotkov. Kapitalskih dobičkov zaradi unovčevanja obveznic ne bo več lahko doseči, potrebno bo vložiti dosti več naporov za proučevanje primernih naložb in primerne trenutka za vstop in izstop iz trga. Tudi napovedi za kapitalске trge niso preveč obetavne, saj so le ti trenutno šibki, spremenljivi in tvegani. Povečevanje deleža naloženih sredstev bi lahko izboljšalo naložbene rezultate, vendar to pomeni, da bi morale zavarovalnice povečati rezervacije ali pa zbrati dodaten kapital. Povečevanje rezervacij zahteva veliko časa, zbiranje kapitala pa je težavno zato, ker je strošek kapitala višji kot je stopnja donosa naložb po davkih. Zaradi takih nezanesljivih obetov naložbenih rezultatov za prihodnost, zavarovalnicam preostane le, da izboljšajo tehnični rezultat, da bi ohranile oziroma povečevale donosnost.

4. PREGLED NALOŽB ZAVAROVALNIC V SLOVENIJI

4.1 Stanje na področju zavarovalništva v Sloveniji

V letu 2002 je na slovenskem zavarovalnem trgu delovalo trinajst zavarovalnic⁶ (enajst zavarovalnic in dve pozavarovalnici), šest pokojninskih družb⁷, Jedrski pool, Slovenska izvozna družba (SID), Slovensko zavarovalno združenje – Škodni sklad (SZZ) ter Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja – del, ki se nanaša na upravljanje Prvega pokojninskega sklada Republike Slovenije. Dvanajst zavarovalnic je organiziranih kot delniška družba in ena sama kot vzajemna zavarovalnica. Med delniškimi družbami je devet zavarovalnic s prevladujočim domačim in tri z večinskim tujim kapitalom. Vse pokojninske družbe so izključno v domači lasti. Razen dveh se vse zavarovalnice ukvarjajo tako s premoženjskimi kot tudi z življenjskimi zavarovanji. Pokojninske družbe ne smejo opravljati nobene druge dejavnosti, razen dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Zavarovalni trg obvladujejo tri zavarovalne skupine: prva z Zavarovalnico Triglav kot nadrejeno zavarovalnico, druga na čelu s Pozavarovalnico Sava in tretja, kjer sta KD Holdingu podrejeni zavarovalnici Adriatic in Slovenica. Zavarovalnica Maribor je kot prevzemna zavarovalnica nad Zavarovalnico Tilia že konec leta 2000 od Agencije pridobila dovoljenje za združitev, vendar do dejanske združitve doslej še ni prišlo. Zavarovalnica Maribor je v letu 2002 odstopila od dogovorjenega združevanja z namenom, da se na novo določi menjalna razmerja. Tudi Zavarovalnici Adriatic in Slovenica že dalj časa napovedujeta združitev, vendar do nje v letu 2002 še ni prišlo. V prihodnosti je možna povezava med Zavarovalnico Maribor, Pozavarovalnico Sava ter Zavarovalnico Adriatic in Zavarovalnico Slovenica, saj sta slednji naprodaj. Tako bi se oblikovala dva stebra, eden okoli Zavarovalnice Triglav, drugi pa okoli Zavarovalnice Maribor in Pozavarovalnice Sava.

V primerjavi z letom 2001 se je obseg poslovanja zavarovalnic, izražen z obračunano zavarovalno premijo, realno povečal za 6,8 odstotkov (povprečna stopnja inflacije v letu 2002, izražena s povprečnim porastom življenjskih stroškov, je bila 7,5 odstotkov) in je za 1,3 odstotne točke manjši kot v predhodnem letu.

⁶ To so: Adriatic, zavarovalna družba d.d., Generali SKB zavarovalnica d.d., Merkur zavarovalnica d.d., Grawe zavarovalnica d.d., Krekova zavarovalnica d.d., Slovenska izvozna družba, d.d. Slovenica, zavarovalniška hiša d.d., Zavarovalnica Tilia d.d., Zavarovalnica Triglav d.d., Kapitalska družba d.d. in Vzajemna zdravstvena zavarovalnica d.v.z.. Pozavarovalnici sta dve: Pozavarovalnica Sava d.d. in Pozavarovalnica Triglav Re d.d.

⁷ To so: Moja naložba, pokojninska družba, d.d., Prva pokojninska družba d.d., Skupna pokojninska družba d.d., Pokojninska družba SKB d.d., Pokojninska družba A d.d. in Druga penzija, pokojninska družba d.d.

Obračunana kosmata premija je v letu 2002⁸ znašala 256.500 milijona SIT, od tega 140.801 milijona SIT oz. 54,9 odstotkov iz premoženjskih, 65.597 milijona SIT oz. 25,6 odstotkov iz prostovoljnih zdravstvenih in 50.102 milijona SIT oz. 19,5 odstotkov iz življenjskih zavarovanj, kar je razvidno iz Tabele 17.

Primerjave obračunane kosmate zavarovalne premije po posameznih vrstah premoženjskih zavarovanj za zadnja tri leta kažejo, da zavarovalnice skoraj 90 odstotkov premije premoženjskih zavarovanj dosežejo v petih zavarovalnih vrstah. To so: zavarovanje odgovornosti lastnikov cestnih vozil, kasko zavarovanje cestnih vozil, nezgodna zavarovanja, druga premoženjska zavarovanja in požarno zavarovanje. Z avtomobilskimi zavarovanji zavarovalnice dosegajo že približno 54 odstotkov celotne zavarovalne premije premoženjskih zavarovanj (od tega 36,9 odstotkov v zavarovalni vrsti zavarovanje odgovornosti lastnikov cestnih vozil).

Tabela 14: Gibanje zavarovalne premije po osnovnih oblikah zavarovanj v obdobju 1999-2002 v mio SIT

Oblika zavarovanja	Leto 1999		Leto 2000		Leto 2001		Leto 2002		Indeks	
	vrednost	%	vrednost	%	vrednost	%	vrednost	%	01/00	02/01
Premoženjska zavarovanja	95.913	56,6	105.651	55,4	122.983	55,1	140.801	54,9	116	114
Prost. zdravstvena zavarovanja	44.530	26,3	49.855	26,1	57.900	25,9	65.597	25,6	116	113
Življenjska zavarovanja	28.939	17,1	35.150	18,4	42.532	19	50.102	19,5	121	118
Skupaj	169.382	100	190.656	100	223.415	100	256.500	100	117	115

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, 2003, str. 4

Če vzamemo pod drobnogled tržno koncentracijo in upoštevamo podatke o tržnih deležih zavarovalnic, lahko ugotovimo, da je tržna koncentracija največjih treh zavarovalnic skupaj znašala 76,8 odstotkov. Tržni deleži posameznih zavarovalnic so razvidni iz Tabele 15.

Zavarovalnice so v poslovnem letu 2002 izkazale skupaj 8.256 milijona SIT čistega dobička (v letu 2001 pa 6.328 milijona SIT čiste izgube). V vseh treh osnovnih oblikah zavarovanj, to je v življenjskih, zdravstvenih in premoženjskih zavarovanjih, so dosegle pozitiven zavarovalnotehnični izid. Negativni čisti poslovni izid v skupni višini 941 milijona SIT so v letu 2002 izkazale tri zavarovalnice, v letu 2001 pa je imelo negativni poslovni izid šest zavarovalnic

⁸ Podatki za leto 2002 so zadnji dosegljivi. Podatki za leto 2003 bodo po navedbah Agencije za zavarovalni nadzor javno dostopni šele v drugi polovici leta 2004.

v skupni višini 9.238 milijona SIT. Obe pozavarovalnici sta v letu 2002 izkazali pozitivni čisti poslovni izid v višini 1.607 milijona SIT, ki je realno za 298 odstotkov večji od izida v predhodnem letu. Na takšen izid je v največji meri vplival porast prihodkov od naložb (za 72,8 odstotkov), medtem ko je bil zavarovalnotehnični izid bistveno slabši od izkazanega v predhodnem letu.

Tabela 15: Obračunane kosmate premije in tržni deleži zavarovalnic v letu 2002 (v mio SIT)

Naziv	Premo- ženjska zavaro- vanja		Zdrav- stvena zavaro- vanja		Življenj- ska zavaro- vanja		Skupaj	
		%		%		%		%
Adriatic d.d.	10.603	8,6	9.772	16,9	1.550	3,7	21.925	9,8
Concordia d.d.	0	0	0	0	12	0	12	0
Generali d.d.	1.784	1,5	0	0	1025	2,4	2.809	1,3
Zavarovalnica Maribor d.d.	20.657	16,8	0	0	9.085	21,4	29.742	13,3
Krekova zavarovalnica d.d.	525	0,4	0	0	88	0,2	613	0,3
Merkur zavarovalnica d.d.	875	0,7	3	0	4.620	10,9	5.498	2,5
Grawe d.d.	941	0,8	0	0	2.645	6,2	3.586	1,6
SID d.d.	841	0,7	0	0	0	0	841	0,4
Slovenica d.d.	8.597	7	198	0,3	1.492	3,5	10.287	4,6
Zavarovalnica Tilia d.d.	5.463	4,4	0	0	606	1,4	6.069	2,7
Zavarovalnica Triglav d.d.	72.697	59,1	49	0,1	21.339	50,3	94.085	42,1
Skupaj	122.983	100	10.022	17,3	42.462	100	175.467	78,6
Vzajemna d.d.	0	0	47.878	82,7	0	0	47.878	21,4
Vse skupaj	122.983	100	57.900	100	42.462	100	223.345	100

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, 2003, str. 9

V Tabeli 16 so prikazani nekateri kazalci poslovanja slovenskih zavarovalnic in pozavarovalnic. Razmerje med čistimi odhodki za škode in čistimi prihodki od zavarovalnih premij se je pri zavarovalnicah, v primerjavi s predhodnim letom, izboljšalo. Še bolj izrazito je izboljšanje pri pozavarovalnicah, kjer so, za razliko od leta 2001, prihodki od premij ponovno presegli odhodke za škode. Delež obratovalnih stroškov v obračunani premiji se je glede na leto 2001 v zavarovalnicah zmanjšal. To je predvsem posledica ugodnih gibanj obračunane zavarovalne premije v skupini premoženjskih zavarovanj glede na porast obratovalnih stroškov. V pozavarovalnicah pa je slika prav nasprotna, obratovalni stroški so se povečali bolj kot pa je porasla zavarovalna premija. Delež obratovalnih stroškov v obračunani premiji je za zavarovalnice precej višji kot za pozavarovalnice, kar je razumljivo, glede na naravo posla. Koeficient nalaganja oziroma pokritosti rezervacij z naložbami prikazuje razmerje med

finančnimi naložbami iz naslova rezervacij in oblikovanimi rezervacijami. Pokritost rezervacij z ustreznimi naložbami mora biti najmanj sto odstotna. Omenjeni koeficient je zadosten pri matematičnih rezervacijah in pri zavarovalnotehničnih rezervacijah zavarovalnic in pozavarovalnic, kar kaže na to, da so zavarovalnice v tem letu prvič dosegle zadovoljivo pokritost zavarovalnotehničnih rezervacij z naložbami. Ta je deloma tudi posledica olajšav Agencije, povezanih s priznavanjem obračunanih obresti od določenih naložb in dela terjatev za zavarovalno premijo pri izpolnjevanju zahtevane pokritosti zavarovalnotehničnih rezervacij z naložbami. Delež kapitala kaže stopnjo udeležbe lastniškega kapitala v vseh obveznostih. Ta je za pozavarovalnice ostal na približno enaki ravni (25 odstotkov) za zavarovalnice pa se je izrazito izboljšal (iz 7 odstotkov v letu 2001 na 15 odstotkov v letu 2002). Kazalec dobičkonosnosti kapitala se izračunava kot razmerje med čistim dobičkom in povprečnim stanjem kapitala. Kazalec je za zavarovalnice ponovno pozitiven in znaša v letu 2002 19 odstotkov. Kazalec se je prav tako ponovno izboljšal tudi pri pozavarovalnicah, čeprav je nekoliko slabši kot pri zavarovalnicah, saj znaša v letu 2002 12 odstotkov. Delež čiste v kosmati obračunani premiji kaže, kolikšen del premij zavarovalnice cedirajo v pozavarovanje. Delež čiste v kosmati obračunani zavarovalni premiji se je za zavarovalnice nekoliko zmanjšal, za pozavarovalnice pa se ni spremenil. To kaže, da so zavarovalnice povečale delež pozavarovanja, pozavarovalnice pa ohranile enak delež retrocesije, kot so ga imele v letu 2001.

Tabela 16: Kazalci poslovanja zavarovalnic in pozavarovalnic

Kazalec	Zavarovalnice			Pozavarovalnice		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Čisti odhodki za škode napram čistim prihodkom od zavarovalnih premij	68	69	67	72	103	93
Delež obratovalnih stroškov v obračunani premiji	22	22	19	7	8	10
Pokritost matematičnih rezervacij z naložbami	105	107	111	0	0	0
Pokritost zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbami	78	75	104	105	117	100
Delež kapitala v financiranju	9	7	15	24	24	25
Čista donosnost kapitala	10	-26	19	13	4	12
Delež čiste v kosmati obračunani zavarovalni premiji	91	91	87	54	60	52

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, 2003, str. 19

4.2 Pravna ureditev zavarovalnega nalaganja v Sloveniji

Podlago za poslovanje zavarovalnic predstavlja zakonodaja, ki se uporablja za poslovanje gospodarskih družb. Dodatno pa morajo zavarovalnice, kot pomembna skupina nedenarnih finančnih institucij svoje poslovanje prilagoditi še trem zakonom: Zakonu o zavarovalništvu (v nadaljevanju ZZavar), Zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1) in Zakonu o zdravstvenem varstvu in zdravstvenem zavarovanju (ZZVZZ). Zakon o zavarovalništvu je

začel veljati marca 2002 in povzema ureditev v EU. Ureja področje zavarovalne dejavnosti v celoti in je temeljni akt za delovanje zavarovalniškega sistema v Republiki Sloveniji.

Zzavar določa, da mora zavarovalnica kritno premoženje in kritni sklad naložiti v skladu s predpisanimi določbami. Kritno premoženje je premoženje zavarovalnice, namenjeno kritju bodočih obveznosti iz zavarovanj, ki jih sklepa zavarovalnica in morebitnih izgub zaradi tveganj, ki izhajajo iz zavarovalnih poslov, ki jih opravlja zavarovalnica, ter v zvezi s katerimi je zavarovalnica dolžna oblikovati zavarovalnotehnične rezervacije. Kritni sklad je kritno premoženje namenjeno kritju obveznosti zavarovalnice iz tistih vrst zavarovanj, za katere je potrebno oblikovati matematične rezervacije (to so življenjska in zdravstvena zavarovanja). Zavarovalnica mora za vsako od naslednjih zavarovanj, ki jih sklepa, oblikovati poseben kritni sklad: za življenjska zavarovanja, za življenjska zavarovanja, pri katerih zavarovanec prevzema naložbeno tveganje, za zdravstvena zavarovanja in za druge vrste zavarovanj, za katere je potrebno oblikovati matematične rezervacije. Omejitve posameznih naložb, ki jih določa Zzavar, veljajo ločeno za vsak kritni sklad, ki ga oblikuje zavarovalnica.

Zavarovalnica mora naložiti kritno premoženje oz. kritni sklad v vrednosti, ki je najmanj enaka višini zavarovalnotehničnih rezervacij. Pri izbiri naložb kritnega premoženja in kritnega sklada mora zavarovalnica upoštevati vrste zavarovalnih poslov, ki jih opravlja, tako, da je zagotovljena varnost, donosnost in tržnost naložb ter ustrezna ročnost, raznovrstnost in razpršitev teh naložb.

Zakon in podzakonski akti določajo naslednje vrste dovoljenih naložb (Uradni list, 2000, str. 13139):

1. Obveznice oz. drugi dolžniški vrednostni papirji, katerih izdajatelj je Republika Slovenija, Banka Slovenije, vlada države članice EEA⁹ ali katere od primerljivih držav OECD¹⁰ ozr. mednarodna finančna organizacija, oz. za katere jamči ena od teh oseb.
2. Obveznice oz. drugi dolžniški instrumenti, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi članici EEA oz. katere izmed primerljivih držav OECD.
3. Obveznice oz. drugi dolžniški instrumenti, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici EEA oz. kateri izmed primerljivih držav OECD.
4. Delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi članici EEA oz. kateri izmed primerljivih držav OECD .

