

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**STRUKTURA FINANČNIH NALOŽB SLOVENSКИH
ZAVAROVALNIC: PRIMER OCENJEVANJA OPTIMALNE
STRUKTURE NALOŽB ZAVAROVALNICE GENERALI**

Študent TONE PEKOLJ izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. SILVE DEŽELAN 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

1.	UVOD.....	1
1.1.	NAMEN IN CILJI MAGISTRSKEGA DELA.....	3
1.2.	UPORABLJENE METODE IN TEHNIKE	4
1.3.	VSEBINSKA ZASNOVA MAGISTRSKEGA DELA	4
2.	OPREDELITEV ZAVAROVALNIŠTVA	5
2.1.	POJEM ZAVAROVANJA.....	6
2.2.	ZAVAROVALNICA KOT FINANČNA INSTITUCIJA	7
2.3.	VRSTE ZAVAROVANJ IN ZAVAROVALNIC	7
2.3.1.	<i>Značilnosti življenjskih zavarovanj.....</i>	<i>8</i>
2.3.2.	<i>Značilnosti premoženjskih zavarovanj</i>	<i>10</i>
2.3.3.	<i>Značilnosti pozavarovanj</i>	<i>16</i>
3.	ZAVAROVALNIŠTVO V SLOVENIJI	17
3.1.	ZAKONODAJNI OKVIR SLOVENSkih ZAVAROVALNIC/ZAVAROVALNIŠTVA	20
3.1.1.	<i>Zakon o zavarovalništvu (ZZavar)</i>	<i>20</i>
3.1.2.	<i>Podzakonski predpisi, ki izhajajo iz Zakona o zavarovalništvu</i>	<i>20</i>
3.1.3.	<i>Zakon o obveznih zavarovanjih v prometu (ZOZP)</i>	<i>21</i>
3.1.4.	<i>Zakon o zdravstvenem zavarovanju in zdravstvenem varstvu (ZZVZZ).....</i>	<i>21</i>
3.1.5.	<i>Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1)</i>	<i>21</i>
3.2.	POGOJI GOSPODARJENJA V SLOVENIJI.....	22
3.3.	SLOVENSKI TRG KAPITALA V LETU 2004.....	23
3.4.	STRUKTURA SLOVENSKEGA ZAVAROVALNEGA TRGA GLEDE NA VRSTE IN OSNOVNE OBLIKE ZAVAROVANJ.....	25
3.5.	STRUKTURA SLOVENSKEGA ZAVAROVALNEGA TRGA GLEDE NA TRŽNE DELEŽE ZAVAROVALNIC	28
3.6.	ANALIZA POSLOVANJA SLOVENSkih ZAVAROVALNIC	29
3.7.	PRIHODNOST SLOVENSkih ZAVAROVALNIC	38
4.	NALOŽBENA FUNKCIJA ZAVAROVALNIC	39
4.1.	UPRAVLJANJE TVEGANJ	40
4.1.1.	<i>Identifikacija tveganj</i>	<i>41</i>
4.1.2.	<i>Modeliranje in merjenje tveganj.....</i>	<i>42</i>
4.1.3.	<i>Orodja in načini obvladovanja tveganj</i>	<i>43</i>
4.2.	DEJAVNIKI NALOŽBENE FUNKCIJE ZAVAROVALNICE	45
4.2.1.	<i>Zakonska omejitev deležev posameznih vrst naložb</i>	<i>46</i>
4.2.2.	<i>Razpršitev in omejitev naložb kritnega premoženja</i>	<i>48</i>
4.3.	OBVEZNOSTI ZAVAROVALNIC IN NJIHOV VPLIV NA NALOŽBENO POLITIKO	50
4.4.	NALOŽBENA FUNKCIJA ŽIVLJENJSkih ZAVAROVALNIC	51
4.5.	NALOŽBENA FUNKCIJA PREMOŽENJSkih ZAVAROVALNIC	55
5.	ANALIZA NALOŽBENE POLITIKE GENERALI ZAVAROVALNICE.....	56
5.1.	PREDSTAVITEV GENERALI ZAVAROVALNICE	57
5.2.	OBSTOJEČA NALOŽBENA POLITIKA GENERALI ZAVAROVALNICE	62
5.2.1.	<i>Postopek upravljanja s tveganjem</i>	<i>63</i>
5.2.2.	<i>Sistem notranjih kontrol.....</i>	<i>64</i>
5.3.	ANALIZA STRUKTURE NALOŽB.....	64
5.4.	MOŽNE NALOŽBENE POLITIKE V PRIHODNOSTI	67
6.	IZBIRA OPTIMALNE NALOŽBENE POLITIKE NA PRIMERU GENERALI ZAVAROVALNICE	72

6.1. PREDSTAVITEV MARKOWITZEVEGA MODELA	72
6.1.1. Učinkovita razporeditev premoženja z več tveganimi naložbami (optimalno premoženje) in z eno netvegano naložbo	76
6.1.2. Razporeditev in tveganje premoženja	78
6.2. OCENA OPTIMALNE STRUKTURE FINANČNEGA PREMOŽENJA GENERALI ZAVAROVALNICE	79
6.2.1. Kvantitativno modeliranje.....	79
6.2.2. Predpostavke modela optimizacije naložb.....	80
6.2.3. Določanje realne stopnje donosa posameznih razredov naložb	82
6.2.4. Razporeditev naložb po razredih	84
6.3. PRIMERJAVA OBSTOJEČE IN OPTIMALNE STRUKTURE NALOŽB	84
6.4. PREDLOG NALOŽBENE POLITIKE ZA PRIHODNOST	86
7. SKLEP	88
LITERATURA	90
VIRI	93
SLOVARČEK.....	94
PRILOGA	

KAZALO TABEL

TABELA 1: GLAVNI MAKROEKONOMSKI KAZALCI SLOVENIJE V LETIH 2003 IN 2004:	22
TABELA 2: BRUTO OBRAČUNANA PREMIJA SLOVENSКИH ZAVAROVALNIC IN POZAVAROVALNIC V LETU 2004.....	25
TABELA 3: BRUTO PREMIJA NA PREBIVALCA IN PREMIJA NA ZAPOSLENEGA V ZAVAROVALNIŠTVU IZBRANIH EVROPSKIH DRŽAV V LETU 2003	26
TABELA 4: KOSMATE ZAVAROVALNE PREMIJE IN ODŠKODNINE PO ZAVAROVALNIH VRSTAH V LETU 2003	27
TABELA 5: TRŽNI DELEŽI ZAVAROVALNIC GLEDE NA BRUTO OBRAČUNANE PREMIJE V LETU 2003	29
TABELA 6: TRŽNI DELEŽI POZAVAROVALNIC GLEDE NA BRUTO OBRAČUNANE PREMIJE V LETU 2003	29
TABELA 7: STATISTIČNI PODATKI IZ IZKAZA POSLOVNEGA IZIDA SLOVENSКИH ZAVAROVALNIC ZA LETO 2003: ZBIRNIK ZAVAROVALNIC.....	30
TABELA 8: STATISTIČNI PODATKI IZ BILANCE STANJA NA DAN 31. 12. 2003 – ZBIRNIK ZAVAROVALNIC	31
TABELA 9: KAZALCI POSLOVANJA SLOVENSКИH ZAVAROVALNIC IN POZAVAROVALNIC V LETIH 2002 IN 2003	32
TABELA 10: NALOŽBE SLOVENSКИH ZAVAROVALNIC V OBDOBJU 2000–2003	35
TABELA 11: NALOŽBE SLOVENSКИH POZAVAROVALNIC V OBDOBJU 2000–2003	35
TABELA 12: SESTAVA NALOŽB KRITNIH SKLADOV IN NALOŽB KRITNEGA PREMOŽENJA ZAVAROVALNIC V OBDOBJU 2001–2003	35
TABELA 13: VRSTE OBVEZNOSTI FINANČNIH INSTITUCIJ.....	50
TABELA 14: FINANČNI PODATKI ZA ŽIVLJENJSKA ZAVAROVANJA GENERALI ZAVAROVALNICE ZA LETI 2003 IN 2004.....	58
TABELA 15: FINANČNI PODATKI ZA PREMOŽENJSKA ZAVAROVANJA GENERALI ZAVAROVALNICE ZA LETI 2003 IN 2004	58
TABELA 16: ZBRANA PREMIJA GENERALI ZAVAROVALNICE PO ZAVAROVALNIH SKUPINAH V LETIH 2003 IN 2004.....	59
TABELA 17: IZBRANI KAZALCI POSLOVANJA GENERALI ZAVAROVALNICE V LETIH 2003 IN 2004	60
TABELA 18: STRUKTURA ZAVAROVALNO-TEHNIČNIH REZERVACIJ GENERALI ZAVAROVALNICE	61
TABELA 19: STRUKTURA ZAVAROVALNO-TEHNIČNIH REZERVACIJ PREMOŽENJSКИH ZAVAROVANJ GENERALI ZAVAROVALNICE V LETIH 2003 IN 2004.....	61
TABELA 20: KAPITALSKA USTREZNOST GENERALI ZAVAROVALNICE V LETU 2004	62
TABELA 21: OBSEG IN STRUKTURA KRITNEGA PREMOŽENJA GENERALI ZAVAROVALNICE ZA LETA 2002 - 2004.....	65
TABELA 22: OBSEG IN STRUKTURA KRITNEGA SKLADA GENERALI ZAVAROVALNICE ZA LETI 2002 - 2004	66
TABELA 23: OBSEG IN STRUKTURA CELOTNEGA PREMOŽENJA GENERALI ZAVAROVALNICE ZA LETI 2002 - 2004.....	67
TABELA 24: POVPREČNI STANDARDNI ODKLON V ODVISNOSTI OD ŠTEVILA VREDNOSTNIH PAPIRJEV V PREMOŽENJU – PRIMER NYSE	75
TABELA 25: PRIMERJAVA DEJANSKE IN OPTIMALNE STRUKTURE KRITNEGA PREMOŽENJA GENERALI ZAVAROVALNICE.....	85
TABELA 26: PRIMERJAVA DEJANSKE IN OPTIMALNE STRUKTURE KRITNEGA SKLADA GENERALI ZAVAROVALNICE.....	86

KAZALO SLIK

SLIKA 1: PRESEŽEK RAZPOLOŽLJIVEGA KAPITALA PRI IZRAČUNU KAPITALSKE USTREZNOSTI SLOVENSКИH ZAVAROVALNIC IN POZAVAROVALNIC V LETU 2003.....	38
SLIKA 2: EVROPSKE ZAVAROVALNICE PO ZBRANIH PREMIJAH V LETU	57
SLIKA 3: OBLIKOVANJE NALOŽBENE POLITIKE	68
SLIKA 4: MEJA UČINKOVITOSTI	76
SLIKA 5: OPTIMALNO PREMOŽENJE, CELOTNO PREMOŽENJE	77
SLIKA 6: TVEGANJE PREMOŽENJA: SISTEMATIČNO IN NESISTEMATIČNO TVEGANJE	78
SLIKA 7: STOPNJE KVANTITATIVNE ANALIZE	80

1. UVOD

Z večanjem materialnega bogastva našega gospodarstva se povečuje tudi potreba po zagotavljanju varnosti. Zavarovalništvo postaja v svetu kakor tudi pri nas ena vse pomembnejših panog. To kaže tudi zgodovinski razvoj zavarovalništva, ki dokazuje, da je zavarovalništvo poleg prvotne varnostne vloge s svojimi naložbami eden glavnih pospeševalcev gospodarskega razvoja. Prvi pogoj za ohranitev in nadaljnji razvoj panoge kot pospeševalca gospodarskega razvoja je učinkovit zavarovalni trg ter notranje poslovno in s tem tudi stroškovno učinkovite zavarovalnice, ki svoje zavarovalno-tehnične rezervacije vlagajo na denarnem in kapitalskem trgu.

V letu 2003 je na slovenskem zavarovalnem trgu delovalo štirinajst zavarovalnic (dvanajst zavarovalnic in dve pozavarovalnici), štiri pokojninske družbe, 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. Od dvanajstih zavarovalnic jih osem opravlja zavarovalne posle premoženjskih in življenjskih zavarovanj, tri samo zavarovalne posle premoženjskih zavarovanj in ena, ustanovljena v letu 2003, samo zavarovalne posle življenjskih zavarovanj. Zavarovalni trg obvladujejo tri zavarovalne skupine; prva z Zavarovalnico Triglav kot nadrejeno zavarovalnico, druga na vrhu s Pozavarovalnico Sava in tretja na vrhu s KD Holdingom, ki sta mu podrejeni zavarovalnici Adriatic in Slovenica. V letu 2003 je prišlo do pomembnih sprememb na področju lastninskega preoblikovanja zavarovalnic na podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju zavarovalnic, ki je začel veljati 29. 5. 2002, vendar so bile njegove določbe predmet ocene ustavnosti. Po izdaji odločbe Ustavnega sodišča v februarju 2003, v kateri je sodišče ugotovilo, da Zakon o lastninskem preoblikovanju zavarovalnic ni v neskladju z Ustavo Republike Slovenije, razen v 4. odstavku 11. člena, ki ni zagotavljal vsakemu od znanih delničarjev pravico vložiti tožbo zoper odločbo vlade o uskladitvi kapitalskih razmerij, so se lahko nadaljevali postopki lastninjenja v zavarovalnicah. To velja tako za Zavarovalnico Triglav kot tudi za Pozavarovalnico Sava, ki s podrejenimi zavarovalnicami predstavljata več kot tri četrtine zavarovalnega trga Slovenije.

S 1. majem 2004 je Slovenija postala del enotnega zavarovalnega trga Evropske unije. Zavarovalnice s sedežem v državah Evropske unije lahko na slovenskem zavarovalnem trgu brez formalnih zadržkov ustanavljajo svoje podružnice, tuji in domači zavarovalni posredniki pa lahko ponujajo zavarovanja vseh evropskih konkurenčnih zavarovalnic, kar bo pomembno vplivalo predvsem pri zavarovanjih velikih rizikov. Zaradi slednjega lahko pričakujemo takojšnje povečanje konkurence pri zavarovanjih velikih rizikov, pri zavarovanjih fizičnih oseb in drugih manjših rizikov pa lahko večji konkurenčni pritisk tujih zavarovalnic pričakujemo šele v treh do petih letih, kar je posledica tega, da je oblikovanje tržne mreže dolgoročen proces (Križanič et al., 2004, str. 7).

Pomembnost domačih zavarovalnic potrjuje tudi obseg zavarovalno-tehničnih rezervacij, ki v zadnjih letih pospešeno rastejo. To velja še posebej 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 zavarovalno-tehničnih rezervacij 13-odstotna. Npr. zavarovalnicam iz držav OECD so finančna imetja so v letih 1990–1998 rasla po 7-odstotni povprečni letni stopnji rasti.

Stabilnost zavarovalniškega sektorja kot tudi posamezne zavarovalnice je pogojena z obvladovanjem tveganj, tj. z upravljanjem dveh premoženj in njunih usklajevanj. Tveganja pasive so povezana z določanjem premijskih stopenj, ocenjevanjem bodočih obveznosti (t. i. »underwriting risks«) in izravnavanjem teh rizikov s sozavarovanjem in pozavarovanjem. Delež čiste zadržane premije v celotni premiji je za zavarovalnice v letu 2003 ostal enak (tj. 87 %), pri pozavarovalnicah pa se je povečal z 52 % v letu 2002 na 64 % v letu 2003. Upravljanje aktive, tj. nalaganje sredstev iz sklenjenih zavarovalnih polic, je podvrženo tveganjem, ki so predvsem posledica nevarnosti razvrednotenja naložb zaradi sprememb na kapitalskih trgih, nižanja obrestnih mer, tečajnih sprememb in plačilne nesposobnosti pogodbenih partnerjev (Gorišek, 2004, str. IV).

Zavarovalnice vse več pozornosti posvečajo naložbeni politiki, saj na finančnem trgu delujejo kot tako imenovani institucionalni investitorji. Pri tem imajo primerni pomen načela zavarovalnega nalaganja, ki so sicer enaka bančnim naložbenim načelom, toda zavarovalnice jih morajo zaradi specifičnosti izravnalnega procesa obvladovanja tveganja uporabljati ravno v obratnem zaporedju kot banke, kar sicer tudi loči ti dve precej podobni finančni instituciji (Boncelj, 1983, str. 296).

Poleg ključnih dejavnikov gre pri odločanju glede optimalnega premoženja še za celo vrsto drugih, prav tako pomembnih dejavnikov, kot so na primer boniteta izdajatelja vrednostnega papirja, doba vračanja naložbe, obseg investicije, valutno tveganje, tveganje predčasnega odkupa in podobno. V nasprotju z bankami se sestava naložb zavarovalnice ne tehta z različnimi ponderji tveganja niti s kreditnim tveganjem, zato kapitalska ustreznost zavarovalnic ni odvisna od sestave naložb, razen ko gre za računovodsko izkazovanje popravkov vrednosti finančnih naložb. Načelo varnosti mora biti najpomembnejše načelo naložbene politike zavarovalnice. Poglavitna storitev zavarovalnice je namreč gospodarska varnost, za katero zavarovalci plačujejo premijo, iz katere zavarovalnice oblikujejo zavarovalno-tehnične rezervacije, ki so nato osnova za izplačilo zavarovalnin. Varnost premoženja lahko zavarovalnica zagotavlja le v primeru, da je tudi sama varna, kar pa doseže, le če ohranja celovitost zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbeno politiko (Omahen, 2004, str. 2).

V zavarovalni praksi razvitih ekonomij je naložbena dejavnost zavarovalnic še zlasti pomembna, saj uporabljajo tudi nekoliko drugačne pristope kot v domači praksi.

Investicijska dejavnost je organizirana ločeno od finančne funkcije. Vzroke za tak pomen investicijske funkcije zavarovalnic vidimo v tem (Ennsfellner, 1997, str. 48), da je investicijska funkcija zavarovalnice pomembnejša od njene finančne naloge prevzemanja tveganja, ki je na pasivni strani bilanc zavarovalnic, saj so zavarovalne premije plačane vnaprej. Zavarovalnice gospodarijo z velikimi sredstvi, ki jih investirajo po načelu varnosti tako, da dosegajo vračilo naložb, ki pomeni najbolj konservativno investicijsko politiko med finančnimi institucijami. Pri tem mora zavarovalnica zagotavljati varne naložbe, da bo ob uresničitvi nevarnostnih dogodkov, ki jih je sprejela v zavarovanje, te tudi lahko poravnala upravičencem. Predvsem pa je za lastnike kapitala zavarovalnice pomembno, da se dobički zavarovalnic ustvarijo v investicijski dejavnosti prostih finančnih sredstev, ki so enaka oziroma za prosti kapital ali morda tudi prosti del obratovalnih premij večja od zavarovalno-tehničnih rezervacij, v katerih so, če govorimo le o zavarovanjih, ki vključujejo tudi hranilni del premij, minimalni donosi zajamčeni upravičencem (Dvoršak Bugarija, 2000, str 135).

1.1. Namen in cilji magistrskega dela

Namen magistrskega dela je predstaviti stanje na slovenskem zavarovalnem trgu v letu 2003 in podrobno analizirati strukturo zavarovalnega trga glede na vrste in osnovne oblike zavarovanj ter glede na tržne deleže zavarovalnic. Rezultate poslovanja bom predstavil s pomočjo izida poslovanja, bilance stanja ter analiziral kazalce poslovanja za zavarovalnice, ki so delovale v Sloveniji v letu 2003. Dobljene rezultate bom primerjal s stanjem na razvitih kapitalskih trgih in skušal obrazložiti poglobitve razlike med slovenskim zavarovalniškim trgom in razvitimi zavarovalniškimi trgi. Predstavil bom tudi zakonski okvir, ki opredeljuje dejavnost zavarovalništva v Sloveniji.

V nadaljevanju bom prikazal naložbeno funkcijo zavarovalnice kot finančne institucije ter analiziral dejavnike, ki vplivajo na naložbeno funkcijo zavarovalnic. Namen magistrskega dela je tudi analizirati sedanjo naložbeno politiko in strukturo naložb Generali Zavarovalnice. Na podlagi dobljenih rezultatov analize bom, ob upoštevanju ustreznega spleta dejavnikov varnosti, donosnosti in likvidnosti, skušal podati predlog naložbene politike Generali Zavarovalnice v prihodnosti.

Zelo pomemben cilj je tudi predstaviti strukturo naložb slovenskih zavarovalnic, poleg tega pa bom poskušal ugotoviti optimalno strukturo naložb zavarovalnice Generali in jo primerjati z dejansko strukturo naložb. Na osnovi tega bom izdelal tudi predlog za bodočo naložbeno politiko Generali Zavarovalnice. Predstavil bom tudi domnevo, da je za optimizacijo sestave naložb tako v razmerah učinkovitega kot tudi v razmerah nerazvitega kapitalskega trga najprimernejši Markowitzev model. To tezo postavljam zato, ker so ostali modeli (npr. CAPM) največkrat le ob dodatnih predpostavkah izpeljani iz omenjenega modela.

1.2. Uporabljene metode in tehnike

Pri izdelavi magistrskega dela bom uporabil tako teoretične kot tudi praktične metode dela. Najprej bom komparativno preučil literaturo z raznih področij, poudarek bo predvsem na področju zavarovalništva, področju nalaganja sredstev v zavarovalnicah ter na naložbeni politiki institucionalnih investitorjev nasploh. Podrobno bodo analizirani tudi zakonodajni okviri, ki opredeljujejo zavarovalniško panogo in možnosti nalaganja v zavarovalništvu.

Literatura, ki opredeljuje naložbeno dejavnost zavarovalnic, je precej slabo zastopana in je omejena bolj na interne pravilnike zavarovalnic o investiranju. Za razliko pa je literature, ki opredeljuje naložbeno politiko bank in skladov (vzajemnih, pokojninskih), dovolj. V teoretičnem delu magistrskega dela bom uporabil strokovno literaturo, vire, članke in prispevke. Skušal bom zajeti najnovejša dognanja tako domačih kot tudi tujih avtorjev na področju razvoja zavarovalništva in naložbene politike in jih smiselno vključiti kontekst. Pomemben vir informacij pa bodo tudi interni viri in pogovori z zaposlenimi v Generali Zavarovalnici, nenazadnje pa tudi lastne izkušnje, pridobljene tekom dela v zavarovalništvu. V praktičnem delu pa bom uporabil metodi komparacije in sinteze ter skušal čimbolj podrobno analizirati sedanjo in določiti možno(e) naložbeno(e) politiko(e) v prihodnosti.

1.3. Vsebinska zasnova magistrskega dela

Magistrsko delo je razdeljeno na pet poglavij. V prvem delu bom obravnaval zavarovalništvo kot gospodarsko panogo ter predstavil zavarovalnico kot finančno institucijo, podrobno pa bom obdelal tudi vrste zavarovanj in vrste zavarovalnic, na koncu pa opredelil še zakonodajni okvir.

V drugem poglavju bom analitično obravnaval razmere na slovenskem zavarovalniškem trgu ter naredil primerjavo med slovenskim trgom in razvitimi trgi.

V tretjem delu bom opredelil naložbeno funkcijo zavarovalnic ter podrobno analiziral dejavnike, ki vplivajo na naložbeno funkcijo zavarovalnic. Uporabil bom empirične metodološke prijeme ter metodi primerjave in sinteze. V nadaljevanju bom predstavil liste dopustnih oz. dovoljenih razredov naložb in njihove omejitve.

Četrto poglavje bo namenjeno analizi naložbene politike Generali zavarovalnice. Poglavje bom začel s predstavitvijo same družbe in v nadaljevanju analiziral njeno sedanjo naložbeno politiko. Sledi analiza strukture naložb Generali Zavarovalnice, na koncu poglavja pa predstavitev možne naložbene politike, ki jih bo zavarovalnica lahko uporabljala v prihodnosti.

Zadnje, peto poglavje pa predstavlja praktični del magistrskega dela, v katerem bom najprej predstavil Markowitzev model optimizacije sestave naložb, sledi pa mu izračun optimalne

strukture premoženje naložb Generali Zavarovalnice in primerjava z dejansko strukturo naložb ter analiza glavnih ugotovitev in vzrokov odstopanja. Na koncu petega poglavja pa sledi še predlog naložbene politike za Generali Zavarovalnico. Magistrsko delo bom zaključil s predstavitev najbolj pomembnih ugotovitev, do katerih bom prišel tekom pisanja in razmišljanja o obravnavanem problemu.

2. OPREDELITEV ZAVAROVALNIŠTVA

Zavarovalništvo je dejavnost, ki se ukvarja z zavarovanjem oseb, premoženja in s socialnim zavarovanjem. Prve začetke zavarovalne dejavnosti srečamo že v času zakonodaje kralja Hamurabija (1700 pr. n. š.), ko so prisotna določila o delitvi nevarnosti zaradi roparskega napada na karavane. Zavarovanje za podobne ali celo enake namene srečujemo tudi pri civilizacijah, ki so se razvile kasneje na področju Sredozemlja. Zavarovanje je bilo torej prisotno v obliki ideje o razdelitvi nevarnosti na udeležence posameznih podjetij. Tako so znane različne oblike zavarovanj, ki pa nimajo dosti skupnega z današnjim zavarovanjem. Kot izjemo lahko omenim institut generalne havarije, ki se je razvil na otoku Rodos 200 let pr. n. š. Šlo je za tvegano skupnost ladjarjev pri pomorskem trgovanju. Če je bil ladjar med potovanjem prisiljen vreči del tovara v morje, so vsi udeleženci sorazmerno trpeli škodo. Kasneje je bil institut pravno izoblikovan in se še danes ponekod pojavlja v pomorskem pravu.

Doslej najdena najstarejša zavarovalna pogodba izvira iz Genove v Italiji, in je bila sklenjena na področju pomorskega zavarovanja v obliki notarskega akta leta 1367. Leta 1567 je bila v Muenchenu ustanovljena prva zdravstvena blagajna, predhodnica današnjega zdravstvenega zavarovanja. Leta 1591 je bilo s pogodbo med 101 lastnikom hiš o nudenju medsebojne pomoči v primeru požarne nevarnosti ustanovljeno hamburško požarno zavarovanje. Vsak sodelujoči se je zavezal, da bo v primeru požara prispeval 1 % vrednosti uničene hiše lastniku le-te. Prva požarna zavarovalnica je bila ustanovljena leta 1676 (Hamburger Feuerkasse), ki deluje še danes in velja za najstarejšo zavarovalnico na svetu. Leta 1700 štejemo za ustanovitev znamenite londonske zavarovalnice Lloyd (ime je dobila po kavarni Edvarda Lloyda v Londonu, kjer so se zbirali trgovci in sklepali pogodbe o pomorskem zavarovanju). Ta zavarovalnica je v bistvu združenje posameznikov, ki so v primeru nastanka škodnega dogodka preko institucije Lloyd zavezani poravnati del škode.

Za razvoj zavarovanja sta zlasti pomembna 19. in 20. stoletje. Takrat so namreč v Evropi nastajale pravne podlage za podjetniško organiziranje zavarovalne dejavnosti (v obliki sprejemanja pravnih predpisov s strani držav). S pomočjo teh predpisov je bilo mogoče razviti zavarovalstvo kot pomembno gospodarsko dejavnost, ki ji posebno pozornost namenja tudi država. Tako zavarovalstvo dandanes predstavlja značajan segment gospodarstva in je še posebej pomembno na področju socialne varnosti ljudi.

2.1. Pojem zavarovanja

Opredelitev zavarovanja, ki jo v najdemo v skoraj vseh slovenskih strokovnih delih s tega področja, je Boncljeva opredelitev, da je zavarovanje ustvarjanje gospodarske varnosti z izravnavanjem gospodarskih nevarnosti (Boncelj, 1983, str. 13). Menim, da lahko tako definicijo sprejmemo predvsem z narodnogospodarskega in teoretičnega vidika in pojasnjuje delovanje zavarovalnice. Z vidika posameznika (tako podjetja kot fizične osebe) pa je zavarovanje nakup nadomestila (zavarovalnine ali odškodnine), ki mu pripada, če pride do posledic zaradi nepričakovanih, a mogočih škodnih dogodkov (Šinkovec, Tratar, 2001, str. 918). Podobno opredelitev določa Obligacijski zakonik v 921. členu: »Z zavarovalno pogodbo se zavarovalec zavezuje, da bo zavarovalnici plačal zavarovalno premijo ali prispevek, zavarovalnica pa se zavezuje, da bo, če se zgodi dogodek, ki pomeni zavarovalni primer, izplačala zavarovancu ali nekomu tretjemu zavarovalnino ali odškodnino ali storila kaj drugega.«

Sama beseda zavarovanje etimološko pomeni varnost pred določenim dogodkom ali dejstvom. Torej zavarovati določeno premoženje praktično pomeni varovati ga pred različnimi tveganji (nevarnostmi). Človek je zaradi varovanja svojega premoženja in samega sebe, skozi čas razvijal najrazličnejše oblike ukrepov, ki so ga varovale pred različnimi dogodki, ki so lahko imeli za posledico nastanek škode. Iz tega je logično sklepati, da je bila oblika oz. način varovanja pred morebitno škodo odvisna od vrste nevarnosti, pred katero se je hotel zavarovati. Tako so posledično z nastankom novih oblik nevarnosti nastajale vedno nove, ustrezne oblike varovanja pred le-timi.

Od prvotnih oblik samozaščite, ki jo je organiziral vsak posameznik za svojo družino, je skladno z razvojem postala skrb za varstvo pred različnimi nevarnostmi stvar širše skupnosti. V okviru le-te se je ne le povečala zaščita vseh v zavarovalni združbi, ampak je lahko tudi posameznik več prispeval k organizaciji lastne zaščite. Te zavarovalne združbe posameznikov so se razvile v obliki skupnosti za vzajemno zavarovanje.

V pogovornem jeziku se pojem zavarovanja uporablja v različnih pomenih. V vsakodnevni praksi pomeni zavarovanje čisto konkretno obliko zavarovalne pogodbe oz. zavarovalnega pogodbenega razmerja med zavarovalnico oz. zavarovateljem na eni strani in skleniteljem zavarovanja na drugi. Pri čemer lahko na strani sklenitelja zavarovanja nastopa tudi zavarovanec zraven zavarovalca. Le-ta ima iz zavarovalnega razmerja pravice, na podlagi katerih lahko v primeru nastanka zavarovalnega primera zahteva izplačilo zavarovalnine. To pomeni, da sta pri zavarovalni pogodbi lahko sklenitelj zavarovanja in zavarovanec ista oseba ali pa ne. Namreč zavarovalec (sklenitelj zavarovanja) je tisti, ki sklene zavarovalno pogodbo in je s tem zavezan plačati premijo, zavarovanec pa ima iz tega razmerja, kot je že omenjeno, določene pravice.

Pomembno je vedeti, da je od opisanega pojma oz. opredelitve zavarovanja treba ločiti pojem zavarovanja, ki se nanaša na organizacijo (zavarovalnico), ki na podlagi zavarovalno-

pogodbenega razmerja prevzame zavarovalno kritje. Definicij zavarovanja je veliko, vse pa so odvisne od tega, s katerega vidika preučujemo zavarovanje kot gospodarsko dejavnost. Najbolj znana definicija obravnava zavarovanje z družbenoekonomskega vidika. Z njo zavarovanje opredelimo kot posebno gospodarsko dejavnost, ki se ukvarja z organiziranjem zaščite pred nastankom določenih nevarnosti, s čemer se zadovoljuje človekova ekonomska potreba po varnosti. Dokaj znane so tudi druge definicije zavarovanja, kot so npr. podjetniška zavarovalna teorija, teorija rizika, teorija kompenzacije, itd. Poznavanje le-teh pa za vsakodnevne »uporabnike zavarovanj« ni pomembno in potrebno, saj so stvar različnih zavarovalnih znanosti.