⁹ Vse države, polnopravne članice EU, Islandija, Liechtenstein, Norveška

¹⁰ Države EEA, Avstralija, Japonska, Kanada, Nova Zelandija, Švica, ZDA

5. Delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici EEA oz. kateri izmed primerljivih držav OECD.
6. Investicijski kuponi vzajemnih skladov oz. delnice investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo izključno v vrednostne papirje z namenom razpršitve in omejitve tveganj.
7. Terjatve iz naslova posojil, zavarovalnih z zastavno pravico na nepremičnini, če je zastavna pravica vpisana v zemljiški oz. drugi javni knjigi v Republiki Sloveniji oz. državi članice EU, in če višina terjatve ni višja od 60% vrednosti nepremičnine.
8. Terjatve iz naslova posojil bankam s sedežem v Republiki Sloveniji, Slovenski izvozni družbi, državi članice EEA oz. kateri izmed primerljivih držav OECD, oz. za izplačilo katerih, vključno z obrestmi, jamči banka s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici EEA oz. primerljivi državi članici OECD.
9. Terjatve iz naslova posojil, ki so zavarovane z zastavno pravico na vrednostnih papirjih iz prve, druge in četrte alineje.
10. Terjatve iz naslova drugih posojil, ki so ustrezno zavarovane (npr. z vpisom zastavne pravice na premičnini).
11. Predplačila na račun odkupne vrednosti zavarovalne police in posojila zavarovana z odkupno vrednostjo zavarovalne police.
12. Nepremične in druge stvarne pravice na nepremičnini, če so vpisane v zemljiški knjigi v Republiki Sloveniji ali državi članici EU, če dajejo donos oz. je v zvezi z njimi mogoče pričakovati donos in če je bila nakupna cena določena na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke.
13. Naložbe v depozite pri banki s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici EEA oz. primerljivi državi OECD.
14. Gotovino pri blagajni oz. na vpoglednem denarnem računu.

Vrednosti oz. dovoljene deleže posameznih naložb bom zaradi boljše preglednosti predstavila v Tabeli 17 na str. 56. Predpisane naložbe so dovoljene v višini, ki ne sme presegati določenega odstotka od skupnih zavarovalnotehničnih rezervacij. Vidimo lahko, da se zavarovalnice v Sloveniji srečujejo s strogo državno ureditvijo nalaganja prostih sredstev, saj so dovoljeni deleži natančno predpisani, tako v skupnem znesku kot za posameznega izdajatelja (oz. banko ali posojilojemalca). Edina naložba, za katero niso predpisane nobene omejitve, so obveznice oz. drugi dolžniški instrumenti, ki jih izda Republika Slovenija, Banka Slovenija ali pa vlada držav EEA ali katere od primerljivih držav OECD oz. mednarodna finančna organizacija.

Tabela 17: Maksimalno dovoljen obseg predpisanih naložb v odstotku od skupne višine zavarovalnotehničnih rezervacij

VRSTA DOVOLJENE NALOŽBE	OMEJITEV
Depoziti skupaj (pri posamezni banki)	30% (10%)
Delnice s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu skupaj (istega izdajatelja)	5% (1%)
Obveznice istega izdajatelja s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu	1%
Obveznice in delnice s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu skupaj	10%
Vse obveznice in vse delnice istega izdajatelja ter terjatve iz naslova posojil, razen Drugih posojil skupaj	5%
Vse delnice in investicijski kuponi vzajemnih skladov in investicijskih družb, ki imajo več kot 1/2 naložb z nezajamčenim donosom	30%
Investicijski kuponi vzajemnih skladov in investicijskih družb, ki imajo več kot 1/2 naložb z zajamčenim donosom	40%
Terjatve iz Drugih posojil, ki so ustrezno zavarovana skupaj (posameznemu posojilojemalcu)	5% (2%)
Nepremičnine skupaj (ena nepremičnina)	30% (10%)
Gotovina v blagajni in na vpoglednih računih skupaj	3%

Vir: Uradni list, 2000, str. 13140

Zakon še dodatno prispeva k večji zaščiti interesov zavarovalcev, saj predpisuje zagotavljanje ustrezne ročnosti naložb, kar pomeni, da morajo zavarovalnice naložena sredstva uskladiti z dospetjem obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih zavarovalnih pogodb. Nadalje zakon predpisuje ustrezno usklajenost naložb z obveznostmi tudi z vidika drugih tveganj, ki so jim izpostavljene zavarovalnice, tako morajo paziti na usklajenost obrestnih mer, valutno usklajenost oz. usklajenost drugih tržnih tveganj. Zakon določa tudi usklajeno lokalizacijo sredstev in obveznosti, saj predpisuje, da mora zavarovalnica pri nalaganju premoženja upoštevati, na

območju katere države zavarovanja, ki jih sklepa, krijejo nevarnosti, kar pomeni, da mora zavarovalnica usklajevati naložbe z obveznostmi, ki izhajajo iz zavarovalnih pogodb.

Glede valutne usklajenosti zakon dovoljuje naložbam kritnega sklada, da se uskladijo z obveznostmi, samo do višine 80 odstotkov. Zakon določuje, da lahko Agencija za zavarovalni nadzor iz utemeljenih razlogov, na zahtevo, posamezni zavarovalnici dovoli, da prekorači določene omejitve naložb in da dovoli posamezni zavarovalnici, da kot kritno premoženje oz. kritni sklad uporabi tudi naložbe, ki ne upoštevajo zahtevane lokalizacije premoženja.

V zvezi z naložbami pa mora biti zavarovalnica pozorna na njihov vpliv pri izračunavanju kapitalske ustreznosti. Zavarovalnica namreč določa, da se od kapitala odšteje vrednost naložb v delnice oz. podrejene dolžniške instrumente organizacij, v katerih kapitalu je zavarovalnica udeležena z več kot 10 odstotki in druge naložbe v te osebe, ki se pri ugotavljanju kapitalske ustreznosti teh oseb upoštevajo pri izračunu njihovega kapitala. Odbitna postavka pri izračunavanju višine kapitala so tudi naložbe zavarovalnice v delnice oz. podrejene dolžniške instrumente drugih zavarovalnic in finančnih organizacij, če njihov skupni seštevke presega 10 odstotkov kapitala zavarovalnice. Odšteje se del seštevka, ki presega 10 odstotkov kapitala zavarovalnice. Odštevajo se tudi nelikvidna sredstva, to so naložbe zavarovalnice v delnice borze, klirinško depotne družbe, terjatve iz naslova vplačil v jamstveni sklad pri klirinško depotni družbi in terjatve iz naslova vplačil v druge sklade, ki so namenjeni vzajemnemu jamstvu za izpolnitev obveznosti več oseb. Za lastne vire ni predpisanih omejitev glede naložb.

4.3 Naložbe slovenskih zavarovalnic

Za proučevanje naložb zavarovalnic so pomembni podatki o virih naložb, kar prikazuje Tabela 18. Zavarovalnice so imele na dan 31.12.2002 za 369.393 milijona SIT naložb kritnega premoženja, katerega del predstavljajo tudi naložbe kritnih skladov, ki so jih zavarovalnice v skladu s predpisi dolžne oblikovati. Podatki za lastne vire niso dosegljivi, saj zakon od leta 2001 dalje ne predpisuje poročanja o naložbah lastnih virov Agenciji za zavarovalni nadzor. To pomeni, da so se naložbe kritnega premoženja v primerjavi s predhodnim letom povečale za 88.489 milijona SIT oz. za 22,7 odstotkov realno, kar je znatno več kot je znašal porast zbrane zavarovalne premije v tem obdobju.

Tabela 18: Naložbe zavarovalnic in pozavarovalnic v obdobju 1995-2002 (v mio SIT)

Leto	Prosti lastni viri		Kritni sklad		Kritno premoženje		Skupaj
	vrednost	%	Vrednost	%	vrednost	%	
1995	6.988	9,7	15.391	21,3	49.851	69,0	72.230
1996	6.226	6,7	24.581	26,3	62.597	67,0	93.404
1997	5.217	4,3	35.014	28,9	81.032	66,8	121.263
1998	8.996	5,8	48.272	31,2	97.366	63,0	154.634
1999	20.198	10,1	67.014	33,6	112.221	56,3	199.433
2000	20.845	8,5	90.952	37,2	132.988	54,3	244.785
2001	-	-	123.782	44,1	157.122	55,9	280.904
2002	-	-	168.821	45,7	200.572	54,3	369.393

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, 2003, str. 22

V strukturi naložb glede na vir financiranja so se od leta 1995 najbolj povečale naložbe kritnih skladov, ki z 168.821 milijona SIT predstavljajo že 46 odstotkov naložb kritnega premoženja, kar je posledica vse večjega pomena življenjskih zavarovanj in seveda dolgoročnosti in stabilnosti teh naložb. Realno so naložbe kritnih skladov v zadnjih osmih letih rasle po 30 odstotni povprečni letni stopnji rasti, medtem ko je bila povprečna letna stopnja rasti naložb kritnega premoženja brez kritnih skladov 13 odstotna. Dejansko gre za nadpovprečno visoke stopnje rasti finančnih imetij domačih zavarovalnic, tudi v primerjavi z zavarovalnicami iz držav OECD, katerih finančna imetja so v obdobju od 1990 do 1998 v povprečju rasla po 7 odstotni letni stopnji (OECD, 2000, str. 15).

Stanje naložb kritnih skladov se je konec leta 2002 v primerjavi s predhodnim letom povečalo za 45.039 milijona SIT oziroma za 27,2 odstotkov realno, kritnega premoženja pa za 43.450 milijona SIT, oziroma za 19,1 odstotkov realno. Pokritost matematičnih rezervacij z naložbami kritnih skladov in pokritost zavarovalnotehničnih rezervacij s kritnim premoženjem zavarovalnic je ustrezna, kar pomeni, da sta oba segmenta v zavarovalništvu kot celoti sanirana in postala varna.

4.3.1 Struktura naložb kritnih skladov

Dosegljivi podatki o strukturi naložb slovenskih zavarovalnic so zelo omejeni. Razdeljeni so v sedem skupin naložb. Zanimivi bi bili podatki o ročnosti naložb, tržnosti vrednostnih papirjev ali naložbah v tujino, vendar žal niso dosegljivi.

V Tabeli 19 lahko vidimo strukturo naložb kritnih skladov v obdobju 1997 do 2002. V vseh letih prevladujejo naložbe v državne papirje in posojila z jamstvom. Predvidevam, da večino

predstavljajo državni papirji, saj posojila kot vrsta naložbe niso posebej značilna za slovenske zavarovalnice. Državni vrednostni papirji predstavljajo skoraj polovico vseh naložb v letu 2002, njihov delež se v vseh letih giblje nad 42 odstotki. Tako velik delež teh papirjev je povezan z obveznostmi življenjskih zavarovalnic, saj so te večinoma dolgoročne, tako kot republiške obveznice. Zakladne menice, ki jih izdaja Ministrstvo za finance, imajo ročnosti do enega leta. Glede na velikosti izdaje predvidevam, da predstavljajo manjši del vrednosti državnih papirjev. Nepremičnine so v letu 1997 predstavljale skoraj 6 odstotkov vseh naložb kritnih skladov, vendar njihov delež po letih pada, v letu 2002 znaša le še 0,4 odstotka. Naložbe v nepremičnine ne padajo le relativno, temveč tudi absolutno. Posojila že od vsega začetka predstavljajo zelo majhen delež naložb, v letu 2002 znaša ta 0,5 odstotka. Leta 2002 je bilo skoraj 26 odstotkov sredstev kritnih skladov naloženih v dolžniške vrednostne papirje. Delež teh je leta 1997 predstavljal le 7,2 odstotka, potem pa delež postopoma raste. Rast kaže tudi na to, da v preteklosti zadolževanje podjetij z izdajo obveznic ni bilo preveč razširjeno, kar se v zadnjih letih spreminja in tako plemeniti ponudbo na kapitalskih trgih. Delež lastniških vrednostnih papirjev v portfelju kritnih skladov narašča, od leta 1997 je naraslo iz 1,3 na 6,1 odstotka v letu 2002. Naložbe v depozite so v zadnjih osmih letih padle iz 41,2 odstotkov na 16,7 odstotkov. To je posledica dejstva, da so bile v določenih letih v preteklosti kratkoročne bančne vloge donosnejše celo od podjetniških obveznic in zaradi nerazpoložljivosti drugih vrst naložb.

Tabela 19: Tabela naložb kritnih skladov v obdobju 1997 do 2002 (vrednosti v mio SIT)

Vrsta naložbe	1997		1998		1999		2000		2001		2002	
	vrednost	%	vrednost	%	vrednost	%	vrednost	%	vrednost	%	vrednost	%
Državni papirji in posojila z jamstvom	15.011	42,9	21.470	44,5	31.264	46,7	45.298	49,8	54.346	43,9	83.995	49,8
Nepremičnine	2.030	5,8	2.014	4,2	1.930	2,9	2.060	2,3	1.560	1,3	608	0,4
Posojila	425	1,2	304	0,6	300	0,4	460	0,5	470	0,4	904	0,5
Dolžniški vrednostni papirji	2.519	7,2	4.739	9,8	7.907	11,8	19.033	20,9	30.861	24,9	43.558	25,8
Lastniški vrednostni papirji	465	1,3	1.098	2,3	2.311	3,4	4.811	5,3	6.385	5,2	10.321	6,1
Depoziti v bankah	14.417	41,2	18.646	38,6	23.231	34,7	19.058	21,0	29.407	23,8	28.185	16,7
Ostalo	147	0,4	1	0,0	71	0,1	232	0,3	753	0,6	1.250	0,7
Skupaj	35.014	100	48.272	100	67.014	100	90.952	100	123.782	100	168.821	100

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, 2003, str. 22

4.3.2 Struktura naložb kritnega premoženja

V Tabeli 20 lahko vidimo, da največji del naložb kritnega premoženja predstavljajo državni vrednostni papirji. Vendar je ta delež nižji kot pri življenjskih zavarovalnicah, poleg tega se je delež teh zelo povečal v letu 2002. Nepremičnine v vseh letih predstavljajo približno od 5 do 7 odstotkov naložb kritnega premoženja, kar je nekoliko več kot pri življenjskih zavarovalnicah. Tudi posojila predstavljajo višji relativni delež v strukturi kot pri življenjskih zavarovalnicah, v letu 2002 znašajo 5,1 odstotka vseh naložb kritnega premoženja. Delež dolžniških vrednostnih papirjev je v zadnjih osmih letih narasel iz 5,4 na 19,5 odstotkov, kar kaže na večje zadolževanje podjetij in bank preko izdaj obveznic. Delež lastniških vrednostnih papirjev v času raste, v letu 2002 predstavlja 13,4 odstotni delež vseh naložb kritnega premoženja. Naložbe v bančne depozite pa so od leta 1997 padle iz 52,1 na 24,2 odstotka v letu 2002. To je posledica spremenjenega zakona, stari Zakon o zavarovalnicah je namreč dovoljeval maksimalen delež depozitov za kritno premoženje v vrednosti 50 odstotkov vseh naložb kritnega premoženja, novi Zakon o zavarovalništvu pa le 30 odstotkov. Še v letu 2001 je delež depozitov znašal kar 35 odstotni delež vseh naložb kritnega premoženja, kar kaže na počasno usklajevanje naložb s predpisi zakona, poleg tega so bile v določenih obdobjih v letu 2001 bančne obresti višje kot pa donosnosti drugih primernih vrst naložb.

Tabela 20: Tabela naložb kritnega premoženja v obdobju 1997-2002 (vrednosti v mio SIT)

Vrsta naložbe	1997 vrednost %	1998 vrednost %	1999 vrednost %	2000 vrednost %	2001 vrednost %	2002 vrednost %
Državni papirji in posojila z jamstvom	19.061 23,5	20.456 21,0	26.715 23,8	32.676 24,6	37.237 23,7	74.587 37,2
Nepremičnine	3.858 4,8	6.539 6,7	8.118 7,2	8.578 6,5	10.189 6,5	10.704 5,3
Posojila	8.499 10,5	9.889 10,2	11.724 10,4	11.804 8,9	10.590 6,7	10.159 5,1
Dolžniški vrednostni papirji	4.355 5,4	6.059 6,2	8.546 7,6	15.421 11,6	20.068 12,8	27.177 13,5
Lastniški vrednostni papirji	2.264 2,8	5.896 6,1	8.091 7,2	16.808 12,6	20.283 12,9	26.819 13,4
Depoziti v bankah	42.224 52,1	47.317 48,6	48.451 43,2	47.251 35,5	54.970 35,0	48.549 24,2
Ostalo	771 1,0	1.210 1,2	576 0,5	450 0,3	3.785 2,4	2.577 1,3
Skupaj	81.032 100	97.366 100	112.221 100	132.988 100	157.122 100	200.572 100

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, 2003, str. 23

4.4 Naložbena politika in trg kapitala v Sloveniji

V opazovanem obdobju se delež naložb kritnega premoženja in kritnih skladov v obliki bančnih vlog in posojil zmanjšuje, povečujejo pa se predvsem naložbe v dolžniške in lastniške vrednostne papirje. S takšno dinamiko naložb se tudi naložbe domačih zavarovalnic vse bolj približujejo povprečju držav EU, kjer imajo zavarovalnice največji delež premoženja naloženega v dolžniških in lastniških vrednostnih papirjih. Ker pa domači kapitalski trg večjega obsega takšnih naložb ne omogoča, je za domače zavarovalnice nujna usmeritev tudi na tuje trge. Prvi koraki v tej smeri so že opazni, saj v zadnjem času domače zavarovalnice iščejo možnosti nalaganja tudi na tujih trgih.

4.4.1 Državni papirji

Naložbe v državne papirje in posojila z jamstvom predstavljajo največji delež naložb tako kritnih skladov kot kritnega premoženja, njihov delež pa v času narašča. Med državne papirje Republike Slovenije sodijo predvsem obveznice in zakladne menice, katere izdaja Ministrstvo za finance. Skoraj polovico kritnih skladov predstavljajo tovrstne naložbe, saj so te zaradi nekaterih svojih značilnosti (daljša ročnost, možnost valutne usklajenosti aktive in pasive zaradi denominacije v evrih, varnost, likvidnost) še posebej primerne za nalaganje matematičnih rezervacij.

Na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev kotira konec leta 2003 36 obveznic Republike Slovenije nominiranih v evrih ali v tolarjih. Ministrstvo za finance je v letu 2003 izdalo za okvirno 110 milijard tolarjev obveznic. Od tega so 3 izdaje obveznic z dospelostjo treh let nominirane v tolarjih, 2 izdaji petletnih obveznic sta nominirani v tolarjih, 3 izdaje desetletnih obveznic so nominirane v evrih in 2 izdaji petnajstletnih nominiranih v evrih (Ministrstvo za finance, 2003). Na zadnjih avkcijah od junija do oktobra 2003 so bili povprečni donosi dolgoročnih obveznic nominiranih v tolarjih od 5,85 do 6,48 odstotka, povprečni donosi obveznic nominiranih v evrih pa so se gibale od 4,55 do 4,62 odstotka. Zahtevani donos do dospelja je v tem letu močno padel, saj so bile v začetku leta 2003 donosnosti tolarskih obveznic nad 8 odstotkov, obveznic nominiranih v evrih pa nekoliko manj kot 8 odstotkov. V letu 2003 je Republika Slovenija zaključila prehod na nominalne obrestne mere, saj pri obveznicah obresti nič več ne vsebujejo klavzule TOM, temveč so določene v fiksnem znesku.

Avkcije trimesečnih zakladnih menic potekajo praviloma vsak mesec, šestmesečnih in dvanajstmesečnih pa vsak drugi mesec v letu. V letu 2003 je razpisana emisija posamezne izdaje zakladnih menic znašala 5 milijard tolarjev. Letna obrestna mera sprejetih ponudb na

avkciji konec leta 2003 je znašala za enomesečne zakladne menice 5,07 odstotkov, trimesečne 5,13 odstotkov, za šestmesečne 5,64 odstotkov in dvanajstmesečne 5,10 odstotkov. Od začetka leta 2003 so znatno padle, saj so bile takrat sprejete ponudbe s pričakovanim donosom do dospetja od 8,27 do 8,30 odstotka. Republika Slovenija izdaja tudi tako imenovane evroobveznice, ki kotirajo na borzah v tujini. Izdane so v evrih, zadnja izdaja je potekala v aprilu 2001 in ima fiksno obrestno mero 5,375 odstotka.

4.4.2 Nepremičnine

Nepremičnine predstavljajo relativno nizek delež v strukturi naložb zavarovalnic. Pomembna slabost naložb v nepremičnine je njihova nedeljivost in visok vstopni prag. Nepremičnine sicer niso zelo varna naložba, saj so lahko nepremičninski trgi prav tako spremenljivi kot sekundarni trgi vrednostnih papirjev. V Sloveniji so v zadnjih letih cene in najemnine dokaj stabilne in visoke. Kot v vseh drugih je tudi v naložbah v nepremičnine pomemben odnos med tveganjem in donosnostjo. Nekateri investitorji cenijo dolgoročno visoko donosnost kljub velikim nihanjem vsakoletnih donosnosti, nasprotno bodo drugi cenili stabilnejše letne donosnosti, ki pa so povprečno nižje. Seveda ne smemo naložb v nepremičnine obravnavati ločeno, temveč kot del vseh naložb.

4.4.3 Posojila

Posojila ne predstavljajo visokega deleža v strukturi naložb kritnega premoženja in kritnih skladov. Za zavarovalnice v Sloveniji ni bilo nikoli značilno odobravanje hipotekarnih posojil za gradnjo ali nakup stanovanj neposredno prebivalstvu, kot je bilo dokaj pogosto v tujini. V Sloveniji namenska posojila za nakup ali gradnjo stanovanj ponujajo predvsem banke. V prihodnosti pričakujem še manjši delež posojil v naložbeni strukturi zavarovalnic.

4.4.4 Dolžniški vrednostni papirji

Dolžniški vrednostni papirji predstavljajo visok delež v strukturi naložb tako kritnih skladov kot kritnega premoženja. Žal podatki o deležu tistih, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in tistih, ki ne kotirajo, ni dosegljiv. Zavarovalnice namreč pogosto sodelujejo pri zaprtih izdajah podjetniških obveznic, največkrat se s temi obveznicami tudi ne trguje na organiziranem trgu. Na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev trenutno kotira 39 obveznic, od tega je večina bančnih, le 7 obveznic so izdala druga podjetja, na prostem trgu pa kotira še 18 obveznic, od tega 9 bančnih. Od vseh skupaj jih je 72 odstotkov nominiranih v evrih, ostale, to

je 16 obveznic, pa v tolarjih. Skupna značilnost bančnih in podjetniških obveznic je njihova manjša likvidnost. Zaradi višjega tveganja so donosnosti podjetniških in bančnih obveznic seveda višje od donosnosti državnih, kuponske obrestne mere teh obveznic znašajo med 5 in 10 odstotki. Pri naložbah v bančne obveznice morajo biti zavarovalnice pozorne na morebitno podrejenost izdanih obveznic, Zakon o zavarovalništvu namreč določa, da so podrejeni dolžniški instrumenti drugih zavarovalnic oz. finančnih organizacij odbitna postavka pri izračunu kapitalske ustreznosti.

Primerna naložba zavarovalnic so tudi Potrdila o vlogi, ki jih izdajajo banke. Dosegajo podobne donose kot depoziti, vendar je njihova prednost v tem, da so prosto prenosljiva standardizirana oblika vezanih depozitov, s katero lahko zavarovalnica poravna zapadle obveznosti do banke in do drugih upnikov, jih zastavi pri banki za najem posojila ali kot instrument zavarovanja pri drugih bankah ter proda na sekundarnem finančnem trgu doma in v tujini.

4.4.5 Lastniški vrednostni papirji

Lastniški vrednostni papirji predstavljajo pri naložbah kritnih skladov v letu 2002 6,1 odstotkov vseh naložb, pri kritnem premoženju pa 13,4 odstotkov. Pri obeh je delež lastniških vrednostnih papirjev v zadnjih šestih letih zelo porasel. Pričakujemo lahko, da bodo v prihodnje lastniške naložbe postale še pomembnejši del zavarovalniških naložb. Sektorsko gledano, je imel zavarovalniški sektor kot celota, konec leta 2000 naložbe v obliki vrednostnih papirjev v največjem obsegu naložene v bančne delnice ter državne in bančne obveznice (Zorc Rems, 2001, str. 99). Naložbe zavarovalnic v bančne delnice pomembno vplivajo na lastniško prepletenost domačih finančnih institucij in so deloma tudi odsev povezovanja bank in zavarovalnic (bancassurance). Z vidika izračuna kapitalske ustreznosti zavarovalnic so lastniške naložbe v finančne institucije odbitna postavka, zato morajo zavarovalnice poskrbeti za večjo sektorsko razpršenost naložb. Na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev je likvidnost delnic, ki so v borzi kotaciji dobra, likvidnost na prostem trgu pa je manj zadovoljiva, predvsem so problematične delnice manjših podjetij. Vendar pa se zavarovalnice načeloma ne zanimajo za vlaganja v manjša podjetja, najprej zaradi bojazni, da bi s svojim povpraševanjem preveč vplivale na cene, drugič, zaradi splošnega prepričanja, da je vlaganje v mala podjetja bolj tvegano od vlaganj v velika. Tretji razlog pa je verjetnost, da bi si zavarovalnice z vložkom v malo podjetje pridobile kontrolni delež. Zavarovalnice kot institucionalni investitor pa se aktivnejši vlogi v podjetjih izogibajo.

Ne glede na slabe rezultate delnic na svetovnih borzah, so v letu 2002 vsi trije delniški indeksi na Ljubljanski borzi dosegli rekordne vrednosti in leto končali s porastom za okoli 50 odstotkov. Indeks SBI 20 je v letu 2002 porasel za 55 odstotkov (v letu 2003 za 18) , indeks

prostega trga IPT za 49 odstotkov (v letu 2003 za 30 odstotkov), indeks investicijskih skladov PIX pa celo za 72 odstotkov (za 25 v letu 2003). Dividendna donosnost delnic na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev se je v letih 2002 in 2003 gibala med 0 in 5%.

4.4.6 Depoziti v bankah

Pomembnost naložb v bančne depozite se je v zadnjih šestih letih znižala, kljub temu pa še vedno predstavljajo znaten delež zavarovalniških naložb, saj predstavljajo 16,7 odstotni delež vseh naložb kritnih skladov in 24,2 odstotni delež kritnega premoženja. Za banke so te naložbe pomemben dolgoročen vir sredstev, vprašljiv pa je učinek takšnega prelivanja sredstev med finančnimi institucijami z vidika finančnega posredništva. Z vlaganjem v bančne depozite zavarovalnice le malo prispevajo k poglobljanju domačega trga vrednostnih papirjev, ker se z medsebojnimi naložbami med finančnimi institucijami ne povečuje velikost domačega finančnega sistema.

Zavarovalnice vlagajo v bančne depozite velikokrat takrat, ko čakajo na primernejše naložbe. Bila pa so tudi obdobja (npr. leto 2001), ko so bile obresti bančnih depozitov ugodnejše kot je bila donosnost drugih naložb, npr. obveznic. Fiksne bančne obresti za tolarske depozite pravnih oseb se konec leta 2003 gibljejo med 4,50 odstotki za enomesečni depozit do 5,45 odstotkov za petletni depozit, vendar imajo zavarovalnice zaradi svoje velikosti dobro pogajalsko pozicijo, zato si lahko večinoma izposlujejo višje obrestne mere.

4.4.7 Tuji vrednostni papirji

Zavarovalnice lahko sredstva vlagajo tudi v tujini izdane vrednostne papirje oz. posojila, kupijo nepremičnine v tujini ali naložijo v depozite bank s sedežem v tujini vendar le v višini, ki zadostuje pravilu lokalizacije kritnega premoženja in kritnega sklada. Za višje vrednosti tujih naložb pa mora zavarovalnica zaprositi Agencijo za zavarovalni nadzor za dovoljenje. Z vidika upravljanja sredstev v zavarovalnicah so naložbe v tujini, predvsem v kombinaciji z domačimi naložbami, zelo primerne. S povečanjem števila različnih naložb v portfelju praviloma zmanjšamo tveganost celotnega portfelja. Z nalaganjem v tujino se število potencialnih naložb bistveno poveča. Dodatni razlog za nalaganje v tuje vrednostne papirje je zgodovinsko nizka korelacija med donosnostmi domačih in tujih vrednostnih papirjev. Iz finančne teorije je znano, da lahko s kombiniranjem naložb z različno donosnostjo in tveganostjo ob primerni korelaciji med njima zmanjšamo tveganost portfelja, ne da bi zaznavno zmanjšali donosnost. Analize so pokazale, da je z vidika doseganja določene donosnosti ob čim manjšem tveganju optimalno

imeti v portfelju tudi določen delež tujih naložb. Pomemben razlog za nalaganje v tuje vrednostne papirje je tudi plitvost slovenskega delniškega in obvezniškega trga. V zavarovalništvu so predpisane stroge omejitve glede možnosti nalaganja sredstev v kapital posameznega izdajatelja oz. v posamezen vrednostni papir. V določenih časovnih obdobjih v letu se lahko zgodi, da glede na predpisane omejitve in likvidnostne potrebe, na slovenskem trgu ni primerne naložbe. Zato je v takih primerih zelo smiselno, da ima zavarovalnica dovoljenje za nalaganje v tuje vrednostne papirje.

Žal podatki o deležu tujih dolžniških instrumentih v portfeljih slovenskih zavarovalnic niso dosegljivi, znan je le podatek o skupnih naložbah slovenskih zavarovalnic v tuje delnice in obveznice. Konec leta 2002 so te znašale že 14,3 milijarde tolarjev (Agencija za zavarovalni nadzor, 2003, str. 24). V skrbi za večjo valutno usklajenost imetij in obveznosti so zavarovalnice dejavne tudi na področju naložb v evroobveznice Republike Slovenije, teh so imele zavarovalnice konec leta 2002 v svojem portfelju za 18,5 milijard tolarjev.

4.5 Primerjava z naložbami zavarovalnic v tujini

V primerjavi z državami EU še nismo dosegli razmerja med naložbami življenjskih in naložbami premoženjskih zavarovanj, ki bi bilo v prid naložb sredstev življenjskih zavarovanj, ta namreč predstavljajo 46 odstotkov, premoženjska pa 54 vseh naložb zavarovalnic. Razmerje v državah Evropske unije je obratno, 80 odstotkov naložb sredstev zavarovalnic predstavljajo življenjske zavarovalnice, 20 pa so naložbe sredstev neživljenjskih zavarovalnic.

Agencija za zavarovalni nadzor ugotavlja, da v primerjavi z državami EU zaostajamo predvsem pri ustrezni razpršenosti naložb. Ta je pri naložbah domačih zavarovalnic neustrezna tako po vrsti kot po sektorju naložb. Mnogokrat nastopa tudi problem likvidnosti naložb, valutna in obrestna usklajenost naložb ter virov nista zadostni, obseg naložb sredstev neživljenjskih zavarovanj je glede na vire sredstev premajhen.

Primerjave strukture naložb slovenskih zavarovalnic s tujimi so problematične zaradi samega zajema podatkov. Podatki za države OECD (Tabela 11 na str. 38 in Tabela 12 na str. 43) so sicer ločeni na življenjske in premoženjske zavarovalnice, vendar so podatki na voljo le za vse naložbe skupaj, to je naložbe zavarovalnotehničnih rezervacij in naložbe lastnih virov skupaj. Podatki za države EU (Tabela 13 na str. 45) pa so na voljo le za vse zavarovalnice skupaj, premoženjske in življenjske. Podatki o naložbah slovenskih zavarovalnic pa prikazujejo ločeno naložbe življenjskih in premoženjskih zavarovalnic, vendar se podatki nanašajo le na naložbe matematičnih rezervacij oz. naložbe zavarovalnotehničnih rezervacij, ne vključujejo pa naložb

lastnih virov. Kljub različnemu zajemu podatkov menim, da lahko podatke za slovenske in tuje zavarovalnice vseeno primerjamo, saj vse kažejo dolgoročno oz. strateško porazdelitev naložb v posamezne vrste naložb.