2.2. Zavarovalnica kot finančna institucija

Zavarovalne družbe so največja skupina med nedenarnimi finančnimi institucijami, kamor poleg zavarovalnic uvrščamo še: pokojninske družbe in vzajemne pokojninske sklade, investicijske sklade, lizing podjetja in pooblaščenice trga vrednostnih papirjev (Ribnikar, 1999, str. 195). Bruto obračunana premija zavarovalnih družb je v letu 2003 dosegla 314,7 mrd SIT, bruto odškodnina pa 196,9 mrd SIT. Škodni rezultat je znašal 0,63. Konec leta 2003 so imele zavarovalne družbe 481,1 mrd SIT naložb na finančnem trgu. Med naložbami so prevladoval naložbe v državne vrednostne papirje in v druge dolžniške vrednostne papirje (Banka Slovenije, 2003a, str. 56).

Če malo poenostavimo, lahko rečemo, da finančni sektor sestavljajo banke, zavarovalnice in borza z institucijami. Velikost posameznega sektorja je mogoče primerjati na različne načine, vedno pa so pri primerjavah potrebne določene poenostavitve, saj ne gre za homogene in zato povsem primerljive pojme. Predpostavljamo, da lahko posamezna fizična ali pravna oseba potem, ko se odloči za delež finančnega varčevanja (drugi del so realni prihranki oz. naložbe v trajne dobrine), razporedi svoje finančno premoženje tako, da deponira sredstva v banke ali vplača zavarovalno premijo ali pa kupi vrednostni papir.

2.3. Vrste zavarovanj in zavarovalnic

Pri zavarovanju kot zavarovalnem razmerju ločimo prvo zavarovalno razmerje in drugo zavarovalno razmerje. Prvo zavarovalno razmerje je sklenjeno na podlagi pogodbe med skleniteljem zavarovanja in zavarovalnico. Drugo zavarovalno razmerje se imenuje pozavarovanje, saj ga sklene zavarovalnica s pozavarovalnico.

Prvo zavarovalno razmerje (v praksi ga imenujemo zavarovanje) se glede na način pravnega urejanja zavarovalne pogodbe deli na socialno zavarovanje, ki je obvezno in podrobneje urejeno z zakonom, ter na pogodbeno oz. premijsko zavarovanje, ki se sklepa na podlagi svobodne volje posameznika in je z zakonom le okvirno normirano. Obvezno socialno

zavarovanje sestavljajo pokojninsko, invalidsko in zdravstveno zavarovanje, zavarovanje za primer nezaposlenosti ter drugo, in je, kot je že povedano, zelo eksaktno pravno normirano.

Pogodbeno zavarovalno razmerje lahko delimo po različnih merilih. Prvotno delimo pogodbeno zavarovanje glede na obliko zavarovalne dajatve zavarovalnice na škodno zavarovanje, če se zavarovalnica zaveže plačati nadomestilo za nastalo škodo, ter na vsotno zavarovanje, če zavarovalnica izplača vnaprej dogovorjeno vsoto. Zavarovalnica se pri vsotnem zavarovanju zaveže, da bo ob nastanku zavarovalnega primera izplačala vnaprej dogovorjeno vsoto, kar je značilno za osebna zavarovanja. Drugače je pri škodnem zavarovanju, kjer je zavarovalnica zavezana plačati nadomestilo škode zavarovancu do vnaprej dogovorjene višine zavarovalne vsote, kar je značilno za premoženjsko zavarovanje. Glede na predmet zavarovanja se pogodbeno zavarovanje deli na premoženjsko zavarovanje in osebno zavarovanje. To je hkrati najpomembnejša delitev prostovoljnega pogodbenega zavarovanja.

2.3.1. Značilnosti življenjskih zavarovanj

Življenjsko zavarovanje je pogodba z zavarovalnico, ki nam zagotavlja izplačilo določenega zneska ob uresničitvi zavarovalnega dogodka. Pogodba temelji na negotovosti trajanja življenja človeka, zaradi tega lahko predstavlja zavarovalni dogodek smrt, doživetje določene starosti ali iztek določenega obdobja, v katerem lahko nastopi ena od omenjenih okoliščin. Tako se tveganje posameznika z združevanjem rizikov prenese s posameznika na skupino. Zavarovalnica lahko preko zakona velikih števil¹ zagotovi prelivanje denarja od ljudi, ki umrejo prej, k ljudem, ki dočakajo višjo starost. V današnjih časih je življenjsko zavarovanje glavna dejavnost življenjskih zavarovalnic, vendar pa te ponujajo tudi druge storitve, kot so rentno zavarovanje, upravljanje pokojninskih skladov, nezgodno ter zdravstveno zavarovanje. Dejavniki, ki vplivajo na višino premije za življenjsko zavarovanje, so naslednji (Johnson, 2000, str. 569): starost zavarovanca, povprečna pričakovana življenjska doba, pričakovana donosnost vplačanih premij, obratovalni stroški, stopnja dobička. Ostali dejavniki, ki pridejo v poštev, pa so: letni prihodek, kapital zavarovanca, morebitni krediti ter socialni status (samski, poročen, par brez otrok, par z otroki itd.). Poglavitna razlika med premoženjskimi in življenjskimi zavarovanji je v tem, da je pri premoženjskih in ostalih zavarovanjih predmet zavarovanja stvar ali premoženjski interes, pri življenjskih zavarovanjih pa je predmet zavarovanja finančno tveganje (izpad dohodka) v primeru smrti osebe, ki je finančno skrbela za preživetje družine (Balkovec, 2003, str. 49).

Glede na vrsto tveganja lahko police življenjskega zavarovanja razdelimo na štiri vrste (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 96): zavarovanje za nevarnost smrti, paket zavarovanja za nevarnost smrti ter oblika varčevanja oz. naložbe, zavarovanje za nevarnosti, ki jih prinaša

¹ Pri velikem številu poskusov je zelo malo verjetno, da bi se relativna frekvenca dogodka pomembno razlikovala od njegove verjetnosti.

predolgo življenje, lahko pa gre tudi za čiste oblike varčevanja. Običajno v zavarovalniški praksi govorimo o naslednjih vrstah življenjskih zavarovanj (Interna gradiva Generali Zavarovalnice, 2004):

- **zavarovanje za primer smrti:** To so življenjska zavarovanja, ki so sklenjena za določeno obdobje in jih imenujemo tudi gola oz. čista življenjska zavarovanja. V primeru smrti zavarovane osebe pred iztekom zavarovalne dobe zavarovalnica upravičencu izplača zavarovalno vsoto, če pa zavarovanec zavarovalno dobo preživi, je zavarovalnica brez obveznosti. Za tovrstna zavarovanja je značilno, da ne vsebujejo varčevalne komponente. Takšna oblika zavarovanj se večkrat pojavlja ob najemu bančnega posojila, saj se uporablja za zaščito družinskih članov ali drugih bližnjih, ki bi bili v primeru smrti zavarovane osebe v času trajanja zavarovanja obremenjeni s pokritjem nastalih obveznosti;
- **zavarovanje za primer doživetja:** Zavarovalnica se pri tovrstnih zavarovanjih obveže, da bo zavarovancu po preteku zavarovalne dobe izplačala dogovorjeno vsoto, če bo takrat še živ. V primeru, da zavarovana oseba umre pred potekom zavarovalne dobe, pa je zavarovalnica brez obveznosti. V praksi se takšna zavarovanja zelo redko pojavljajo;
- **mešano življenjsko zavarovanje:** S sklenitvijo mešanega življenjskega zavarovanja se zavarovanec obveže, da bo v določenem časovnem obdobju plačeval zavarovalnici dogovorjeno premijo. Ker je v tem času zavarovan za primer smrti in doživetja hkrati, je tudi premija sestavljena iz premije za primer smrti, drugi del premije pa je namenjen varčevanju. Po preteku zavarovalne dobe pa zavarovalnica izplača pogodbeno zavarovalno vsoto in pripadajoči dobiček. V primeru predčasne smrti zavarovanca zavarovalnica izplača upravičencu dogovorjeno zavarovalno vsoto in do takrat ustvarjeni dobiček. Pri tovrstnih produktih je višino premije mogoče tudi poljubno spreminjati, vendar pa ne sme biti nižja od vnaprej dogovorjenega zneska;
- **rentno življenjsko zavarovanje:** Zavarovanec se zaveže, da bo določeno obdobje plačeval zavarovalno premijo, po preteku tega obdobja pa mu bo zavarovalnica vsak mesec do njegove smrti izplačevala rento. Možno je tudi enkratno vplačilo z odloženim ali neodloženim časom izplačila rente;
- **naložbeno življenjsko zavarovanje:** Zadnje čase najpogostejša oblika življenjskih zavarovanj je naložbeno življenjsko zavarovanje, ki je kombinacija mešanega življenjskega zavarovanja in varčevanje v investicijskih skladih. Zanj je značilno tudi, da zavarovanec prevzame naložbeno tveganje. Premije so sestavljene iz dela, ki je namenjen zavarovanju za primer smrti, varčevalni del pa je namenjen nakupu enot investicijskih skladov.

2.3.2. Značilnosti premoženjskih zavarovanj

Značilnost premoženjskih in odgovornostnih zavarovanj je zavarovanje pred nevarnostmi, kot so (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 100) izguba premoženja, poškodovanje ali uničenje premoženja, izguba ali okrnitev sposobnosti, ki prinaša prihodek. Zavaruje se lahko zahteve tretjih oseb po odškodnini za škodo, povzročeno zaradi opustitve ali zavarovanje pred izgubo zaradi poškodbe ali smrti kot posledice poklicnih nezgod. Kljub temu, da police nudijo zavarovanje pred različnimi tveganji, imajo nekaj skupnih lastnosti (Johnson, 2000, str 569): doba zavarovanja je navadno eno leto, torej so kratkoročne, ne vsebujejo komponente varčevanja, saj v primeru, da se škodni dogodek ne zgodi, upravičenec ne dobi izplačane odškodnine. Ti dve lastnosti imata za posledico, da je potrebno pri določitvi višine premije dosti bolj kot pri življenjskem zavarovanju upoštevati oceno izpostavljenosti tveganju.

Premoženjska zavarovanja delimo na naslednje kategorije (Pavliha et al., 2001, str . 76):

(i) Tveganja, povezana s prebivalstvom in njihovim premoženjem, lahko strnemo predvsem v naslednja:

- nezgode oziroma poškodbe ter smrtni primeri, nastali zaradi naravne in/ali druge nesreče,
- poškodovanje oziroma uničenje premičnega in/ali nepremičnega premoženja prebivalstva.

Možne oblike zavarovanj, povezane s prebivalstvom in njegovim premoženjem:

- **požarno zavarovanje** je najbolj razširjena oblika zavarovanja premičnega in nepremičnega premoženja na slovenskem zavarovalnem trgu. Škode, ki nastanejo pri požaru, je mogoče zavarovati, pri tem pa požarno zavarovanje zajema še cel niz drugih kritij, ki so lahko posledica naravnih ali drugih nesreč. Požarno zavarovanje zajema kritja za posledice naslednjih temeljnih nevarnosti²:
 - o požar - ogenj,
 - o udar strele, ki zajema direktni in indirektni udar strele,
 - o eksplozija,
 - o vihar,
 - o toča,
 - o udarec zavarovančevega motornega vozila in premičnega delovnega stroja,
 - o padec letala
 - o manifestacije in demonstracije.

Iz požarnega zavarovanj pa so izključene naslednje nevarnosti:

² Ob navedenih je mogoče z doplačilom premije do vnaprej dogovorjene zavarovalne vsote zavarovalno kritje tudi razširiti.

- o posredna škoda ali izguba zaradi nastanka zavarovalnega primera (odgovornost, prekinitve dela, izgube najemnin, zmanjšanja vrednosti ...)
- o škoda zaradi jedrske energije ali radioaktivne kontaminacije
- o izpostavljanje toploti, osmoditve, dimniki,
- o miniranje, eksplozija kot reden pojav v proizvodnem procesu.

Osnovni predmet požarnega zavarovanja so:

- o zgradbe – zavarovanje zajema tudi temeljne in kletne zidove, vse vgrajene instalacije in vgrajeno opremo (dvigala, centralna kurjava s cisterno za gorivo, bojlerji, klimatske naprave, hidroforji, ...),
- o premičnine – zavarovane so vse stvari, ki so na kraju zavarovanja, razen če na polici niso navedene posamično,
- o zaloge materiala in končnih izdelkov.

Kot dodaten predmet požarnega zavarovanja (zavarovanje velja le, če je to navedeno na polici in če je plačana temu ustrezna premija) pa so: stvari delavcev in drugih oseb, vse nizke gradnje (jezovi, pregrade, železniške proge, obale, pomoli, valobrani, prepusti, nasipi, mostovi, ograje, oporni zidovi, ceste, poti, pločniki, tlakovana dvorišča, melioracije in regulacije, podzemna, nadzemna in podvodna omrežja, športni tereni, igrišča in kopališča), denar in vrednostni papirji, oprema rudnikov pod zemljo, zaloge hlevskega gnoja, stvari na razstavah in sejnih, traktorji in samovozni delovni stroji v kmetijskih gospodarstvih.

Izključeni predmeti požarnega zavarovanja, katere ni mogoče zavarovati v okvirih požarnega zavarovanja so: zemljišča, netlakovana dvorišča, jezovi in nasipi, ki niso trdno grajeni, nasute obale, pomoli in valobrani, posevki in plodovi, dokler niso požeti oziroma pobrani, rodni in nerodni nasadi, kopenska motorna vozila, prikolice in samovozni delovni stroji, razen kadar so trgovska zaloga na popravilu ali hrambi, plovila na vodi, letala vseh vrst, blago med prevozom, ribe in druge živali v vodi, surova opeka na odprtem, ceste in poti brez spodnjega ustroja.

Iz požarnega zavarovanj pa so izključene naslednje nevarnosti kot npr. posredna škoda ali izgube zaradi nastanka zavarovalnega primera (odgovornost, izgube zaradi prekinitve dela, izgubljene najemnine, zmanjšanje vrednosti in podobne izgube).

- **stanovanjsko zavarovanje** je oblika zavarovanja, s katerim je mogoče zavarovati stanovanjsko opremo. Zavarovanje lahko sklenejo samo fizične osebe. Zavarovalno kritje je enako kot pri požarnemu zavarovanju, le da tu ni ločenih kritij na osnovne in dodatne nevarnosti, temveč so vsa tveganja, navedena pri požarnem zavarovanju, vključena v osnovne nevarnosti stanovanjskega zavarovanja. Osnovnim nevarnostim so dodana še kritja vlomne tatvine in ropa ter poskusa teh dejanj in zavarovanje odgovornosti. Kot dodatno kritje pa je pri stanovanjskem zavarovanju krita škoda

zaradi nevarnosti loma ali razbitja stekla. Osnovni predmet stanovanjskega zavarovanja so:

- o stanovanjski predmeti v stanovanjskih hišah, ki so last zavarovanca in članov njegovega gospodinjstva ter stvari, ki jih uporabljajo na osnovi stanovanjske ali druge pravice, kakor tudi predmeti v stanovanjih in hišah, ki niso stalno naseljene;
- o stanovanjski predmeti, shranjeni na podstrešju, kleti, lopi, garaži ali na terasi;
- o stvari, ki služijo za opremo stanovanja, osebno uporabo in potrošnjo, kakor tudi gotovina, vrednostni papirji, umetniški predmeti, dragocenosti in zbirke (filatelistične, numizmatične ipd.).

Kot dodaten predmet stanovanjskega zavarovanja (zavarovanje velja le, če je to navedeno na polici in če je plačana temu ustrezna premija) pa so lahko tudi:

- o oplesk, poslikave, tapete ter razne zidne, talne in stropne obloge v stanovanjih ali na podstrešju, v kleti,
- o lopi, garaži ali na terasi. Na oblogah krije zavarovanje le škode na vidnih (vrhnjih) oblogah;
- o stekla v oknih in vratih stanovanja, podstrešja, kleti, lope, garaže in na vhodnih vratih zasebne
- o stanovanjske hiše. Predmet zavarovanja so tudi steklene stene in pregrade v stanovanjih.
- o gospodinjski stroji in aparati

Predmeti, katerih ni mogoče zavarovati v okvirih stanovanjskega zavarovanja so:

- o deli zgradbe (lončena peč, bojler, hidrofor, vse napeljave, cisterne za gorivo in vodo, vodnjaki ipd.), razen tistih, ki so lahko predmet zavarovanja (steklo v oknih in vratih, steklene pregradne stene, oplesk,
- o poslikave, tapete ter razne zidne, talne in stropne obloge);
- o televizijske in druge antene izven zaprtih prostorov;
- o živali
- o kopenska motorna vozila (tudi kolesa s pomožnim motorjem), prikolice, samovozni stroji, letala in vodna plovila. Prav tako niso predmet zavarovanja razni deli za stvari, navedene v tej točki (avtomobilski deli, gume ipd.);
- o gradbeni material in oprema, namenjena za vgraditev v zgradbo;
- o listine in dokumenti;
- o stvari, namenjene opravljanju obrtniške ali druge dejavnosti, razen dejavnosti domačega turizma in raznih dejavnosti, ki ne služijo v pridobitne namene;
- o razne zidne, talne in stropne obloge, ki niso vidne oziroma so pod vidno (vrhnjo) oblogo;
- o stvari v stanovanjskih prikolicah in šotorih.

Stanovanjsko zavarovanje, ko nastane zavarovalni primer v smislu teh pogojev, krije tudi: nevarnost uničenja ali poškodbe zavarovanih stvari zaradi reševanja ob nastanku

zavarovalnega primera (pri gašenju požara, pri rušenju ali odnašanju zavarovanih stvari ter pri dajanju pomoči); izginitev zavarovanih stvari ob nastanku zavarovalnega primera; stroške čiščenja, rušenj in odvoza v zvezi z zavarovalnim primerom na zavarovani stvari; stroške, ki jih je po nastanku zavarovalnega primera na zavarovani stvari zavarovalec imel z nujnimi ukrepi za odvrnitev ali zmanjšanje škode (represivni ukrepi).

Iz stanovanjskega zavarovanj pa so izključene nevarnosti kot npr. posredna škoda ali izgube zaradi nastanka zavarovalnega primera (odgovornost, izgube zaradi prekinitve dela, izgubljene najemnine, zmanjšanje vrednosti in podobne izgube).

- **potresno zavarovanje** je v Sloveniji nova oblika zavarovanja, ki so jo slovenske zavarovalnice uvedle v svojo ponudbo v začetku leta 1998. Za zavarovanje potresa je značilno, da je velik del zavarovanih vrednosti pozavarovan pri tujih pozavarovalnicah, saj so tudi možne posledice oziroma nastale škode zaradi potresa katastrofalne in bistveno presegajo zmožnosti slovenskih zavarovalnic. Ob tem je zanimivo, da spada celotna Slovenije v enotno potresno območje, kar pomeni, da se to zavarovanje po celotnem ozemlju Slovenije sklepa po enotni premiji, ki jo za pozavarovanje zahteva tuji pozavarovatelj. Zavarovanje potresa krije vso škodo, katero povzroči potres na zavarovani stvari, do dogovorjene zavarovalne vsote, ki je navedena v zavarovalni pogodbi. Zavarovanje potresa ni mogoče skleniti samostojno, temveč samo po predhodno sklenjenem požarnem zavarovanju za isti zavarovalni predmet.
 - **zavarovanje motornih vozil** vsebuje poleg nevarnosti, ki se zgodijo v prometu (prometna nesreča, prevrnitev, udarec, zdrs, strmoglavljenje), tudi zavarovalno kritje za tveganja pred naravnimi in drugimi nesrečami. Omenjena tveganja so: požar, strela, eksplozija, vihar, toča, snežni plaz, padec zračnega vozila, manifestacije in demonstracije, potres, poplava, hudourniška ali visoka voda. Predmet zavarovanja za zgoraj omenjene nevarnosti je lahko vsako motorno vozilo.
- (ii) **Tveganja, povezana z industrijo**, je možno zavarovati na naslednje načine:
- **zavarovanje izgube prihodka zaradi nevarnosti požarnega zavarovanja:** Tovrstno zavarovanje pokriva škodo, ki jo utрпи zavarovanec, kadar nastanejo posledice ene od osnovnih nevarnosti požarnega zavarovanja. To pomeni, da tovrstnega kritja ni mogoče zavarovati brez predhodno sklenjenega požarnega zavarovanja. V kolikor je vnaprej dogovorjeno, krije takšno zavarovanje tudi škodo, katera nastane zaradi ene od dodatnih nevarnosti požarnega zavarovanja (npr. poplava, zemeljski plaz itd.). Zavaruje se lahko izpad celotnega prihodka zavarovanca, lahko pa samo posamezne finančne kategorije odhodkov zavarovanca, kot so stroški, amortizacija, osebni dohodki zaposlenih oziroma kombinacije navedenih kategorij. Zavarovanje je primerno zgolj za podjetja, katera v primeru naravne nesreče utrpijo takšno škodo, da pride do zastoja v proizvodnji oziroma pri

izvajanju storitev (hoteli, restavracije ipd.). Podlaga za obračun škode so finančni podatki iz preteklih let, iz katerih je razvidno, kako je posamezno podjetje poslovalo;

- **zavarovanje odgovornosti zaradi ekoloških škod:** Na našem zavarovalnem tržišču lahko med ekološka obvezna zavarovanja uvrstimo zavarovanja odgovornosti za jedrsko škodo, za onesnaženje morja z oljem, za škodo zaradi prevoza nevarnih in škodljivih snovi oziroma nevarnega blaga, za “splošne” ekološke nesreče ter za škodo zaradi požara. Obstoječi splošni pogoji za zavarovanje odgovornosti večine slovenskih zavarovalnic izključujejo kritje za odgovornost zaradi ekoloških škod. Običajno se uporablja posebna klavzula za zavarovanje odgovornosti proti ekološkim škodam kot dodatek k splošnim pogojem za zavarovanje odgovornosti, lahko pa se izda posebna polica. Bistvo kritja je v tem, da zavarovalnica jamči za škodo zaradi odškodninskih zahtevkov, ki jih tretje osebe uveljavljajo proti zavarovalcu zaradi storjene ekološke škode, katera izvira iz nenadnega, nepričakovanega in presenetljivega dogodka oziroma nesreče. Kritje obsega škodo zaradi smrti, telesnih poškodb in obolenja oseb ter škode zaradi uničenja in poškodb stvari, vključno z zemljišči, tekočimi in stoječimi vodami, podtalnico, rastlinami, živalmi in ozračjem. Del škode mora zavarovalec nositi sam v obliki franšize, določen pa je tudi letni agregat, ki predstavlja največjo možno vsoto zavarovalnin po eni polici v enem letu.

(iii) **Tveganja, povezana s kmetijsko dejavnostjo,** lahko zavarujemo na naslednje načine:

- **zavarovanje posevkov in plodov ter zavarovanje živali:** Obe obliki zavarovanj sta značilni za zavarovanje v kmetijstvu. Posevke in plodove je mogoče zavarovati za nevarnosti požara, strele in toče, z razširitvijo zavarovanja pa je mogoče vključiti še nevarnosti, kot so vihar, poplava in spomladanska pozeba. Mladi nasadi se lahko poleg osnovnih nevarnosti še dodatno zavarujejo za nevarnosti zemeljskega in snežnega plazu ter erozije. Živali se lahko zavaruje proti nevarnostim požara, strele, viharja, eksplozije, poplave ter zemeljskega in snežnega plazu;
- **zavarovanje pozebe:** Pozeba je naravna nesreča, katere posledice so po povzročeni škodi podobne suši. Prisotna je torej predvsem v kmetijstvu, prizadene pridelek, razlika pa je v tem, da se pojavlja predvsem v zimskih mesecih. Takšnega pojava ni mogoče zavarovati. Poznamo pa pojav, ki ga imenujemo pomladanska pozeba, katero je mogoče zavarovati tudi na našem trgu. Pogoj za sklenitev tega zavarovanja je predhodno sklenjeno osnovno zavarovanje posevkov in plodov proti nevarnosti toče, požara ali udara strele;
- **zavarovanje žleda:** Žled je tveganje, ki se pojavlja pozimi zaradi mraza. Prizadene pa predvsem drevje. Posledica žleda so lahko prisotne tudi na električnih, telefonskih in drugih napeljavah. Posledic se ne da zavarovati. Izjema pa so nekateri primeri, ko je krita škoda, ki nastane zaradi posledic žleda po ponovni otoplitvi ozračja. Vendar je taka škoda krita iz drugih oblik zavarovanj. Primer je dodatno kritje izliva vode iz vodovodnih in odvodnih cevi pri požarnem zavarovanju, in sicer je krita škoda,

katero povzroči izlita voda na zavarovanih stvareh. Posledice žleda je mogoče zavarovati tudi v okviru strojelomnega zavarovanja, ki krije škodo, katero je povzročil žled na električnih, telefonskih in drugih napeljavah;

- **zavarovanje suše:** Suša je naravna nesreča, katere posledice so največkrat prisotne v kmetijstvu. Škoda, ki nastane kot posledica suše, pa se najpogosteje pozna na pridelkih in zmanjšuje ali celo uniči letino. Pojav suše je značilen za poletne mesece, ko daljši čas ni padavin. V Sloveniji suše ni mogoče zavarovati;
- **zavarovanje gozdov:** Pogosto se dogaja, predvsem v sušnem obdobju, da nastane požar v naravi. Ob izredno težkih razmerah gašenja takih požarov, ko je vključeno veliko število ljudi in opreme (gasilci, prostovoljci, letala, helikopterji itd.), se po uspešno opravljenih akcijah začne ocenjevati škoda, katero je tak požar povzročil. Slovenske zavarovalnice nudijo v okviru požarnega zavarovanja tudi zavarovanje gozdov. Predmet zavarovanja je torej gozd, premija je odvisna od starosti gozda (mlajši od 6 let se s tem zavarovanjem ne da zavarovati, temveč ga lahko zavarujemo po pogojih zavarovanja posevkov in plodov) in od vrste gozda (listnati, iglasti, mešani). Kot posebnost se lahko zavaruje tudi posekan in obdelan les, dokler se nahaja na območju gozda. Škode, ki nastanejo zaradi različnih drugih vzrokov, predvsem zaradi bolezni gozdnega drevja, insektov in podlubnikov, se v Sloveniji ne da zavarovati.

(iv) **Tveganja, povezana z ostalimi dejavnostmi,** lahko zavarujemo na naslednje načine:

- **nesreče v rudnikih:** Nesreče v rudnikih pod zemljo se sicer ne dogajajo prav pogosto, vendar pa so posledice take nesreče, kadar do nje pride, katastrofalne. Poleg tega, da so ogrožena človeška življenja, lahko ena taka nesreča za daljše obdobje prepreči izvajanje dejavnosti. Na slovenskem zavarovalnem trgu obstaja zavarovanje, ki se imenuje “zavarovanje v rudnikih pod zemljo”. To je posebna oblika zavarovanja, prirejena za kritje nevarnosti, ki se lahko pripetijo v rudniku. Zavarovanje krije uničenje ali poškodbo stvari zaradi temeljnih nevarnosti, kot so požar, strela, eksplozija, udarec vlečnega vozila, jamskega vozička in premičnega delovnega stroja, manifestacije in demonstracije. Če so dogovorjene in je plačana dodatna premija, se lahko zavaruje naslednje dodatne nevarnosti oziroma kritja: strojelom in zrušenje zemljine, poplave, podzemne vode, udor vode skozi krovnino, poplave s tekočim peskom, gorski udara ter vdor in koncentracije plinov. Zavarovanje oseb v rudnikih ureja nezgodno zavarovanje, ki sem ga opisal v začetku magistrskega dela;
- **nesreče z nevarnimi snovmi:** Proizvodnja, promet in uporaba kemikalij, katere se po svojih lastnostih uvrščajo med nevarne snovi, je vedno večja. Glavne vire nevarnosti predstavljajo predvsem industrijski obrati, kjer se izdeluje, predeluje ali uporablja večje količine nevarnih snovi, razna skladišča, prevoz in odlagališča. V Sloveniji so najbolj ogroženi vodni viri ter prebivalstvo v mestih in strnjenih naseljih.

Posebne oblike zavarovanja, ki bi zajemalo kritje škod ob nesrečah z nevarnimi stvarmi, v Sloveniji ne poznamo. Imajo pa zavarovanja, ki sem jih v magistrskem delu že opisal (požarno zavarovanje, zavarovanje odgovornosti, zavarovanje rudnikov pod zemljo, avtomobilska zavarovanja), med osnovnimi nevarnostmi taka kritja, ki lahko krijejo tudi nesreče z nevarnimi snovmi. Požar, eksplozija in odgovornost zaradi ekološke škode so zavarovane nevarnosti, katere so v primeru nastanka škodnega dogodka dovolj jasne, da je škoda iz naslova takega zavarovanja tudi krita;

- **jedrske in druge radiološke nesreče:** Med jedrskimi nesrečami predstavljajo največjo nevarnost nesreče v jedrskih elektrarnah. Ljudje in živali so izpostavljeni radioaktivnemu sevanju neposredno zaradi zunanjega obsevanja iz radioaktivnega oblaka in onesnaženih tal ter zaradi vnašanja radioaktivnih delcev v svoje telo z onesnaženo hrano, vodo in vdihanim zrakom. Druge radiološke nesreče so v glavnem povezane z morebitnimi nesrečami pri prevozu radioaktivnih snovi, pri uporabi teh snovi ter z odlaganjem radioaktivnih odpadkov. Zavarovanje jedrskih elektrarn in drugih organizacij, v katerih so prisotni jedrski riziki, zavarujemo s požarnim, potresnim in strojelomnim zavarovanjem ter z zavarovanjem odgovornosti, katera so prirejena tej dejavnosti. Kot smo že nekajkrat omenili, je v Sloveniji ustanovljen slovenski jedrski zavarovalni in pozavarovalni pool, kateri poskrbi za (po)zavarovalno kritje morebitnih škod;
- **nesreče v cestnem prometu, železniške nesreče, nesreče na morju in letalske nesreče:** V cestnem prometu se zgodi največ nesreč. Vzroki so različni, od prehitre vožnje, neupoštevanja prometnih predpisov itd. do vinjenosti voznikov. V teh nesrečah je tudi največ smrtnih žrtev. Železniške nesreče se v Sloveniji ne dogajajo pogosto, analiza kaže v povprečju 15 dogodkov na leto, vendar so skoraj vse povezane z nesrečami v cestnem prometu. Rad bi omenil še take nesreče, kot je požar v pristanišču ali ladjedelnici, izlitje nafte iz tankerja in padec letala na območju Slovenije.