Za večino tujih zavarovalnic, tako premoženjskih kot življenjskih velja, da največ naložb namenijo v obveznice in zakladne menice, sledijo jim naložbe v delnice, naložbe v posojila in nepremičnine, razmeroma majhen delež pa namenijo v depozite in gotovino. Slovenske zavarovalnice v primerjavi s tujimi zavarovalnicami sredstva prav tako v največjem deležu plemenitijo v dolžniških vrednostnih papirjih, v okviru teh imajo največji delež državni papirji. Sledijo naložbe v depozite, le majhen del naložb predstavljajo lastniški vrednostni papirji, medtem ko nepremičnine in posojila predstavljajo najmanjši del vseh naložb. Ugotavljam, da v Sloveniji depoziti še vedno predstavljajo pomemben del naložb, medtem ko je ta delež v tujini znatno nižji. Obratno velja za lastniške vrednostne papirje, ki v tujini predstavljajo precejšen del naložb zavarovalnic, v slovenskih zavarovalnicah pa lastniški vrednostni papirji predstavljajo majhen delež naložbenega portfelja. Od zavarovalnic v tujini se slovenske zavarovalnice razlikujejo predvsem v višjem deležu depozitov in dolžniških vrednostnih papirjev ter manjšem deležu lastniških vrednostnih papirjev in posojil. Vzrokov za porazdelitev dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev je več: odsotnost naložbenih možnosti na domačem finančnem trgu, pasivna naložbena politika domačih zavarovalnic v preteklosti, slaba organizacija naložbene dejavnosti v domačih zavarovalnicah v preteklosti, odsotnost takšne naložbene dejavnosti, ki bi pri izbiri posameznih naložbenih kategorij sistematično upoštevala kriterije likvidnosti, donosnosti, izpostavljenosti tveganju ter dolgoročno poslovno politiko zavarovalnice. Enaki razlogi pojasnjujejo tudi delež bančnih depozitov, čeprav visok delež depozitov odraža tudi lastniške povezave med bankami in zavarovalnicami. Vzrok za nizek delež posojil v portfelju naložb slovenskih zavarovalnic pa je iskati v tradiciji, saj so od nekdaj tak posel opravljale banke.

Za naložbeno politiko slovenskih zavarovalnic ugotavljam, da se je v zadnjih šestih letih povečeval delež dolžniških vrednostnih papirjev, tako državnih kot drugih, ter delež lastniških vrednostnih papirjev, zniževal pa se je delež depozitov, posojil in nepremičnin. Če se želimo približati povprečju držav EU, bi bil za Slovenijo ustrezen premik iz bančnih vlog na naložbe v delnice in to predvsem v delnice nefinančnih podjetij (le te so z vidika izračuna kapitalске ustreznosti za zavarovalnice nevtralne). Ker pa domači kapitalski trg večjega obsega takšnih naložb ne omogoča, je za domače zavarovalnice nujna usmeritev tudi na tuje trge. Kljub trenutnim razhajanjem v naložbeni politiki domačih zavarovalnic, glede na povprečje držav EU, nam dinamična analiza naložbene dejavnosti kaže, da se domače zavarovalnice vse bolj približujejo povprečju držav EU.

5. PRIMER NALOŽBENE POLITIKE V POZAVAROVALNICI TRIGLAV RE

Preden nadaljujem s predstavitvijo Pozavarovalnice Triglav Re bom še na kratko predstavila pozavarovanje in razliko pozavarovanja od zavarovanja. Pozavarovanje je opredeljeno v petem odstavku 2. člena Zakona o zavarovalništvu, ki pravi, da je pozavarovanje zavarovanje presežkov iznad stopnje lastnega izravnavanja nevarnosti ene zavarovalnice pri drugi zavarovalnici. Sedmi odstavek 14. člena še nadaljuje, da zavarovalne posle sklepanja pozavarovanj lahko opravlja samo pozavarovalnica (Zakon o zavarovalništvu, 2000).

Zavarovalnica lahko izravna nevarnosti samo do stopnje lastnega izravnavanja nevarnosti, ki je določena s tabelami maksimalnega kritja in je odvisna od velikosti in razpršenosti zavarovalnega portfelja zavarovalnice, njene finančne moči in višine oblikovanih zavarovalno tehničnih rezervacij. V tabelah maksimalnega kritja se za vsako zavarovalno vrsto določi delež, ki ga bo zavarovalnica sama izravнала. Ta delež se imenuje lastni delež. Za določanje višine lastnega deleža ni splošno veljavnih meril. Zavarovalnice uporabljajo predvsem izkustveno metodo, izračuni lastnih deležev pa so poslovne skrivnosti zavarovalnic. Tisti del rizikov, ki presegajo lastno izravnavo, zavarovalnica (cedent) prenese (cedira) na pozavarovalnico. S prenosom dela rizika na pozavarovalnico, zavarovalnica ustvari vertikalno izravnavanje nevarnosti. Tudi zmogljivosti pozavarovalnice so omejene, zato presežke iznad njenih sposobnosti izravnavanja nevarnosti ponovno prenese (retrocedira) na druge pozavarovalnice (retrocesionarje) (Pavliha, 2000, str. 322). Zavarovalnica bi seveda imela možnost, v lastno izravnavo prevzeti le tiste gospodarske nevarnosti, ki jih lahko sama izravna, vendar bi se ob razvitem trgu pozavarovanja njena konkurenčna moč na trgu zelo zmanjšala.

Pozavarovanje zagotovi stabilnost zavarovatelja z izravnavo njegovih rezultatov, večja njeno finančno moč in dviga mejo, do katere lahko zavarovalnica sprejema rizike v zavarovanje (Bellerose, 1987, str. 1-3). Rezultati so večinoma odvisni od škodnih dogodkov, ki pa so skozi obdobje nestabilni. Ustrezen pozavarovalni program zmanjša negativna in prevelika gibanja v rezultatih poslovanja zavarovalnice, tako da varuje zavarovalnice pred naključnimi, nepredvidenimi posameznimi škodami, morebitnimi množičnimi oziroma katastrofalnimi škodami ter odstopanjem letnih škod od predvidenega povprečja. Glede finančne moči mora zavarovalnica v skladu z zavarovalnimi predpisi vedno zagotavljati ustrezen nivo minimalnega kapitala. Na izračun minimalnega kapitala vpliva delež škod v lastni izravnavi, večji kot je ta, večja je potreba po kapitalu in obratno. Zato pozavarovanje posredno vpliva tudi na kapitalsko ustreznost zavarovalnice, torej na njeno finančno moč.

Pozavarovanje je zavarovanje na višji ravni. Kljub mnogim podobnostim so posebnosti pozavarovanja v primerjavi z zavarovanjem številne, med drugim pozavarovanje ni tako množično kot zavarovanje (pozavarovalnih pogodb je mnogo manj), predmet pozavarovalne pogodbe je navadno celoten portfelj oz. ustrezen delež portfelja zavarovalnice, predmet zavarovanja pa je navadno posamezno imetje zavarovalca. Pri pozavarovanju ni splošno veljavnih meril, kot so splošni zavarovalni pogoji ter premijski ceniki, obstajajo le načela poslovne politike in temeljni normativi za sklepanje pogodb. Pozavarovalnice ne poslujejo s fizičnimi osebami, temveč gre za posle med zavarovalnimi in pozavarovalnimi strokovnjaki, tako da obstaja pravni odnos le med pozavarovalnico in zavarovalnico oziroma med pozavarovalnico in retrocesionarjem (Pavliha, 1995, str. 688). Za razliko od zavarovalnih pogodb, velja pri pozavarovalnih pogodbah glede zakonske ureditve skoraj popolna svoboda in tako so v svetu, pa tudi pri nas, prepuščene pogodbenim partnerjem in neformalnim pravnim virom (Pavliha, 1995, str. 686-687). Ker pa je pozavarovanje posel, ki že v osnovi temelji na zaupanju, v tem poslu redko prihaja do sporov, če pa do njega pride in če le ta ni rešen s sporazumom, to najpogosteje urejajo razsodišča, ki razsojajo po običajih pozavarovalne prakse in ne sodnih norm oziroma rednih sodnih poti.

V pozavarovalni praksi obstajata dve glavni obliki sklepanja pozavarovalnih poslov (Pfeiffer; 1970, str. IV-9), to sta fakultativno (neobvezno) pozavarovanje in obligatorno (obvezno) pozavarovanje. Pri fakultativnem pozavarovanju se pozavarovalnica v vsakem primeru posebej odloča o prevzemu nevarnosti. Pri obligatornem pozavarovanju, ki je na podlagi splošne pogodbe obvezujoče tako za pozavarovalnico kot zavarovalnico, pa mora pozavarovalnica pozavarovati vse presežke nevarnosti, ki jih je zavarovalnica dolžna odstopiti in so predvideni s pogodbo. Poznamo pa tudi mešane pozavarovalne pogodbe, ki vsebujejo elemente obeh gornjih oblik, to so fakultativno obligatorne pozavarovalne pogodbe, pogodbe o odprtem kritju in pozavarovalni pooli.

Glede na obveznost, ki jo pozavarovatelj prevzame in na način določanja višine njegove obveznosti, poznamo vsotno ali proporcionalno pozavarovanje in škodno ali neproporcionalno pozavarovanje (Pfeiffer, 1970, str. 15). Kadar se zavarovalna vsota ali del zavarovalne vsote pozavarovanega rizika deli med cedentom in pozavarovateljem na osnovi vnaprej določenega odstotka, govorimo o vsotnem ali proporcionalnem pozavarovanju. Cedent in pozavarovatelj si po vnaprej določenem razmerju razdelita premijo in škode pozavarovanih zavarovanj. Vsotna ali proporcionalna pozavarovanja nadalje delimo na: presežkovna ali ekscedentna pozavarovanja, kvotna pozavarovanja in kvotno-ekscedentna pozavarovanja. Zavarovalnice včasih želijo pozavarovalno zaščito pred škodami nad nekim določenim zneskom, ki se imenuje prioriteta. Zato sklenejo neproporcionalna pozavarovanja, kjer zneske škod nad prioriteto prevzame v kritje pozavarovatelj. Zavarovalnica si tako zagotovi visoke zneske nadomestil škod ob

sorazmerno nizkem odlivu premije. Neproporcionalna požarovanja delimo na škodno presežkovna požarovanja in požarovanje letnega presežka škod.

V svetu so razvite tudi nekateri novi produkti, ki za razliko od klasičnega zavarovanja in požarovanja, ne temeljijo na zakonu velikih števil. Imenujemo jih alternativni prenos rizikov, so nadgradnja tradicionalnih metod in nastopijo tam, kjer klasično zavarovanje ne more delovati ali ne more ponuditi najugodnejših rešitev. Njihova skupna značilnost je, da zagotavljajo gospodarsko varnost z razpršitvijo nevarnosti skozi obdobje več let, s poudarkom na vrednosti denarja v času in prilagojenostjo posamezni zavarovalnici (Sigma, 1999, str. 18-19).

5.1 Predstavitev Pozavarovalnice Triglav Re

Pozavarovalnica Triglav Re je bila registrirana v decembru leta 1998. Večinski lastnik je z 85 odstotnim deležem Zavarovalnica Triglav, ostali delničarji pa so Nova Ljubljanska banka, ki ima v lasti 5 odstotni delež delnic. Po 2 odstotka delnic imajo Petrol, Helios, Sava Kranj, Kovinoplastika Lož in FMR Idrija.

Ustanovitveni kapital je znašal 500 milijonov SIT, v letu 2001 pa so Pozavarovalnico Triglav Re dokapitalizirali v višini 50% kapitala, tako da na 31.12.2002 znaša kapital skupaj z rezervami 1,6 milijarde SIT. Pozavarovalnica Triglav Re je del Skupine Triglav, katero tvorijo poleg Zavarovalnice Triglav še Triglav Zdravstvena zavarovalnica, Triglav Družba za upravljanje, Triglav BH Osiguranje Sarajevo, Lovćen Osiguranje Sarajevo, Triglav Osiguranje Rijeka in Triglav Pojišt'ovna Brno.

Glavni cilj Pozavarovalnice Triglav Re je nuditi primeren požarovalni program in požarovalne usluge Zavarovalnici Triglav. Prav tako je cilj Pozavarovalnice Triglav Re podpirati Zavarovalnico Triglav pri vstopanju na trge bivše Jugoslavije in istočasno delovati kot požarovatelj v Skupini Triglav, stalno izboljševati finančno stanje požarovalnice ter igrati aktivno vlogo na požarovalniškem trgu ne le Centralne in Vzhodne Evrope, temveč tudi v drugih državah.

Tabela 21: Finančni podatki za Pozavarovalnico Triglav Re (v 000 SIT)

Kategorija	1999	2000	2001	2002	Indeks 02/01
Obračunane kosmate pozavarovalne premije	5.984.26 5	7.030.64 1	8.757.62 4	11.846.353	135
Obračunane čiste pozavarovalne premije	2.122.97 6	2.229.02 5	3.337.32 1	3.648.336	109
Obračunani kosmati zneski škod	1.586.93 8	5.981.90 9	6.035.16 0	4.474.539	74
Obračunani čisti zneski škod	656.085	1.400.70 7	1.993.00 7	2.396.102	120
Zavarovalnotehnične rezervacije	1.251.79 6	2.330.10 7	3.494.43 2	4.444.056	127
Kapital	759.470	894.054	1.481.10 2	1.669.004	113
Dobiček pred davkom	269.622	179.656	288.119	378.314	131

Vir: Profile Triglav Re 1999, 2000, 2001, 2002

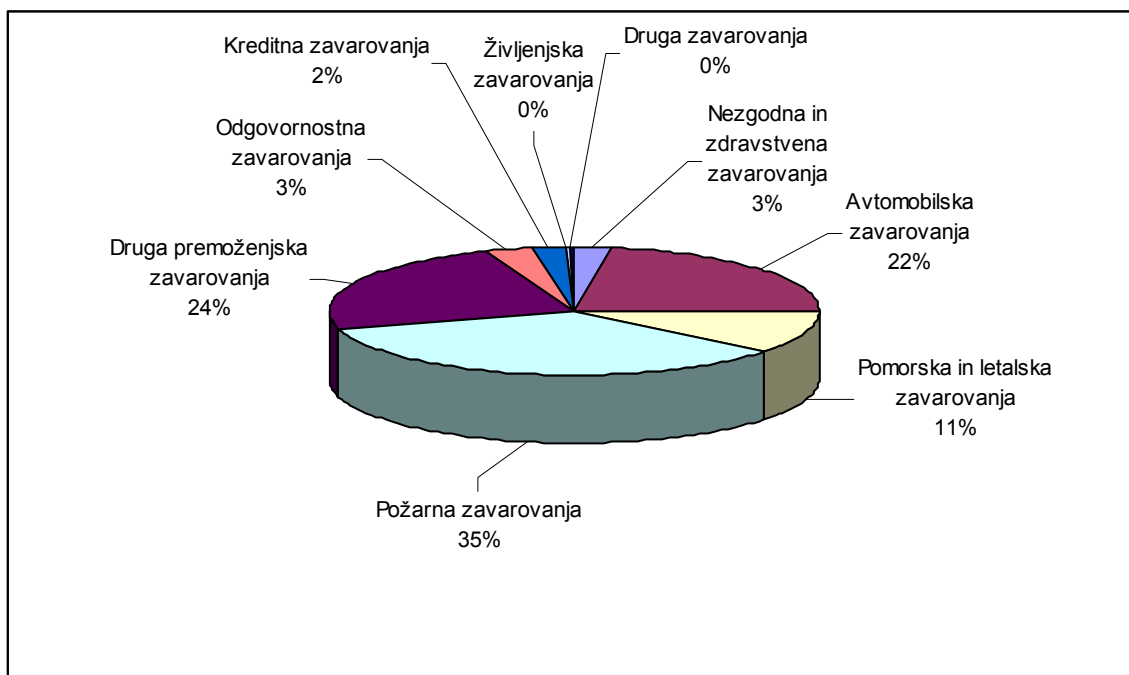
Obračunane kosmate pozavarovalne premije so v letu 2002¹¹ porasle za 35 odstotkov glede na predhodno leto, vendar je večino teh Pozavarovalnica Triglav Re oddala v retrocesijo, saj vidimo, da so se obračunane čiste pozavarovalne premije povečale le za 9 odstotkov. Obračunane kosmate škode so se glede na predhodno leto znižale za 26 odstotkov, medtem ko se obračunane čiste škode povečale za 20 odstotkov, kar pomeni, da je veliko škod ostalo v samopridržaju. Zavarovalnotehnične rezervacije so se povečale za 27 odstotkov, predvsem na račun povečanja čistih škodnih rezervacij in čistih drugih zavarovalnotehničnih rezervacij. Kapital se je povečal za 13 odstotkov, dobiček pa za 31 odstotkov.

Pozavarovalnica Triglav Re ima približno 40 odstotni delež na slovenskem pozavarovalnem trgu. Delež premije, vplačane s strani Skupine Triglav predstavlja 90 odstotkov celotne vplačane premije, ostalih 10 pripada drugim zavarovalnicam in pozavarovalnicam iz tujine, predvsem iz sosednjih držav in držav Evropske unije, pa tudi iz drugih držav. Glede na vrsto posla, je Pozavarovalnica Triglav Re vpisala 85 odstotkov obveznih zavarovanj, fakultativnih pa 15 odstotkov.

Na Sliki 8 vidimo strukturo zbrane premije po zavarovalnih skupinah. Tri skupine zavarovanj predstavljajo 81 odstotkov celotne zbrane premije, to so požarna zavarovanja, avtomobilska zavarovanja in druga premoženjska zavarovanja.

¹¹ Revidirani podatki za leto 2003 bodo dostopni šele v maju 2004.

Slika 8: Struktura bruto premije po zavarovalnih skupinah v letu 2002



Vir: Profile Triglav Re 2002

V Tabeli 22 je razvidno, da je razpoložljivi kapital Pozavarovalnice Triglav Re v vseh letih višji od minimalnega kapitala, kot ga določa Zzavar, kar pomeni, da je pozavarovalnica finančno bolj trdna, kot se od nje zahteva glede na določila Zzavar. Zavarovalnice in pozavarovalnice namreč ob ustreznih zavarovalnotehničnih rezervacijah, kritnem premoženje, kritnimi skladi ter primernim nalaganjem le-teh, ob pozavarovanju, sozavarovanju in z upravljanjem likvidnosti obvladujejo tveganje predvsem z zadostnim kapitalom oz. kapitalsko ustreznostjo (minimalnim in zajamčenim kapitalom – ta znaša 1/3 minimalnega kapitala). Kapitalska ustreznost se kaže v obveznosti zavarovalnice, da vedno razpolaga z ustreznim kapitalom, ki je odvisen od obsega in vrste zavarovalnih poslov, ki jih zavarovalnica opravlja, ter tveganj, ki jim je izpostavljena pri opravljanju teh poslov. Zavarovalnice so dolžne v vsakem trenutku ugotavljati in izkazovati kapitalsko ustreznost. Če kapital zavarovalnice zaradi povečanih kapitalskih zahtev ali drugih vzrokov ne dosega minimalnega kapitala, mora uprava zavarovalnice takoj sprejeti ukrepe za zagotovitev zadostne višine minimalnega kapitala.

Tabela 22: Kapitalska ustreznost Pozavarovalnice Triglav Re v 000 SIT

Kazalec	2000	2001	2002
Razpoložljivi kapital	816	1.353	1.743
Presežek	234	632	775
Minimalni kapital	582	721	968

Vir: Profile Triglav Re 1999, 2000, 2001, 2002

5.1.1 Kazalci poslovanja

V Tabeli 23 so predstavljeni nekateri kazalci uspešnosti pozavarovalnice. Kazalce bom primerjala z Pozavarovalnico Sava, s katero si Pozavarovalnica Triglav Re deli slovenski pozavarovalni trg in s povprečnimi vrednostmi kazalcev slovenskih zavarovalnic.

Tabela 23: Kazalci poslovanja Pozavarovalnice Triglav Re

Kazalec	1999	2000	2001	2002
Zavarovalnotehnične rezervacije glede na čiste premije	59	105	105	122
Solventna meja (kapital glede na čiste premije)	36	40	44	46
Kombinirani količnik	79	93	86	99
Stroški v obračunanih kosmatih premijah	2,6	2,6	2,7	2,6
Čisti odhodki za škode napram čistim prihodkom od zavarovalnih premij	82	101	76	93
Delež kapitala v financiranju	17	12	15	17
Delež čiste v kosmati obračunani zavarovalni premiji	35	32	38	31
Čista donosnost kapitala	35	17	19	19

Vir: Profile Triglav Re 1999, 2000, 2001, 2002

Zavarovalnotehnične rezervacije glede na čiste premije vztrajno rastejo, kar kaže da postaja pozavarovalnica finančno čedalje trdnjša. Konec leta 2002 znaša 122, medtem ko znaša omenjeni kazalec za Pozavarovalnico Sava 214 (Pozavarovalnica Sava, 2003, str. 32), kar je posledica daljšega delovanja Pozavarovalnice Sava, ki je v tem obdobju akumulirala znaten delež zavarovalnotehničnih rezervacij. Kombinirani količnik, ki je splošna mera uspešnosti zavarovalnic, kaže da so bile vsa leta premije zadostne za pokrivanje škod in stroškov, saj je v vseh letih nižji od 100. Stroški v obračunanih premijah so dosti nižji kot pa je povprečje v slovenskih zavarovalnicah (19 odstotkov - glej Tabelo 16 na str. 53) in tudi od stroškov v obračunanih premijah Pozavarovalnice Sava, kjer znašajo 15 odstotkov. Razmerje čistih odhodkov za škode napram čistim prihodkom od pozavarovalnih premij v letih močno niha, v vseh letih razen v letu 2000 so čisti prihodki nižji od čistih prihodkov od pozavarovalnih premij. Delež kapitala kaže stopnjo udeležbe lastniškega kapitala v obveznostih. Ta v letu 2002 predstavlja 17 odstotkov vseh obveznosti, kar je višje kot je povprečje v slovenskih zavarovalnicah (15 odstotkov konec leta 2002) in nižje kot 26 odstotkov, kolikor znaša delež kapitala v financiranju Pozavarovalnice Sava. Delež čiste v kosmati obračunani pozavarovalni premiji se v vseh letih giblje nekje med 30 in 40 odstotki. V letu 2002 se je znižal na 31 odstotkov, kar kaže, da se je delež retrocesije v primerjavi s predhodnimi leti povečal. Isti kazalec za Pozavarovalnico Sava znaša 68 odstotkov, kar kaže, da v retrocesijo odda znatno manjši delež svojega portfelja, kar omogoča velikost in dobra razpršitev portfelja zavarovalnih vrst, kapital, ki je znatno višji kot kapital Pozavarovalnice Triglav Re in višina oblikovanih

zavarovalnotehničnih rezervacij, ki je prav tako dosti višja od zavarovalnotehničnih rezervacij Pozavarovalnice Triglav Re. Kazalec donosnosti kapitala se izračunava kot razmerje med čistim dobičkom in povprečnim stanjem kapitala. V zadnjih dveh letih znaša 19 odstotkov, kar je dosti višje kot je donosnost kapitala Pozavarovalnice Sava, kjer znaša 10,6 odstotkov v letu 2002 oz. 2,5 odstotka v letu 2001, pa tudi od povprečne donosnosti zavarovalnic, kjer je ta kazalec zaradi izkazane čiste izgube v letu 2001 negativen, v letu 2002 pa znaša 12 odstotkov. Vidimo, da je donosnost kapitala Pozavarovalnice Triglav Re zelo dobra tudi v primerjavi s premoženjskimi zavarovalnicami na največjih zavarovalnih trgih, kjer se petletno povprečje giblje od 3 odstotka v Nemčiji pa do največ 10 odstotnega donosa kapitala v Veliki Britaniji (glej Tabelo 4 na str. 20).

5.1.2 Zavarovalnotehnične rezervacije

Tabela 24: Struktura zavarovalnotehničnih rezervacij Pozavarovalnice Triglav Re v 000 SIT

Postavka	1999	2000	2001	2002	Indeks 02/01
Prenosne premije	731.658	816.918	1.125.809	1.287.410	114
Škodne rezervacije	485.471	1.359.538	1.696.355	2.432.010	143
Izravnalne rezervacije	34.667	77.664	477.827	305.729	64
Ostale tehnične rezervacije	0	75.987	194.440	418.906	215
Skupaj	1.251.796	2.330.107	3.494.431	4.444.055	127

Vir: Profile Triglav Re 1999, 2000, 2001, 2002

Zavarovalnotehnične rezervacije so oblikovane v skladu z Zzavar in podzakonskimi akti. Rezervacije za prenosne premije Pozavarovalnica Triglav Re oblikuje načeloma za vsako pogodbo posebej po metodi pro-rata temporis, razen če verjetnost nastanka škode ni enakomerno porazdeljena med trajanjem pogodbe ali v primeru spremembe v višini zavarovalnega kritja v času trajanja zavarovanja. Čiste prenosne premije so na 31.12.2002 oblikovane v višini 1,3 milijarde SIT. Škodne rezervacije so oblikovane tako za prijavljene in nerešene škode, ki se praviloma izračunavajo ločeno za vsako škodo posebej, kakor tudi za nastale, a še ne prijavljene oziroma ne dovolj prijavljene škode. Škodne rezervacije za nastale, a še ne prijavljene oziroma ne dovolj prijavljene škode se določi glede na izkušnje iz preteklih let, upoštevajoč število škod in povprečno priznano odškodnino iz škod, prijavljenih v obračunskem letu, ter pričakovan razvoj v prihodnosti. Pozavarovalnica Triglav Re je v letu 2002 oblikovala za 2,4 milijarde SIT škodnih rezervacij, kar je kar 43 odstotno povečanje glede na predhodno leto. Izravnalne rezervacije se nanašajo na časovno izravnavo neenakomernega odvijanja škodnega dogajanja, oblikujejo se le v tistih zavarovalnih vrstah, kjer so na podlagi statističnih podatkov ugotovljena znatna nihanja škod. Višina oblikovanih izravnalnih rezervacij je v letu

2002 nižja kot v predhodnem letu zaradi spremembe predpisanega načina izračuna izravnalnih rezervacij, ki je začel veljati v letu 2002, ta pri določenih zavarovalnih vrstah opušča obvezno oblikovanje izravnalnih rezervacij. Ostale čiste tehnične rezervacije je Pozavarovalnica Triglav Re oblikovala glede na predvidene bodoče obveznosti in tveganja velikih škod, ki izhajajo iz zavarovanja odgovornosti za jedrsko škodo, proizvajalčeve odgovornosti za farmacevtske izdelke, potresa in drugih obveznosti in tveganj. V letu 2002 so bile oblikovane v višini 419 milijonov SIT, kar je 115 odstotno povečanje glede na predhodno leto. Matematičnih rezervacij Pozavarovalnica Triglav Re ne oblikuje, ker v samopridržaju nima življenjskih zavarovanj, prav tako ne oblikuje rezervacij za bonuse in popuste, saj so te predvsem namenjene zavarovalnicam. Skupne zavarovalnotehnične rezervacije so tako 31.12.2002 znašale 4,4 milijarde SIT, kar pomeni 27 odstotno povečanje glede na leto 2001.

5.2 Naložbena politika Pozavarovalnice Triglav Re

5.2.1 Struktura naložb

V nadaljevanju je predstavljena struktura naložb Pozavarovalnice Triglav Re. V prvem delu Tabele 25 je predstavljena struktura vseh naložb skupaj, nato pa so razdeljene na naložbe kritnega premoženja in naložbe lastnih virov. Kritnega sklada ne oblikuje, saj v samopridržaju nima življenjskih pozavarovanj. Finančne naložbe Pozavarovalnice Triglav Re izkazujejo visoke letne stopnje rasti. Konec leta 2002 so znašale 5,7 milijard SIT, kar je za 1,2 milijarde več kot predhodno leto oziroma 19 odstotkov realno, kar je znatno več kot je znašal porast čiste pozavarovalne premije v tem obdobju. Nominalno so naložbe v zadnjih štirih letih rasle 48 odstotni povprečni letni stopnji rasti.

Iz prvega dela Tabele 25 je razvidna struktura vseh naložb Pozavarovalnice Triglav Re po posameznih letih. Vidimo lahko, da Pozavarovalnica Triglav Re zelo skrbi za varnost in likvidnost naložb, saj delež državnih papirjev v celotnih naložbah v vseh letih predstavlja najvišji delež med vsemi vrstami naložb, v vseh letih se giblje okoli 60 odstotnega deleža vseh naložb. V začetnih letih so zelo pomembni tudi depoziti, ki v prvem letu predstavljajo 31 odstotni delež, nato se zmanjšujejo, v letu 2001 pa ponovno predstavljajo znaten delež portfelja in odražajo specifično stanje na kapitalskih trgih, ko so bili bančni depoziti donosnejši od drugih dolžniških kot tudi od državnih vrednostnih papirjev. Konec leta 2002 pa predstavljajo le še 10 odstotkov vseh naložb, kar je logična posledica padanja bančnih obrestnih mer. Po pomembnosti državnim papirjem sledijo drugi dolžniški vrednostni papirji, ki so donosnejši od državnih, vendar tudi bolj tvegani. Njihov delež v letih počasi narašča in znaša tako konec leta 2002 18 odstotkov vseh naložb. Pri vlaganju v lastniške vrednostne papirje je Pozavarovalnica

Triglav Re zelo previdna, zato predstavljajo najmanjši del naložb. Kljub temu pridobivajo na pomembnosti v strukturi celotnih naložb, konec leta 2002 so predstavljali 6 odstotni delež vseh naložb. V portfelju Pozavarovalnice Triglav Re ni odobrenih posojil, sredstev v obliki naložb v zgradbe ali zemljišča ali naložb v povezana podjetja.

Tabela 25: Struktura naložb Pozavarovalnice Triglav Re

1. NALOŽBE KRITNEGA PREMOŽENJA								
Postavka	1999		2000		2001		2002	
	v mio SIT	%	v mio SIT	%	v mio SIT	%	v mio SIT	%
Državni papirji	942.458	75%	1.127.121	76%	2.308.726	61%	3.770.269	76%
Dolžniški vrednostni papirji	74.686	6%	185.361	13%	466.825	12%	643.711	13%
Lastniški vrednostni papirji	0	0%	0	0%	53.341	1%	207.547	4%
Depoziti v bankah	238.000	19%	168.272	11%	984.638	26%	332.354	7%
Skupaj	1.255.144	100%	1.480.753	100%	3.813.530	100%	4.953.881	100%
2. NALOŽBE IZ LASTNIH VIROV								
Postavka	1999		2000		2001		2002	
	v mio SIT	%	v mio SIT	%	v mio SIT	%	v mio SIT	%
Državni papirji	144.308	30%	223.965	39%	0	0%	0	0%
Dolžniški vrednostni papirji	25.670	5%	129.114	23%	311.326	48%	392.512	52%
Lastniški vrednostni papirji	11.176	2%	15.546	3%	135.450	21%	143.466	19%
Depoziti v bankah	300.000	62%	200.000	35%	200.000	31%	212.592	28%
Skupaj	481.153	100%	568.626	100%	646.776	100%	748.570	100%
3. SKUPAJ FINANČNE NALOŽBE								
Postavka	1999		2000		2001		2002	
	v mio SIT	%	v mio SIT	%	v mio SIT	%	v mio SIT	%
Državni papirji	1.086.766	63%	1.351.086	66%	2.308.726	52%	3.770.269	66%
Dolžniški vrednostni papirji	100.356	6%	314.475	15%	778.151	17%	1.036.223	18%
Lastniški vrednostni papirji	11.176	1%	15.546	1%	188.791	4%	351.013	6%
Depoziti v bankah	538.000	31%	368.272	18%	1.184.638	27%	544.946	10%
Skupaj	1.736.298	100%	2.049.379	100%	4.460.306	100%	5.702.450	100%

Vir: Interna poročila Pozavarovalnice Triglav Re

V nadaljevanju Tabele 25 so naložbe razdeljene na naložbe kritnega premoženja in naložbe lastnih virov. Pri naložbah kritnega premoženja je Pozavarovalnica Triglav Re omejena z Zzavar, ki natančno predpisuje dovoljene vrste naložb in dovoljene deleže, o stanju naložb mora Agenciji za zavarovalni nadzor poročati vsako trimesečje. Pri naložbah lastnih virov pa je pri alociranju sredstev popolnoma prostih rok, saj Zzavar le teh ne omejuje in ne predpisuje poročanja o njihovem stanju. Zato lahko pričakujemo, da so naložbe, ki ne zadostujejo zakonsko predpisanim merilom, v delu naložb lastnih virov.