2.3.3. Značilnosti pozavarovanj

Pozavarovanje je oblika zavarovanja. Peti odstavek drugega člena Zakona o zavarovalništvu (Ur. l. RS, št. 13/00) ob tem določa: »Pozavarovanje je zavarovanje presežkov iznad stopnje lastnega zavarovanja nevarnosti ene zavarovalnice pri drugi zavarovalnici.« Sedmi odstavek, 14. člen pa določa: »Zavarovalne posle sklepanja pozavarovanj lahko opravlja samo pozavarovalnica.« Pozavarovanje se šteje za drugostopenjski zavarovalni posel, ki z dodatnim, zunanjim in prostorskim izravnavanjem nevarnosti prispeva k gospodarski varnosti (Pavliha, 2000, str. 329). Večina pravil, ki veljajo z zavarovalništvu, se nanaša tudi na pozavarovanje (Carter, 1979, str. 3). Pozavarovanje pomeni vertikalno delitev nevarnosti med zavarovalnico in pozavarovalnico. To pomeni, da se zagotovi ustvarjanje večjih nevarnostnih skupin in boljšo razpršitev rizikov v prostoru in času (Flis, 1995, str. 395).

Zavarovalnice imajo stopnjo lastnega izravnavanja nevarnosti določeno s tabelami maksimalnega kritja. Ta stopnja je odvisna od velikosti in razpršenosti zavarovalnega premoženja zavarovalnice, njene finančne moči in višine oblikovanih zavarovalno-tehničnih rezervacij. Delež nevarnosti, ki ga zavarovalnica izravna sama, se pri proporcionalnih pozavarovanjih imenuje samopridržaj ali lastni delež, pri neproporcionalnih pa prioriteta, ki je nekakšna odbitna franšiza pozavarovalnice. Tisti del rizikov, ki presegajo lastno izravnavo, zavarovalnica prenese na pozavarovalnico.

S tem, da pozavarovanje prevzame tudi del nevarnosti, zagotavlja zmogljivost, stabilnost poslovanja in finančno moč zavarovalnice oz. ustvari vertikalno izravnavanje nevarnosti. Potrebno je upoštevati tudi, da so zmogljivosti pozavarovalnice omejene in zato presežke nad njenimi sposobnostmi znova prenese na druge pozavarovalnice. Takšno povezovanje pozavarovanja se imenuje retrocesija. Pozavarovanje je torej vertikalno ustvarjanje gospodarske varnosti s ponovnim izravnavanjem gospodarskih nevarnosti (Pavliha, 2000, str. 322).

Zavarovalnice določijo zgornje meje, do katerih so pripravljene nositi tveganje pri posameznih policah in skupinah. Da bi kljub temu lahko v zavarovanje sprejele večje rizike, del teh in del premij cedirjo³ v pozavarovanje.

3. ZAVAROVALNIŠTVO V SLOVENIJI

S sprejemom novele Zakona o zavarovalništvu (ZZavar-B), 21. aprila 2004, je slovenski zavarovalni trg popolnoma usklajen z evropskimi direktivami. S takšno ureditvijo so se v Sloveniji po 1. maju na stežaj odprla vrata evropskim zavarovalnicam. Vsakdo bo namreč na slovenskem trgu lahko prodajal svoje zavarovalne produkte, zadoščala bo le prijava pri domačih nadzornih institucijah. Slovenski zavarovalniški trg se je sicer odprl že pred vstopom v EU, saj je k nam prišlo že precej tujih zavarovalnic, ki so prevzele nekoliko večji delež predvsem pri življenjskih zavarovanjih, pri drugih zavarovanjih pa manjšega. Z vstopom Slovenije v EU pričakujemo, da bodo v skladu z evropsko zakonodajo tuje zavarovalnice v Sloveniji ustanovljale svoje podružnice. Z liberalizacijo dostopa na trg se bosta povečali cenovna in kvalitetna konkurenčnost, z okrepitvijo standardov nadzora ter poostritvijo pravil poslovanja pa naj bi se povečala tudi varnost zavarovalniškega sektorja. Obenem se tudi slovenske zavarovalnice prilagajajo in postajajo bistveno bolj tržno naravnane. To pomeni predvsem, da postajajo bolj prijazne do zavarovancev ter da dajejo vse večji poudarek hitremu izplačevanju škod.

Slovenski zavarovalniški trg se v letu 2004, tudi po vstopu Slovenije v EU, ni pomembneje spremenil. Kljub velikemu zanimanju evropskih zavarovalnic za neposredno opravljanje

³ Cedirati – prenesti terjatev na drugo osebo

posla v Sloveniji je edino Wiener Staedtische odprla podružnico. Kljub temu pa obstajajo mnogi razlogi, ki govorijo v prid pojavu novih ponudnikov, to so predvsem: primerno razvita zavarovalniška kultura in okolje; majhen delež življenjskih zavarovanj v skupni bruto premiji predstavlja potencialne tržne možnosti; pomanjkljiva ponudba nekaterih zavarovanj, predvsem zavarovanj odgovornosti; hitro razvijajoča se zavarovalniška infrastruktura; nenazadnje pa bi lahko bila Slovenija most za prodor na trge držav jugovzhodne Evrope⁴ (Kaluža, 2004, str. 2). Na drugi strani pa obstajajo tudi razlogi, ki dajejo slutiti, da v kratkem ne bo prišlo do revolucionarnih sprememb na slovenskem zavarovalniškem trgu. Poleg tega pa lahko naštejemo naslednje dejavnike, ki govorijo v prid pojavu novih ponudnikov na slovenskem zavarovalnem trgu: sorazmerno dobra pokritost zavarovalniškega trga se še povečuje z novo bančno ponudbo zavarovalniških storitev, kar zmanjšuje prostor za nove ponudnike; pretežna usmerjenost zavarovancev na lokalne ponudnike zavarovanj, na kar kažejo tudi dosedanje evropske izkušnje; relativno nizke domače cene zavarovanj niso preveč vabljive za nove ponudnike in še vedno nekonsolidirano lastniško stanje v zavarovalništvu (Kaluža, 2004, str. 2).

Pričakujemo, da bomo tudi na področju zavarovalništva sledili evropskim direktivam, ki napovedujejo rast cen zavarovalnih storitev, in to predvsem na področju avtomobilskih zavarovanj, kjer je cena zavarovanja polnega kaska v Sloveniji trenutno pod povprečjem cen v državah EU. Prav tako se pričakuje večjo konkurenco predvsem na področju večjih poslovnih zavarovanj. Pri zavarovanju prebivalstva se nove konkurence zavarovalnice pretirano ne bojijo, saj bo morala vsaka tuja zavarovalnica, ki bo želela zavarovati fizične osebe, vzpostaviti tudi škodno infrastrukturo. Nekatere zavarovalnice vidijo možnosti za soočenje z Evropo v združevanju v večjo zavarovalniško skupino ali povezovanju z drugimi

⁴ Primerjava za leto 2001 pokaže, da znašajo neposredne zavarovalne premije okrog 5 % slovenskega BDP, nekoliko več, 6 % BDP, predstavlja promet z vrednostnimi papirji na borzi, medtem ko je povečanje bančnih vlog v letu 2003 znašalo 6,6 % BDP, torej 1,6-odstotne točke več, kot je bilo zbrane zavarovalne premije. Banke imajo precejšnjo prednost pred zavarovalnicami glede na obseg bančnih depozitov, ki je konec leta 2003 znašal nekaj nad 57 % BDP, v primerjavi z zavarovalnotehničnimi rezervacijami, ki so znašale 7,8 % BDP. Vendar je razlika manjša, če primerjamo kapital. Zavarovalnice so imela konec leta 2003 za 80 mrd SIT kapitala, to je 1,4 % BDP, medtem ko je obseg kapitala v bankah dosegel 7,3 % BDP. Primerjava bilančnih vsot obeh sektorjev pa spet kaže, da je bilančna vsota zavarovalnic z 9,2 % BDP, skoraj desetkrat manjša od bilančne vsote bank (Banka Slovenije, 2003b, str. 69). Primerjava zaposlenosti v bankah in zavarovalnicah pokaže, da je zaposlenost v bankah skozi celotno obdobje osamosvojene Slovenije stagniralo na okrog 10.000 zaposlenih, v zavarovalnicah pa je pomembno porasla. Med leti 1996 in 2000 je število zaposlenih v bankah poraslo za 6 % – na 10.900, v zavarovalnicah pa za 27 % – na 4.800 zaposlenih. Pri čemer so primerljivi depoziti v bankah porasli za 100 %, zavarovalne premije pa za 90 %. Medtem ko zaposleni v zavarovalnicah predstavljajo 44 % zaposlenih v bankah, je pri zavarovalnih premijah glede na bančne depozite razmerje pod 10 %, tako da je bila na ta način primerljiva produktivnost zavarovalnic petina produktivnosti bank. (Štiblar, 2004b, str. 72). Za primerjavo lahko vzamemo ZDA, kjer zavarovalnice upravljajo okoli 16-odstotni delež vseh sredstev v upravljanju različnih finančnih posrednikov (Briys, 2001, str. 43). V državah OECD pa je pomembnost zavarovalnic še večja, saj imajo v upravljanju okoli 33 % vseh sredstev v upravljanju.

posredniki finančnih storitev. S tem se bodo oblikovali močni stebri, ki bodo po velikosti in poslovno-tržni ponudbi lahko tekmovali z mednarodno ponudbo.

V Sloveniji negativnih nihanj, ki se pojavljajo na svetovnem zavarovalniškem trgu, zaenkrat ni občutiti. Zavarovalnice imajo dobre rezultate, zlasti zaradi velikega skoka vrednosti delnic v letu 2002. Za Slovenijo je bistveno, da povpraševanje po zavarovalniških storitvah raste hitreje od rasti družbenega bruto produkta in da premija narašča hitreje od rasti škod, tako da se zavarovalništvo ves čas krepi. Posledice terorističnega napada 11. septembra 2001 v New Yorku so vplivale na dvig pozavarovalnih premij ob istočasnem pritisku strank za znižanje premij. Stagnacija nekaterih evropskih in ameriških gospodarstev se na slovenskem zavarovalnem trgu do sedaj ni poznala, je pa znižanje bančnih obrestnih mer vplivalo na donosnost naložb predvsem pri življenjskih zavarovanjih.

V Sloveniji imamo štirinajst zavarovalnic in dve pozavarovalnici; v štirih je v večinskem ali pomembnem deležu prisoten tuj kapital. V povprečju je stopnja tujega lastništva v novih članicah EU zelo visoka (okoli 52 %), vendar pa obstajajo velike razlike. Prav Slovenija ima najnižjo stopnjo tujega lastništva (2 %), medtem ko je praktično celotno zavarovalništvo Slovaške v rokah tujcev (95 %) (Šker, 2004, str. 185). Obseg zbranih bruto zavarovalnih premij v Sloveniji znaša 5,1 % bruto domačega proizvoda, kar je manj od evropskega povprečja. Za slovenski zavarovalni trg je značilno, da je privatizacija v zaključni fazi, a ga je trenutno še 70 % v lasti države. Država je namreč lastnica tako naše največje zavarovalnice kot tudi pozavarovalnice, poleg tega pa je pomembna lastnica tudi v drugi največji zavarovalnici. V letu 2004 ni bilo večjih lastniških sprememb oziroma prevzemov v zavarovalništvu – sektor tako ostaja večinoma v državnem oziroma paradržavnem lastništvu.

Slovenski zavarovalniški trg je v prvih devetih mesecih leta 2004 zrasel za 11,8 %. Glavnino rasti trga so doprinesla življenjska zavarovanja, še posebej življenjska zavarovanja, vezana na enote investicijskih skladov (slovenski zavarovalniški trg se je v dveh letih v veliki meri obrnil iz trga tekoče premij konvencionalnih življenjskih zavarovanj v trg enkratnih premij zavarovanj, vezanih na enote investicijskih skladov). Prav tako se nadaljuje rast trga prostovoljnih pokojninskih zavarovanj. Po vključitvi javnih uslužbencev v sklad prostovoljnega pokojninskega zavarovanja Kapitalske Družbe je tako v Sloveniji prostovoljno pokojninsko zavarovanih že več kot 420.000 zaposlenih, kar predstavlja okoli 60 % aktivne populacije (Revija Kapital, 2004b).

Zaradi lažjega razumevanja pogojev, v katerih poslujejo slovenske zavarovalnice, bom v nadaljevanju predstavil pogoje gospodarjenja v Sloveniji ter kratko opisal dogajanje na slovenskem trgu kapitala. Analiziral bom tudi strukturo slovenskega zavarovalnega trga glede na vrste in osnovne oblike zavarovanj ter preučil rezultate in izbrane kazalce poslovanja slovenskih zavarovalnic. Na koncu poglavja pa bom osvetlil pogled na prihodnji razvoj slovenskega zavarovalniškega prostora.

3.1. Zakonodajni okvir slovenskih zavarovalnic/zavarovalništva

Osnovni zakon, ki ureja vprašanja zvezi z ustanavljanjem, poslovanjem, nadzorom in prenehanjem zavarovalnic, je Zakon o zavarovalništvu. Ta zavarovalnicam kot pomembni skupini nadenarnih finančnih institucij prinaša posebna pravila, pri čemer pa morajo zavarovalnice kot gospodarske družbe poslovati tudi v okviru zakonodaje, ki se uporablja za poslovanje gospodarskih družb na splošno. Zakoni, posebej pomembni za poslovanje zavarovalnic, so še: Zakon o obveznih zavarovanjih v prometu, ki med drugim ureja obvezno zavarovanje avtomobilske odgovornosti oziroma zavarovanje lastnika motornega vozila proti odgovornosti za škodo, povzročeno tretjim osebam; Zakon o zdravstvenem varstvu in zdravstvenem zavarovanju (ZZVZZ), ki zavarovalnicam omogoča izvajanje dopolnilnega zdravstvenega zavarovanja in Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1), ki ureja področje prostovoljnega pokojninskega zavarovanja.

3.1.1. Zakon o zavarovalništvu (ZZavar)

Za oblikovanje normativnih okvirov je bil prvi zavarovalniški zakon v samostojni Sloveniji sprejet leta 1994, drugi pa leta 2000 ter spremenjen oziroma dopolnjen v letu 2002 in 2004 (Ur. l. RS, št. 13/2000, 91/2000 – popr., 21/02, 29/03 – odločba US in 50/04). Slednji vključuje že vsa določila zavarovalniških direktiv EU in tako pomeni sprejem Acquisa na tem področju (Štiblar, 2004, str. 72). Določila o enotni licenci zavarovalnic in kontroli domačega nadzornega organa so bila sprejeta ob vključitvi Slovenije v EU, torej maja 2004.

3.1.2. Podzakonski predpisi, ki izhajajo iz Zakona o zavarovalništvu

V skladu z ZZavar je Agencija pooblaščen za sprejem podzakonskih predpisov na področju zavarovalništva. Na podlagi te določbe je Agencija pripravila in sprejela 20 podzakonskih predpisov. Po vsebini lahko podzakonske predpise razdelimo na štiri glavne podskupine:

Prvo podskupino sestavljajo podzakonski predpisi, ki določajo podrobna pravila za izpolnjevanje standardov glede previdnostnega poslovanja. Ti opredeljujejo:

- podrobnejša pravila za izračun minimalnega kapitala zavarovalnic;
- vrste in lastnosti kritnega premoženja;
- podrobnejša pravila in minimalne standarde za izračun zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- vrednotenje postavk sredstev in obveznosti zavarovalnice;
- način izračuna likvidnostnih količnikov;
- zahteve glede izračuna prilagojenih kapitalskih zahtev za nadrejene zavarovalnice;
- metodologijo za izračun lastnih deležev zavarovalnice v tabelah maksimalnega kritja.

Druga podskupina določa podrobna pravila za poročanje. Pogostost poročanja je odvisna od vrste poročila. Zavarovalnica mora vsako četrtletje izračunati, spremljati in poročati Agenciji o višini kapitala, kapitalskih zahtevah, kapitalski ustreznosti, višini zavarovalno-tehničnih

rezervacij, vrednosti, vrsti in razpršenosti kritnega premoženja in o zavarovalno-statističnih podatkih. Podzakonski predpisi, ki določajo pogoje za pridobitev in preizkus strokovnih znanj, potrebnih za opravljanje nalog pooblaščenega aktuarja, sestavljajo tretjo podskupino. Četrto podskupino pa sestavljajo podzakonski predpisi, ki določajo podrobnejše pogoje za pridobitev in preizkus strokovnih znanj, ki so potrebna za pridobitev dovoljenja za opravljanje poslov zavarovalnih zastopnikov oziroma posrednikov.

3.1.3. Zakon o obveznih zavarovanjih v prometu (ZOZP)

Zakon o obveznih zavarovanjih v prometu (Ur. l. RS, št. 70/94 in 67/02) ureja naslednja zavarovanja v prometu: zavarovanje potnikov v javnem prometu proti posledicam nesreče ter zavarovanje avtomobilske odgovornosti oz. zavarovanje lastnika vozila, zavarovanje lastnika zrakoplova ali druge letalne naprave in zavarovanje lastnika čolna proti odgovornosti za škodo, povzročeno tretjim osebam. Obvezno zavarovanje avtomobilske odgovornosti je v EU urejeno s posebnim sklopom direktiv, ki jim sledi tudi slovenski ZOZP. Z zadnjimi spremembami so usklajene tudi višine minimalnih zavarovalnih vsot za primer škode zaradi smrti, za primer telesnih poškodb in za primer prizadetega zdravja. Z vstopom v EU pa so začele veljati še nekatere pravice do neposrednega uveljavljanja zahtevkov za izplačilo škod in imenovanje pooblaščenecv za likvidacijo škodnih primerov.

3.1.4. Zakon o zdravstvenem zavarovanju in zdravstvenem varstvu (ZZVZZ)

Zakon o zdravstvenem varstvu in zdravstvenem zavarovanju (Ur. l. RS, 9/92, 13/93, 9/96, 29/96, 6/99, 99/01, 60/02 in 126/03) ureja sistem zdravstvenega varstva in zdravstvenega zavarovanja. Zdravstveno zavarovanje je obvezno in prostovoljno. Nosilec obveznega zdravstvenega zavarovanja je Zavod za zdravstveno zavarovanje Republike Slovenije; prostovoljno zdravstveno zavarovanje pa izvajajo zavarovalnice, ki so za to pridobile ustrezno dovoljenje. ZZVZZ v povezavi z določili 14. in 70. člena ZZavar zavarovalnicam omogoča izvajanje dopolnilnih zdravstvenih zavarovanj. V Sloveniji samo tri zavarovalnice ponujajo tovrstna zavarovanja. To so Triglav Zdravstvena, Adriatic in Vzajemna.

3.1.5. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1)

Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Ur. l. RS, št. 106/99, 72/00, 124/00, 109/01, 108/02 in 135/03) je uredil dodatno pokojninsko in invalidsko zavarovanje oseb, ki so vključene v obvezno zavarovanje. Prinesel je zaostrene pogoje obveznega pokojninskega zavarovanja in uvedel prostovoljno pokojninsko zavarovanje z davčnimi spodbudami. Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje predstavlja zbiranje denarnih sredstev na osebnih računih zavarovancev z namenom, da se jim ob dopolnitvi določene starosti ali v drugih primerih, določenih v pokojninskem načrtu (pravica do dodatne invalidske pokojnine, pravica do dodatne družinske pokojnine), zagotovijo dodatne pokojnine ali druge pravice. Izvajalci pokojninskih načrtov so lahko pokojninski skladi ali zavarovalnice, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov življenjskega zavarovanja po zakonu, ki ureja zavarovanje.

Pokojninski sklad se lahko ustanovi kot vzajemni pokojninski sklad ali kot pokojninska družba. Velik pomen ima ta zakon tudi za zavarovalnice, saj se na njegovi podlagi lahko zavarovalnice pojavljajo v vlogi izvajalk pokojninskih načrtov, v vlogi ustanoviteljic odprtih in zaprtih vzajemnih pokojninskih skladov in v vlogi možnih upravljavk premoženja vzajemnih pokojninskih skladov in pokojninskih družb.

Poleg zavarovalniške zakonodaje, ki je v prvi vrsti namenjena zaščiti zavarovancev, za nadzor nad zavarovalnicami in pozavarovalnicami v Sloveniji skrbi tudi Agencija za zavarovalni nadzor. Agencija je pristojna za pripravo in sprejem podzakonskih predpisov s področja zavarovalništva ter za dopolnjevanje in spreminjanje le-teh. Tudi v letu 2003 je zaradi potrebe po dopolnitvah pripravila in sprejela spremembe k nekaterim podzakonskim predpisom. Sodelovala je z Ministrstvom za finance tudi pri pripravi Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o zavarovalništvu (ZZavar-B), ki je začel veljati v začetku maja 2004.

3.2. Pogoji gospodarjenja v Sloveniji

Gospodarska rast se je v leto 2004 povišala rekordnih 4,6 % (glej tabelo 1) za leto 2005 pa napoved znaša na 3,9 %. Obe povišani napovedi temeljita na nespremenjenih napovedih mednarodnih gospodarskih gibanj in domače potrošnje ter na višji ravni izvoza kot še spomladi pričakovano. Ob okrevanju svetovnega gospodarstva ter postopnemu umirjanju domačega povpraševanja bo rast BDP do leta 2006 ostala na zelo podobni ravni.

Tabela 1: Najpomembnejši makroekonomski kazalci Slovenije v letih 2003 in 2004

Makroekonomski kazalci	2003	2004
Realna rast BDP	2,50 %	4,6 %
Inflacija	4,60 %	3,60 %
Rast EUR/SIT	2,70 %	1,30 %
Rast povprečne plače (11/11)	4,70 %	5,0 %
Registrirana nezaposlenost (ILO)	6,6 %	6,0 %
Proračunski deficit (v % BDP)	1,20 %	1,20 %*

Vir: Statistični urad Republike Slovenije, 2004.

V tranzicijskem obdobju 1992–2002 je imela Slovenija 2,8-krat višjo stopnjo gospodarske rasti od povprečne stopnje rasti v EU (15) (Štiblar, 2004b, str. 21). V letu 2004 je letna inflacija dosegla 3,2 %, povprečna letna inflacija pa 3,6 %. Gre za najnižje stopnje rasti cen v zadnjih letih. Enega glavnih razlogov za razmeroma dobro inflacijsko sliko gre iskati pri cenitvi skupine hrana in brezalkoholne pijače (– 1,1 %), ki pa je bila v skupni inflaciji nevtralizirana z relativno visoko rastjo cen storitev (v povprečju 4,9-odstotna rast v primerjavi z 2,5-odstotno rastjo cen blaga). Na podlagi dobrih gospodarskih gibanj in pričakovane konjunktore naj bi se stopnja brezposelnosti v naslednjih dveh letih zmanjševala. Prav tako se pričakuje zaostajanje rasti povprečne bruto plače za produktivnostjo dela in nadaljnje padanje inflacije (pričakovana povprečna inflacija v letu

2005 je 3,0 %). V napovedih je predpostavljeno, da bo evro v prihodnjih letih vreden 1,22 ameriškega dolarja. Pridobivanje vrednosti evra v primerjavi z ameriškim dolarjem leta 2003 se je v letu 2004 ustavilo in ustalilo na ravni okoli 1,22 EUR/USD.

Banka Slovenije je nadaljevala tudi z zniževanjem svojih obrestnih mer, kar je mogoče delno pripisati prilagajanju nižji inflaciji, deloma pa znižanju obrestnih mer Evropske centralne banke. Tako so se npr. lombardne obrestne mere v letu 2003 znižale za 3,25-odstotne točke, obrestne mere za 60-dnevne (275-dnevne) tolarske blagajniške zapise za 2,25 (2,75)-odstotne točke, obrestne mere repo poslov za 2,25-odstotne točke in obrestna mera za depozit čez noč za 1,5. V letu 2004 smo zabeležili tudi pričakovano okrepljeno rast zasebne potrošnje – 3,5 %. Rast temelji na za eno odstotno točko višji rasti razpoložljivega dohodka glede na leto 2003 in pričakovanem ponovnem zadolževanju prebivalstva. Okrepljena realna rast razpoložljivega dohodka gospodinjstev bo predvsem posledica hitrejše rasti zaposlenosti ter tudi sprostitve prve nacionalne stanovanjske varčevalne sheme.

3.3. Slovenski trg kapitala v letu 2004

Neoklasična finančna teorija temeljni na učinkovitosti trga kapitala. Učinkovitost lahko analiziramo z različnih vidikov, vendar je popoln trg kapitala učinkovit glede na vsakega izmed njih. Tako pravimo, da je alokacijsko, informacijsko in delovno učinkovit. Učinkoviti kapitalski trgi so tisti, ki s spreminjanjem obrestnih mer izenačujejo investicije in prihranke v ekonomiji. Da bi bila razporeditev prihrankov v narodnem gospodarstvu najboljša in trg kapitala alokacijsko učinkovit, mora biti dobro organiziran, naložbe, s katerimi se na njem trguje, morajo biti pravilno ovrednotene, investitorji morajo zaupati v trg, stroški kapitala pa morajo biti najnižji možni. Dejanski trgi niso popolni, vendar se lahko lastnostim popolnega približajo, če je njihova alokacijska učinkovitost ustrezna, če so informacijsko učinkoviti in če ne delajo z previsokimi stroški (Deželan, 1996, str. 5). V nadaljevanju pa je predstavljen slovenski trg kapitala v letu 2004.

Na slovenskem kapitalnem trgu so v letu 2004 lastniški vrednostni papirji postregli z višjim donosom od dolžniških. Za razliko od leta 2003 so tokrat delnice podjetij z borznega trga zabeležile višji donos (24,74 %, merjeno z indeksom SBI20, ob upoštevanju povprečnega dividendnega donosa pa znaša skupna donosnost indeksa SBI20 26,8 %) od delnic podjetij s prostega trga (22,15 %, merjeno z indeksom IPT). Donosi kljub temu zaostajajo za rekordnim letom 2002, in sicer so na prostem trgu v povprečju nižji za skoraj trikrat, v borzni kotaciji pa za več kot dvakrat. Delnice borzne kotacije in prostega trga sestavljajo pomemben delež naložb (pooblaščenih) investicijskih družb, zato so porasli tudi tečaji slednjih. Po evforiji iz leta 2002, ko je indeks PIX porasel za skoraj 72 %, se je tudi v tem segmentu rast tečajev umirila, a kljub temu dosegla visokih 33,85 %, kar je za 10,35-odstotnih točk več kot leta 2003. Višja rast indeksa PIX od indeksa SBI20 posredno nakazuje, da je v letu 2004 v povprečju prišlo do zmanjšanja diskontov investicijskih družb (Slovenski trg kapitala, 2004).

Skupna tržna kapitalizacija vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi je ob koncu leta 2004 znašala 3.050 mrd SIT, kar je za 24,9 % več kot ob koncu leta 2003. Delež celotne tržne kapitalizacije Ljubljanske borze v nominalnem BDP se je povečal za dobrih sedem odstotnih točk na 50,2 %, če upoštevamo le delnice, pa je porasel na 28,1 %. Število vseh vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, je ob koncu leta znašalo 254, kar je enako kot leta 2003.

Prilivi v vzajemne sklade so v letu 2004 znašali 81,2 mrd SIT in so bili več kot trikrat višji v primerjavi z letom 2003. Največ prilivov (57 %) je bilo v mešane vzajemne sklade. V delniške vzajemne sklade je bilo 35,7 % prilivov, v obvezniške pa 7 % vseh prilivov. Najvišji neto pritok denarnih sredstev v vzajemne sklade je bil v maju, ko je pritok znašal 8,4 mrd SIT. V decembru so bili prilivi v vzajemne sklade nekoliko nižji zaradi napovedi sprememb davčne zakonodaje. Od 1. 1. 2005 bodo morale fizične osebe ob prodaji točk vzajemnega sklada plačati davek na dividende in obresti, nabrane v vzajemnem skladu od začetka leta 2002 do trenutka prodaje (Slovenski trg kapitala, 2004).

Donosnost tolarških nominalnih državnih obveznic se je v preteklem letu zniževala in postopno približevala tisti, ki velja za države evro območja. Tako gibanje je bilo pričakovano, saj je tečaj EUR/SIT po vstopu Slovenije v ERM 2 relativno stabilen. V zadnjem četrletju je bila celo opazna rahla apreciacija tolarja, kar bi lahko v naslednjih mesecih pomenilo dodatno privlačnost za nakup teh obveznic s strani tujcev. Vendar v prihodnje ni za pričakovati, da bo centralna banka dopustila občutno apreciacijo tolarja, tudi v primeru prodaje kakšnega večjega podjetja tujcem, kar bi lahko predstavljalo določen pritisk na tolar. Pri obveznicah daljših ročnosti se pojavlja vprašanje, po kakšnem tečaju bodo tolarji, predvidoma v začetku leta 2007, spremenjeni v evre. Zaenkrat se pričakuje, da bo izstopni tečaj SIT/EUR podoben centralni pariteti oz. ne bo bistveno odstopal od nje, tj. 239,64 SIT za en evro. Razlika med slovenskimi in nemškimi desetletnimi obveznicami se je v zadnjem četrletju znižala in znaša okoli 0,4-odstotne točke. Pri krajših ročnostih je razlika nekoliko višja in znaša za dveletno obveznico približno 0,95-odstotne točke.

Obrestne mere na trgu zakladnih menic so se v zadnjem četrletju nekoliko znižale (za 15 osnovnih točk). V skladu s pričakovanji se je znižala celotna krivulja donosnosti, ki ostaja še naprej rahlo padajoča. Razlika med slovenskimi in nemškimi kratkoročnimi državnimi papirji se je tako znižala na 1,5-odstotne točke pri krajših ročnostih, medtem ko znaša ta razlika pri daljših ročnostih 1,3-odstotne točke. Nekoliko drugačna pa je slika na medbančnem depozitnem trgu, kjer so se obrestne mere pri daljših ročnostih celo nekoliko zvišale (4 osnovne točke). Kljub temu pa krivulja ostaja padajoča. Kot nam kažejo krivulje obrestnih mer denarnega trga, trg še naprej pričakuje zniževanje obrestnih mer. Veliko bo odvisno od spreminjanja obrestnih mer Banke Slovenije in dinamike konvergence njenih ključnih obrestnih mer proti evropskim (Slovenski trg kapitala, 2004). Glede na precejšnjo stabilnost tečaja in postopno nižanje inflacije bistvenih sprememb obrestnih mer ni pričakovati (Slovenski trg kapitala, 2004).

3.4. Struktura slovenskega zavarovalnega trga glede na vrste in osnovne oblike zavarovanj

Število zavarovalnih družb se je v Sloveniji od leta 1991 do 1997 podvojilo, nato pa stagniralo. Trend je podoben kot pri bančništvu. Bistvenega povečanja ni pričakovati niti v naslednjih letih, saj bo ob morebitnem prihodu še kakšnih tujih družb hkrati potekala notranja konsolidacija sektorja. V začetku so bile vse zavarovalnice kompozitne, specializirane pa so nastajale kot nove. Novi zakon o zavarovalništvu iz leta 2000 ne dovoljuje več ustanavljanja kompozitnih zavarovalnic, obstoječim pa dovoljuje dosedanje usmerjenost. Očitno se bo v naslednjih letih povečal delež specializiranih v primerjavi s kompozitnimi zavarovalnicami.

Razvitost zavarovalništva lahko dobro prikažemo z naslednjimi serijami podatkov (Štiblar, 2004a, str. 24):

1. realna rast bruto direktnih premij,
2. stopnja pogostosti (ang. density) kot znesek direktne bruto premije na prebivalca⁵,
3. stopnja ekonomske vsidranosti (ang. penetration) kot delež bruto premij v BDP⁶,
4. dohodkovna elastičnost zavarovalniških premij kot razmerje med stopnjo rasti premij in stopnjo rasti dohodka na prebivalca.

Tabela 2: Bruto obračunana premija slovenskih zavarovalnic in pozavarovalnic v letu 2004 (v 000 SIT)

Leto	Življenjska	Pozavarovanje	Neživljenjska	Pozavarovanje	Skupaj	Delež v BDP ⁷	Realna rast ⁸	Dohodkovna elastičnost
1991	779.644	2.345.310	10.739.155	-	11.518.799	3,30 %	-	-
1992	2.456.917	6.026.127	30.445.061	-	32.901.978	3,23 %	-1,90 %	1,369
1993	5.014.678	5.722.020	42.400.200	201	47.414.878	3,30 %	8,90 %	1,016
1994	9.031.034	7.355.605	53.931.371	580	62.962.405	3,41 %	10,60 %	1,022
1995	15.151.319	8.626.517	87.222.388	91.883	102.373.707	4,65 %	44,40 %	1,357
1996	20.127.028	9.757.399	101.688.385	73.024	121.815.413	4,85 %	8,50 %	1,04
1997	22.878.287	11.323.617	106.711.302	205.522	129.589.589	4,46 %	-2,50 %	0,933
1998	26.329.981	13.203.699	127.715.007	109.618	154.044.988	4,75 %	10,20 %	1,058
1999	30.906.487	17.590.451	140.474.823	213.404	171.381.310	4,71 %	4,90 %	1,001
2000	37.360.692	18.579.648	155.504.808	227.887	192.865.500	4,77 %	8,80 %	1,019
2001	49.147.919	21.481.527	180.881.855	207.735	230.029.774	5,04 %	10,20 %	1,065
2002	60.562.196	28.398.333	206.393.304	237.113	266.955.500	5,07 %	8,60 %	1,042
2003	71.329.712	32.714.694	226.872.738	235.387	298.202.450	5,26 %	6,10 %	-

Vir: Statistični bilten SZZ, 2004.

Podatki (glej tabelo 2) kažejo, da je bila povprečna realna stopnja rasti bruto premij v letih od 1992 do 2000 okoli 10 % letno, kar je precej več, kot je povprečje v svetu, kjer v zadnjih

⁵ Stopnja pogostosti predstavlja zbrano zavarovalno premijo na prebivalca.

⁶ Stopnja ekonomske vsidranosti predstavlja delež zbrane zavarovalne premije v primerjavi z BDP.

⁷ Predstavlja delež bruto obračunanih premij slovenskih zavarovalnic in pozavarovalnic v bruto družbenem proizvodu Slovenije.

⁸ Realna stopnja rasti bruto obračunanih premij slovenskih zavarovalnic in pozavarovalnic.

desetih letih znaša 4 %. Delež bruto premije v BPD se konstantno povečuje in je od 3,3 % leta 1991 porasel do leta 2003 na 5,26 %. Še vedno smo precej pod povprečjem razvitih držav, saj je povprečje EU (15) 8 %, povprečje držav članic OECD pa znaša 8,6 %.

Dohodkovna elastičnost premij v opazovanem časovnem obdobju v Sloveniji precej niha, vendar je v povprečju v zadnjih 11-ih letih znašala 1,09. To pomeni, da gre pri premiji za po kakovosti boljšo storitev, kar se ujema z napovedjo, da imajo države z dohodkom na prebivalca od 300 USD do 30.000 USD dohodkovno elastičnost večjo od 1 (Štiblar, 2004b, str. 73). Če podatke o zbrani premiji delimo s številom prebivalstva, dobimo podatek o povprečni vplačani bruto premiji na prebivalca.

Izdatki za zavarovanje na osebo so v letu 2003 v Sloveniji v povprečju znašali 639 EUR (glej tabelo 3), kar je zelo malo v primerjavi z vodilnimi zavarovalniškimi državami (npr. Švica 4.988 EUR), povprečje EU(15) pa je za 2.109 EUR v letu 2003, 3,3-krat večje od slovenskega. Kljub temu pa smo glede na ta kazalec na drugem mestu, takoj za Ciprom, med novimi članicami EU, kljub majhnosti države in delovanju ekonomije obsega (Štiblar, 2004a. str. 20). Prav tako precej zaostajamo s povprečno zbrano premijo na zaposlenega v zavarovalništvu, saj v Sloveniji znaša 230.995 EUR, povprečje EU(15) pa je 913.574 EUR ali štirikrat več.

Tabela 3: Bruto premija na prebivalca in premija na zaposlenega v zavarovalništvu izbranih evropskih držav v letu 2003 (v EUR)

Država	Izdatki za zavarovanje na osebo	Premija na delavca v zavar.
Švica	4.988	754.511
Avstrija	1.558	506.665
EU(15)	2.109	913.574
Portugalska	808	722.014
Slovenija	639	230.955
Grčija	263	340.526
Hrvaška	165	132.302
Turčija	31	228.930

Vir: Statistični bilten SZZ, 2004.

Med zavarovalnimi vrstami je razdelitev bruto premij zelo značilna. V zavarovanju prevladuje zdravstveno zavarovanje z 69,4 mrd SIT (v Sloveniji spada med neživiljenjsko zavarovanje), sledijo avtomobilska zavarovanja (kasko zavarovanje ne dosega niti polovice obveznega zavarovanja), nato sledijo premoženjska zavarovanja (požarna zavarovanja in druga zavarovanja premoženja), nato sledi kasko zavarovanja, nezgodno zavarovanje, kreditno zavarovanje, zavarovanje prevoza blaga, kavcijsko zavarovanje in zavarovanje različnih finančnih izgub ter na koncu še zavarovanje stroškov postopka in zavarovanje pomoči.

Največ odškodnin v absolutnem znesku med zavarovalnimi vrstami (glej tabelo 4) je bilo v letu 2003 izplačanih v kategoriji zdravstvenih zavarovanj (57,66 mrd SIT), sledijo pa ostale

zavarovalne vrste v istem vrstnem redu kot velja pri zbrani zavarovalni premiji vse do zavarovanja stroškov postopka in zavarovanje pomoči (0,04 mrd SIT). Relativno pa je bilo največ odškodnin prav tako izplačanih v kategoriji zdravstvenih zavarovanj – 83,08 %, sledijo kreditna zavarovanja – 81,97 %, kasko zavarovanja – 79,93 % ter tako naprej (glej tabelo 4). Skupen škodni rezultat po vseh zavarovalnih vrstah v letu 2003 pa znaša 62,07 %.

Tabela 4: Kosmate zavarovalne premije in odškodnine po zavarovalnih vrstah v leta 2003 (v mrd SIT)

Zavarovalne vrste	Premije	Odškodnine	Škodni rezultat⁹
Zavarovanje stroškov postopka in zavarovanje pomoči	0,43	0,04	9,30 %
Kavcijsko zavar. in zavarovanje razl. finančnih izgub	1,13	0,38	33,63 %
Zavarovanje prevoza blaga	1,48	0,74	50,00 %
Kreditno zavarovanje	6,10	5,00	81,97 %
Nezgodno zavarovanje	20,80	12,80	61,54 %
Kasko zavarovanja	28,90	23,10	79,93 %
Premoženjska zavarovanja	31,20	18,50	59,29 %
Zavarovanja odgovornosti – avtomobili	67,30	40,10	59,58 %
Zdravstveno zavarovanje	69,40	57,66	83,08 %
Življenjska zavarovanja	71,33	26,70	37,43 %
Skupaj	298,07	185,02	62,07 %

Vir: Statistični bilten SZZ, 2004 in lastni izračuni.

Zavarovalnice so v letu 2003 sklenile 1.745.648 polic, s katerimi so zavarovale 8.973.459 »zavarovancev« za nevarnosti iz zavarovalne vrste nezgodnih zavarovanj. Število polic se je glede na leto 2002 povečalo za 18 %, število zavarovancev pa za 31 %. K celotnemu številu zavarovancev sta največ prispevali skupinsko nezgodno zavarovanje gostov, obiskovalcev in turistov s 4.005.540 zavarovanci in nezgodno zavarovanje oseb v motornih vozilih in pri opravljanju posebnih dejavnosti z 1.914.211 zavarovanci. Zavarovalnice so s tema dvema oblikama zavarovanja zavarovale 66 % vseh zavarovancev iz zavarovalne vrste nezgodnih zavarovanj. Največji porast števila zavarovancev glede na preteklo leto beležijo vsa druga nezgodna zavarovanja (povečanje za 416 %) in skupinsko nezgodno zavarovanje potrošnikov, naročnikov ipd., kjer se je število zavarovancev glede na preteklo leto povečalo za 402 %. V primerjavi s preteklim letom se je število zavarovancev zmanjšalo v skupini zavarovanje lastnika vozila in voznika za telesne poškodbe (AO plus), in sicer za 12 odstotnih točk.

V zavarovalni vrsti zdravstvenih zavarovanj je bilo v letu 2003 sklenjeno 1.404.040 polic, ki so zavarovale 1.666.381 zavarovancev. To je za 3 % več polic in za 5 % več zavarovanih oseb glede na preteklo leto. Dopolnilno zdravstveno zavarovanje v letu 2003 predstavlja kar 90 % polic oziroma 84 % zavarovanih oseb v zavarovalni vrsti zdravstvenih zavarovanj. Število polic in število zavarovancev dopolnilnega zdravstvenega zavarovanja se je v letu

⁹ Kazalec izračunamo tako, da podatek o odškodninah delimo s podatkom o premiji in pomnožimo s 100.

2003 glede na preteklo povečalo leto za 2 %. V letu 2003 se je število polic in število zavarovancev povečalo tudi za druga zdravstvena zavarovanja, in sicer število polic za 24 % in število zavarovancev za 32 %, pri obveznem zdravstvenem zavarovanju oseb, ki so po zakonu iz OZZ izključene, pa se je število zavarovancev povečalo za 98 %. Pri vseh ostalih zavarovalnih vrstah zdravstvenega zavarovanja se je število polic in zavarovancev zmanjšalo.

Število polic, ki so bile sklenjene v letu 2003 v zavarovalni vrsti življenjskih zavarovanj, znaša 665.792; te police so zavarovale 739.003 zavarovancev. Število polic za to zavarovanje se je v letu 2003 glede na preteklo leto povečalo za 19 %, število zavarovanih oseb pa za 14 %. Najobsežnejši del te zavarovalne vrste predstavljajo zavarovanja za smrt in doživetje oziroma mešana življenjska zavarovanja.

Zavarovalnice, ki opravljajo posle v skupini življenjskih zavarovanj, lahko k življenjskim zavarovanjem sklepajo tudi dodatna zavarovanja, kot so zavarovanje invalidnosti zaradi nezgode ali bolezni, zavarovanje smrti zaradi nezgode ter zavarovanje za primer poškodbe, vključno z zavarovanjem nesposobnosti opravljanja poklica zaradi poškodbe. Zavarovalnice štejejo prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje kot zavarovanje s kapitalizacijo izplačil. V okviru teh zavarovanj je v letu 2003 glede na preteklo leto število polic in število zavarovancev poraslo za 8 % (Letno poročilo AZN, 2003).

3.5. Struktura slovenskega zavarovalnega trga glede na tržne deleže zavarovalnic

Tržni deleži zavarovalnic in pozavarovalnic, so objavljeni v mnogih publikacijah. Težava je v tem, da so podatki računani iz različnih osnov in so zato podatki medsebojno težko primerljivi. Da bi podatke o tržnih deležih slovenskih zavarovalnic in pozavarovalnic predstavil čim bolj pregledno sem se odločil, da primerjam tržne deleže slovenskih zavarovalnic glede na bruto obračunano premijo v letu 2003.

Prvo mesto med vsemi družbami na slovenskem zavarovalnem trgu (glej tabelo 5) je obdržala Zavarovalnica Triglav s tržnim deležem 42,53 %. Druga največja zavarovalnica Vzajemna je imela leta 2003 19,85-odstotni tržni delež, tretja največja zavarovalna družba na slovenskem trgu Zavarovalnica Maribor, pa je leta 2002 svoj delež celo povečala na 13,27 %. Zavarovalnice s tujim kapitalom (Grawe, Merkur, Generali in NLB Vita) so od leta 2003 povečale skupni tržni delež na 6,57 %. Glede na tržni delež življenjskih zavarovanj (brez premije prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj) so na prvih treh mestih (glej tabelo 5) zavarovalnice Triglav 49,88 %, Maribor 17,7 % in Merkur (9,22 %). Vsem trem in tudi nekaterim drugim življenjskim zavarovalnicam se je tržni delež pri življenjskih zavarovanjih zmanjšal na račun prihoda nove življenjske zavarovalnice NLB Vita, ki se je v tej skupini takoj povzpela na 6. mesto s tržnim deležem 3,79 %.

Tabela 5: Tržni deleži zavarovalnic glede na bruto obračunane premije v letu 2003 (v %)

Zavarovalnice	Vrsta zavarovanj v %		
	premoženjska	življenjska	vsa
TRIGLAV, zdravstvena	-	0,00	0,00
Krekova	0,02	0,04	0,02
NLB Vita	0,06	3,79	0,84
Generali	1,19	3,88	1,76
Grawe	0,63	6,38	1,84
Merkur	0,47	9,22	2,31
Tilia	3,21	1,12	2,77
Slovenica	4,91	4,84	4,89
Adriatic	11,72	3,15	9,91
Maribor	12,09	17,70	13,27
Vzajemna	25,15	-	19,85
Triglav	40,57	49,88	42,53
SKUPAJ	100,0	100,0	100,0

Vir: Statistični bilten SZZ, str. 16.

Pri tržnih deležih neživljenjskih zavarovanj (glej tabelo 5) pa so na prvih treh mestih Triglav 40,57 %, Vzajemna 25,15 %, Maribor 12,09 % in Adriatic 11,72 %. Če bi kot posebno kategorijo predstavil zdravstvena zavarovanja, v katerih sodelujejo le tri zavarovalnice, je daleč največ premij zbrala Vzajemna – 81,7 % nato pa Adriatic – 17,8 %, Triglav zdravstvena pa je zbrala minimalno vsoto premij in še ni pomemben igralec na trgu.

Tabela 6: Tržni deleži pozavarovalnic glede na bruto obračunane premije v letu 2003 (v %)

Pozavarovalnice	Vrsta zavarovanj v %		
	premoženjska	življenjska	vsa
Triglav RE	44,43	32,49	44,35
Sava	55,57	67,51	55,65
SKUPAJ	100,0	100,0	100,0

Vir: Statistični bilten SZZ, str. 16.

Na področju pozavarovanja (glej tabelo 6) delujeta v Sloveniji le dve družbi, ki sta v letu 2003 zbrali cca. 33 mrd bruto obračunanih premij. Triglav RE ima tržni delež 44,35 %, Sava pa 55,65 %. Na področju premoženjskih zavarovanj je tržni delež Save 55,57 %, Triglav RE pa 44,43 %, na področju življenjskih zavarovanj pa je tržni delež Save 67,51 %, ostalo, 32,49 %, pa pripada Triglavu RE.

3.6. Analiza poslovanja slovenskih zavarovalnic

V nadaljevanju bom podrobneje analiziral poslovanje slovenskih zavarovalnic v letu 2003. Najprej bom analiziral izkaz poslovnega izida slovenskih zavarovalnic in bruto bilanco

slovenskih zavarovalnic, sledila bo analiza izbranih kazalcev poslovanja slovenskih zavarovalnic in pozavarovalnic ter stanje zavarovalno-tehničnih rezervacij slovenskih zavarovalnic. Na koncu pa še analiza naložb kritnega premoženja in kritnih skladov ter pregled kapitalske ustreznosti slovenskih zavarovalnic.

Tabela 7: Statistični podatki iz izkaza poslovnega izida slovenskih zavarovalnic za leto 2003: zbirnik zavarovalnic (v 000 SIT)

Postavke	2003	2002
D. IZRAČUN ČISTEGA IZIDA IZ REDNEGA DELOVANJA		
I. IZID IZ PREMOŽENJSKIH ZAVAROVANJ, RAZEN ZDRAVSTVENIH ZAVAROVANJ (A X.)	669.173	1.625.232
II. IZID IZ ŽIVLJENJSKIH ZAVAROVANJ (B XIII.)	10.185.332	22.199.122
III. IZID IZ ZDRAVSTVENIH ZAVAROVANJ (C XIII.)	2.070.040	3.530.174
IV. PRIHODKI OD NALOŽB	38.923.169	72.779.830
V. RAZPOREJEN DONOS NALOŽB, PRENESEN IZ IZKAZA IZIDA IZ ŽIVLJ. ZAVAR. (B XII.)	281.271	380.447
VI. RAZPOREJEN DONOS NALOŽB, PRENESEN IZ IZKAZA IZIDA IZ ZDRAVSTVENIH ZAVAROVANJ (C XII.)	286.598	169.096
VII. ODHODKI NALOŽB	12.780.389	26.531.861
VIII. RAZPOREJEN DONOS NALOŽB, PRENESEN V IZKAZ IZIDA IZ PREMOŽ. ZAV., RAZEN ZDRAV. Z. (A II.)	13.662.295	16.650.135
IX. DRUGI PRIHODKI IZ REDNEGA DELOVANJA	1.716.283	1.273.108
X. DRUGI ODHODKI IZ REDNEGA DELOVANJA	3.546.502	3.775.656
XI. DAVEK OD DOBIČKA IZ REDNEGA DELOVANJA	4.324	2.019
XII. ČISTI POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA (I+II+III+IV+V+VI-VII-VIII+IX-X-XI)	14.987.995	29.047.911
E. IZKAZ IZIDA ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA		
I. IZREDNI PRIHODKI	575.378	843.502
II. IZREDNI ODHODKI	7.735.728	12.232.021
III. POSLOVNI IZID ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA	-7.167.467	-11.390.940
1. iz premoženjskih zavarovanj, razen zdravstvenih zavarovanj	-728.544	359.054
2. iz življenjskih zavarovanj	-6.469.585	-11.775.967
3. iz zdravstvenih zavarovanj	30.662	25.973
F. DAVEK IZ DOBIČKA ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA	2.007.067	2.298.570
G. DRUGI DAVKI, KI NISO IZKAZANI V DRUGIH POSTAVKAH	0	0
H. ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	5.813.461	15.358.401

Vir: Statistični bilten SZZ, str. 19.

Zavarovalnice so v poslovnem letu 2003 izkazale skupaj 5,8 mrd čistega dobička (glej tabelo 7)¹⁰, medtem ko so v letu 2002 ustvarile 15,3 mrd SIT čistega dobička. V vseh treh osnovnih oblikah zavarovanj, to je v življenjskih, zdravstvenih in premoženjskih zavarovanjih, razen v zdravstvenih, so dosegle pozitiven zavarovalno-tehnični izid. Negativni čisti poslovni izid je v letu 2003 izkazalo pet zavarovalnic v skupni višini 2,8 mrd SIT, v letu 2002 pa so imele negativen poslovni izid tri zavarovalnice v skupni višini 0,9 mrd SIT.

Čisti dobiček iz rednega delovanja je v letu 2003 znašal 15 mrd SIT (glej tabelo 7) v letu 2002 pa 29 mrd SIT. To je predvsem posledica zmanjšanja prihodkov iz naložb, ki so v letu 2003 znašali 39 mrd SIT, v letu 2002 pa kar 73 mrd SIT. V tej kategoriji so se predvsem zmanjšali drugi prihodki od naložb iz 450 mrd SIT v letu 2002 na 11 mrd SIT v letu 2003, kamor uvrščamo prevrednotovalne finančne prihodke. Izkaz izida zunaj rednega delovanja pa se je v primerjavi z letom 2002 (-11 mrd SIT) popravil in v letu 2003 znaša (-7 mrd SIT). Tak rezultat je predvsem posledica zmanjšanja izrednih odhodkov iz življenjskih zavarovanj.

¹⁰ Celoten izkaz poslovnega izida slovenskih zavarovalnic za leto 2003 se nahaja v prilogi 7.

Bilančna vsota zavarovalnic je v letu 2003 v primerjavi s predhodnim letom porasla za 139.254 mrd SIT (glej tabelo 8) oziroma za 18 %. Na strani sredstev so najbolj porasle naložbe v korist življenjskih zavarovancev, ki prevzemajo naložbeno tveganje (za 1530 %) in dana posojila, zavarovana z zastavno pravico (za 337 %). To si lahko razlagamo z dejstvom, da so tovrstna zavarovanja v Sloveniji trenutno v porastu, kar lahko pripišemo aktivnemu trženju tovrstnih zavarovanj, še posebej zavarovanj, pri katerih zavarovanec prevzema naložbeno tveganje. Porasli sta tudi postavki druge finančne naložbe (za 19 %) in finančne naložbe v podjetjih v skupini in v pridruženih podjetjih (za 8 %). Velik porast (30 %) so zabeležile tudi kratkoročne aktivne časovne razmejitve. Delež finančnih naložb v vseh sredstvih je na dan 31. 12. 2003 znašal 84 %.

Tabela 8: Statistični podatki iz bilance stanja na dan 31. 12. 2003 – zbirnik zavarovalnic (v mio SIT)

Postavke	2003			2002
	ŽIVLJ.	NEŽIVLJ.	SKUPAJ	SKUPAJ
SREDSTVA (od A do F)	478.039	425.341	901.769	762.515
A. NEOPREDMETENA DOLGOROČNA SREDSTVA	384	3.359	3.742	2.360
B. NALOŽBE V ZEMLJIŠČA IN ZGRADBE TER FINANČNE NALOŽBE	456.832	364.837	821.670	699.420
I. ZEMLJIŠČA IN ZGRADBE	2.989	33.596	36.585	35.560
II. FINANČNE NAL. V PODJETJIH V SKUPINI IN V PRIDR. PODJ.	5.086	22.711	27.797	25.776
III. DRUGE FINANČNE NALOŽBE	448.758	308.530	757.288	638.084
1. Dolgoročne finančne naložbe	410.060	147.161	557.221	473.687
1.1. Delnice in drugi VP s spremenljivim donosom ter kuponi v vzajemnih skladih in udeležbe v ostalih skladih	6.030	7.258	13.287	10.863
1.2. Dolžniški vrednostni papirji in drugi VP s stalnim donosom	150.888	100.665	251.553	189.102
1.3. Deleži v investicijskih skladih	193.127	440	193.567	169.735
1.4. Dana hipotekarna posojila	231	1.400	1.631	2.197
1.5. Dana posojila, zavarovana z zastavno pravico	0	918	918	210
1.6. Druga dana posojila	416	15.286	15.703	11.376
1.7. Depoziti pri bankah	25.840	20.152	45.991	50.728
1.8. Ostale finančne naložbe	33.528	1.043	34.571	39.476
2. Kratkoročne finančne naložbe	38.698	161.369	200.067	164.397
2.1. Delnice in deleži, kupljeni za prodajo	6.593	21.726	28.319	24.011
2.2. VP, kupljeni za prodajo oz. s preostalo dospelostjo do enega leta	8.166	17.586	25.752	29.323
2.3. Dana kratkoročna posojila	638	95.316	95.954	77.721
2.4. Kratkoročni depoziti pri bankah	13.983	26.625	40.608	27.738
2.5. Druge kratkoročne finančne naložbe	9.319	116	9.435	5.605
C. NALOŽBE V KORIST ŽIVLJ. ZAVAROVALCEV, KI PREVZEMAJO NALOŽBENO TVEGANJE	3.952	0	3.952	242
D. TERJATVE	10.449	42.017	50.855	39.889
E. RAZNA SREDSTVA	764	9.110	9.873	11.627
F. AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	5.659	6.018	11.677	8.977
G. ZUNAJBILANČNA EVIDENCA	11.201	17.546	28.747	31.891
	0	0	0	0
OBVEZNOSTI (od A do H)	478.039	425.342	901.874	762.517
A. KAPITAL	254.526	76.212	330.738	290.167
B. PODREJENE OBVEZNOSTI	0	11.240	11.240	2.795
C. ČISTE ZAVAROVALNO-TEHNIČNE REZERVACIJE	205.476	214.693	420.169	367.208
D. ČISTE ZAVAR.-TEHNIČNE REZERVACIJE V KORIST ŽIVLJ. ZAVAROVALCEV, KI PREVZEMAJO NALOŽBENO TVEGANJE	3.855	0	3.855	211
E. REZERVACIJE ZA DRUGE NEVARNOSTI IN STROŠKE	1.490	7.906	9.396	8.060
F. OBVEZNOSTI ZA FINANČNE NALOŽBE POZAVAROVALTELJEV IZ NASLOVA POZAVAROVALNIH POGODB PRI CEDENTIH	1.855	544	2.399	1.339
G. DRUGE OBVEZNOSTI	9.481	112.402	120.376	90.050
H. PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	1.356	2.345	3.701	2.687
I. ZUNAJBILANČNA EVIDENCA	16.363	47.643	64.007	58.732

Vir: Statistični bilten SZZ, str. 18.

Na strani virov sredstev zasledimo porast kapitala za 40,5 mrd SIT, kar predstavlja porast za 14 %. Na porast je v največji meri vplival posebni prevrednotovalni popravek kapitala iz naslova okrepitev sredstev ter ugoden čisti poslovni izid in preneseni dobiček preteklih let.

Zanimiva je tudi primerjava bilančne vsote ter posameznih postavk bilance stanja zavarovalnic za življenjska in za premoženjska zavarovanja. Bilančna vsota za življenjska zavarovanja predstavlja na dan 31. 12. 2003 že 53 % (glej tabelo 8)¹¹ celotne bilančne vsote slovenskih zavarovalnic. Na tako visoko bilančno vsoto življenjskih zavarovanj vplivajo predvsem finančne naložbe. Le-te znašajo pri življenjskih zavarovanjih 488 mrd SIT in predstavljajo že 94 % bilančne vsote življenjskih zavarovanj, medtem ko s 308 mrd SIT dosegajo pri premoženjskih zavarovanjih samo 73 % bilančne vsote. Največ sredstev je bilo vloženih v dolgoročne finančne naložbe (67,8 %), med njimi največ v vrednostne papirje s stalnim donosom in v investicijske sklade.

Kratkoročnim naložbam so zavarovalnice namenile 24,3 % vseh sredstev, največ v obliki danih posojil. Nasprotna pa je slika pri naložbah v zemljišča in zgradbe. Največji del teh naložb, med katerimi so tudi naložbe v zemljišča in zgradbe za zavarovalno dejavnost, se, kot lahko vidimo v tabeli 8, financira iz premoženjskih zavarovanj, kjer tovrstne naložbe predstavljajo 8 % bilančne vsote, v življenjskih zavarovanjih pa le 1 %.

Razmerja med sredstvi življenjskih in premoženjskih zavarovanj so odraz razmerij na strani obveznosti do virov v bilancah stanja zavarovalnic. Čiste tehnične rezervacije predstavljajo v premoženjskih zavarovanjih 50 %, v življenjskih zavarovanjih pa 43 % bilančne vsote. Drugačna pa je slika pri deležu kapitala med vsemi obveznostmi do virov, ki pri premoženjskih zavarovanjih dosega 18 %, pri življenjskih zavarovanjih pa 53 %. To med drugim dokazuje, da zavarovalnice večji del naložb v zemljišča in zgradbe za zavarovalno dejavnost financirajo s kapitalom iz premoženjskih zavarovanj. Rezultate uspešnosti poslovanja ne samo zavarovalnic temveč tudi ostalih gospodarskih družb je najlažje meriti in spremljati s kazalci poslovanja. Seveda je potrebno kazalce, s katerimi merimo uspešnost poslovanja, predhodno preučiti in izbrati tiste, ki so najbolj ustrezni.

Tabela 9: Kazalci poslovanja slovenskih zavarovalnic in pozavarovalnic v letih 2002 in 2003 (v %)

Izbrani kazalci poslovanja	Zavarovalnice		Pozavarovalnice	
	2002	2003	2002	2003
Delež čistih odh. za škode v čistih prihodkih od zavar. premij	69	76	93	77
Delež obratovalnih stroškov v obračunani kosmati premiji	22	21	10	16
Koeficient nalaganja oz. pokritosti matem. rezervacij z nal.	112	121	0	0
Koef. nalaganja oz. pokritosti drugih zavar.-tehn. rezerv. z nal.	104	110	100	108
Delež kapitala v obveznostih do virov sredstev	15	15	25	27
Čista donosnost kapitala	19	7	12	14
Delež čiste v kosmati obračunani zavarovalni premiji	87	87	52	64

Vir: Letno poročilo AZN 2003, str. 17.

V tabeli 9 je prikazanih nekaj izbranih kazalcev, ki so tipični za analizo uspešnosti poslovanja zavarovalnic in pozavarovalnic. Izračunano vrednost izbranih kazalcev za leto

¹¹ Celotna bilanca stanja slovenskih zavarovalnic za leto 2003 se nahaja v prilogi 8.

2003 bom primerjal z vrednostmi teh kazalcev v letu 2002 in na tej osnovi naredil primerjavo rezultatov uspešnosti poslovanja zavarovalnic in pozavarovalnic .

Razmerje med čistimi odhodki za škode in čistimi prihodki od zavarovalnih premij se je pri zavarovalnicah v primerjavi s predhodnim letom poslabšalo. To gre predpisati predvsem dejstvu, da se je to razmerje posebej poslabšalo pri življenjskih zavarovanjih. Obratno je pri pozavarovalnicah, kjer se je razmerje izboljšalo.

Delež obratovalnih stroškov v obračunani premiji se je glede na leto 2002 v zavarovalnicah zmanjšal. V pozavarovalnicah pa je slika prav nasprotna, obratovalni stroški so se povečali bolj kot pa je porasla zavarovalna premija.

Koeficient nalaganja oz. pokritosti rezervacij z naložbami prikazuje razmerje med finančnimi naložbami iz naslova rezervacij in oblikovanimi rezervacijami. Pokritost rezervacij z ustreznimi naložbami mora biti najmanj 100 %. Tako je omenjeni koeficient za matematične rezervacije znašal 121 % (porast za devet odstotnih točk v primerjavi z letom 2002), koeficient nalaganja oz. pokritosti drugih zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbami pa je v letu 2003 za zavarovalnice znašal 110 %, kar kaže na to, da zavarovalnice hitro izboljšujejo pokritost zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbami. Ta je deloma tudi posledica razširitve vrst naložb kot naložb kritnega premoženja, povezanih s priznavanjem obračunanih obresti od določenih naložb in dela terjatev za zavarovalno premijo pri izpolnjevanju zahtevane pokritosti zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbami. Omenjeni koeficient je za pozavarovalnice v letu 2003 znašal 108 % (izboljšanje v primerjavi z letom 2002 za 8 odstotnih točk).

Delež kapitala, ki kaže stopnjo udeležbe lastniškega kapitala v vseh obveznostih, je za zavarovalnice ostal na enaki ravni (15 %), za pozavarovalnice pa se je povišal (s 25 % v letu 2002 na 27 % v letu 2003).

Kazalec donosnosti kapitala se izračunava kot razmerje med čistim dobičkom in povprečnim stanjem kapitala. Ta kazalec je bil za zavarovalnice v letu 2003 nižji kot v predhodnem letu, kar je posledica tega, da se je pri večjem kapitalu v letu 2003 znižal tudi čisti dobiček. Kazalec pa se je izboljšal pri pozavarovalnicah.