Naložbe kritnega premoženja, ki morajo biti po Zzavar najmanj enake višini oblikovanih zavarovalnotehničnih rezervacij, znašajo konec leta 2002 4.953 milijard SIT in presegajo predpisano višino, saj znašajo zavarovalnotehnične rezervacije 4.444 milijard SIT. Največji

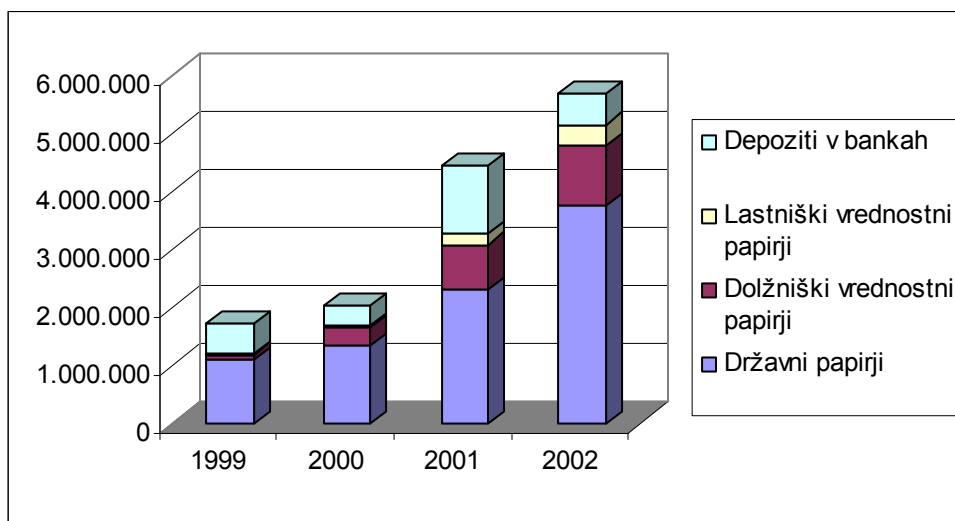
delež v strukturi predstavljajo državni vrednostni papirji, katerih višine Zzavar ne omejuje. Sledijo jim dolžniški vrednostni papirji, to so obveznice bank in drugih podjetij, pa tudi depoziti s potrdilom o vlogi. Nato so po pomembnosti razvrščeni bančni depoziti, ki konec leta 2002 predstavljajo le še 7 odstotkov vseh naložb kritnega premoženja. Na zadnjem mestu pa so lastniški vrednostni papirji, katerih delež v kritnem premoženju vztrajno raste.

Če primerjamo naložbe kritnega premoženja z naložbami kritnega premoženja drugih slovenskih zavarovalnic vidimo, da ima v letu 2002 v portfelju znatno višji delež državnih vrednostnih papirjev (76 odstotkov v primerjavi s povprečjem zavarovalnic, kjer znaša 37 odstotkov), enaki delež drugih dolžniških vrednostnih papirjev, nižji delež lastniških vrednostnih papirjev (4 odstotke v primerjavi z 13 odstotki slovenskih zavarovalnic), pa tudi nižji delež depozitov (le 7 odstotkov, medtem ko znaša povprečje slovenskih zavarovalnic kar 24 odstotkov). V portfelju nima nepremičnin in posojil, ki pa v povprečni slovenski zavarovalnici oba predstavljata po 5 odstotkov vseh naložb kritnega premoženja.

Naložbe lastnih virov predstavljajo 13 odstotkov vseh naložb, v absolutnem znesku je to 748.570 mio SIT. Pri naložbah lastnih virov v zadnjih dveh letih ni državnih vrednostnih papirjev, prevladujejo pa drugi dolžniški vrednostni papirji, katerim sledijo bančni depoziti. Na zadnjem mestu so lastniški vrednostni papirji, ki pa kljub najmanjšemu deležu še vedno predstavljajo kar 19 odstotni delež.

Če primerjamo skupne naložbe Pozavarovalnice Triglav Re z naložbami zavarovalnic Evropske unije (glej tabelo 13 na str. 45) vidimo, da ima neprimerljivo večji delež dolžniških vrednostnih papirjev. Če seštejemo državne in druge dolžniške vrednostne papirje, znaša delež le teh kar 84 odstotkov vseh naložb, zavarovalnica v Evropskih uniji pa ima v portfelju v povprečju za slabih 35 odstotkov dolžniških vrednostnih papirjev. Lastniških vrednostnih papirjev ima povprečna evropska zavarovalnica dobrih 38 odstotkov, kar je znatno več kot znaša šest odstotni delež teh v naložbah Pozavarovalnice Triglav Re. Depoziti predstavljajo v naložbah evropskih zavarovalnic le slab odstotek vseh naložb, v Pozavarovalnici Triglav Re pa 10 odstotkov. Ostale naložbe so v povprečni evropski zavarovalnici razdeljene še med nepremičnine in predstavljajo slabih 5 odstotkov in posojila, ki zavzemajo 12 odstotni delež. Taka struktura naložb odraža naložbeno politiko Pozavarovalnice Triglav Re in odraža nagnjenost k veliki skrbi za varnost naložb. Poleg tega kaže tudi splošno stanje v Sloveniji, kjer zavarovalnice še vedno največji delež naložb namenijo v državne vrednostne papirje, zaradi lastniških povezav z bankami je tudi delež depozitov v portfelju zelo visok.

Slika 9: Struktura naložb Pozavarovalnice Triglav Re v letih 1999-2002



Vir: Interna poročila Pozavarovalnice Triglav Re

5.2.2 Analiza naložbene politike do danes

Pozavarovalnica Triglav Re nima jasne naložbene politike s konkretno izraženimi cilji in strategijo, kako jih doseči. Pri nalaganju sredstev je konzervativna, zasleduje načelo varnosti pred donosnostjo. Upošteva zakonsko predpisane omejitve in načela nalaganja sredstev, pri tem pa ne uporablja nobenih posebnih orodij, ki so v tujini del vsakdanje prakse. Uporablja le pasivne strategije nalaganja in sicer strategijo hranjenja do dospelosti, razen v primeru likvidnostne potrebe. Ker je Pozavarovalnica Triglav Re član Skupine Triglav, pri nalaganju sredstev v določeni meri sledi naložbeni politiki nadrejenega podjetja v skupini.

Pri nalaganju sredstev kritnega premoženja Pozavarovalnica Triglav Re upošteva z Zakonom o zavarovalništvu in podzakonskimi akti predpisane omejitve vrst in deležev posameznih naložb, pa tudi druga načela pri nalaganju sredstev, ki so povezana z naravo njenih obveznosti. Skrbi za ustrezno ročnost naložb, kar pomeni, da naložena sredstva uskladi z dospeljem obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih pozavarovalnih pogodb. Pozavarovalnica financira tekoče obveznosti predvsem iz prihodkov iz poslovanja, to je iz prejetih terjatev do retrocesionarjev, prejetih pozavarovalnih provizij, dospelih kuponov obveznic in obresti depozitov. Le občasno se zgodi, da ti ne zadoščajo za pokrivanje tekočih obveznosti, v takem primeru mora imeti zadovoljivo višino likvidnih naložb, katere lahko brez večjih stroškov spremeni v denar. Pozavarovalne pogodbe se ponavadi sklepajo za obdobje enega leta, obveznosti iz pogodb, to so nastale škode, ki jih je potrebno plačati cedentu, pa se napoveduje z aktuarskimi metodami. Vidimo, da je 27 odstotkov državnih vrednostnih papirjev kratkoročnih, to so zakladne menice, ki jih izdaja Ministrstvo za finance, kratkoročnih je tudi 60 odstotkov vseh depozitov.

Pozavarovalnica mora paziti tudi na valutno usklajenost sredstev in obveznosti. Pozavarovalne pogodbe se sklepajo v več valutah, obligatorne največ v slovenskih tolarjih, fakultativne pa tudi v evrih in ameriških dolarjih. Tako je 44 odstotkov vseh dolžniških vrednostnih papirjev nominiranih v evrih.

Zzavar uvaja kot eno od načel nalaganja kritnega premoženja načelo njegove lokalizacije, na podlagi katerega mora imeti zavarovalnica naložbe kritnega premoženja lokalizirane v tistih državah, na območju katerih zavarovanja, ki jih sklepa, krijejo nevarnosti. Večji del pozavarovanj, sklenjenih pri Pozavarovalnici Triglav Re, krije nevarnosti v Republiki Sloveniji, kar pomeni, da Pozavarovalnica Triglav Re kljub z zakonom dovoljenim naložbam v države EU oz. OECD (glej Poglavje 4.2) ob doslednem upoštevanju načela lokalizacije kritnega premoženja, tovrstnih naložb ne sme uporabiti kot kritno premoženje. Zato je Pozavarovalnica Triglav Re v letu 2002 od Agencije za zavarovalni nadzor pridobila dovoljenje, da lahko za pozavarovanja, ki krijejo nevarnosti na območju Republike Slovenije kot kritno premoženje uporabi tudi z odločbo določen odstotek prvovrstnih dolžniških vrednostnih papirjev in prvovrstnih investicijskih kuponov vzajemnih skladov oz. investicijskih družb, katerih izdajatelji so države članice EU oz. države članice OECD. Tako ima konec leta 2002 v svojem portfelju tudi za 185 milijonov SIT obveznic izdajateljev iz Evropske unije, poleg tega pa tudi za 143 milijonov SIT lastniških vrednostnih papirjev izdanih na področju bivše Jugoslavije.

5.3 Možne naložbene politike v prihodnosti

Predpostavka pri mojem sklepanju o primerni oziroma optimalni politiki naložb omenjene pozavarovalnice je, da so osnovni dejavniki poslovanja in naložbene politike enaki v zavarovalnici in pozavarovalnici, le da mora pozavarovalnica zaradi narave svojega posla še bolj skrbeti za ustrezno likvidnost naložb.

Postavitev naložbene politike se začne z opredelitvijo naložbenega cilja in definiranjem omejitev. Na osnovi začrtane politike se izbere primerna naložbena strategija, ki ponavadi vključuje tudi način izbora optimalne kombinacije naložb. Proces upravljanja naložb postane zaključena zanka, če se z nadziranjem razmer na trgu ali opazovanjem lastnikov zavarovalnice in razmer znotraj nje ugotovi potrebo po preureditvi naložb in se jo izvede (Maginn, Tuttle, 1990, str. 4).

Cilj naložbene dejavnosti finančnih institucij, med katere spadajo tudi zavarovalnice, je lahko maksimirati tržno vrednost lastniškega kapitala, maksimizirati tržno vrednost naložb, doseči

maksimalno donosnost naložb, zagotoviti ustrezno razmerje donosnosti, varnosti in likvidnosti naložb ipd. *Omejitve* pri izboru naložb zavarovalnic so predvsem posledica značilnosti poslovanja zavarovalnic, zakonov o poslovanju zavarovalnic, nekatere omejitve pa lahko postavijo tudi lastniki. Omejitve, ki so povezane predvsem z značilnostmi premoženjskih zavarovalnic, so predvsem zahteve po donosnosti, naklonjenosti tveganju, likvidnostnih zahtev in časovnega horizonta. Ko se postavi cilj in omejitve naložbene politike, je potrebno določiti primerno *strukturo vrst naložb*. Pri tem mora za naložbe zavarovalnotehničnih rezervacij upoštevati omejitve, ki jih določa Zakon o zavarovalništvu, prav tako mora upoštevati načelo usklajevanja obveznosti in naložb glede ročnosti, valute, obrestne mere, geografske lokalizacije, pri nalaganju lastnih virov oz. kapitalske osnove pa zakonskih omejitev ni. Premoženje mora razporediti med posamezne vrste naložb tako, da bo zagotovljena najustreznejša kombinacija med pričakovano donosnostjo in sprejemljivim tveganjem. Donosnost posameznih naložbenih skupin se v različnih obdobjih razlikuje. Ker stopnja povezave ali korelacije med donosnostjo različnih naložbenih skupin skozi čas ni popolna, lahko s kombiniranjem različnih naložbenih skupin pomembno zmanjšajo tveganje, ne da bi se pri tem odpovedali pričakovani donosnosti.

Proces razporeditve sredstev med vrste naložb sestoji iz naslednjih korakov (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 866):

- opredelitev naložbenih skupin, ki so primerne za vključitev v premoženje
- opredelitev pričakovani trga
- iskanje optimalne sestave premoženja.

Osnovne vrste naložb, ki so primerne za zavarovalnice so: delnice, obveznice, nepremičnine, posojila in instrumenti denarnega trga. V nadaljevanju bom na kratko preučila primernost posamezne vrste naložbe za zavarovalnico oz. pozavarovalnico. Državni papirji, kamor sodijo predvsem obveznice in zakladne menice, so primerne naložbe predvsem zaradi varnosti, likvidnosti, pa tudi zaradi možnosti valutnega usklajevanja aktive in pasive. Prav tako obveznice nudijo možnost usklajevanja denarnih prilivov in odlivov, saj je že ob izdaji obveznice točno določeno, kakšne so obresti in kdaj se izplačujejo. Zato bodo zavarovalnice, ki predvsem iščejo varne naložbe, verjetno tudi v prihodnosti ohranjale velik delež državnih naložb v svojem portfelju. Naložbe v podjetniške obveznice so primerne zaradi višje donosnosti od državnih obveznic, vendar so tudi manj likvidne in bolj tvegane. Za zavarovalnice so primerne predvsem tiste, s katerimi je organizirano trgovanje na borzi. Poleg tega postajajo obveznice, tako državne kot podjetniške, v času padanja obrestnih mer zelo zaželeni, saj prinašajo poleg ob izdaji določenih obresti tudi kapitalske dobičke. V delnice zavarovalnice nalagajo predvsem zaradi pričakovane večje donosnosti na dolgi rok, višjo stopnjo tveganja pa se da z razpršitvijo do določene mere odpraviti. V letu 2002 so bili delniški indeksi zelo uspešni, tudi v letu 2003 so nadaljevali z rastjo. Ker bo Slovenija v letu 2004 postala

polnopravna članica Evropske unije, se pričakuje, da bodo delniški tečaji zaradi padca deželnega tveganja še rasli. Zaradi vsega navedenega pričakujem, da bodo delnice postale čedalje pomembnejše v strukturi naložb. Depoziti v bankah v tujini za zavarovalnice niso običajni, v Sloveniji pa še vedno predstavljajo pomemben del zavarovalniških naložb. Zaradi zniževanja obrestnih mer postajajo depoziti čedalje manj primerna naložba za zavarovalnice. Primerni so predvsem takrat, ko je primerno čakati na primernejše naložbe, nekaj pa bo k njihovi pomembnosti pripomoglo tudi kapitalsko povezovanje bank in zavarovalnic. Naložbe v posojila so z zakonom dovoljene, vendar ne verjamem, da bodo postala pomembnejša postavka v strukturi naložb, saj te posle opravljajo predvsem banke, ki so za njih boljše usposobljene. Posojila zagotavljajo višjo pričakovano donosnost kot obveznice, vendar pa so nelikvidna in zaradi tega manj primerna naložba za zavarovalnice. Slabost nepremičnine kot naložbe je slaba likvidnost, nedeljivost in visoki transakcijski stroški. Kljub temu so privlačna naložba zaradi dobre donosnosti, tudi v prihodnosti jim strokovnjaki napovedujejo še večjo rast zaradi vstopa Slovenije v Evropsko unijo. Poleg tega so primerne zaradi razpršitve premoženja, na razvitih trgih pa tudi zaradi negativne korelacije z donosnostmi drugih naložb, predvsem delnic.