Delež čiste v kosmati obračunani zavarovalni premiji (to je odstotek zavarovanja samopridržaja) se za zavarovalnice ni spremenil (87 %), medtem ko se je za pozavarovalnice povečal z 52 % v letu 2002 na 64 % v letu 2003. To kaže, da se je delež retrocesije v pozavarovalnicah zmanjšal v primerjavi z letom 2002, kar je odraz večje kapitalske moči naših pozavarovalnic.

ZZavar v 113. členu določa, da mora zavarovalnica v zvezi z vsemi zavarovalnimi posli, ki jih opravlja, oblikovati ustrezne zavarovalno-tehnične rezervacije, namenjene kritju izgub zaradi tveganja, ki izhaja iz zavarovalnih poslov, ki jih opravlja. Zavarovalno-tehnične

rezervacije morajo biti vedno oblikovane v višini, ki zadošča za kritje vseh obveznosti iz zavarovalnih pogodb, ki jih lahko predvidimo.

Ob pregledu podatkov lahko ugotovimo, da so zavarovalnice in pozavarovalnice na dan 31. 12. 2003 oblikovale čiste zavarovalno-tehnične rezervacije v višini 424 mrd SIT, kar je za 15 % več kot leto poprej.

Rezervacije za prenosne premije se zavarovalnice in pozavarovalnice oblikujejo za vsako pogodbo posebej, razen v primeru, ko verjetnost nastanka škode ni enakomerno porazdeljena med trajanjem pogodbe ali v primeru spremembe v višini zavarovalnega kritja v času trajanja zavarovanja. Rezervacije za prenosne premije so zmanjšane za stroške pridobivanja zavarovanj. Rezervacije za čiste prenosne premije so se v letu 2003 zavarovalnicah v primerjavi s preteklim letom povečale za 11 %.

Zavarovalnice oblikujejo matematične rezervacije v višini sedanje vrednosti ocenjenih bodočih obveznosti zavarovalnice, zmanjšanih za ocenjeno sedanjo vrednost bodočih premij, ki bodo vplačane na podlagi sklenjenih zavarovanj. Čiste matematične rezervacije zavarovalnic so se v letu 2003 v primerjavi s predhodnim letom povečale za 20 %. Pozavarovalnice niso oblikovale matematičnih rezervacij.

Škodne rezervacije so zavarovalnice in pozavarovalnice oblikovale tako za prijavljene in nerešene škode, ki se praviloma izračunavajo ločeno za vsako škodo posebej, kakor tudi za že nastale, a še ne prijavljene oziroma ne dovolj prijavljene škode. Za slednje se običajno določi glede na izkušnje preteklih let, upoštevajoč število škod in povprečno priznано odškodnino iz škod, prijavljenih v obračunskem letu, ter pričakovan razvoj v prihodnosti. Ne smemo pozabiti, da škodne poleg stroškov odškodnin rezervacije vključujejo tudi stroške reševanja škod. To pomeni, da je znesek ustrezno višji, kot bi sicer bil, če bi stroške reševanja škod vodili v posebni evidenci. Zavarovalnice in pozavarovalnice so čiste škodne rezervacije v letu 2003 v primerjavi s preteklim letom povečale za 14 %.

Rezervacije za bonuse in popuste so slovenske zavarovalnice in pozavarovalnice v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečale za 14 %. Stanje izravnalnih rezervacij zavarovalnic se je v letu 2002 v primerjavi z letom 2001 zmanjšalo z 28,4 mrd SIT na 22,4 mrd SIT, v letu 2003 pa se je zopet povečalo na 29,7 mrd SIT, kar je posledica zakonskih sprememb.

Zavarovalnice so na dan 31. 12. 2003 oblikovale čiste rezervacije v korist življenjskih zavarovancev, ki prevzemajo naložbeno tveganje v višini 3,8 mrd SIT. Do leta 2003 je bilo stanje teh rezervacij nizko (v letu 2002 so znašale le 211 mio SIT), saj tudi sklenjenih zavarovanj, pri katerih zavarovanec prevzema naložbeno tveganje, ni bilo veliko.

Poročila pooblaščenih aktuarjev večinoma vsebujejo pozitivna mnenja na oblikovane zavarovalno-tehnične rezervacije. Pri dveh zavarovalnicah je pooblaščen aktuar opozoril

upravo zavarovalnice, da višina zavarovalnih premij in prihodki iz nekaterih zavarovalnih vrst ne zadoščajo za izpolnjevanje obveznosti iz zavarovalnih pogodb.

V nadaljevanju bom predstavil naložbe kritnega sklada in kritnega premoženja slovenskih zavarovalnic in pozavarovalnic.

Tabela 10: Naložbe slovenskih zavarovalnic v obdobju 2000–2003 (v mrd SIT)

Naložbe slovenskih zavarovalnic	2000	2001	2002	2003	Indeks 03/00
Prosti lastni viri	11,4	16,9	24,3	28,8	253
Kritni sklad	91	123,8	168,8	221,9	244
Kritno premoženje brez kritnih skladov	107,1	128	187,5	220,8	206
Skupaj	209,5	268,7	380,6	471,5	225

Vir: Letno poročilo AZN 2003, str. 20.

Finančne naložbe zavarovalnic izkazujejo v zadnjih letih visoke stopnje rasti (glej tabelo 10). Zavarovalnice so imele na dan 31. 12. 2003 za 442,7 mrd SIT naložb kritnega premoženja, katerega del predstavljajo tudi naložbe kritnih skladov, ki so jih zavarovalnice v skladu s predpisi dolžne oblikovati. Naložbe kritnega premoženja so se v primerjavi s predhodnim letom povečale za 33,3 mrd SIT oz. za 18 %, kar je znatno več, kot je znašal porast zbrane zavarovalne premije v tem obdobju. V tabeli 10 vidimo, da so se v strukturi naložb glede na vir financiranja od leta 2000 najbolj povečale naložbe kritnih skladov, ki z 221,9 mrd SIT po stanju na dan 31. 12. 2003 predstavljajo že dobrih 50 % naložb celotnega kritnega premoženja in so se v primerjavi s predhodnim letom povečale za 53,1 mrd SIT.

Tabela 11: Naložbe slovenskih pozavarovalnic v obdobju 2000–2003 (v mrd SIT)

Naložbe slovenskih pozavarovalnic	2000	2001	2002	2003	Indeks 03/00
Prosti lastni viri	9,4	9,3	12,5	14,7	156
Kritno premoženje brez kritnih skladov	25,9	29,2	31,3	38,4	148
Skupaj	35,3	38,5	43,8	53,1	150

Vir: Letno poročilo AZN 2003, str. 20.

Pozavarovalnice izkazujejo nižje stopnje rasti finančnih naložb kot zavarovalnice (glej tabelo 11). Na dan 31. 12. 2003 so imele pozavarovalnice večinski delež naložb naložen v kritno premoženje, in sicer kar 38,4 mrd SIT, kar v primerjavi s predhodnim letom pomeni povečanje za 7 mrd SIT oz. za 23 %.

Sredstva kritnega premoženja so bila naložena predvsem v državne vrednostne papirje (28,9 %) ter bančne depozite (21,4 %). Narašča tudi pomen naložb v lastniške in dolžniške vrednostne papirje, ki v tem letu skupaj predstavljajo že 29,1 % vseh naložb kritnega premoženja zavarovalnic. Pričakujemo lahko, da bodo v prihodnje lastniški vrednostni papirji postali še pomembnejši del zavarovalniških naložb (Zorc Rems, 2001, str. 99).

V strukturi naložb kritnih skladov v letu 2003 prevladujejo naložbe v državne papirje (glej tabelo 12) v višini 54,3 %. Sledijo jim drugi dolžniški vrednostni papirji s 24,2 %, bančne vloge s 13,4 % in lastniške vrednostne papirje s 5,8 %. Sektorsko gledano so naložbe

zavarovalniškega sektorja v pomembnem obsegu usmerjene v bančne lastniške in dolžniške vrednostne papirje ter bančne vloge. Takšna naložbena politika zavarovalnic je tudi odraz procesa povezovanja bank in zavarovalnic, to pa pomembno vpliva na lastniško prepletenost domačih finančnih institucij in njihovo skupno izpostavljenost.

Tabela 12: Sestava naložb kritnih skladov in naložb kritnega premoženja zavarovalnic v obdobju 2001–2003 (v mrd SIT)

	Kritni sklad				Kritno premoženje			
	2001	%	2003	%	2001	%	2003	%
Državni vrednostni papirji	54,3	43,9	120,6	54,3	26,5	20	63,8	28,9
Nepremičnine	1,6	1,3	0,5	0,2	10,2	8	11,7	5,3
Posojila	0,5	0,4	0,2	0,1	10,6	8,3	10,5	4,7
Dolžniški vrednostni papirji	30,9	24,9	53,6	24,2	15,9	12,4	34,4	15,6
Lastniški vrednostni papirji	6,4	5,2	12,8	5,8	20	15,6	29,8	13,5
Depoziti v bankah	29,4	23,8	29,8	13,4	41,9	32,7	47,2	21,4
Ostalo	0,8	0,6	4,6	2	3,8	3	23,5	10,6
Skupaj	123,9	100,1	222,1	100	128,9	100	220,9	100

Vir: Letno poročilo AZN 2003, str. 21.

Stanje naložb kritnega premoženja se je v pozavarovalnicah konec leta 2003 v primerjavi z letom 2002 povečalo za 7,1 mrd SIT oz. za 23 %. Sredstva kritnega premoženja so bila naložena predvsem v državne papirje in vrednostne papirje, za katere jamči država (53,1 %), v bančne depozite (24,5 %) in dolžniške vrednostne papirje (12,4 %). V opazovanem obdobju se delež naložb kritnega premoženja brez kritnih skladov v obliki bančnih vlog in posojil zmanjšuje, povečujejo pa se predvsem naložbe v dolžniške in lastniške vrednostne papirje (glej tabelo 12). S takšno dinamiko naložb se naložbe domačih zavarovalnic vse bolj približujejo strukturi naložb držav EU, pri katerih 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.

Konec leta 2003 so znašale naložbe v tuje delnice in obveznice že 27 mrd SIT. Najvišji odstotek naložb v tujini predstavljajo naložbe kritnega sklada zavarovalnic. Iz leta v leto se povečujejo in so v letu 2003 znašale že skoraj 11 % vseh naložb kritnih skladov zavarovalnic. V okviru le-teh predstavljajo naložbe v tuje dolžniške vrednostne papirje 37 % vseh naložb kritnih skladov zavarovalnic v dolžniške vrednostne papirje, naložbe v tuje lastniške vrednostne papirje pa 17 % vseh naložb v tovrstne vrednostne papirje. V skrbi za večjo valutno usklajenost sredstev in obveznosti zavarovalnice nalagajo sredstva tudi v evroobveznice¹² Republike Slovenije; evroobveznic so imele zavarovalnice konec leta 2003 v svojem premoženju v višini 15,3 mrd SIT. Naložbe kritnega premoženja pozavarovalnic v tujino leta 2003 znašajo manj kot 1 %.

¹² Obveznice, izdane izven države in v drugi valuti kot je valuta države izdajatelja obveznic, ponavadi so ponujene zaprtemu krogu investitorjev.

Zavarovalnice so imele do leta 2001 glede na stanje zavarovalno-tehničnih rezervacij primanjkljaj naložb kritnega premoženja, ki je bil deloma posledica dejstva, da zavarovalnice s temi sredstvi financirajo opredmetena osnovna sredstva za zavarovalno dejavnost in terjatve, deloma pa posledica popravkov in odpisov vrednosti naložb oziroma izgub v poslovanju. V letu 2002 pa so prvič izkazale zadovoljivo pokritost zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbami kritnega premoženja, v letu 2003 pa se je ta pokritost še izboljšala, v znatni meri tudi na račun razširitve vrst naložb kot naložb kritnega premoženja s terjatvami do zavarovalcev premoženjskih zavarovanj z dospelostjo do 30 dni in terjatvami za obračunane obresti od naložb v obveznice in druge dolžniške vrednostne papirje ter bančne depozite. Primanjkljaj naložb glede na velikost zavarovalno-tehničnih rezervacij so zavarovalnice v glavnem uspele sanirati v letu 2002, v letu 2003 pa se je pokritost še izboljšala. Tako je pokritost matematičnih rezervacij z naložbami kritnih skladov v letu 2002 znašala 112 %, v letu 2003 pa 121 %, pokritost ostalih zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbami kritnega premoženja brez kritnih skladov pa 102 % oziroma 110 %.

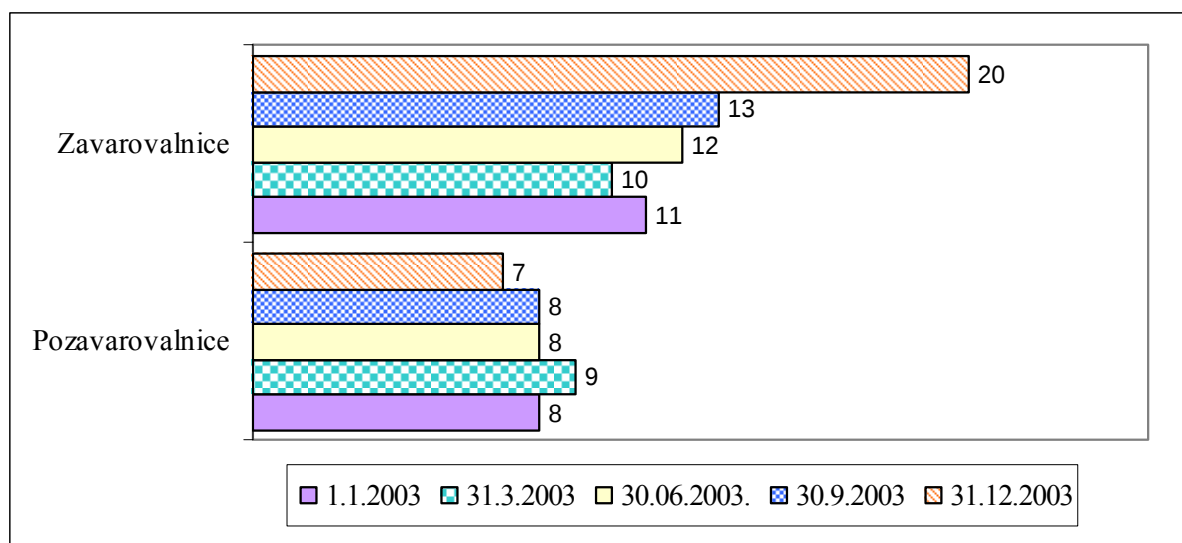
Načelo obvladovanja tveganj je najpomembnejše načelo ZZavar. Ob ustreznih zavarovalno-tehničnih rezervacijah in primernem nalaganju kritnega premoženja oziroma premoženja kritnih skladov, pozavarovanju, sozavarovanju in upravljanju likvidnosti zavarovalnice obvladujejo tveganja predvsem z zadostnim kapitalom oziroma kapitalsko ustreznostjo (zajamčenim in minimalnim). V skladu z merili ZZavar se kapitalaska ustreznost kaže v obveznosti zavarovalnice, da vedno razpolaga z ustreznim kapitalom, ki je odvisen od obsega in vrste zavarovalnih poslov, ki jih zavarovalnica opravlja, ter od tveganj, ki jim je izpostavljena pri opravljanju teh poslov. Kapitalaska ustreznost, ki jo zavarovalnice ugotovijo in izkažejo na predpisanih obrazcih, se izračunava v skladu z metodologijo, določeno z ZZavar in podzakonskimi predpisi.

Zagotavljanje kapitalске ustreznosti po evropski zakonodaji povečuje stabilnost. Zakon o zavarovalništvu iz leta 1994 zahteva uskladitev garancijskih skladov ter prinaša nove standarde za izračunavanje zavarovalno-tehničnih rezervacij. Zakon o zavarovalništvu iz leta 2000 in sklepi Agencije za zavarovalni nadzor imajo višje zahteve za kapitalsko ustreznost, med drugim je višina garancijskega sklada za življenjska zavarovanja povečana s 140 na 320 milijonov SIT, pri splošnem zavarovanju pomeni nova zahteva večkratno povečanje dosedanje vrednosti (Štiblar, 2004b, str. 75).

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, določenega v 110. oziroma 111. členu ZZavar, mora uprava zavarovalnice nemudoma sprejeti tiste ukrepe za zagotovitev minimalnega kapitala, za katere je pristojna sama odločati, oziroma izdelati predlog tistih ukrepov, za katere so pristojni odločati drugi organi zavarovalnice. Nedoseganje minimalnega kapitala predstavlja hujšo kršitev pravil o obvladovanju tveganj. Če uprava zavarovalnice nemudoma ne sprejme

ukrepov za odpravo tovrstne kršitve, Agencija to z odredbo naloži upravi oziroma upravi in nadzornemu svetu.

Slika 1: Presežek razpoložljivega kapitala pri izračunu kapitalske ustreznosti slovenskih zavarovalnic in pozavarovalnic v letu 2003 (v mrd SIT)



Vir: Letno poročilo AZN 2003, str. 24.

Iz predstavljenih podatkov (glej sliko 1) je razvidno, da so imele zavarovalnice in pozavarovalnice v letu 2003 konstantno presežek razpoložljivega kapitala nad zajamčenim. Presežek razpoložljivega kapitala pri zavarovalnicah je januarja znašal 11 mrd SIT in se je tekom leta povečeval tako, da je decembra leta 2003 znašal za 20 mrd SIT. Pri pozavarovalnicah pa se je presežek v letu 2003 gibal med 8 mrd na začetku leta in dosegel 9 mrd SIT v marcu, na koncu leta pa je znašal 7 mrd SIT.

3.7. Prihodnost slovenskih zavarovalnic

Slovensko zavarovalništvo je po razvitosti nekje v sredini med slabše razvitim vzhodom in razvitim zahodom Evrope. Nujno je, da se okrepi, za kar ima še veliko potencialnih možnosti. Predvsem lahko izkoristi geostrateški položaj Slovenije, saj domači trg ne bo dovolj in bo potrebno izkoristiti prednosti širjenja na trge nekdanje Jugoslavije. Napoved kaže rast zavarovalnih premij na 1,5 mrd EUR do leta 2005–2006 oziroma na 4 mrd EUR do leta 2013. Ocenjeni minimalni konkurenčni obseg za globalno (srednjeevropsko) zavarovalnico pa je 500 milijonov EUR premij letno. Premija na prebivalca naj bi v letu 2005 znašala 700 EUR, delež premije v BDP pa 6 %. Napovedujejo tudi, da bo delež premij življenjskih zavarovanj v skupnem zavarovanju naraščal tako, da bo leta 2006 28 %, leta 2013 pa 37 %. Pri tem so zelo pomembni ukrepi ekonomske politike, ki bi te cilje pomagali uresničiti. To so hitrejša gospodarska rast od predvidene in s tem tudi višji BDP na prebivalca od predvidenega, nadaljevanje povečevanja odprtosti gospodarstva, ohranitev

ugodne zunanje devizne likvidnosti ter odprava slabosti Slovenije kot tranzicijske države (Štiblar, 2004b, str. 77).

Slovenska zavarovalna premija je leta 2003 z 1,275 mrd EUR predstavljala 0,06 % vse svetovne zavarovalne premije in se je od leta 2002 povečal za stotino odstotne točke. Delež slovenskega zavarovalništva v evropskem (EU15) se je povečal z 0,15 % leta 2002 na 0,16 % v letu 2003 (Statistični bilten SZZ, str. 65).

Za nove članice EU velja, da bomo morale prej ali slej prevzeti režim stabilnega tečaja domače valute glede na evro kot korak v pripravah za vključitev v Evropsko monetarno unijo. Vključitev bo vplivala na zavarovalnice. Pri življenjskem zavarovanju morda ne bo več mogoče doseči zagotovljenih donosov zaradi nižanja obrestnih mer na trgu kapitala. Padajoče obrestne mere bodo vplivale na investicijsko strategijo, dvig premij, spremembo ponudbe in zmanjšanje zagotovljenih donosov ter trajanje garancije pri policah življenjskega zavarovanja. Po drugi strani pa bodo lahko zavarovalnice s fiksiranjem tečaja na evro (ERM2) investirale v celotnem evroobmočju brez nevarnosti tečajnega tveganja in neskladnosti pri prevzemu tveganj in investiranju. Strokovnjaki s področja zavarovalništva napovedujejo, da se bodo slovenske zavarovalnice poslovno in kapitalsko povezovale med seboj in z drugimi posredniki finančnih storitev, zlasti z bankami. Možne so tudi kapitalske povezave zaradi komplementarnosti in sinergij bančnega in zavarovalniškega sistema. Evropska konkurenca bo te procese, ki so do zdaj zaradi notranjih interesov v slovenskih zavarovalnicah in bankah zaostali, bistveno pospešila (Končina, 2004, str. 140).

4. NALOŽBENA FUNKCIJA ZAVAROVALNIC

Naložbena funkcija dobiva v današnjih časih čedalje bolj pomembno vlogo. Sam pojem naložbena funkcija je posledica sklenjene zavarovalne pogodbe. Ob sklenitvi zavarovalne pogodbe se običajno premija plača vnaprej, navadno za obdobje enega leta. Teh sredstev je v primeru veliko sklenjenih zavarovalnih pogodb relativno veliko in pripadajo zavarovancem v primeru nastanka škodnega dogodka. V vmesnem času pa jih zavarovalnica skuša primerno naložiti, ob tem pa mora upoštevati temeljna načela varnosti, likvidnosti in donosnosti. Nikakor pri upravljanju s premoženjem ne smemo pozabiti na nevarnosti, ki prežijo na kapitalskem trgu.

Da bi se tveganjem čimbolj izognili in jih v največji možni meri predvideli, se zavarovalnice in ostale gospodarske družbe poslužujejo različnih orodij in tehnik, ki jih bodo predstavljene v nadaljevanju poglavja. Zavarovalnice se morajo držati tudi zakonskih omejitev, ki opredeljujejo kam, kako in koliko sredstev lahko naloži v določene razrede in vrste naložb. Na naložbeno funkcijo zavarovalnic zelo vplivajo tudi obveznosti, predvsem je pomemben čas in znesek odliva sredstev. V primeru, da ne načrtujemo dobro svojih prihodnjih obveznosti, lahko zaidemo v situacijo, da postane zavarovalnica nelikvidna, kar ne pomeni nič dobrega. Vse to bo podrobno opisano v nadaljevanju poglavja.

4.1. Upravljanje tveganj

V preteklosti so se zavarovalnice ukvarjale predvsem z obvladovanjem posameznih segmentov tveganj, manj pa s skupnim učinkom na poslovanje podjetja. Z obvladovanjem posameznih poslovnih procesov še ne dosežemo celovitega obvladovanja tveganj v podjetju, saj je celotno tveganje, še posebej v finančnih institucijah, preveč kompleksen pojav, pri katerem bi lahko ločeno opazovali in merili posamezne kategorije tveganj. Eden glavnih virov konkurenčne prednosti zavarovalnic bo kakovosten sistem obvladovanja tveganj (Medved, 2004, str. 59). Strokovnjaki raziskujejo različna področja tveganj, ki vplivajo na poslovno odločanje. V situaciji, kot je današnja, ko nas obkroža vrsta tveganj, je praktično nemogoče, da bi vsa tveganja lahko obvladovali brez dobrega sistema obvladovanja tveganja, ki mora biti razpreden po vseh nivojih podjetja. Vodja zakladništva v zavarovalnici ali banki za dobro odločanje nujno potrebuje posebna analitična orodja, ki mu pomagajo doseči zastavljene cilje. Težko je preko prsta oceniti vplive povečanja ali zmanjšanja obrestne mere, inflacije, donosnosti do dospelja in ostalih spremenljivk, katere dnevno vplivajo na premoženje (Mulvey, Erkan, 2003, str. 364–367). Tako bodo morala poslovodstva zavarovalnic v bodoče posvečati vedno večjo pozornost sistemom obvladovanja tveganj, s katerimi jim bodo pomagali pri sprejemanju boljših in pravilnejših odločitev.

Pojem tveganja je potrebno obravnavati v širšem kontekstu, saj vsebuje elemente, ki so lahko predmet zavarovanja in elemente, ki to niso. Obstajajo tveganja, ki so jim podjetja izpostavljena zaradi zunanjega ekonomskega okolja ali pravnega okvira, in ki so v klasičnem pomenu besede zavarovanje le redko predmet zavarovanja. Sodobno podjetje pa mora znati identificirati, meriti in obvladovati tudi tiste vrste tveganj, ki jih ni mogoče obvladovati z zavarovanjem v klasičnem pomenu besede. Kot zanimivost naj navedem, da je leta 2002 dobil Nobelovo nagrado za področje ekonomije Daniel Kahnemann, ki je po poklicu profesor psihologije. Nagrado je dobil, ker je v ekonomsko znanost združil z dognanji s področja psihologije, še posebej na področju odločanja v pogojih negotovosti (Cordell, 2004, str. 1).

Obvladovanje tveganj je proces, ki se ga poslužujejo podjetja in posamezniki, za obvladovanje izpostavljenosti potencialnim izgubam (Dorfman, 1994, str. 6). Obvladovanje tveganj je torej kontinuiran proces v podjetjih, tako da povzroča kar najmanj škode in kar največ koristi. Tveganje je negotova situacija, v kateri se lahko pojavi večje število izidov, od katerih je lahko eden ali več nezaželenih (Merkhofer, 1987, str. 2). Tveganje je negotovost, ki se nanaša na možno škodo (Dorfman, 1994, str. 6). Tveganje je stanje, v katerem obstaja možnost za neugoden odklon od želenega rezultata, ki ga pričakujemo oziroma upamo nanj (Vaughan, 1997, str. 8).

Zavarovalnica, ki želi vzpostaviti učinkovit sistem obvladovanja tveganj, mora predvsem v organizacijskem in kadrovskem pogledu zagotoviti pogoje za izvajanje vseh treh faz v okviru organizacije. Te faze pa so:

1. Identifikacija tveganj
2. Modeliranje in merjenje tveganj
3. Obvladovanje tveganj

4.1.1. Identifikacija tveganj

Ko govorimo o obvladovanju tveganj, moramo najprej opredeliti kategorije tveganj, katerim so zavarovalnice izpostavljene (Porlan, 2002, str. 15):

- **Obrestno tveganje** je v zadnjem času prav gotovo eden največjih izzivov zavarovalnic, še posebej na področju življenjskih zavarovalnic. Zaradi padanja obrestnih mer se znižujejo obrestni prihodki, kar zmanjšuje pričakovane pripise udeležbe pri dobičku življenjskih zavarovanj. Ker so življenjska zavarovanja običajno dolgoročne pogodbe z zajamčeno obrestno mero in ročnostjo deset let in več, so zavarovalnice izpostavljene tveganju nezmožnosti izpolnitve dolgoročnih obveznosti iz naslova obrestnih mer. Na splošno lahko glavne značilnosti obrestnega tveganja razdelimo na (Medved, 2003, str. 51):
 - o *tveganje refinanciranja*: ročnost sredstev je relativno daljša od ročnosti obveznosti, zato se lahko zgodi, da bodo stroški novih virov višji od donosov obstoječih naložb;
 - o *tveganje reinvestiranja*: ročnost sredstev je relativno krajša od ročnosti obveznosti, zato se lahko zgodi, da bodo donosi novih naložb nižji od stroškov obstoječih virov;
 - o *tveganje spremembe deviznega tečaja* je nevarnost spremembe deviznega tečaja, kadar ima zavarovalnica odprte pozicije v tujih valutah (višina sredstev v določeni tuji valuti ni enaka višini obveznosti v isti valuti).
- **Kreditno tveganje** je nevarnost, da posojeni denar ne bo vrnjen v dogovorjenem roku in/ali višini. Vzrok za nevračilo je lahko nepripravljenost ali nesposobnost dolžnika. Za obveznice in druge vrednostne papirje njihovo kreditno tveganje ocenjujejo bonitetne agencije, ki svoje klasifikacije tudi javno objavijo. Med najbolj poznanimi sta Moody's Investors Service in Standard and Poor's. Njihova vloga je, da investitorje informirajo, kakšno je kreditno tveganje za posamezen vrednostni papir in v skladu s tem posredno določijo ceno, ki jo je zanj pripravljen plačati. Cena pa se oblikuje ne podlagi tako imenovane zahtevane donosnosti.
- **Zavarovalno tveganje** so posebnost zavarovalnice, saj se v primeru sklenitve zavarovalne pogodbe med zavarovalnico in zavarovancem tveganje za nastanek vnaprej določenega dogodka prenese od zavarovanca na zavarovalnico. Lahko ga opredelimo tudi kot skupek vseh tveganj, ki jih opisujemo v tem poglavju, saj vsa posredno ali neposredno vplivajo na zavarovalno tveganje.

- **Stroškovno tveganje** z zmanjševanjem dobička iz naslova zavarovalno-tehničnega rezultata zavarovanj ter z zmanjšanjem donosov iz naslova obresti so posloводства zavarovalnic prisiljena vedno večjo pozornost posvečati tudi obvladovanju stroškovnega tveganja. O tveganju v povezavi z neobvladovanjem stroškov govorimo predvsem takrat, kadar stroški uidejo izpod kontrole oziroma kadar dejanski stroški bistveno presežejo obračunane stroške, ki so vračunani v zavarovalno premijo. Med dejavnike v povezavi s stroškovnim tveganjem običajno lahko štejemo neustrezno kalkulacijo stroškov, visoke stroške pridobivanja zavarovanj in nekontrolirano rast stroškov.
- **Operativno tveganje** je nevarnost posredne ali neposredne škode, ki izhaja iz neprimernih ali pomanjkljivih notranjih procesov, ljudi ali sistema ali izvira iz zunanjih dogodkov (Šker, 2002, str. 271). Dogodki, ki izhajajo iz operativnega tveganja, lahko pomembno negativno vplivajo na finančni položaj zavarovalnice (izguba osnovnih sredstev, tožbe iz odgovornosti, škoda zaradi »slabega imena«). Z razvojem informacijsko podprtih procesov raste pomen tega tveganja. Med tovrstna tveganja štejemo predvsem tveganja v povezavi z napakami v delovanju poslovnih procesov, informacijske tehnologije, organizacije in podobno. Lep primer, da tehnologija sama na zadostuje, je projekt Sigma, ki ga je poskušala vpeljati NLB in je bil neuspešen predvsem zaradi napak pri vodenju projekta.
- **Splošno poslovno tveganje** je tveganje, povezano z delovanjem zavarovalnice v okolju in prostoru, kot so na primer ekonomsko okolje, zakonodaja in podobno, in na katerega zavarovalnica pogosto nima neposrednega vpliva. Je tudi nevarnost, da bodo spremenjene tržne razmere povzročile zavarovalnici izgubo sredstev. Nevarnost se pojavi pri trgovanju s sredstvi in obveznostmi kot posledica sprememb v obrestnih merah, deviznih tečajih in drugih cenah sredstev in virov (Saunders, 1994, str. 75).

4.1.2. Modeliranje in merjenje tveganj

Posamezne oblike tveganja je potrebno spoznati, meriti in po možnosti modelirati. Tako dobimo modele, na podlagi katerih lahko ugotovimo stopnjo izpostavljenosti zavarovalnice za posamezni segment tveganja. V zadnjem času je zelo aktualno obrestno tveganje, zato zavarovalnice skušajo z verjetnostnim modelom ugotoviti, v kolikšnem obsegu lahko nihanje obrestnih mer vpliva na dolgoročno izpolnjevanje obveznosti. Od narave zavarovalnih produktov, ki jih ima zavarovalnica v ponudbi, je namreč zelo odvisna izpostavljenost zavarovalnice do obrestnega tveganja. Zavarovanje z zagotovljenim donosom je s stališča zavarovalnice mnogo bolj tvegano kot druge oblike zavarovanj.

Z modeliranjem različnih scenarijev potencialnih tveganj lahko ugotavljamo, kako različna tveganja vplivajo na pričakovane finančne in druge računovodske kazalnike v zavarovalnici. Poglejmo si, kako lahko posamezna tveganja merimo in modeliramo:

- **Obrestno tveganje** lahko merimo in modeliramo s simulacijo obrestnih mer z metodo Monte Carlo, s katero ugotavljamo izpostavljenost zavarovalnice do obrestnega tveganja za vsak scenarij posebej. Možna metoda pri tveganju obrestnih mer je tudi ALM (ang. assets liabilities modelling), s katero spremljajo in nadzirajo izpostavljenost iz naslova med naložbami in obveznostmi (Revija Kapital, 2005a).
- **Kreditno tveganje** (ang. credit risk) lahko merimo in modeliramo z bonitetno oceno izdajatelja. V svetu obstaja več finančnih institucij, ki se ukvarjajo z ocenjevanjem kreditnega tveganja posameznih podjetij. Med svetovno najbolj priznane bonitetne podjetja pa sodijo Moody's Investor Service, Standard & Poor's Corporation, Duff&Phelps in Fitch Investors Service. Oznake, ko jih podeljujejo za oceno bonitete, so različne, vendar je običajno najboljša ocena, ki jo dobi podjetje, »trojni a« (Aaa – Moody's; AAA – S&P), najnižja bonitetna ocena izdajatelja obveznice, sprejemljiva za slovenske zavarovalnice, je »trojni b« (BBB – S&P) (Aver at al., 2005, str. 7).
- **Zavarovalno tveganje** lahko modeliramo in merimo s tako imenovanim aktuarskim kontrolnim ciklom. To pomeni, da modeliramo vse temeljne procese v zvezi z razvojem novih produktov, prodajo in trženjem zavarovalnih produktov, sprejetjem v zavarovanje, reševanjem škodnih zahtevkov, pozavarovanjem, izvajanjem naložb in administracijo zavarovanj.
- **Stroškovno tveganje** – pravilno razporejanje stroškov po stroškovnih mestih je temelj za uspešno obvladovanje stroškovnega tveganja. Metode, ki razporejajo splošne stroške na podlagi aktivnosti v poslovnem procesu, kot je na primer ABC (ang. activity based costing), dajejo boljše rezultate stroškovnega računovodstva in s tem realnejšo sliko o ceni zavarovalnih produktov.
- **Operativno tveganje** je zelo težko meriti in modelirati. Najboljši način za merjenje tovrstnih tveganj pa je konstantno merjenje in spremljanje poslovnih procesov v podjetju, potrebno je redno revidiranje informacijske tehnologije in celotne organizacije.
- **Poslovno tveganje** je zelo težko meriti in modelirati, zato tudi ni razvitih kakšnih posebnih metod in orodij. V splošnem pa morajo zavarovalnice spremljati, kaj se dogaja v njihovem okolju, in se na spremembe čim bolj pripraviti in jih po možnosti izkoristiti v svoj prid.

4.1.3. Orodja in načini obvladovanja tveganj

Na podlagi identifikacije in merjenja tveganj v zavarovalnici lahko poslovodstvo sprejme ustrezne ukrepe za zmanjšanje ali nadzor nad določenimi tveganji. Za to obstajajo različni vzvodi, ki jih ima poslovodstvo na razpolago in ki so zelo različni in odvisni predvsem od stopnje izpostavljenosti ter vrsti tveganja. Tako se lahko v odvisnosti od vrste tveganja

nanašajo na ukrepe, ki se lahko nanašajo na področje naložbene politike, razvoja novih produktov, procesa reševanja škod, procesa sprejema v zavarovanje, pozavarovanja.

- **Obrestno tveganje** lahko obvladujemo z različnimi metodami, najbolj pogoste pa so naslednje:
 - ALM, s pomočjo katere lahko zmanjšujemo problem usklajenosti ročnosti obveznosti z ročnostjo naložb neusklajenosti;
 - Oblikovanje dodatnih rezervacij v okviru matematičnih rezervacij za tista tveganja, ki jih ni mogoče opredeliti na ravni posameznega zavarovanja, temveč jih lahko ocenimo na ravni celotnega premoženja;
 - Uvedba produktov, ki naložbeno tveganje prevzemajo zavarovanci. S tem se bo tudi problematika obrestnega tveganja zmanjševala, saj je pri naložbenih zavarovanjih v večini primerov ni.
- **Kreditno tveganje** – naložbeno politiko je potrebno oblikovati tako, da je premoženje naloženo v čim varnejše oblike naložb. Z vključitvijo Slovenije v Evropsko unijo imajo zavarovalnice na voljo dovolj naložbenih instrumentov za zmanjšanje kreditnega tveganja, vendar bo zaradi prilagajanja in proučevanja novih naložbenih možnosti proces usklajevanja naložb in obveznosti postopen.
- **Zavarovalno tveganje** lahko obvladujemo s spremembami v zavarovalnih produktih. To pomeni, da moramo že v fazi razvoja novega zavarovalnega produkta ustrezno oceniti parametre, ki definirajo zavarovalno premijo. Zavarovalna premija je zato cenovno izražena storitev zavarovalnice, definirana v zavarovalni pogodbi med zavarovalnico in zavarovancem.
- **Stroškovno tveganje** – pravilno razporejanje stroškov po stroškovnih mestih je temelj za uspešno obvladovanje stroškovnega tveganja. Orodji za učinkovito kontrolo rasti stroškov v zavarovalnici, ki se v razvitem svetu veliko uporabljata, sta predvsem ABM in TC. ABM (ang. Activity Based Management) je metoda upravljanja na podlagi aktivnosti poslovnih procesov. TC (ang. Target Costing) pa je metoda ciljnih stroškov.
- **Operativno tveganje** lahko obvladujemo z uravnoteženim sistemom kazalnikov, ki jih je potrebno redno izračunavati in primerjati s predvidenimi vrednostmi. Morebitna odstopanja pa je potrebno pojasniti in v primeru velikega odstopanja seveda tudi ukrepati in podjetje voditi po načrtani poti.
- **Poslovno tveganje** zelo težko obvladujemo. Eden od načinov pa je spremljanje aktualne zakonodaje in pravic, obveznosti in dolžnosti, ki iz nje izhajajo. Trenutno smo priča spremenjenim okoliščinam, saj je Slovenija postala polnopravna članica Evropske unije in zavarovalništvo je dejavnost, v kateri so potencialne spremembe lahko zelo velike.

Postali smo del evropskega zavarovalnega trga z vsemi prednostmi in slabostmi, zavarovalnice, ki niso dovolj dobro pripravljene na spremembe in ne bodo iskale novih priložnosti, bodo hitro postale lahek plen prevzemnikov.

Ne glede na ukrepe, ki jih ima zavarovalnica za obvladovanje tveganj, mora zavarovalnica v vsakem trenutku izpolnjevati naslednje pogoje (ZZavar, 104. člen):

- Zavarovalnica vedno razpolaga z ustreznim kapitalom, glede na obseg in vrste zavarovalnih poslov, ki jih opravlja, ter tveganja, ki jim je izpostavljena pri opravljanju teh poslov.
- Zavarovalnica mora biti v vsakem trenutku sposobna pravočasno izpolnjevati vse svoje zapadle obveznosti ter je trajno sposobna izpolniti vse svoje obveznosti iz naslova sklenjenih zavarovalnih pogodb.
- Tveganja, katerim je zavarovalnica izpostavljena pri posameznih oziroma vseh vrstah zavarovalnih poslov, ki jih opravlja, nikoli ne smejo presežati omejitev, določenih z Zakonom o zavarovalništvu (Uradni list RS, številka 13/00, popravek 91/00 in 21/02,) in na podlagi tega zakona izdanih predpisov.
- Zavarovalnica naj bi tekoče izračunavala in ugotavljala višino kapitala in kapitalskih zahtev, kapitalsko ustreznost, višino zavarovalno-tehničnih rezervacij, višino kritnega premoženja in premoženja kritnih skladov, vrste, razpršenost, usklajenost in lokalizacijo naložb kritnega premoženja oziroma premoženja kritnih skladov.
- Po potrebi v okviru sklopu ukrepov o obvladovanju tveganj naj izvajajo tudi ustrezni program pozavarovanja, v zavarovanje sprejetih rizikov.

4.2. Dejavniki naložbene funkcije zavarovalnice

Na naložbeno funkcijo zavarovalnice vplivajo notranji in zunanji dejavniki. Zunanje dejavnike predstavljajo: državno urejanje zavarovalnega nalaganja, razmere na kapitalskih trgih in obdavčitev naložbenih donosov ter samega zavarovanja. Notranje dejavnike pa predstavljajo: struktura in značilnosti obveznosti zavarovalnice, velikost zavarovalnice, naložbena filozofija vodstva zavarovalnice, odnos vodstva do tveganja ter politika razdelitve dobička.

Za podjetja, ki poslujejo v tržnih gospodarstvih, praviloma velja, da je njihov primarni cilj maksimiziranje vrednosti premoženja lastnikov (Brigham, Daves, 1999, str. 22). Predvidevamo lahko, da bi v razmerah brez državne regulative zavarovalnica izbrala naložbeno strategijo, ki bi sledila cilju maksimalnega donosa premoženja ob ustrezni likvidnosti. Zato so najpomembnejši dejavnik, ki vpliva na izbor naložb zavarovalnic, **vrste obveznosti**, ki so vsebovane v pogodbenih določilih zavarovalnih polic. Obveznosti so specifične za vsako zavarovalnico. Vsaka zavarovalnica se trudi svojo ročnost naložb prilagoditi ročnosti obveznosti, zato vrsta obveznosti zavarovalnice zelo vpliva na likvidnostne zahteve in na časovni horizont nalaganja premoženja.

Naslednji dejavnik, ki pomembno vpliva na naložbeno funkcijo zavarovalnice, je **velikost zavarovalnice**. Večja kot je zavarovalnica, več naložbenih možnosti ima. Majhne zavarovalnice imajo zato na razpolago manjše število naložbenih možnosti. Likvidnost posamezne naložbe je odvisna od njene relativne velikosti v primerjavi z velikostjo finančnega trga. To pomeni, da npr. velika zavarovalnica s povečevanjem določene vrste naložbe lahko vpliva na tržno ceno, medtem ko majhna zavarovalnica tega ne more.

Pomembno vlogo pri naložbeni funkciji ima tudi **odnos vodstva zavarovalnice do tveganja**. Običajno so zavarovalnice tveganju podpovprečno naklonjene. To pogojuje tudi zavarovalniška panoga sama, saj si zavarovalnice ne smejo privoščiti velike izpostavljenosti tveganju. V primeru, da zavarovalnica postane nelikvidna ali utрпи kapitalske izgube, lahko pričakuje negativno propagando in izgubo potencialnih in obstoječih strank. Zato zavarovalnice raje investirajo v manj donosne in bolj varne naložbe. Kot sem že omenil, je pomen tveganosti naložbe pred donosnostjo naložb (Boncelj, 1983, str. 279).

Pri življenjskih zavarovalnicah ima pomembno vlogo tudi **politika razdelite dobička**. Življenjske zavarovalnice bodo na področjih, kjer je običajno pripisovanje dobička zavarovancem v obliki povečanja zavarovalne vsote, bolj enakopravno vrednotile naložbe z višjimi tekočimi donosi ter z naložbami, s katerimi lahko dosežajo višje kapitalske dobičke. V primeru, da je običajna razdelitev dobička zavarovancem v obliki denarnih dividend, bodo pri nalaganju višje vrednotile naložbe, ki prinašajo tekoče denarne donose. Tudi pri pričakovanih delničarjev je podobno, saj v primeru, da delničarji zavarovalnice pričakujejo visoke izplačane dividende, zavarovalnica preferira naložbe s tekočimi donosi.

Med najpomembnejšega med zunanjimi dejavniki štejemo **državno regulativo**. Država z zakonom o zavarovalništvu določi omejitve za posamezne razrede naložb, omejitve dovoljenih deležev naložb v posamezne kategorije vrednostnih papirjev, kakovosti naložb, itd.

Naslednji zunanji dejavnik je **obdavčitev**. Na naložbeno obnašanje zavarovalnic vpliva različno obdavčenje tekočih donosov in kapitalskih dobičkov, še posebej pa davčno upoštevanje nerealiziranih kapitalskih dobičkov. Pomemben dejavnik je tudi obdavčitev drugih investorjev, ki lahko s ponudbo in povpraševanjem vplivajo na razmera na kapitalskih trgih in tako vplivajo na naložbeno preferenco zavarovalnic.

Nenazadnje pa tudi **razvitost kapitalskih in finančnih trgov** posameznih držav močno vpliva na naložbene preference zavarovalnic. Dobro razviti kapitalski trgi ponujajo obilo naložbenih možnosti, medtem ko nerazviti trgi in razvijajoči se kapitalski in finančni trgi ponujajo omejeno število naložbenih možnosti. Razvitost trga se dobro preslikava tudi v strukturi naložb posameznih zavarovalnic.

4.2.1. Zakonska omejitev deležev posameznih vrst naložb

Zavarovalnice in pozavarovalnice so glede nalaganja premoženja omejene z ZZavar, ki skupaj s svojimi podzakonskimi akti opredeljuje, kako se sme nalagati premoženje kritnega premoženja in kritnega sklada. Sam zakon je že sam po sebi precej konzervativen in ne dopušča velikih finančnih operacij v zvezi z nalaganjem premoženja. Kljub strogemu zakonu pa ima večina zavarovalnic in pozavarovalnic lastne notranje akte in pravilnike, s katerimi še dodatno opredeljujejo svojo naložbeno politiko. V večini primerov so naložbene politike zavarovalnic in pozavarovalnic še bolj omejevalne, kot pa to določa ZZavar. S tem, ko si postavijo še bolj omejevalne kriterije glede naložbenih možnosti, se zavarovalnice tudi odrečejo potencialni višji donosnosti, ki bi jo lahko dosegale, če bi premoženje nalagale le po pogojih, ki jih določa ZZavar s svojimi podzakonskimi akti.

ZZavar z najnovejšimi podzakonskimi akti, ki so bili sprejeti sredi leta 2004, dovoljuje naslednjo sestavo kritnega premoženja in kritnega sklada (ZZavar-B, 2004, 121. člen):

1. vrednosti papirji, katerih izdajatelj je Republika Slovenija, Banka Slovenije, država podpisnica Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma država članica OECD oziroma mednarodna finančna organizacija, oziroma za katere jamči ena od teh oseb,
2. obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD,
3. obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji oziroma državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD,
4. delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD,
5. delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD, in če so izdane kot vrednostni papir,
6. investicijski kuponi vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo izključno v vrednostne papirje z namenom razpršitve in omejitve tveganj,
7. terjatev iz naslova posojil, zavarovanih z zastavno pravico na nepremičnini, če je zastavna pravica vpisana v zemljiški oziroma drugi javni knjigi v Republiki Sloveniji oziroma državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru, in če višina terjatve ni višja od 60 odstotkov vrednosti nepremičnine, ugotovljene na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke oziroma na drug primeren način, če je na nepremičnini že vpisana ena ali več zastavnih pravic, višina terjatve ne sme biti višja od 60% vrednosti nepremičnine, zmanjšane za vrednost že vpisane zastavne oziroma zastavnih pravic.

8. terjatve iz naslova posojil bankam s sedežem v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD, oziroma za izplačilo katerih, vključno z obrestmi, jamči banka s sedežem v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD,
9. terjatve iz naslova posojil, ki so zavarovane z zastavno pravico na vrednostnih papirjih iz 1., 2. oziroma 4. točke tega odstavka,
10. terjatve iz naslova drugih posojil, ki so ustrezno zavarovane,
11. predplačila na račun odkupne vrednosti zavarovanja podlagi zavarovalnih polic in posojila zavarovana z odkupno vrednostjo zavarovalne police,
12. nepremičnine in druge stvarne pravice na nepremičnini (na primer stavbna pravica):
 - če so vpisane v zemljiški knjigi oziroma drugi javni knjigi v Republiki Sloveniji oziroma državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru,
 - če dajejo donos oziroma je v zvezi z njimi mogoče pričakovati donos, in
 - če je bila nakupna cena določena na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke oziroma na drug primeren način,
 - če je prosta vseh bremen, razen stvarnih služnosti.
13. naložbe v depozite ali potrdila o vlogah pri banki s sedežem v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD,
14. gotovino v blagajni oziroma na vpoglednem denarnem računu.

4.2.2. Razpršitev in omejitev naložb kritnega premoženja

Seveda zakon (ZZavar-B, 2004) ne opredeljuje le možnih razredov naložb, ampak natančno opredeljuje tudi maksimalne dovoljene deleže le-teh. V večini primerov tudi določa maksimalne deleže posameznih kombinacij naložb po različnih razredih naložb. Določenim razredom naložb pa niti ne določa maksimalnega deleža. Zakon je napisan tako, da daje prednost dolžniškim vrednostnim papirjem, ki so izdani s strani Republike Slovenije, Banke Slovenije, države podpisnice Sporazuma o evropskem ekonomskem prostoru oziroma države članice OECD oziroma mednarodne finančne organizacije, oziroma za katere jamči ena od teh oseb. Tudi iz ZZavar se lepo vidi, da sta v zavarovalniškem poslu najbolj pomembni načeli varnosti premoženja in likvidnosti premoženja, medtem ko je načelo donosnosti premoženja manj pomembno.

V nadaljevanju predstavljam vrednosti posameznih vrst naložb kritnega premoženja, ki ne smejo presegati naslednjih odstotkov od skupne višine zavarovalno-tehničnih rezervacij, vključno z zavarovalno-tehničnimi rezervacijami za zavarovanja, ki jih krije pozavarovanje, katerih kritju je namenjeno kritno premoženje (ZZavar-B, 2004, 122. člen):

1. naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja iz 2. do 5. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona in terjatve iz naslova posojil iz 7. do 9. točke prvega odstavka 121. člena ne smejo skupno presegati 5% zavarovalno-tehničnih rezervacij,

2. ne glede na omejitve iz prejšnje točke tega odstavka lahko naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja iz 2. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona dosega do 40% zavarovalno-tehničnih rezervacij, če ti vrednostni papirji izpolnjujejo naslednje pogoje:
 - skladno s posebnim zakonom so predmet posebnega javnega nadzora z namenom zaščite pravic imetnikov teh vrednostnih papirjev,
 - izdani so s strani banke, ki ima sedež v Republiki Sloveniji ali v državi članici,
 - denarna sredstva oziroma kupnina od njihove izdaje se skladno s posebnim zakonom nalaga le v premoženje, ki tekom celotnega obdobja do njihove dospelosti omogoča poravnavanje obveznosti, nastalih na njihovi podlagi, in ki je v primeru nezmožnosti izpolnitve obveznosti prednostno uporabljeno za poplačilo glavnice in natečenih obresti,
3. naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja iz 3. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona ne smejo presegati 1% zavarovalno-tehničnih rezervacij, razen v primeru, ko ob novi izdaji vrednostnih papirjev izdajatelj v prospektu določi, da bodo novi vrednostni papirji, po pridobitvi vseh dovoljenj, uvrščeni na organiziran trg vrednostnih papirjev. V tem primeru tovrstne naložbe ne smejo presegati 5% zavarovalno-tehničnih rezervacij, vendar največ za šest mesecev od datuma nakupa,
4. naložbe v vrednostne papirje iz 3. in 5. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona skupno ne smejo presegati 10% zavarovalno-tehničnih rezervacij,
5. naložbe v vrednostne papirje iz 4. in 5. točke prvega odstavka 121. člena in naložbe v tiste investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma investicijskih družb iz 6. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki ne dajejo zjamčenega donosa, skupaj ne smejo presegati 30% zavarovalno-tehničnih rezervacij,
6. naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja iz 5. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona ne smejo presegati 1% zavarovalno-tehničnih rezervacij,
7. naložbe v vrednostne papirje iz 5. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona skupno ne smejo presegati 5% zavarovalno-tehničnih rezervacij,
8. naložbe v tiste investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma investicijskih družb iz 6. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki dajejo zjamčen donos, skupaj ne smejo presegati 40% zavarovalno-tehničnih rezervacij,
9. naložbe v terjatve iz naslova posojil posameznemu posojilojemalcu iz 10. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona ne smejo presegati 2% zavarovalno-tehničnih rezervacij, skupno pa vse terjatve iz naslova teh posojil ne smejo presegati 5% zavarovalno-tehničnih rezervacij,
10. naložbe v eno nepremičnino oziroma več nepremičnin, ki so med seboj v takšni bližini, da predstavljajo eno samo naložbo ne smejo presegati 10% višine zavarovalno-tehničnih rezervacij, skupno pa vse naložbe v nepremičnine in druge stvarne pravice iz 12. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona ne smejo presegati 30% zavarovalno-tehničnih rezervacij,

11. naložbe v depozite ali potrdila o vlogah pri banki iz 13. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona skupno ne smejo presegati 30% zavarovalno-tehničnih rezervacij, pri čemer naložbe v depozite ali potrdila o vlogah pri posamezni banki skupno ne smejo presegati 10% zavarovalno-tehničnih rezervacij. Ne glede na določbo prejšnjega stavka naložbe pri posamezni hranilnici ali hranilno-kreditni službi skupno ne smejo presegati 2% zavarovalno-tehničnih rezervacij,
12. naložbe v obliki gotovine v blagajni in na vpoglednih računih iz 14. točke prvega odstavka 121. člena tega zakona skupno ne smejo presegati 3% zavarovalno-tehničnih rezervacij.

4.3. Obveznosti zavarovalnic in njihov vpliv na naložbeno politiko

Najpomembnejši notranji dejavnik, ki vpliva na naložbeno politiko zavarovalnice, je vrsta obveznosti. Med obveznosti v tem primeru upoštevamo znesek in čas denarnega odliva, ki je potreben za izpolnitev pogodbene obveznosti zavarovalnice do zavarovanja - upravičenca. Za izračunavanje obveznosti v zavarovalnicah skrbijo posebej izobraženi strokovnjaki - aktuarji. Njihova naloga je, da na podlagi zakona velikih števil, ki velja v zavarovalništvu, predvidijo čas in/ali znesek odliva. Vendar pa vseh dogodkov ne morejo napovedati, saj za vse ne velja zakon velikih števil. Taki dogodki so npr. naravne katastrofe, kot so plazovi, poplave, potresi, cunamiji.

Tabela 13: Vrste obveznosti finančnih institucij

Vrsta obveznosti	Čas denarnega odliva	Znesek denarnega odliva
Tip 1: banke, depozitne ustanove	Poznan	Poznan
Tip 2: življenjske zavarovalnice	Negotov	Poznan
Tip 3: instrumenti z giblivo obrestno mero	Poznan	Negotov
Tip 4: premoženjske zavarovalnice	Negotov	Negotov

Vir: Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 91.

Za obveznosti **tipa 1** sta tako čas kot tudi znesek denarnega odliva poznana. Tovrstne obveznosti so značilne predvsem za banke in druge depozitne ustanove, ki izplačujejo glavnico in natečene obresti na točno določen dan, ki je tudi naveden v depozitni pogodbi. Ne smemo pozabiti, da imajo lahko tudi življenjske zavarovalnice tovrstne obveznosti, saj pri naložbenem življenjskem zavarovanju z zajamčenim donosom zavarovalnica jamči, da bo na točno določen dan v prihodnosti izplačala dogovorjen znesek in pripadajoče obresti. Pri obveznostih **tipa 2** sta značilna negotov čas in poznan znesek denarnega odliva. Največ tovrstnih obveznosti imajo življenjske zavarovalnice. Kot primer naj navedem polico življenjskega zavarovanja, ki obljublja izplačilo v polici določenega zneska ob smrti zavarovanca. Smrt zavarovanca pa se seveda ne more točno predvideti. Za obveznosti **tipa 3** sta značilna poznan čas denarnega odliva in nepoznan znesek denarnega odliva. V to kategorijo sodijo vsi instrumenti z giblivo obrestno mero bodisi vezano na enoto tuje valute

bodisi na vrednosti točke vzajemnih skladov, morebiten TOM, itd. Za zadnji **tip 4** so značilne obveznosti z negotovim časom in negotovim zneskom denarnega odliva. Najbolj značilen predstavnik tovrstnih obveznosti so neživljenjske zavarovalnice, pri katerih je težko ali v določenih primerih nemogoče predvidevati čas in znesek izplačila odškodnine.

Za police premoženjskega zavarovanja velja, da so navadno kratkoročne, saj se ponavadi sklenejo za eno leto. Nato pa se obnovijo ali pa ne. Razen nekaterih izjem je večina premoženjskih škod tudi izplačana v kratkem časovnem obdobju. Za življenjska zavarovanja pa velja ravno nasprotno. Za njih je značilno, da je zavarovalna vsota ponavadi fiksna, medtem ko za neživljenjska zavarovanja velja, da je zavarovalna vsota nepredvidljiva. Izplačane zavarovalne vsote so odvisne od stopnje rasti inflacije, stroškov zdravstvene oskrbe, stroškov avtomehaničnih storitev, gradbenih stroškov, ekonomskih pogojev in spreminjajoče se percepcije ljudi glede višine odškodnin. (Rejda, 1992, str. 551). Pri naložbeni politiki neživljenjskih zavarovalnic je zaradi vseh naštetih dejavnikov likvidnost zelo pomemben faktor.

Na drugi strani pa je večina življenjskih zavarovanj dolgoročnih, kar pomeni, da so tudi obveznosti življenjskih zavarovalnic dolgoročne. To ima za posledico v naložbeni politiki, saj je ročnost naložb daljša kot npr. pri neživljenjskih zavarovalnicah. Za življenjske zavarovalnice je pomembno, da v nasprotju z nekaterimi drugimi finančnimi institucijami, kot so banke, hranilnice ter vzajemni skladi, skorajda ne poznajo nevarnosti umika sredstev. Do tega prihaja le izjemoma v obliki poličnih posojil zavarovancem ali pa kot prenehanje plačevanja premij oz. prekinitev police. Obstaja pa tudi tveganje predčasne prekinitve police, vendar v tem primeru zavarovanec ne dobi povrnjene sorazmerne vrednosti.

Eno od temeljnih načel upravljanja premoženja pravi, da je višja pričakovana donosnost premoženja možna le ob višjem tveganju. Zato je zelo pomembna odločitev o sprejemljivi stopnji tveganja, ki vpliva na izbor posameznih vrst naložb. Poleg tega pa je usklajevanje tveganja in donosnosti naloga naložbene politike, ki se izvaja skozi politiko alokacije sredstev.

4.4. Naložbena funkcija življenjskih zavarovalnic

Poglaviten cilj nalaganja premoženja življenjskih zavarovalnic je ohranjanje vrednosti glavnice skozi čas, saj je zavarovalnica v zavarovalni pogodbi obvezana za izplačilo določene zavarovalne vsote. Življenjska zavarovalnica kot institucija prodaja finančno varnost, zavarovanec na drugi strani jo kupuje, zato si zavarovalnica ne more dovoliti nezmožnosti plačila obveznosti. Njen delniški kapital, rezerve ter delitev dobička v policah, kjer zavarovanec prevzema naložbeno tveganje, za kar je nagrajen z višjo pričakovano donosnostjo, pa vseeno dovoljujejo nekaj prožnosti pri nalaganju. Aktuarji v svojih izračunih upoštevajo tudi nepričakovane odškodninske zahteve, v prid zavarovalnic pa gre na eni strani tudi dejstvo, da se življenjska doba daljša, kar pomeni odstopanje dejanskih stopenj

umrljivosti od predvidenih, na drugi stani pa tudi lažje predvidljivo trajanje življenjskih zavarovanj.

Največji vpliv na naložbeno politiko v življenjskih zavarovanjih imajo obveznosti zavarovalnice do zavarovancev. Še posebej v zavarovalnih vrstah, kjer je zavarovanje tudi oblika varčevanja, imajo ta sredstva daljše trajanje kot pri premoženjskih zavarovanjih. Tudi denarni tokovi življenjskih zavarovalnic so lažje predvidljivi predvsem zaradi denarnih pritokov, ki so odvisni od sklenjenih polic, ter zaradi denarnih otokov, ki so aktuarsko lažje predvidljivi. Kombinacija daljšega trajanja obveznosti in pričakovana stabilnost denarnih pritokov pomeni, da življenjske zavarovalnice nimajo večjih skrbi z likvidnostjo naloženega premoženja.

Zavarovalnice so tradicionalno institucije, ki so tveganju podpovprečno naklonjene. Temu je tako zaradi že naštetih notranjih in zunanjih dejavnikov, nesposobnost pokrivanja obveznosti do zavarovancev pa bi pomenila konec njihovega obstoja. V praksi lahko opazimo, da so zavarovalnice, ki imajo težje določljive bodoče obveznosti, praviloma manj naklonjene tveganju pri investiranju ter tudi pri rednem delovanju. Večino tekočih obveznosti namreč poravnajo s prihodki iz poslovanja in iz investiranja, zato so občutljive na vsako njihovo spremembo. Življenjske zavarovalnice so le redko v svoji preteklosti morale za izpolnitev svojih obveznosti odprodati del svojih naložb; so dolgoročni investitor, saj njihov horizont investiranja navadno traja do 30 ali 40 let (v Sloveniji bistveno manj, saj trg tovrstnih instrumentov s tako dolgoročnostjo niti ne ponuja) in se zmanjša le izjemoma v obdobjih visoke inflacije. Zaradi vseh teh dejavnikov lahko življenjske zavarovalnice opredelimo kot institucije z nizko zahtevo po likvidnosti naložb.

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. Najprimernejše so torej naložbe v vrednostne papirje s stalnimi donosi, v čimbolj donosne naložbe pa nalagajo svoja sredstva iz polic življenjskega zavarovanja z izrazitejšo varčevalno vlogo. Na dolgi rok mora zavarovalnica skrbeti, da zagotavlja kupno moč teh sredstev. Primerne naložbe pa so delnice, nepremičnine ter vse ostale oblike naložb, katerih donosnosti so na dolgi rok v večji korelaciji z inflacijo.

Kapital zavarovalnice pa ni tako omejen pri nalaganju kot naložbe, ki pomenijo obveznosti do zavarovancev. To pomeni, da lahko kapital zavarovalnice naložijo v naložbe z višjo pričakovano donosnostjo in ob večji stopnji tveganja. Kljub temu pa je zaželeno, da tudi kapitalske naložbe sledijo kriteriju likvidnosti, saj je kapital namenjen tudi pokrivanju izrednih in izjemno visokih zavarovalnin. Vendar pa so naložbe rezervacij in kapitalske osnove zavarovalnice medsebojno povezane. Večja kot je kapitalska osnova v odnosu do rezervacij, manj odklonilen odnos do tveganja ima lahko vodstvo zavarovalnice. Če podrobno pogledamo celotno pasivo življenjskih zavarovalnic, opazimo, da se obveznosti do virov sredstev razlikujejo mnogo bolj od primerljivih kategorij pri drugih finančnih institucijah. Največji del pasive predstavljajo rezervacije, okoli 15 odstotkov pa predstavljajo

druge obveznosti in kapital. Za solventnost zavarovalnice je kategorija kapitala in zadržanih dobičkov najbolj pomembna in je zato tudi pod strogim nadzorom države (Gardner, Mills, 1988, str. 740).