Zavarovalnica ima za upravljanje skladov na voljo dve vrsti *strategij izbora in upravljanja z naložbami*, pasivno ali aktivno. Pasivno strategijo izvajajo investitorji, če verjamejo, da je kapitalski trg učinkovit in da zato na dolgi rok ni možno dosežati nadpovprečnih donosnosti. Zato namesto da bi poskušali prekositi trg, trg raje posnemajo. Aktivna strategija pa temelji na nasprotni predpostavki kot pasivna. Smiselna je v okolju, kjer se vsaj občasno pojavljajo neučinkovitosti na trgu.

Pasivne strategije

Pasivna strategija za premoženje obveznic in delnic je *strategija »kupi in hrani«*, pri kateri investitor kupi obveznico, jo hrani do dospelja ali odpoklica in zatem vsoto spet naloži na isti način. Če investitor hrani obveznico ne glede na nihanja obrestne mere pomeni, da to vrsto tveganj zanemara. Kljub temu, da se investitor ne ukvarja z napovedovanjem obrestne mere, je še vedno potrebna skrbna analiza, ki preuči predvsem kreditno tveganje. Prednost take strategije so relativno majhni transakcijski stroški in relativno majhen trud, ki je vložen v upravljanje naložb. Tako strategijo izvajajo v glavnem tisti investitorji, ki želijo imeti v nekem časovnem obdobju zagotovljen določen kuponski donos. Pasivno finančno investiranje se največkrat izvaja s pomočjo indeksiranja. Indeksiranje pomeni, da se oblikuje sestav obveznic ali delnic z enakimi deleži posameznih vrednostnih papirjev, kot jih ima izbrani indeks. Cilj nalaganja je, da se doseže enaka donosnost, kot jo bo dosegel izbrani indeks.

Posebna oblika pasivne strategije je imunizacija. *Imunizacija* je strategija, ki poskuša premoženje obveznic zavarovati pred nihanjem tržne obrestne mere. Uporabljajo jo predvsem

institucije, za katere je pomembno, da izpolnjujejo svoje obveznosti na določen dan v prihodnosti, tiste, ki jih skrbi spreminjanje vrednosti kapitala zaradi različne odzivnosti sredstev in obveznosti na nihanje obrestne mere in tiste, ki skrbijo za prihodnjo vrednost svojih portfeljev. Značilnost te strategije je usklajevanje trajanja obveznosti in sredstev. Tveganje reinvestiranja se tako izniči s tveganjem spreminjanja tržne cene (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 463). V primeru zavarovalnice, v kateri so aktuarji izračunali predvideno vsoto škod, ki bo nastopila v danem obdobju, zahteva imunizacija nakup obveznic z enakim trajanjem, kot je trajanje predvidenih obveznosti. Če bo obrestna mera medtem narasla, bo cena obveznic ob dospelju obveznosti, ko bo zavarovalnica obveznico prodajala, manjša. Hkrati pa bo narasla vrednost prejetih kuponov, ki jih bo nalagala po novi tržni obrestni meri. Z imunizacijo naložb si zavarovalnica zagotovi, da bo lahko ne glede na višino tržne obrestne mere poravnala svoje obveznosti. Pozorna mora biti na dejstvo, da je trajanje naložb odvisno od časa do dospelosti, višine denarnih tokov in od same višine obrestne mere. Ob spremembi obrestne mere se spremeni tudi trajanje naložb. Zato je potrebno v takem primeru premoženje obveznic preurediti, da se ponovno uskladi trajanje naložb s trajanjem obveznosti. S tem je imunizirano do prve naslednje spremembe obrestne mere. Seveda bi bilo nesmiselno premoženje preurejati ob vsaki spremembi, ker bi transakcijski stroški preveč narasli, smiselno pa je premoženje obveznic neprestano nadzorovati in vsaj občasno preurediti.

Podobna strategija je *namenitev premoženja*. Investitor med množico obveznic na trgu izbere tako obveznico, katere denarni pritoki ravno pokrijejo njegove prihodnje obveznosti. Podobno kot pri imunizaciji je tudi pri namenitvi premoženje obveznic zaščiteno pred nihanjem tržne obrestne mere. Strategijo je najlažje izvajati z brez kuponскими obveznicami. Če investitor pozna svoje obveznosti skozi čas, kupuje take obveznice, ki zapadejo ravno takrat, ko mora izpolniti svoje obveznosti. Res pa je, da na trgu kljub obilici vrednostnih papirjev ni vedno lahko najti takih, ki bi ustrezale vsem zahtevam investitorja in hkrati imele še ravno prave denarne tokove.

Aktivne strategije

Aktivne strategije temeljijo na iskanju podcenjenih vrednostnih papirjev in napovedovanju obrestnih mer. Primerne so za investitorje, ki iščejo velike donosnosti in se ne bojijo tveganja ter znajo oblikovati svoja pričakovanja o prihodnosti. Ker zahtevajo poglobljeno analizo trga in velik obseg transakcij, povzročajo zelo visoke stroške upravljanja in transakcijske stroške. Za upravljanje z obveznicami se je razvilo več načinov aktivnih strategij (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 470), ki vse temeljijo na napovedovanju gibanja obrestnih mer in iskanju precenjenih in podcenjenih obveznic: *zamenjava obveznic*, *zamenjava obveznic različnega tipa*, *zamenjava*

obveznic na osnovi napovedovanja obrestnih mer, zamenjava zaradi povečanja donosnosti in zamenjava iz davčnih vzrokov. Za upravljanje z delnicami pa ločimo dve obliki aktivnih strategij (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 750): tempiranje trga in izbiro vrednostnega papirja. Tempiranje trga je metoda, ki na osnovi analize makroekonomskih trendov poskuša napovedati obrate trga in jih izkoristiti. Pri tej strategiji se investitor ne odloča o vlaganju v posamezne vrednostne papirje, temveč samo o tem, v katere osnovne skupine finančnih naložb bo v določenem obdobju vlagal premoženje. Strategija izbire vrednostnega papirja pa na podlagi mikroekonomskih faktorjev poskuša iskati posamezne vrednostne papirje, ki jih je trg napačno ocenil in jih primerno vključiti v svoj portfelj. Optimizacijski model s katerim lahko investitor analizira vrednostne papirje sta razvila Treynor in Black (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 760).

Mešane strategije

Poznamo tudi mešane strategije, ki združujejo oba osnovna načina upravljanja naložb. Najbolj je uporabljana *pogojna imunizacija*. Investitor premoženje v začetku upravlja aktivno, da bi dosegel čim višjo donosnost. Če ugotovi, da ni uspešen in da je vrednost premoženja padla pod predpisano mejo, premoženje imunizira in ga do konca obdobja ne upravlja več aktivno. Če je bil uspešen, pa lahko premoženje vse čas upravlja aktivno.

Med mešanimi strategijami upravljanja premoženja delnic so zelo pogoste mešane strategije, v katerih investitorji oblikujejo osnovni sestav delnic pasivno, največkrat z indeksacijo. Manjši del premoženja upravlja aktivno, da bi ustvarili nadpovprečno donosnost. Namen osnovnega sestava delnic je zagotoviti primerno razpršitev naložb ob zagotavljanju neke povprečne tržne donosnosti.

5.3.1 Predlog naložbene politike

Na podlagi analize strukture naložb tujih zavarovalnic, njihove dinamike v času, dosedanje strukture naložb in strateških usmeritev Pozavarovalnice Triglav Re ter finančnega okolja v katerem posluje ugotavljam, da bi Pozavarovalnica Triglav Re lahko izboljšala obstoječo politiko naložb.

Cilj naložbene politike Pozavarovalnice Triglav Re je dolgoročna rast premoženja ob danih omejitvah. Omejitve, ki vplivajo na naložbeno politiko, so predvsem posledica značilnosti poslovanja Pozavarovalnice Triglav Re in zakonskih predpisov. Pozavarovalnica Triglav Re ima v portfelju le premoženjska zavarovanja, zato ima podobne obveznosti kot premoženjske zavarovalnice. Njene obveznosti so težko predvidljive, večkrat se dogaja, da mora plačati velike, nepričakovane ali celo katastrofalne škode. Pozavarovalnica Triglav Re sicer za taka

tveganja poskrbi s primernim pozavarovalnim programom oz. retrocesijo, vendar mora kljub temu zagotoviti zadostno likvidnost. Dobički iz tehničnega dela poslovanja precej opazno nihajo, zato so stabilne donosnosti investiranja toliko pomembnejše. Pozavarovalnica tveganju ni naklonjena, saj je že sam tehnični rezultat zadosti tvegan, zato je naklonjenost tveganju pri oblikovanju sestava naložb toliko manjša. Dodatni faktor za nenaklonjenost tveganju je tudi v tem, da Pozavarovalnica Triglav Re deluje še peto leto, zato ima za aktuarske izračune prihodnjih obveznosti na voljo krajšo časovno vrsto podatkov, zato še bolj skrbi za varnost svojih sredstev. Zaradi negotovosti denarnih tokov iz poslovanja je likvidnost naložb ena od najvažnejših vsebin naložbene politike. V primerjavi z življenjskimi zavarovalnicami je trajanje obveznosti premoženjske zavarovalnice dosti krajše. Pozavarovalnica mora upoštevati tudi preference lastnikov glede vrste naložb. Zakon o zavarovalništvu predstavlja najpomembnejšo omejitev naložbene politike, saj za naložbe kritnega premoženja strogo določa dovoljene naložbe in deleže, do katerih sme investirati v izbrano vrsto naložb. Naložbena politika določa usmeritve za vse naložbe skupaj, tako naložbe kritnega premoženja kot naložbe lastnih virov. Vendar je naloga upravljavca naložb ločevati kritno premoženje od lastnih virov in strogo upoštevati zakonske omejitve za kritno premoženje.

Če ugotovitve povzamem, lahko ugotovim, da je pri določitvi naložbene politike najpomembnejša nenaklonjenost tveganju. Za Pozavarovalnico Triglav Re bi bila primerna naložbena politika, ki bi bila usmerjena v take naložbe, ki bi zagotavljala predvsem dolgoročno rast premoženja, seveda ob primerni varnosti, likvidnosti in razpršenosti naložb in ob ustreznih donosnosti in upoštevanju zakonskih omejitev in načel. Prednost imajo naložbe s stabilno rastjo, ki hkrati zagotavljajo tudi ustrezno likvidnost. Sredstva naj bodo naložena v naložbe, ki bodo zagotavljale stalne in stabilne prihodke, in tudi v sredstva, ki bodo prinašala kapitalske dobičke.

Pozavarovalnica Triglav Re naj v portfelju zniža delež dolžniških vrednostnih papirjev in poveča delež lastniških vrednostnih papirjev. Če delež dolžniških vrednostnih papirjev zniža na največ 50 odstotkov portfelja, bo taka absolutna vrednost naložb še vedno zagotavljala zadostno varnost in prinašala stabilno rast. Ob tem naj se usmeri predvsem na tržne dolžniške vrednostne papirje in na državne obveznice. Pri podjetniških in bančnih obveznicah naj poskrbi za čim boljšo razpršitev med izdajatelji, pri tem naj se izogiba podrejenih izdaj, saj te negativno vplivajo na izračun kapitalske ustreznosti. Delež lastniških vrednostnih papirjev bi lahko povečala vsaj do dvajsetih odstotkov, vključiti bi morala predvsem tržne delnice velikih slovenskih podjetij, ki zagotavljajo stabilnost in varnost naložbe. V portfelj naj ne vključuje delnic drugih zavarovalnic oz. finančnih organizacij, saj te znižujejo njeno kapitalsko ustreznost. Zaradi negativne korelacije z ostalimi naložbami, bi Pozavarovalnica Triglav Re lahko v svoj portfelj naložb dodala tudi nepremičnine, vendar največ do višine 5 odstotkov, kar bi zagotavljalo večjo stabilnost vrednosti in prihodkom od naložb. Naložbe v posojila v

pomembnejšem znesku pozavarovalnici ne bi priporočala. Delež depozitov naj ne presega 15 odstotkov vseh naložb, saj je na trgu mogoče najti primerljivo tvegane, a donosnejše naložbe. Posebno skrb naj namenijo profilu zapadanja depozitov, da bodo usklajeni s profilom zapadanja bodočih obveznosti. 10 odstotkov naložb pa naj namenijo v tuje vrednostne papirje, tu predlagam večji delež dolžniških instrumentov denarnega in kapitalskega trga, in manjši delež naložb v prvovrstne investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma prvovrstne delnice investicijskih družb, katerih naložbe predstavljajo predvsem vrednostni papirji, ki ne dajejo zjamčenega donosa.

Pozavarovalnica je zaradi narave posla valutno zelo izpostavljena. Aktuarski izračun prihodnjih obveznosti po valutah bi pokazal, kakšne so pričakovane obveznosti po različnih valutah. Menim, da bi bilo potrebno tak izračun pripraviti vsaj trimesečno, in naložbe prilagoditi izračunom. Pozavarovalne pogodbe, ki so sklenjene v slovenskih tolarjih, se poravnajo s slovenskimi tolarji, tako da ne povzročajo tečajnih razlik. Veliko pogodb pa je sklenjenih v evrih in v ameriških dolarjih. Izbira med državnimi in podjetniškimi obveznicami, nominiranimi v evrih, je na slovenskem trgu zadovoljiva. Ponudbe naložb, ki bi bile nominirane v ameriških dolarjih, pa ni veliko, zato bo morala Pozavarovalnica te naložbe poiskati v tujini. Tveganju spreminjanja obrestne mere je Pozavarovalnica Triglav Re zaradi velikega deleža obveznic zelo izpostavljena. Za zaščito pred takim tveganjem je primerna strategija imunizacije, ki omogoča poravnavanje prihodnjih obveznosti kljub spremembam obrestne mere. Pozavarovalnica bi morala redno izračunavati trajanje naložb in ga uskladiti s trajanjem obveznosti, premoženje pa preurediti vsaj trimesečno. Pozavarovalnica naj dolžniške vrednostne papirje upravlja pasivno in jih imunizira. Lastniške vrednostne papirje bi bilo zaradi nižjega deleža smiselno upravljati aktivno, poleg tega sem mnenja, da kapitalski trg v Sloveniji ne ustreza predpostavkam hipoteze učinkovitega trga kapitala, kar govori v prid aktivnemu upravljanju in iskanju podcenjenih in precenjenih delnic. Taktično izvedbo naložbene politike in ustrezne naložbene strategije naj načrtuje tedensko, ko načrtuje likvidnostne potrebe za prihajajoči teden. Tako naložena sredstva bodo Pozavarovalnici Triglav Re zagotavljala zadostno likvidnost za poslovanje in hkrati zagotavljala dolgoročno rast sredstev oziroma naložb in s tem stalno izboljševala njeno finančno stanje, da bo lahko dosegala zastavljene strateške cilje poslovanja.

SKLEP

Zaradi vnaprejšnjega plačevanja premij se pri zavarovalnicah oblikujejo sredstva, ki so namenjena zavarovancem, v vmesnem času pa jih mora zavarovalnica primerno naložiti. Pri tem morajo zavarovalnice upoštevati varnost, likvidnost in donosnost naloženih sredstev. Kateremu od teh dejavnikov zavarovalnica posveča večjo pomembnost, je odvisno od različnih faktorjev. Najpomembnejša sta vrsta finančnih obveznosti in zakonske omejitve pri nalaganju sredstev.