Zavarovatelji morajo oblikovati rezervacije zaradi možnosti dolgoročnega izpolnjevanja obveznosti iz naslova izravnave tveganj. Pri tem morajo upoštevati zavarovalno-tehnična načela in računovodske standarde, ki določajo obračun teh rezervacij. Zavarovalnice pa oblikujejo naslednje vrste rezervacij (ZZavar, 2000):

- prenosne premije (114. člen),
- škodne rezervacije (116. člen),
- rezervacije za bonuse, popuste in storno (115. člen),
- izravnalne rezervacije (118. člen),
- druge zavarovalno-tehnične rezervacije (119. člen),
- matematične rezervacije (117. člen).

Potreba po oblikovanju **prenosne premije** izhaja iz dejstva, da se pri nekaterih zavarovalnih vrstah zavarovalno leto pogosto ne ujema z bilančnim letom. Prenosne premije so kratkoročno (pri dolgoročnih zavarovanjih tudi dolgoročno) razmejeni prihodki od zavarovalnih premij za tista zavarovalna kritja, ki segajo v čas po preteku obračunskega obdobja (Slovenski računovodski standardi, 2001). Pri vseh zavarovalnih vrstah, kjer zavarovanje sega v naslednje leto, prihaja do prenosa premije, saj se v finančnem rezultatu upošteva le tisti del premije, ki se ujema z letom sklenitve zavarovanja. Prenosna premija se zato ne ugotavlja pri tistih zavarovalnih vrstah, kjer se premija zaračunava le za tekoče poslovno leto, medtem ko so pri zavarovalnih vrstah, kjer se sklepanja zavarovanj pojavljajo vse leto, le-te potrebne. V prenosne premije se praviloma razmejujejo kosmate zavarovalne premije, zmanjšane za pozavarovalni del ter za del za tekoče razdobje vračunanih stroškov pridobivanja zavarovanj.

Škodne rezervacije so ocene pričakovanih obveznosti iz že uresničenih nevarnostnih dogodkov, ki so do dneva bilanciranja prijavljeni, a še ne rešeni, in tudi tistih, za katere obstaja zelo velika verjetnost, da so uresničeni, čeprav še niso prijavljeni (Slovenski računovodski standardi, 2001). Velja namreč načelo izkazovanja obveznosti za odškodnine oz. zavarovalnine ob uresnitvi zavarovanih nevarnosti. Te obveznosti morajo vključevati poleg ocenjenih odškodnin tudi ocenjene neposredne stroške reševanja škod in cenilne stroške. Obveznosti za že prijavljene škode zavarovalnica praviloma opredeli na podlagi ocene obveznosti za vsako posamično škodo, obveznosti za še neprijavljene škode pa na podlagi statističnih podatkov o tovrstnih škodah v preteklih letih, korigiranih s tekočimi trendi in z upoštevanjem vseh dejavnikov, ki bi spremenili trende. Tudi te rezervacije so v izkazu stanja, podobno kot prenosne premije, opredeljene v čisti višini, torej brez dela odškodnin, ki bodo predvidoma pokrite s prihodki iz pozavarovanja, danih predplačil ter ocenjene iztržljive vrednosti za morebitne poškodovane predmete. Tu je mogoče, podobno (a

ravno nasprotno) kot pri prenosnih premijah, manipuliranje s finančnim rezultatom zavarovalnice, saj finančno slabe zavarovalnice zmanjšujejo škodne rezervacije, dobre pa jih povečujejo (npr. če je škoda prijavljena 15. 12., izplačilo pa januarja, zavarovalnica vključi to škodo v rezervacije, kar poslabša poslovni rezultat zavarovalnice). Najpomembnejša razloga za nastanek zamika nastanka škodnega dogodka in izplačila škode sta dolgotrajnost postopka likvidacije škode in sodnega reševanja sporov (Boncelj, 1983, str. 275).

Rezervacije za bonuse, popuste in storno se oblikujejo v višini zneskov, do katerih so upravičeni zavarovanci iz naslova pravice do udeležbe v dobičku iz njihovih zavarovanj oz. drugih pravic iz naslova zavarovalne pogodbe (bonusi), pravice do delnega znižanja premije (popusti) in pravice do povrnitve dela premije zaradi predčasnega prenehanja zavarovanja (storno) (ZZavar, 2000).

Izravnalne rezervacije se oblikujejo na podlagi deleža škod, za katerega dejanske obveznosti zavarovalnice na podlagi zavarovalnih primerov, ki so nastopili v obračunskem obdobju, presegajo ocenjene obveznosti zavarovalnice, ki so bile podlaga za določitev zavarovalne premije. Gre za rezervacije, ki se nanašajo na možne množične in katastrofalne škode (npr. potres, vihar, poplava), tj. rezervacije za negotove bodoče obveznosti za odškodnine oz. zavarovalnine, ki so posledica slučajnostno pogojenih nihanj v letnem škodnem procesu posameznih zavarovalnih vrst. Izravnalne rezervacije se torej nanašajo na časovno izravnavo med kalkulativnim in dejanskim škodnim potekom zaradi časovno neenakomernega odvijanja škodnih dogodkov v posameznih zavarovalnih vrstah. Oblikujejo se na podlagi kalkulativnih izračunov in statističnih podatkov. So nekakšen kvazikapital, njihova finančna narava pa je med kapitalom in zavarovalno-tehničnimi rezervacijami (Borak, 1997, str. 17).

Druge zavarovalno-tehnične rezervacije zavarovalnica oblikuje glede na predvidene bodoče obveznosti in tveganja velikih škod (npr. zavarovanje odgovornosti za jedrsko škodo, proizvajalčeva odgovornost za farmacevtske izdelke, potres, poplava), v zvezi s katerimi ne oblikuje posameznih prej omenjenih rezervacij (Zakon o zavarovalništvu, 2000).

Matematične rezervacije, ki jih v Evropi pogosteje imenujejo neto tehnične rezervacije, so tiste obveznosti, ki jih imajo zavarovalnice zaradi sklenjenih življenjskih polic. Ločimo (Pavliha, 2000, str. 118):

- matematične rezervacije za življenjska zavarovanja, pri katerih zavarovanec ne prevzema naložbenega tveganja,
- matematične rezervacije za življenjska zavarovanja, pri katerih zavarovanec prevzema naložbeno tveganje (angl. unit linked products),
- matematične rezervacije za zdravstvena zavarovanja,
- matematične rezervacije za druge zavarovalne vrste, za katere se uporabljajo ustrezne tabele verjetnosti in opravljajo izračuni, ki veljajo za življenjska zavarovanja.

Matematične rezervacije se oblikujejo v višini sedanje vrednosti ocenjenih bodočih obveznosti zavarovalnice na podlagi sklenjenih zavarovanj, zmanjšano za sedanjo ocenjeno vrednost bodočih premij, ki bodo vplačane na podlagi teh zavarovanj (Zakon o

zavarovalništvu, 2000). Višina rezervacij je poleg drugih dejavnikov odvisna tudi od predvidene donosnosti naložb (tehnične obrestne mere) iz matematičnih rezervacij.

4.5. Naložbena funkcija premoženjskih zavarovalnic

Premoženjske zavarovalnice imajo za razliko od življenjskih zavarovalnic obveznosti z relativno krajšim časovnim trajanjem, njihovo poslovanje pa je bolj tvegano. Dobički iz rednega poslovanja precej opazno nihajo, zato so stabilne donosnosti naložb še toliko bolj pomembne kot pri življenjskih zavarovalnicah. Tudi čas, ki preteče od nastanka škode pa do izplačila zavarovalnine, je navadno mnogo daljši kot pri življenjskih zavarovalnicah. Ta čas podaljšujejo tudi ocene škode ter tudi odločitve, do kakšne višine škode je zavarovanec upravičen. Zaradi narave poslovanja je tveganost prihodkov iz poslovanja pri premoženjskih zavarovalnicah večja kot pri življenjskih, zato je naklonjenost tveganju pri oblikovanju sestave naložb toliko manjša. Kot dodatno zaščito pred tveganjem prihodkov iz poslovanja oblikujejo premoženjske zavarovalnice relativno večje rezerve in tudi zahteve po kapitalu kot viru za kritje izgub so večje. Pogosto se dogaja, da morajo tovrstne zavarovalnice zagotavljati likvidnost tudi z dezinvestiranjem, predvsem takrat, kadar nastopijo večje nepričakovane škode ali naravne katastrofe. Zaradi tega premoženjske zavarovalnice v mnogih primerih pozavarujejo morebitne nastale škode ter nalagajo premoženje v bolj likvidnostne vrednostne papirje. Značilno je tudi, da v nepremičnine ravno zaradi likvidnostnih potreb premoženjske zavarovalnice na nalagajo. Ker se investitorji le počasi navajajo na nove finančne instrumente v večini primerov likvidnost rešujejo z večjo likvidnostjo naložb, ne pa z novimi finančnimi instrumenti, kot so opcije in finančne terminske pogodbe (Sigma, 1996, str. 5).

Likvidnost naložbe pomeni, da nima velikih kratkoročnih nihanj v ceni in da zanjo obstaja primeren trg, v katerem se lahko ob kateremkoli času spremeni v denarno obliko. Zato nalagajo premoženjske zavarovalnice svoje zavarovalno-tehnične rezervacije predvsem v kratkoročne in visoko tržne obveznice in instrumente denarnega trga. Predvsem je likvidnostna preferenca še bolj izpostavljena pri zavarovalnicah, ki zavarujejo večja tveganja, kot pa pri zavarovalnicah, ki zavarujejo predvsem posameznike. Delež likvidnih sredstev premoženjskih zavarovalnic je ustrezno večji tudi zaradi načina trženja, ki navadno obsega široko razpredeno prodajno mrežo, ki tudi rešuje odškodninske zahteve in zato potrebuje veliko likvidnih sredstev za tekoče transakcije.

Premoženjske zavarovalnice močna konkurenca sili k čim hitrejšemu izplačevanju odškodnin. Iz tega razloga ter zaradi velike negotovosti glede pojava in višine odškodnin morajo te zavarovalnice nalagati zavarovalno-tehnične rezervacije v visoko likvidne naložbe, saj njihov denarni tok običajno ne zadošča za izplačilo visokih škod. Zaradi narave svojega dela imajo višjo likvidnostno preferenco tudi pozavarovalnice.

Analiza bilance stanja premoženjske zavarovalnice pokaže, da sta glavni sestavini obveznosti rezervacije, namenjene pokrivanju pričakovanih škod in strošek reševanja škod. Med sredstvi pa največji delež zavzemajo državne podjetniške in bančne obveznice. Premoženjske zavarovalnice se ne morejo zanašati na tablice smrtnosti ali podobne statistične izračune, zato njihove ocene temeljijo na preteklih izkušnjah, ki jih dopolnjujejo zaradi vpliva inflacije in ostalih novih stroškov. Glavnino pasivne strani bilance stanja predstavljajo rezervacije. Na vprašanje zakaj in kako se oblikujejo rezervacije, nam da odgovor poznavanje tveganja prevzemanja premoženjskih rizikov v zavarovanju. 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 reševanja škod v tej zavarovalni vrsti. Tveganje prevzema rizika pa lahko izhaja iz nepričakovanega porasta višine škod, nepričakovanega povišanja stroškov reševanja škod ali iz nepričakovanega padca prihodkov iz naložb. Aktuarska predvidljivost v odnosu do vplačanih premij je glavna značilnost tveganja škode. Odvisna pa je od naslednjih dejavnikov: največje možne škode se dosti lažje ocenijo pri premoženju kot pa pri odgovornostnem zavarovanju, lažje se oceni zavarovalne vrste, pri katerih je višina škode nižja, kot pa pri škodah, ki se pojavljajo redkeje, vendar je njihova višina visoka. Težje je oceniti predvideno višino škod pri zavarovalnih vrstah, kjer se odškodninski zahtevki pojavljajo več let kasneje, kot pa se je zgodil škodni dogodek (odgovornostna zavarovanja zdravnikov, tožb, itd.). Tudi nenadna zviševanja inflacije pripomorejo k težjemu predvidevanju.

Naložbena funkcija zavarovalnic je tema, o kateri bi se dalo še dolgo razpravljati. Menim, da sem najpomembnejše točke, o katerih mora poslovodstvo zavarovalnic in pozavarovalnic razmišljati, preden se odloči o tem, kakšno naložbeno politiko bodo oblikovali, predstavil. Posebno pozornost je potrebno posvetiti postopkom upravljanja s tveganji, modeliranju in merjenju tveganj ter obvladovanju tveganj. V nasprotnem primeru nas lahko določeno tveganje preseneti in posledice, ki jih lahko zavarovalnica utrpi, so lahko zelo boleče, v najhujših primerih celo usodne. Poslovodstvo mora spremljati in analizirati tudi ostale zunanje in notranje dejavnike, ki vplivajo na poslovanje zavarovalnice, kamor sodijo tudi obveznosti, ki jim je potrebno posvetiti še posebno pozornost. Zavarovalnica mora svoje naložbe upravljati na tak način, da je vedno sposobna izpolnjevati svoje obveznosti. Upravljanje s premoženjem pa mora vedno biti v skladu z ZZavar in podzakonskimi akti.

5. ANALIZA NALOŽBENE POLITIKE GENERALI ZAVAROVALNICE

Četrto poglavje je namenjeno analizi in predstavitvi naložbene politike Generali Zavarovalnice, d. d. (v nadaljevanju Generali Zavarovalnica). Na začetku poglavja je poudarek na predstavitvi nekaterih pomembnejših podatkov o sami zavarovalnici, sledijo pa podrobnejši podatki in kazalniki, ki govorijo o poslovanju zavarovalnice. V nadaljevanju

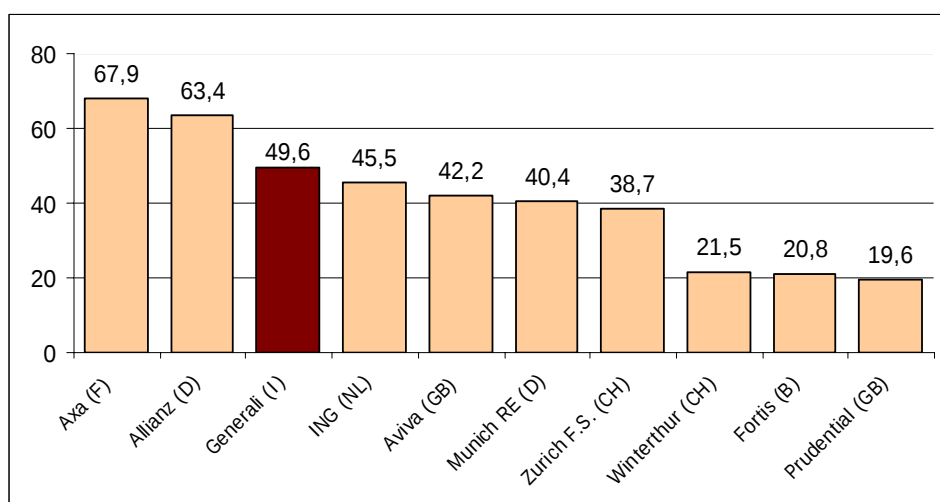
bom predstavil obstoječo naložbeno politiko Generali Zavarovalnice ter analiziral obstoječo strukturo naložb tako kritnega sklada kot kritnega premoženja za zadnjih nekaj let. Poglavje pa bom zaključil z opredelitvijo možnih naložbenih politik Generali Zavarovalnice v prihodnosti.

5.1. Predstavitev Generali Zavarovalnice

Generali Zavarovalnica je slovenska zavarovalnica in sodi v mednarodno skupino Generali Group. Skupino sestavlja 175 družb, od tega 118 zavarovalnic, 52 finančno zavarovalniških holdingov, 15 nepremičninskih družb, 6 storitvenih družb v 40 državah sveta na vseh kontinentih sveta. Po vsem svetu zaposluje okoli 60.000 ljudi. V letu 2003 je Generali Group zbral 49,6 milijard EUR premije (glej sliko 2), kar jo uvršča na tretje mesto v Evropi, od tega 63 % v življenjskih zavarovanjih in 37 % v neživljenjskih zavarovanjih.

Generali Zavarovalnica¹³ deluje v okviru holdinga srednje in vzhodnoevropskih držav, ki ga obvladuje Generali Holding Vienna AG s sedežem na Dunaju. Oba lastnika se ukvarjata z zavarovalniško dejavnostjo in spadata v okvir skupine Generali Assicurazioni Trst, (tretje največje zavarovalniške skupine v Evropi). Generali zavarovalnica je bila ustanovljena leta 1997 v Ljubljani kot slovenska zavarovalnica s polovičnima deležema Generali Holdinga Dunaj in SKB banke. V letu 1999 se je pričel razvoj prodajne mreže. Po odkupu zadnjega deleža SKB banke konec leta 2000 je lastništvo zavarovalnice v celoti prevzel Generali Holding Dunaj.

Slika 2: Največje evropske zavarovalnice po zbranih premijah v letu 2003 (podatki v mrd EUR)



Vir: Interna gradiva Generali Zavarovalnice, 2004.

¹³ Generali Zavarovalnica v Sloveniji tudi upravlja vzajemni pokojninski sklad LEON2, v katerega je bilo konec leta 2004 vključenih 3.732 članov in je v letu 2004 dosegel povprečno letno donosnost 10,99 %.

Vpisani osnovni kapital družbe znaša 6.585.440 tisoč SIT. Število delnic je 1.646.360, nominalna vrednost delnice je 4.000 SIT. Družbeni oziroma nenominirani kapital bo v skladu s sklepom vlade Republike Slovenije razdeljen med oba lastnika v letu 2005.

Generali Zavarovalnica posluje z dolgoročnim poslanstvom zagotovitve celovite ponudbe življenjskih in vseh drugih vrst zavarovanj na slovenskem trgu. Dolgoročni cilji družbe so finančna neodvisnost od matične družbe in pozitivni poslovni rezultat po letu 2006. V skladu s strategijo skupine Generali je največja rast predvidena v segmentih gospodinjstev in malih ter srednjih podjetij s celotno paleto ponujenih zavarovanj (tako premoženjskih kot tudi življenjskih). V strategiji distribucijskih kanalov ostaja lastna prodajna mreža nosilec rasti zavarovalnice, načrtovana pa je tudi dodatna produkcija preko ostalih prodajnih poti, predvsem bank, agencij, finančnih posrednikov in ostalih partnerjev.

Tabela 14: Finančni podatki za življenjska zavarovanja Generali Zavarovalnice za leti 2003 in 2004

ŽIVLJENSKO ZAVAROVANJE	2004 (v 000 SIT)	2003 (v 000 SIT)	Index 04/03
Obračunane kosmate zavarovalne premije	2.798.660	1.974.818	142
Obračunane čiste zavarovalne premije	1.500.512	1.031.906	145
Obračunani kosmati zneski škod	285.002	146.807	194
Obračunani čisti zneski škod	155.752	85.722	182
Kapital	456.834	437.002	105

Vir: Letno poročilo Generali Zavarovalnice, 2004.

Obračunane kosmate zavarovalne premije za življenjsko zavarovanje (glej tabelo 14) so v letu 2004 porasle za 42 % v primerjavi z letom 2003 in znašajo 2.8 mrđ SIT. Čiste zavarovalne premije pa so se povečale za 45 %, kar pomeni, da so se povečale za 3 odstotne točke kot pa kosmate zavarovane premije. Na drugi strani pa vidimo, da so se obračunani kosmati zneski škod povečali kar za 94 % in znašajo v letu 2004 285 mio SIT, medtem, ko so se obračunani čisti zneski škod povečali za 82 % in znašajo v letu 2004 156 mio SIT. Eden najpomembnejših kazalnikov rasti poslovanja zavarovalnice, kapital pa se je povečal za 5 %.

Tabela 15: Finančni podatki za premoženjska zavarovanja Generali Zavarovalnice za leti 2003 in 2004

PREMOŽENJSKO ZAVAROVANJE	2004 (v 000 SIT)	2003 (v 000 SIT)	Index 04/03
Obračunane kosmate zavarovalne premije	3.222.573	2.712.672	119
Obračunane čiste zavarovalne premije	1.188.838	906.972	131
Obračunani kosmati zneski škod	1.616.010	1.338.994	121
Obračunani čisti zneski škod	519.130	671.827	77
Kapital	550.065	267.654	206

Vir: Letno poročilo Generali Zavarovalnice, 2004.

Obračunane kosmate zavarovalne premije za premoženjska zavarovanja so se v primerjavi z letom 2003 porasle za 19 % in v letu 2004 znašajo 3.2 mrd SIT (glej tabelo 15). Čiste zavarovalne premije pa so se povečale za 31 %. Obračunani kosmati zneski škod so porasli za 21 %, obračunani čisti zneski škod pa so se znižali za 77 %. Kapital pa se je povečal za 106 % in je konec leta 2004 znašal 550 mio SIT.

Generali Zavarovalnica je v letu 2004 zbrala 6.021 mio SIT premije (glej tabelo 16), kar je kar 29 % več kot v letu 2003. Od tega premoženjska zavarovanja prispevajo 3.2 mrd SIT kar predstavlja 53,5 % celotne zbrane premije ostanek 2.8 mrd SIT pa predstavljajo življenjska zavarovanja. Če podrobneje pogledamo, koliko posamezne zavarovalne vrste prispevajo k celotni zbrani premiji, opazimo, da prevladujejo klasična življenjska zavarovanja s 37,22 %, sledijo jim Zavarovanje požara in elementarnih nesreč z 12,36 %, nato sledi drugo škodno zavarovanje z 10,69 % itd. Zanimiva je tudi primerjava med zavarovalnimi vrstami v smislu povečanja glede na leto 2003. Daleč največjo rast beležijo življenjska zavarovanja vezana na enote investicijskih skladov, ki so v letu 2004 glede na leto 2003 porasla kar za 405 %, sledi zavarovanje pomoči z 260-odstotnim povečanjem ter zavarovanje odgovornosti pri uporabi zrakoplovov s 146-odstotnim povečanjem. Ostale zavarovalne vrste pa so v povprečju zrasle od 5 do 50 %. Padec v zbrani premiji glede na preteklo leto pa sta imeli le zavarovanje plovil, ki je izgubilo 15 % premije, in splošno zavarovanje odgovornosti, pri katerem se je premija zmanjšala za 8 %.

Tabela 16: Zbrana premija Generali Zavarovalnice po zavarovalnih skupinah v letih 2003 in 2004

Zavarovalne vrste		2004 (v 000 SIT)	v %	2003 (v 000 SIT)	v %	Index 04/03
1	Nezgodno zavarovanje	642.868	11	610.164	13	105
3	Zavarovanje kopenskih motornih vozil	269.143	4	245.933	5	109
5	Letalsko zavarovanje	35.025	1	30.523	1	115
6	Zavarovanje plovil	2.208	0	2.595	0	85
7	Zavarovanje prevoza blaga	11.949	0	10.300	0	116
8	Zavarovanje požara in elementarnih nesreč	744.197	12	565.099	12	132
9	Drugo škodno zavarovanje	643.781	11	546.480	12	118
10	Zavarovanje odg. pri uporabi motornih vozil	503.563	8	333.594	7	151
11	Zavarovanje odg. pri uporabi zrakoplovov	12.231	0	4.974	0	246
12	Zavarovanje odgovornosti pri uporabi plovil	1.230	0	1.167	0	105
13	Splošno zavarovanje odgovornosti	246.867	4	268.359	6	92
16	Zavarovanje različnih finančnih izgub	71.861	1	62.011	1	116
17	Zavarovanje stroškov postopka	5.378	0	3.764	0	143
18	Zavarovanje pomoči	32.247	1	8.959	0	360
	SKUPAJ OSTALA ZAVAROVANJA	3.222.548	54	2.693.922	58	120
19	Življenjsko zavarovanje	2.241.209	37	1.864.134	40	120
21	Življenjsko zav. vezano na enote invest. skladov	557.451	9	110.684	2	504
	SKUPAJ ŽIVLJENJSKA ZAVAROVANJA	2.798.660	46	1.974.818	42	142
	SKUPAJ VSA ZAVAROVANJA	6.021.208	100	4.668.740	100	129

Vir: Letno poročilo Generali Zavarovalnice, 2004.

V globalnem pogledu pa lahko rečemo, da se počasi, a vztrajno, povečuje delež življenjskih zavarovanj, saj je z 42 % celotne zbrane premije v letu 2003 porasla na 46,48 % v letu 2004. Na drugi strani pa v relativnem smislu pada delež premoženjskih zavarovanj, katerih delež je leta 2003 znašal 58 %, v letu 2004 pa 53,52 %. Taka gibanja v strukturi so tudi pričakovana, saj je v Sloveniji značilno, da imamo sklenjenih zelo malo življenjskih zavarovanj in strokovnjaki napovedujejo, da bo ta delež zbranih premij življenjskih zavarovanj v bodoče rasel in tudi prehitel delež zbranih premij premoženjskih zavarovanj.

Izbrani kazalci poslovanja (glej tabelo 17) kažejo, da se je razmerje med čistimi odhodki za škode in čistimi prihodki od zavarovalnih premij je se v letu 2004 v primerjavi z letom 2003 zelo izboljšalo, saj znaša to 25,09 %. Zmanjšanje razmerja med čistimi odhodki za škode in čistimi prihodki od zavarovalnih premij gre predvsem na račun zmanjšanja čistih odhodkov za škode pri neživljenjskih zavarovanjih in večjih čistih prihodkih od zavarovalnih premij. V primerjavi s povprečnim stanjem zavarovalnic, ki delujejo na slovenskem trgu, pa je ta kazalec bistveno bolj ugoden za Generali Zavarovalnico, saj povprečje na trgu v letu 2003 znaša 76 %, razlog pa lahko pripišemo visokemu deležu pozavarovanja.

Delež obratovalnih stroškov (glej tabelo 17) se je v letu 2004 glede na leto 2003 zmanjšal za 21 %. Še vedno pa je opaziti veliko odstopanje od povprečnega stanja na trgu, saj povprečje v letu 2003 znaša 21 %.

Koeficient nalaganja oz. pokritosti rezervacij z naložbami (glej tabelo 17) prikazuje razmerje med finančnimi naložbami iz naslova rezervacij in oblikovanimi rezervacijami. Kot zapoveduje Zakon o zavarovalništvu mora biti pokritost rezervacij z ustreznimi naložbami najmanj 100-odstotna. Koeficient nalaganja oz. pokritosti drugih zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbami pa je v letu 2003 znašal 102 %, v letu 2004 pa se je stanje popravilo in znaša 112,24 %.

Tabela 17: Izbrani kazalci poslovanja Generali Zavarovalnice v letih 2003 in 2004

IZBRANI KAZALCI POSLOVANJA	2004	2003	Indeks 04/03
Delež čistih odh. za škode v čistih prih. od zavar. premij	25,09 %	39,07 %	64
Delež obratovalnih stroškov v zavarovalni premiji	44,17 %	55,93 %	79
Koeficient nalaganja oz. pokritost drugih ZTR z nal.	112,24 %	102,26 %	110
Delež kapitala glede na obveznosti do virov sredstev	8,36 %	7,66 %	109
Delež čiste v kosmati obračunani zavarovalni premiji	44,66 %	41,36 %	108

Vir: Letno poročilo Generali Zavarovalnice, 2004.

Delež kapitala glede na obveznosti v virih sredstev (glej tabelo 17) nam pove stopnjo udeležbe lastniškega kapitala v vseh obveznostih. V letu 2003 znaša 7,66 %, v letu 2004 pa 8,36 %. To nam pove, da se kazalec počasi izboljšuje in se približuje povprečju slovenskih zavarovalnic, ki so imele v letu 2003 vrednost tega kazalca 15 %.

Delež samopridržanja se je leta 2004 v primerjavi z letom 2003 povečal za 3 odstotne točke in znaša 44,66 %. To pomeni, da se delež retrocesije počasi zmanjšuje, kar je odraz večje

kapitalske moči. Še vedno pa močno zaostaja za povprečjem slovenskih zavarovalnic, ki v letu 2003 znaša 87 %.

Kazalce donosnosti kapitala sem namenoma izpustil iz analize, saj Generali zavarovalnica načrtuje pozitivno poslovanje šele po letu 2006 in zato za analizo in primerjavo niso zanimivi. Zakon o zavarovalništvu nalaga zavarovalnicam in pozavarovalnicam, da mora biti kritno premoženje zavarovalnice oblikovano v najmanj enaki višini kot znašajo zavarovalno-tehnične rezervacije.

Tabela 18: Struktura zavarovalno-tehničnih rezervacij Generali Zavarovalnice

ŽIVLJENJSKA ZAVAROVANJA	2004 (v 000 SIT)	2003 (v 000 SIT)	Index 04/03
Čiste prenosne premije	-3.883	29.405	-13
Čiste matematične rezervacije	2.497.968	1.656.800	151
Čiste škodne rezervacije	25.780	25.669	100
Čiste rezervacije za bonuse in popuste	130.742	110.963	118
Druge ZT rezervacije	1.205	0	
SKUPAJ	2.651.812	1.822.837	145
Skupaj kritni sklad (naložbe)	5.137.548	3.554.669	144
Presežek oz. primanjkljaj	2.485.736	1.731.832	143

Vir: Letno poročilo Generali Zavarovalnice, 2004.

V letu 2004 se je stanje zavarovalno-tehničnih rezervacij v primerjavi z letom 2003 povečalo za 45 % (glej tabelo 18), k temu pa je najbolj pripomoglo povišanje matematičnih rezervacij, ki je zraslo za 51 %. Rezervacije za prenosne premije v letu 2004 znašajo -3.883 tisoč SIT, kar pomeni, da je bil ocenjeni pozavarovalni del v tej kategoriji previsok. V tabeli pa vidimo, da je kritni sklad v celoti v letu 2003 in 2004 kar močno presegal rezervacije, saj je v obeh letih izkazan presežek. V letu 2003 znaša 1,73 mrd SIT, v letu 2004 pa kar 2,48 mrd SIT. Glede na te podatke lahko sklepamo, da zavarovalnica nima težav z izplačevanjem obveznosti iz naslova življenjskih zavarovanj.

Tabela 19: Struktura zavarovalno-tehničnih rezervacij premoženjskih zavarovanj Generali Zavarovalnice v letih 2003 in 2004

OSTALA ZAVAROVANJA	2004 (v 000 SIT)	2003 (v 000 SIT)	Index 04/03
Čiste prenosne premije	205.875	163.765	126
Čiste škodne rezervacije	1.438.675	1.184.640	121
Čiste rezervacije za bonuse in popuste	9.022	13.032	69
Izravnalne rezervacije	273.908	97.449	281
Druge ZT rezervacije	34.376	18.664	184
SKUPAJ	1.961.856	1.477.550	133
Skupaj kritno premoženje (naložbe)	2.201.998	1.510.934	145
Presežek oz. primanjkljaj	240.142	3.384	7.096

Vir: Letno poročilo Generali Zavarovalnice, 2004.