Preučevala sem naložbeno politiko življenjskih in premoženjskih zavarovalnic v državah OECD in v Sloveniji in jih primerjala med seboj. Podatki za zavarovalnice v državah OECD se za posamezne države znatno razlikujejo, zaključim pa lahko, da imajo podobno strukturo naložb. Za večino tujih zavarovalnic, tako premoženjskih kot življenjskih, velja, da največ naložb namenijo v obveznice in zakladne menice, sledijo jim naložbe v delnice, naložbe v posojila in nepremičnine, razmeroma majhen delež pa namenijo v depozite in gotovino. Slovenske zavarovalnice v primerjavi s tujimi zavarovalnicami sredstva prav tako v največjem deležu plemenitijo v dolžniških vrednostnih papirjih, v okviru teh imajo največji delež državni papirji. Sledijo naložbe v depozite, le majhen del naložb predstavljajo lastniški vrednostni papirji, medtem ko nepremičnine in posojila predstavljajo najmanjši del vseh naložb. Ugotavljam, da v Sloveniji depoziti še vedno predstavljajo pomemben del naložb, medtem ko je ta delež v tujini znatno nižji. Obratno velja za lastniške vrednostne papirje, ki v tujini predstavljajo precejšen del naložb zavarovalnic, v slovenskih zavarovalnicah pa lastniški vrednostni papirji predstavljajo majhen delež naložbenega portfelja. Od zavarovalnic v tujini se slovenske zavarovalnice razlikujejo predvsem v višjem deležu depozitov in dolžniških vrednostnih papirjev ter manjšem deležu lastniških vrednostnih papirjev in posojil.

Analiza gibanja strukture naložb premoženjskih in življenjskih zavarovalnic v tujini kaže, da se je v zadnjih osmih letih zmanjševal delež nepremičnin in posojil, povečeval pa delež obveznic in zakladnih menic. Delež delnic v portfelju zadnja štiri preučevana leta pri življenjskih zavarovalnicah pada, pri premoženjskih pa stagnira. Če pogledamo dinamiko naložb v državah EU vidimo, da naložbe v dolžniške vrednostne papirje do leta 2000 stagnirajo, medtem ko delež delnic rahlo raste. Zaradi negativnih gibanj na kapitalskih trgih in nižanja splošnih obrestnih mer pa so v zadnjih dveh letih, za katere podatki še niso obdelani, zavarovalnice ponovno povečevale delež dolžniških vrednostnih papirjev in zniževale delež lastniških. Tako gibanje lahko pričakujemo tudi v prihodnosti. Za naložbeno politiko slovenskih zavarovalnic ugotavljam, da se je v zadnjih šestih letih povečeval delež dolžniških vrednostnih papirjev, tako državnih kot drugih, ter delež lastniških vrednostnih papirjev, zniževal pa se je delež depozitov, posojil in nepremičnin. Na podlagi tega ugotavljam, da se v Sloveniji tako premoženjske kot življenjske zavarovalnice približujejo strukturi naložb zavarovalnic v tujini.

Pozavarovalnica Triglav Re je ena izmed dveh pozavarovalnic v Sloveniji in je del Skupine Triglav. Strateški cilj poslovanja podjetja je nuditi primeren pozavarovalni program in pozavarovalne usluge Zavarovalnici Triglav. Prav tako je cilj Pozavarovalnice Triglav Re podpirati Zavarovalnico Triglav pri vstopanju na trge bivše Jugoslavije in istočasno delovati kot pozavarovatelj v Skupini Triglav, stalno izboljševati finančno stanje pozavarovalnice ter igrati aktivno vlogo na pozavarovalniškem trgu ne le Centralne in Vzhodne Evrope, temveč tudi v drugih državah.

Pri nalaganju sredstev je Pozavarovalnica Triglav Re konzervativna, zasleduje načelo varnosti pred donosnostjo. Pri naložbeni politiki upošteva preference lastnikov. V strukturi vseh naložb imajo največji delež dolžniški vrednostni papirji, v okviru teh in tudi nasploh največji delež predstavljajo državni vrednostni papirji. Sledijo naložbe v depozite, na zadnjem mestu so lastniški vrednostni papirji. Takšen vzorec oziroma strukturo naložb lahko zasledim v vseh letih poslovanja Pozavarovalnice Triglav Re.

Predpostavka pri mojem sklepanju o primerni oziroma optimalni politiki naložb omenjene pozavarovalnice je, da so osnovni dejavniki poslovanja in naložbene politike enaki v zavarovalnici in pozavarovalnici, le da mora pozavarovalnica zaradi narave svojega posla še bolj skrbeti za ustrezno likvidnost naložb. Na podlagi analize strukture naložb tujih zavarovalnic, njihove dinamike v času, dosedanje strukture naložb in strateških usmeritev Pozavarovalnice Triglav Re ter finančnega okolja, v katerem posluje, ugotavljam, da bi Pozavarovalnica Triglav Re lahko izboljšala obstoječo politiko naložb. To bi lahko dosegla z nalaganjem svojih sredstev v take naložbe, ki bi zagotavljale predvsem dolgoročno rast premoženja, seveda ob primerni varnosti, likvidnosti in razpršenosti naložb in ob ustrezni donosnosti in upoštevanju zakonskih omejitev in načel. Zato predlagam, da največji del sredstev nameni v obveznice, tako državne kot druge, ki bodo zagotavljale stalne in stabilne prihodke ob ustrezni likvidnosti. Poveča naj delež lastniških vrednostnih papirjev in z njimi aktivno upravlja, da bo lahko realizirala tudi kapitalske dobičke. Zaradi negativne korelacije z drugimi naložbami naj v portfelj doda naložbe v nepremičnine in ohrani raven depozitov. Posebno skrb naj posveti profilu zapadanja depozitov, da bodo usklajeni s profilom zapadanja bodočih obveznosti. V portfelju naj poveča delež tujih vrednostnih papirjev in tako poskrbi za boljšo razpršitev naložb. Pri tem naj pazi na usklajenost naložb z obveznostmi glede valute, ročnosti in geografske lokacije, pred obrestnim tveganjem naj se zavaruje s strategijo imunizacije. Tako naložena sredstva bodo Pozavarovalnici Triglav Re zagotavljala zadostno likvidnost za poslovanje in hkrati zagotavljala dolgoročno rast sredstev oziroma naložb in s tem stalno izboljševala njeno finančno stanje, da bo lahko dosegala zastavljene strateške cilje poslovanja.

LITERATURA

1. Aaronovitch Sam, Samson Peter: The Insurance Industry in the Countries of the EEC. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 1985. 233 str.
2. Altman Edward I. & Vanderhoof Irwin T.: The Financial Dynamics of the Insurance Industry. New York: IRWIN, 1995. 512 str.
3. AON: A Financial Analysis of the Global (Re)Insurance Industry. Oxford Metrica, 2003. 26 str. [URL: http://www.aon.com/uk/en/pdfs/asset_testIII.pdf]. 25.2.2004
4. Arnott, et al.: The Many Dimensions of the Pension Fund Asset Allocation Decision. Fabozzi Frank J., ed.: Managing Institutional Assets. New York: Harper & Row, 1990, str 7-34.
5. Bellerose R. Philippe: Reinsurance for the Beginner 3rd edition. London : Whitherby & Co. Ltd., 1987. 96 str.
6. Bijelič Mile: Zavarovanje in pozavarovanje. Ljubljana: Art agencija, 1998. 343 str.
7. Black Kenneth Jr. & Skupper Harold D. Jr.: Life Insurance, twelfth edition. New Jersey: Prentice Hall, 1994. 1064 str.
8. Blake David.: Modelling Pension Fund Investment Behaviour. London: Routedge, 1992. 282 str.
9. Bodie Zvi & Kane Alex & Marcus Alan J.: Investments, third edition. Chicago: IRWIN, 1996. 937 str.
10. Boncelj Jože: Zavarovalna ekonomika. Maribor: Založba Obzorja Maribor, 1983. 351 str.
11. Brigham Eugene F.: Fundamentals of Financial Management, seventh edition. Orlando: The Dryden Press, 1995. 843 str.
12. Briys Eric.: Insurance: from underwriting to derivatives: asset liability management in insurance companies. Chichester [etc.] : J. Wiley, 2001. 165 str.
13. Davis, E. Philip: Policy and implementation issues in reforming pension systems. London : European Bank for Reconstruction and Development, 1998. 22 str.
14. Fabozzi Frank J., Modigliani Franco: Capital Markets – Institutions and Instruments. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1992. 673 str.
15. Fabozzi Frank J.: Perspectives on investment management of public pension funds. New Hope (Penn.) : Frank J. Fabozzi Associates, 1999. 146 str.
16. Fabozzi Frank J.: The Institutional investor focus on investment management. Cambridge (Mass.) : Ballinger, 1989. 780 str.
17. Gardner Mona J. & Mills Dixie L.: Managing Financial Institutions – An Asset/Liability Approach. New York: The Dryden Press, 1994. 980 str.
18. Greene Mark R., Trieschmann James S., Gustavson Sandra G.: Risk & Insurance. Cincinnati: South-Western Publishing Co., 1992. 749 str.

19. Greene Mark R: Risk Aversion, Insurance and the Future. Indiana University: Foundation for the School of Business, 1971. 164 str.
20. Johnson Hazel J.: Financial institutions and Markets. Malden: Blackwell Publishers Inc., 2000. 626 str.
21. Kidwell David S. & Peterson Richard K. & Blackwell David W.: Financial Institutions, Markets, and Money, sixth edition. Orlando, Florida: Dryden Press, 1997. 766 str.
22. Long John D.: Issues in Insurance Volume II, second edition. Malvern, Pennsylvania: American Institute for Property and Liability Underwriters, 1981. 446 str.
23. Maginn John L. & Tuttle Donald L.: Managing Investment Portfolios – A Dynamic Process, second edition. Boston, New York: Warren, Gorham & Lamont, 1990, do str. I-17
24. Markowitz Harry M: Portfolio Selection – Efficient Diversification of Investments. New York: John Wiley&Sons, 1959. 344 str.
25. OECD: Institutional Investors Statistical Yearbook 1999. Paris : OECD, 2000. 340 str.
26. OECD: Recent trends in Institutional Investors Statistics, October 2001. [URL: http://www.oecd.org/topicstatsportal/0,2647,en_2825_495635_1_1_1_1_1,00.html#499082]
27. Pavliha Marko: Vloga pozavarovanja na slovenskem zavarovalnem tržišču. Dnevi slovenskega zavarovalništva 1995. Bled : Slovenski zavarovalni biro, 1995, str. 103-114
28. Pavliha Marko : Nenavaden svet pozavarovalnih pogodb. Podjetje in delo. Ljubljana – Gospodarski vestnik, XXI(1995), 5-6, str. 681-693.
29. Pavliha Marko : Zavarovalno pravo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 371 str.
30. Pfeiffer Christian: Die Versicherung. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag, 1970, do str. IV-46.
31. Radcliffe Robert C.: Investment: concepts, analysis, strategy. New York: Harper Collins College Publishers, 1994. 826 str.
32. Rejda George E.: Principles of Risk Management and Insurance. New York: Harper Collins, 1992. 673 str.
33. Saunders Antony: Financial Institutions management. A Modern Perspective, second edition. Burr Ridge: Irwin, 1997. 667 str.
34. Sigma. Insurance derivatives and securitization: New hedging perspectives for the US catastrophe insurance market. Zurich : Swiss Reinsurance Company, 1996, 5. 24 str.
35. Sigma. Alternative Risk Transfer (ART) for Corporations. Zurich : Swiss Reinsurance Company, 1999, 2. 42 str.
36. Sigma. Profitability of the non-life insurance industry: it's back-to-basics time. Zurich : Swiss Reinsurance Company, 2001, 5. 36 str.
37. Sigma. World Insurance in 2000. Zurich : Swiss Reinsurance Company, 2001a, 6. 27 str.
38. Sigma. Global non-life insurance in a time of capacity shortage. Zurich : Swiss Reinsurance Company, 2002, 4. 28 str.
39. Sigma. World Insurance in 2001. Zurich : Swiss Reinsurance Company, 2002a, 6. 36 str.

40. Sigma. World Insurance in 2002. Zurich : Swiss Reinsurance Company, 2003, 8. 40 str.
41. Yeager Fred C. Seitz Neil E.: Financial Institutions Management. Englewood Cliffs:Prentice Hall, 1989. 496 str.
42. Vanda Zorc Rems: Naložbena politika domačih zavarovalnic in pokojninskih družb in njihova vloga na domačem finančnem trgu. 8. dnevi slovenskega zavarovalništva. Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje, 2001, str. 99-109.
43. Williams Arthur C., Jr. & Smith Michael L. & Young Peter C.: Risk Management and Insurance, seventh edition. New York: McGraw-Hill, 1995. 680 str.

VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije.
2. Comitee Europeen des Assurances : European Insurance in Figures, Basic Data 2001 Complete Data 2000. Pariz - Bruselj, 2002. 157 str.
3. Interna gradiva Pozavarovalnice Triglav Re, d.d.
4. Letno poročilo 2002, Pozavarovalnica Sava. Ljubljana : Pozavarovalnica Sava d.d., 2003. 52 str.
5. Ministrstvo za finance. Državni vrednostni papirji .
[URL:http://www.gov.si/mf/slov/dr_papir.html], 1.12.2003.
6. Poročilo o stanju na področju zavarovalništva za leto 2001. Ljubljana: Agencija za zavarovalni nadzor, 2002. 33 str.
7. Poročilo o stanju na področju zavarovalništva za leto 2002. Ljubljana: Agencija za zavarovalni nadzor, 2003. 30 str.
8. Profile 1999, Pozavarovalnica Triglav Re d.d. Ljubljana: Pozavarovalnice Triglav Re d.d., 1999.
9. Profile 2000, Pozavarovalnica Triglav Re d.d. Ljubljana: Pozavarovalnice Triglav Re d.d., 2000.
10. Profile 2001, Pozavarovalnica Triglav Re d.d. Ljubljana: Pozavarovalnice Triglav Re d.d., 2001.
11. Profile 2002, Pozavarovalnica Triglav Re d.d. Ljubljana: Pozavarovalnice Triglav Re d.d., 2002.
12. Sklep o vrstah in lastnostih kritnega premoženja in premoženja kritnega sklada ter pravilih za razpršitev in omejitev naložb kritnega premoženja in premoženja kritnega sklada ter načinu in rokih poročanja. Uradni list RS, št. 122/2000, str. 13139-13141.
13. Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/00).

SLOVARČEK

Alternative Risk Transfer (ART)	Alternativni prenosi rizikov
Annuities	Rentno zavarovanje
Asset Leverage	Delež naloženih sredstev
Dedication Strategy	Namenitev premoženja
Endowment Life	Mešano življenjsko zavarovanje
Equity Capital Bases	Kapitalska pozicija
Excess Of Loss	Škodno presežkovno pozavarovanje
Guaranteed Investment Contracts (GIC)	Zajamčena naložbena pogodba
IBNER (Incurred But Not Enough Reported)	Nastale, ne dovolj prijavljene škode
IBNR (Incurred But Not Reported)	Nastale neprijavljene škode
Intermarket Spread Swap	Zamenjava obveznic različnega tipa
Investment Yield	Donos naložb
Junk Bonds	Visoko tvegane obveznice
Market Timing	Tempiranje trga
Non-Life Insurance Company	Premoženjska zavarovalnica
Premium Earned	Zaslužene premije
Premium Written	Vplačane premije
Profitability	Donosnost
Property/Casualty Insurance Company	Premoženjska zavarovalnica
Pure Yield Pickup Swap	Zamenjava zaradi povečanja donosnosti
Quota Share	Kvotno pozavarovanje
Rate Anticipation Swap	Zamenjava na osnovi napovedovanja obrestnih mer
Rating	Boniteta
Retention Rate	Samopridržaj, lastni delež
Return On Equity (ROE)	Donos kapitala
Security Selection	Izbira vrednostnega papirja
Stop Loss	Pozavarovanje letnega presežka škod
Substitution Swap	Zamenjava obveznic
Surplus Treaty	Vsotno presežkovno ali ekscedentno pozavarovanje
Tax Swap	Zamenjava obveznic iz davčnih vzrokov
Term Life	Čisto življenjsko zavarovanje
Underwriting Experience	Tehnični rezultat

Unit-Linked Products

Zavarovanja, kjer zavarovanec prevzema naložbeno tveganje

Universal Life

Univerzalno življenjsko zavarovanje

Variabile Life

Variabilno življenjsko zavarovanje

Whole Life

Polno življenjsko zavarovanje