Razen čistih rezervacij za bonuse in popuste, ki so se glede na leto 2003 zmanjšale za 31 % (glej tabelo 19), so se na strani premoženjskih zavarovanj v letu 2004 v primerjavi z letom 2003 povečale vse kategorije zavarovalno-tehničnih rezervacij, od teh še najbolj (181 %) izravnalne rezervacije. Tudi pri premoženjskih zavarovanjih je opazen velik presežek kritnega premoženja nad zavarovalno-tehničnimi rezervacijami, saj znaša v letu 2004 kar 6.996 % več kot v letu 2003 in skupaj znaša dobrih 240 mio SIT. Tudi pri neživljenjskih zavarovanjih lahko sklepamo, da se zavarovalnica ne srečuje s težavami povezanimi z izplačevanjem obveznosti iz naslova neživljenjskih zavarovanj.

V okviru zagotavljanja zadostnega kapitala oziroma kapitalske ustreznosti mora zavarovalnica zagotavljati stalen presežek lastnih virov (razpoložljivega kapitala) nad zahtevanim minimalnim kapitalom, ki je določen za poslovanje zavarovalnic. Generali Zavarovalnica redno izpolnjuje zahteve Zakona o zavarovalništvu glede kapitalske ustreznosti. Na dan 31. 12. 2004 pa izkazuje presežek razpoložljivega kapitala v višini 338,5 mio SIT, kar pomeni, da izpolnjuje zahteve kapitalske ustreznosti (glej tabelo 20).

Tabela 20: Kapitalska ustreznost Generali Zavarovalnice v letu 2004

Postavke	Leto 2004 (v 000 SIT)
Temeljni kapital	975.054
Zajamčeni kapital	480.000
Izpolnjevanje zahteve iz 3. odst. 106. člena ZZavar	495.054
Razpoložljivi kapital zavarovalnice	975.054
Zahtevani minimalni kapital	636.522
Kapitalska ustreznost – presežek	338.532

Vir: Letno poročilo Generali Zavarovalnice, 2004.

Vsi predstavljeni kazalci kažejo, da Generali Zavarovalnica posluje v skladu zakonsko opredeljenimi pravili (glej tabele 18, 19 in 20). Kljub temu pa Generali Zavarovalnica po stanju na dan 31. 12. 2004 izkazuje 6.046.816 tisoč tolarjev izgube iz preteklih let, skupna izguba tekočega leta pa znaša 423.640 tisoč tolarjev. V skladu z veljavnimi zakonskimi predpisi bo zavarovalnica morala izgubo iz preteklih let pokriti. Predvideni viri za pokrivanje izgube so vplačila delničarjev v okviru planiranih vrednosti vplačil za obdobje 2003–2006 ter zmanjšanje osnovnega kapitala za preostali – nepokriti del.

5.2. Obstoječa naložbena politika Generali Zavarovalnice

Generali Zavarovalnica sledi kriterijem in načelom naložbene politike, ki si jih je zastavila za naložbe iz lastnih virov in zavarovalno-tehničnih rezervacij. Zavarovalnica nalaga premoženje v najmanj enaki višini, kot znašajo zavarovalno-tehnične rezervacije, katere oblikuje, nalaga glede na vrste zavarovalnih poslov, ki jih opravlja, tako da so ob

upoštevanju zakonskih določb glede dovoljenih razredov naložb in omejitev vrednosti le-teh zagotovljeni:

- varnost,
- donosnost,
- likvidnost.

Cilj Zavarovalnice Generali je z razpršenostjo naložb in strokovnim upravljanjem, ob upoštevanju zakonitosti trga vrednostnih papirjev, doseči stabilno nalaganje sredstev, ki dolgoročno prinaša srednje donose ob sprejemljivi stopnji tveganja. Cilj naložb je večanje vrednosti premoženja z obrestmi od dolžniških vrednostnih papirjev in bančnih depozitov, z dividendami iz lastniških vrednostnih papirjev in doseganje kapitalskih dobičkov z izkoriščanjem tržnih nihanj.

V primeru Generali Zavarovalnice je naložbeno tveganje povezano tudi z večjo ali manjšo likvidnostjo denarnih, obvezniških in delniških trgov. Prisotno pa je tudi tveganje, povezano z boniteto oceno izdajalca vrednostnih papirjev. Dodatno naložbeno tveganje izhaja tudi iz nespoštovanja Zakona o zavarovalništvu oziroma drugih ustreznih predpisov, ki so predvideni za naložbe kritnega premoženja, še posebej v delu, kjer mora zavarovalnica zagotoviti, da bodo pri nalaganju naložb kritnega premoženja zagotovljeni varnost, donosnost in tržnost naložb ter ustrezna ročnost, raznovrstnost in razpršitev teh naložb.

5.2.1. Postopek upravljanja s tveganjem

Politika naložb je usmerjena k zagotovitvi čim manjšega tveganja, kar se izraža v konzervativni politiki nalaganja sredstev. Kritno premoženje zavarovalnice in kritni sklad življenjskih zavarovanj sta naložena s premišljenimi kombinacijami v vrednostne papirje s fiksnim donosom, denarne depozite, gotovino in delnice in s tem zagotavljata ustrezno razpršitev in raznovrstnost teh naložb

Generali Zavarovalnica kot upravljavka skladov in kritnega premoženja bo sledila t. i. »top down investment strategy«, s katero se določi povprečno časovno obdobje naložb in se na podlagi tega oblikuje specifična investicijska politika, ki določa tudi posamezne naložbene možnosti. Temu sledi t. i. »asset allocation«, s katero se določi, koliko premoženja se nalaga v depozite in gotovino, koliko v obveznice in koliko v dolžniške vrednostne papirje.

V vsaki podvrsti naložb (delnice, obveznice ...) se oblikuje strategija upravljanja premoženja, ki v določenem obdobju vključuje v premoženje kritnega sklada življenjskih zavarovanj in kritnega premoženja določene vrednostne papirje, za katere se ugotovi, da so primerni po boniteti izdajalca ali da pripadajo gospodarskemu sektorju, ki ima dobre možnosti za razvoj.

Pri obveznicah, izdanih s strani rezidentov, se Generali Zavarovalnica poslužuje vseh virov razpoložljivih tržnih informacij. Pri naložbah v delnice tujih izdajateljev, s katerimi se trguje na organiziranem trgu držav članic OECD, se odloča predvsem za delnice tistih izdajateljev, pri katerih lahko svoja pričakovanja utemeljuje z zadostnim obsegom kvalitetnih razpoložljivih tržnih informacij. Doseganje ciljev se ocenjuje na mesečni, polletni, letni, triletni in petletni ravni, kakor tudi ob začetku koledarskega leta. Ocenjujejo pa se rast vrednosti premoženja, donosnost premoženja, skladnost naložb s členi ZZavar, v teku pa je tudi projekt »risk management«, s katerim se podrobneje ugotavlja izpostavljenost premoženja vsem vrstam tveganja, ki se jih da bodisi oceniti bodisi izmeriti.

5.2.2. Sistem notranjih kontrol

Generali Zavarovalnica kot upravljavec kritnega premoženja in kritnega sklada življenjskih zavarovanj s svojimi strokovnjaki, ki sestavljajo t. i. finančni komite, izvaja in nadzira naložbeno politiko, ki je načrtovana v poslovni politiki družbe. Mednarodni finančni komite Generali Zavarovalnice je sestavljen iz predstavnikov Generali Zavarovalnice in Generali Holding - Dunaj, ki se trikrat letno sestajajo z namenom določitve smernic investicijske politike Generali Zavarovalnice.

Naročila za nakup in prodajo vrednostnih papirjev so vedno (morajo biti) odobrena tudi s strani sodelavcev, ki niso v sestavi oddelka zakladništva in financ, kar pripomore k večji transparentnosti in zmanjšanju možnosti napake pri finančnih operacijah. Analitične evidence stanj in sprememb naložb kritnega sklada življenjskih zavarovanj in kritnega premoženja so vodene na dnevni osnovi. Iz evidenc je v vsakem trenutku razvidna struktura naložb po izdajatelju, valuti in ročnosti. Omogočena je primerjava posamezne naložbe v skupnem naložbenem premoženju.

5.3. Analiza strukture naložb

Generali Zavarovalnica se pri nalaganju sredstev kritnega premoženja in kritnega sklada drži zakonskih omejitev. Omejitve posameznih naložb, določenih v zakonu (ZZavar-B, 2004), veljajo ločeno za vsak kritni sklad, ki ga oblikuje zavarovalnica. Strukturo naložb Generali Zavarovalnice konec leta 2002 in 2003 predstavljam v tabeli 22 za življenjski del zavarovalnice in v tabeli 21 za neživljenjski del zavarovalnice, v tabeli 23 pa so predstavljeni skupni podatki za kritni sklad in kritno premoženje. V omenjenih tabelah so naložbe lastnih virov vključene v podatke o kritnem premoženju oz. kritnem skladu. Glede na to, da Generali Zavarovalnica v svojem internem pravilniku dodatno ne zastruje posameznih razredov naložb, lahko sklepam, da se ji zdi zakon dovolj omejevalen že sam po sebi. Taka odločitev se mi zdi smiselna, saj bi s postavljanjem dodatnih pogojev lahko ustvarili negativen učinek na donos naložb. Kljub temu, da je kriterij donosnosti šele na tretjem mestu, pred njim sta varnost in likvidnost premoženja, menim, da je potrebno narediti vse, da se ob danih omejitvah doseže maksimalen možen donos premoženja ob sprejemljivi stopnji

tveganja. Nenazadnje je donosnost premoženja pomembna tako za lastnike kapitala na eni strani in zavarovance na drugi strani.

V kategorijo kritno premoženje Generali Zavarovalnice sodijo tako naložbe kritnega premoženja kot naložbe kritnega sklada. **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 zavarovalno-tehnične rezervacije. Zavarovalnica mora premoženje v vrednosti, ki je najmanj enaka višini zavarovalno-tehničnih rezervacij (kritno premoženje), ki jih je dolžna oblikovati, naložiti v skladu z določbami zakona o zavarovalništvu. Pri izbiri naložb kritnega premoženja mora zavarovalnica upoštevati vrste zavarovalnih poslov, ki jih opravlja, tako da so zagotovljeni varnost, donosnost in tržnost naložb ter ustrezna ročnost, raznovrstnost in razpršitev teh naložb. **Kritni sklad** je kritno premoženje, namenjeno kritju obveznosti zavarovalnice iz tistih vrst zavarovanj, za katere je potrebno oblikovati matematične rezervacije. Premoženje kritnega sklada je dovoljeno uporabiti samo za izplačilo terjatev iz zavarovanj, v zvezi s katerimi je bil oblikovan kritni sklad (Zzvar, 2001).

Sredstva kritnega premoženja Generali Zavarovalnice so konec leta 2004 v primerjavi s koncem leta 2002 porasla za 145 % in so pretežno naložena v dolžniške vrednostne papirje in depozite pri bankah. Od tega v letu 2004 državni vrednostni papirji predstavljajo 66 % (glej tabelo 21). Dolžniški vrednostni papirji predstavljajo 26 % in pridobivajo na pomenu. Ostalo premoženje – 8 % pa predstavljajo depoziti v bankah. Skozi vsa primerjana leta lahko opazimo, da zavarovalnica nalaga kritno premoženje v zelo varne naložbe. V bolj tvegane naložbe, kot so npr. lastniški vrednostni papirji, se kritno premoženje ne nalaga. Skozi celotno opazovano obdobje se nominalno najbolj povečuje delež naložb v državne vrednostne papirje s stalnim donosom, v letu 2004 pa je opazen trend večjega povečevanja naložb v ostale dolžniške vrednostne papirje, kar je vpliv padajočih obrestnih mer za depozite pri bankah, katerih delež se počasi zmanjšuje.

Tabela 21: Obseg in struktura kritnega premoženja Generali Zavarovalnice za leta 2002, 2003 in 2004

Kritno premoženje	2002 (v 000 SIT)	v %	2003 (v 000 SIT)	v %	2004 (v 000 SIT)	%
Državni VP s stalnim donosom	635.872	60	857.793	42	1.721.199	66
Dolžniški VP	64.113	6	135.759	7	683.134	26
Depoziti v bankah	357.000	34	1.045.500	51	202.000	8
Druga dana dolgoročna posojila	2.329	0	2.024	0	0	0
Ostalo	4.452	0	0	0	0	0
Skupaj	1.063.766	100	2.041.076	100	2.606.333	100

Vir: Letno poročilo Generali Zavarovalnice 2003, 2004 in lastni izračuni.

Če strukturo naložb kritnega premoženja Generali Zavarovalnice primerjamo s strukturo naložb slovenskih zavarovalnic, lahko ugotovimo, da sta si precej različni. Državni

vrednostni papirji slovenskih zavarovalnic predstavljajo 28,9 % premoženja, medtem ko pri primerjani zavarovalnici predstavljajo 66 % premoženja. Dolžniški vrednostni papirji pri slovenskih zavarovalnicah predstavljajo 15,6 % premoženja, pri Generali Zavarovalnici pa 26 %. Naslednja primerljiva kategorija so depoziti pri bankah, ki pri Generali Zavarovalnici predstavljajo 8 % premoženja, povprečje slovenskih zavarovalnic pa je 21,4 %. Ostale kategorije, kot so nepremičnine, lastniški vrednostni papirji in posojila pa skupaj v slovenskih zavarovalnicah predstavljajo 34,1 % premoženja, Generali Zavarovalnica pa v omenjene razrede ne nalaga svojega kritnega premoženja.

Tabela 22: Obseg in struktura kritnega sklada Generali Zavarovalnice za leta 2002, 2003 in 2004

Kritni sklad	2002 (v 000 SIT)	v %	2003 (v 000 SIT)	v %	2004 (v 000 SIT)	%
Državni VP s stalnim donosom	1.887.210	74	2.638.250	66	2.967.935	54
Dolžniški VP	229.582	9	428.127	11	1.536.149	28
Lastniški VP	9.662	0	50.010	1	74.946	1
Depoziti v bankah	382.450	15	790.700	20	789.727	14
Druga dana dolgoročna posojila	54.815	2	87.058	2	112.968	2
Deleži v invest. skladih	244	0	4.006	0	27.912	1
Skupaj	2.563.963	100	3.998.151	100	5.509.637	100

Vir: Letno poročilo Generali Zavarovalnice 2003, 2004 in lastni izračuni.

Premoženje kritnega sklada je v letu 2004 v primerjavi z letom 2002 poraslo za 115 % (glej tabelo 22), kar predstavlja zelo veliko rast. Državni vrednostni papirji konec leta 2004 predstavljajo 54 % vsega premoženja, vendar v primerjavi z letoma 2002 in 2003 izgubljajo na pomenu. Dolžniški vrednostni papirji predstavljajo 28 % vsega premoženja in v primerjavi z letom 2002 in 2003 počasi, a vztrajno, pridobivajo na pomenu. Pomembna kategorija so tudi depoziti s 14-odstotnim deležem, in skozi celotno opazovano obdobje ohranjajo približno enak delež. Ostalo premoženje pa pripada danim dolgoročnim posojilom, ki predstavljajo 2 % in lastniškim vrednostnim papirjem, ki predstavljajo 1 % premoženja kritnega sklada. Zanemarljiv delež pa zaenkrat predstavljajo tudi deleži v investicijskih skladih, ki znašajo 1 %, vendar so bodo v bodoče zagotovo povečevali.

Če primerjam stanja naložb kritnega sklada Generali Zavarovalnice s stanjem naložb kritnega sklada slovenskih zavarovalnic, lahko ugotovim, da pri Generali Zavarovalnici naložbe v državne vrednostne papirje (54 %) predstavljajo daleč največji del naložb kritnega sklada in popolnoma sovpadajo s povprečjem slovenskih zavarovalnic, kjer ta delež prav tako znaša 54 %. Malenkost večja razlika je tudi pri dolžniških vrednostnih papirjih, kjer povprečje slovenskih zavarovalnic znaša 24 %, v Generali Zavarovalnici pa je ta delež 28 %. Povprečno stanje depozitov pri bankah v vseh slovenskih zavarovalnicah znaša 13,4 %, v Generali Zavarovalnici pa 14 %. Dolgoročno dana posojila predstavljajo v povprečju na trgu 0,1 %, v Generali Zavarovalnici pa kar 2 % premoženja kritnega sklada. Velika razlika je tudi pri naložbah v lastniške vrednostne papirje, ki na trgu v povprečju predstavljajo 5,8 %, v Generali Zavarovalnici pa so glede naložb v lastniške vrednostne papirje zelo previdni in predstavljajo le 1 % vrednosti kritnega premoženja. Kljub temu pa počasi pridobivajo na

pomenu. Kljub temu lahko ugotovim, da je premoženje kritnega sklada naloženo zelo podobno, kot povprečje naložb slovenskih zavarovalnic, medtem ko za naložbe kritnega premoženja tega ne morem trditi. Struktura kritnega premoženja Generali Zavarovalnice je v skladu z zakonu o zavarovalništvu in trenutno zagotavlja ustrezno varnost, donosnost in likvidnost tako, da lahko zavarovalnica v vsakem trenutku poravna kakršno koli morebitno nastalo škodo, ki jo je sprejela v zavarovanje.

Če povzamemo glavne ugotovitve, ki so razvidne iz primerjave nalože kritnega sklada in kritnega premoženja, lahko zaključim, da je Generali Zavarovalnica pri upravljanju svojega premoženja zelo konzervativna. Konec leta 2004 (glej tabelo 23) ima daleč največji del svojega premoženja – 85 % ima naloženega v dolžniških vrednostnih papirjih, kamor uvrščamo državne in podjetniške ter bančne obveznice in zakladne menice. Večji del preostanka premoženja pa predstavljajo depoziti v banke z 12-odstotnim deležem, naložbe v lastniške vrednostne papirje, ki predstavljajo 1 % premoženja ter druga dolgoročna posojila z 2 % premoženja.

Tabela 23: Obseg in struktura celotnega premoženja Generali Zavarovalnice za leti 2002, 2003 in 2004

SKUPAJ	2002 (v 000 SIT)	v %	2003 (v 000 SIT)	v %	2004 (v 000 SIT)	%
Državni VP s stalnim donosom	2.523.082	69,55	3.496.043	57,89	4.689.134	57,78
Dolžniški VP	293.695	8,10	563.886	9,34	2.219.283	27,34
Lastniški VP	9.662	0,27	50.010	0,83	74.946	0,92
Depoziti v bankah	739.450	20,38	1.836.200	30,40	991.727	12,22
Druga dana dolgoročna posojila	57.144	1,58	89.082	1,48	112.968	1,39
Deleži v in. skladih	244	0,01	4.006	0,07	27.912	0,34
Ostalo	4.452	0,12	0	0,00	0	0,00
Skupaj	3.627.729	100	6.039.227	100	8.115.970	100

Vir: Letno poročilo Generali Zavarovalnice 2003, 2004 in lastni izračuni.

Iz opazovanih podatkov lahko zaključimo, da lahko naložbeno politiko opredelimo kot modro, saj je v zadnjem času trend zniževanja obrestne mere zelo zaznamoval trg kapitala ne le v Sloveniji temveč tudi širše (Evropa, ZDA, itd.). Namreč ko tržne obrestne mere padajo, cene obveznic naraščajo. Dvigovanje cen obveznic je razumljivo, saj investitorji niso več pripravljeni trgovati po nominalnih vrednostih obveznice, če je zahtevana donosnost, ki se pri obveznici odraža preko obrestne mere, prenizka, saj so denarni tokovi, ki jih obveznica prinaša, nespremenljivi. Na drugi strani pa je manjši delež naložb v lastniške vrednostne papirje v zadnjih treh letih, ko so cene delnic zelo rasle, predstavljal malce premajhen delež.

5.4. Možne naložbene politike v prihodnosti

Generali Zavarovalnica bo tudi v prihodnosti morala slediti kriterijem in načelom naložbene politike, ki si jih je/bo zastavila. Še vedno bo v prvi vrsti morala spoštovati omejitve glede dovoljenih razredov naložb, ki jih nalagajo ZZavar ter ostali podzakonski akti. Seveda bo še

naprej veliko pozornosti posvečala nalogi, da bo svojim komitentom in lastnikom zagotavljala likvidnost, varnost in donosnost sredstev. Tudi v prihodnje se bo posluževala vseh virov razpoložljivih tržnih informacij, da bo zastavljene cilje čim bolje in čim lažje dosegla. Naložbena politika je namreč »živ« proces, ki se skozi različna časovna obdobja spreminja. Zagotovila, da bo obstoječa naložbena politika učinkovita, tudi v bodoče pač ni.

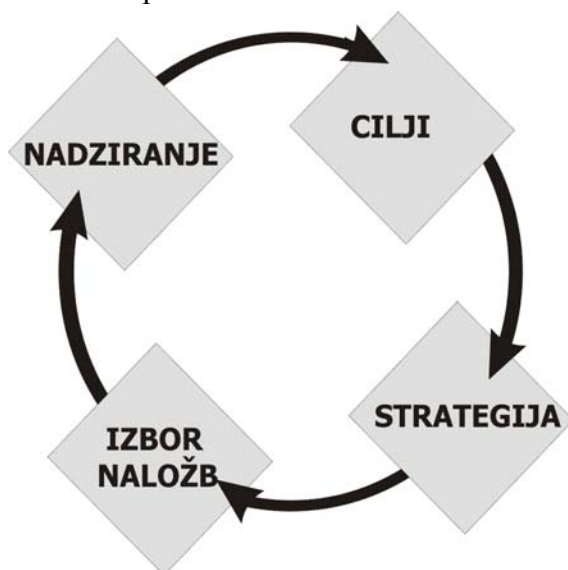
Raziskave finančnih strokovnjakov so pokazale, da je za dosego zastavljenih ciljev potrebno posebno pozornost posvetiti razporeditvi naložb po razredih. Celih 91,5 % rasti premoženja investitorjev izhaja iz pravilne razporeditve naložb, medtem ko sam izbor vrednostnih papirjev ne igra tako pomembne vloge, saj predstavlja le 4,6 % vsej dejavnikov rasti. Najmanj pomemben dejavnik od vseh pa je čas vstopa na posamezen trg/segment, saj predstavlja le 1,8 % vseh dejavnikov rasti. Malce večji delež, in sicer 2,1 %, pa predstavljajo vsi ostali dejavniki rasti premoženja investitorjev.

Generali Zavarovalnica trenutno zaradi v nadaljevanju opisanih razlogov ne uporablja vseh razpoložljivih možnih naložbenih politik. Razmere na trgu v prihodnosti so negotove in zato želim predstaviti nekatere strategije, predvsem strategije za upravljanje obveznic, ki jih Generali Zavarovalnica v bodoče lahko uporablja.

Ne samo za Generali Zavarovalnico, ampak za vse resne investitorje, ki nalagajo svoje premoženje na trgu, kjer je prihodnost negotova, pa velja nekaj pravil, ki se jih je vredno držati, kadar razmišljamo o vzpostavitvi ali spremembi naložbene politike.

Kadar se upravitelj premoženja odloči za vzpostavitev ali spremembo naložbene politike, je običajno, da za to uporabi določena v praksi že preizkušena pravila in postopke, ki so se v preteklosti pokazali kot učinkoviti. Enega izmed v praksi zelo uveljavljenih postopkov, pa grafično predstavljam v sliki 3 in podrobneje opisujem v nadaljevanju.

Slika 3: Oblikovanje naložbene politike



Vir: Brinson, et al., 1991, str. 9.

1. **Opredelelitev naložbenih ciljev.** Oblikovanje bodoče naložbene politike se začne z vrsto vprašanj, ki nam pomagajo oblikovati naložbene cilje. Ta vprašanja so: Kako dolgo časovno obdobje imamo na razpolago? Kako tveganja smo pripravljeni sprejeti? Kdaj potrebujemo sredstva? Kaj si želimo doseči? Cilj naložbene dejavnosti zavarovalnice kot delniške družbe je maksimiziranje premoženja lastnikov, torej tržne vrednosti lastniškega kapitala. Naložbeni cilj je torej tak kot v drugih finančnih institucijah in podjetjih (Mramor, 1995, str. 2–5).
2. **Izbira primerne naložbene strategije.** Ko smo končali s postavljanjem ciljev, je potrebno določiti naložbeno strategijo, ki vključuje tudi način izbora optimalne sestave kombinacije naložb. V splošnem lahko rečemo, da je glavni faktor naložbene strategije omejena naklonjenost tveganju. Lahko bi dejali, da za to poskrbi že zakonodaja z restriktivnimi omejitvami glede nalaganja kritnega premoženja. Zato zavarovalnice v okviru teh omejitev iščejo vse večje donose, četudi na račun večjega tveganja. Vse večja konkurenca v zavarovalniški panogi ne dopušča visokih dobičkov iz poslovanja in pravzaprav zavarovalnice sili k spremembi odnosa med donosnostjo in tveganjem. Poglavitni strategiji upravljanja, ki se jih zavarovalnica lahko poslužuje, sta aktivna in pasivna strategija. Aktivno strategijo izvajajo investitorji, ki nalagajo premoženje v okolju, kjer se vsaj občasno pojavljajo neučinkovitosti na trgu. Pasivne strategije upravljanja naložb pa upravljajo investitorji, ki verjamejo, da je trg učinkovit, kar pomeni, da na dolgi rok ni možno dosežati nadpovprečne donosnosti. Poznamo pa tudi mešane strategije, ki vsebujejo značilnosti obeh, tako aktivne kot pasivne strategije, uporabljajo pa se relativno redko. V nadaljevanju bom dal poudarek strategijam upravljanja premoženja za obveznice, saj Generali Zavarovalnica večino premoženja nalaga v obveznice.

(i) **Aktivne strategije.** Aktivne strategije so primerne za investitorje, ki iščejo velike donosnosti ter so tveganju naklonjeni. Temeljijo na iskanju podcenjenih vrednostnih papirjev ter napovedovanju obrestnih mer. Značilnost aktivnih strategij so tudi visoki stroški upravljanja naložb in transakcijski stroški, saj zahtevajo poglobljeno analizo trga in velik obseg transakcij. Za analizo obveznic poznamo več aktivnih strategij, katere temeljijo na napovedovanju gibanja obrestnih mer ter iskanju podcenjenih in precenjenih obveznic (Bodie et al., 1996, str. 470):

- zamenjava obveznic,
- zamenjava obveznic različnega tipa,
- zamenjava obveznic na osnovi napovedovanja obrestnih mer,
- zamenjava zaradi povečanja donosnosti,
- zamenjava iz davčnih razlogov.

Za upravljanje delnic pa ločimo dve aktivni strategiji upravljanja (Bodie et al., 1996, str. 750):

- **tempiranje trga** je metoda, ki poskuša na osnovi analize makroekonomskih trendov napovedati obrate trga in jih izkoristiti. Glavna naloga investitorja je odločitev o tem, v katere osnovne skupine finančnih naložb bo v določenem obdobju vlagal premoženje, medtem ko je odločitev o vrsti posameznih vrednostnih papirjev drugega pomena;
- **strategija izbire vrednostnega papirja** skuša na podlagi makroekonomskih kazalcev poiskati posamezne vrednostne papirje, ki so s strani trga napačno ocenjeni (podcenjeni) ter jih vključiti v premoženje.

(ii) **Pasivne strategije.** Prva pasivna strategija za upravljanje naložb obveznic je strategija kupi in drži. To pomeni, da investitor kupi obveznico in jo drži do dospelja ali do odpoklica, ko pa dobi izplačano glavnico in seveda pripadajoče obresti jo ponovno naloži na podoben način. V primeru, da investitor hrani obveznico do dospelja, to pomeni, da s tem zanemarljivo tveganje gibanja obrestne mere. Kljub temu, da se investitor ne ukvarja z napovedovanjem obrestne mere, pa je še vedno potrebna temeljita analiza in podrobna preučitev kreditnega tveganja. Značilnost pasivne strategije so tudi nizki stroški upravljanja naložb in nizki transakcijski stroški ter tudi relativno majhen trud, vložen v upravljanje naložb. Pasivno strategijo se navadno izvaja s pomočjo indeksiranja, kar pomeni, da se oblikuje določena sestava premoženja, ki vsebuje enake deleže obveznic ali delnic, kot jih ima izbrani indeks. To pomeni, da se dosega dejansko taka donosnost, kot jo dosega izbrani indeks. Pasivno strategijo upravljanja navadno izberejo investitorji, kateri si želijo v določenem časovnem obdobju zagotoviti določen kuponski donos.

Kot posebna oblika pasivne strategije je poznana tudi **imunizacija**. To je posebna strategija, ki skuša premoženje obveznic zavarovati pred nihanjem obrestne mere. Predvsem je v uporabi v institucijah, katere izpolnjujejo svoje obveznosti na točno določen dan v prihodnosti, tiste, ki jih skrbi spreminjanje vrednosti kapitala zaradi različne odzivnosti sredstev in obveznosti na nihanje obrestne mere ter tiste, ki skrbijo za prihodnost svojega premoženja. (Bodie, et al., 1996, str. 463).

Imunizacija tudi usklajuje trajanje obveznosti in sredstev, kar v primeru zavarovalnice pomeni, da je potrebno na podlagi aktuarskih izračunov velikosti škod, ki bodo nastopile v določenem časovnem obdobju, kupiti obveznice, katerih trajanje je usklajeno s trajanjem predvidenih obveznosti. S tem si zavarovalnica zagotovi, da bo bodoče obveznosti lahko poravnala ne glede na višino tržne obrestne mere. Če v vmesnem obdobju obrestna mera zraste, bo cena obveznice ob dospelju manjša, obenem pa se bo povečala vrednost prejetih kuponov, saj jih bo lahko reinvestirala po novi – višji obrestni meri.

Zavarovalnica mora biti pozorna na dejstvo, da je trajanje naložb odvisno ne le od časa do dospelosti, ampak tudi od višine denarnih tokov in od same višine obrestne mere. Ob spremembi obrestni mere se seveda spremeni tudi trajanje naložb. V primeru spremembe obrestne mere je potrebno premoženje obveznic preurediti, da se ponovno uskladi trajanje

naložb s trajanjem obveznosti. To početje seveda ni smiselno ob vsaki spremembi obrestne mere, saj bi se s tem transakcijski stroški zelo povečali, je pa pomembno premoženje vsaj občasno preurediti.

Naslednja pasivna strategija je **namenitev premoženja**. Investitor med obveznicami na trgu izbere obveznico, katere denarni tokovi ravno pokrijejo njegove prihodnje obveznosti. Dejstvo je, da kljub veliki izbiri na trgu ni lahko najti obveznice, ki bi ustrezala vsem zahtevam. Tako kot pri strategiji imunizacije je tudi pri tej strategiji investor zaščiten pred nihanjem tržne obrestne mere. To strategijo je najlažje izvajati z brezkuponskimi obveznicami, saj v primeru, da investor točno pozna svoje prihodnje obveznosti, lahko kupuje take obveznice, ki zapadejo ravno takrat, ko mora izpolniti svoje obveznosti.

(iii) **Mešane strategije**. Mešana strategije vsebuje značilnosti obeh osnovnih strategij upravljanja naložb tako aktivno kot pasivne. Najbolj poznana mešana strategije je **pogojna imunizacija**, za katero je značilno, da v začetku investor upravlja aktivno z namenom, da doseže čim višji donos. Če investor ob analizi stanja ugotovi, da ni uspešen ter da donos ni na pričakovani ravni, se odloči za imunizacijo in ga do konca ne upravlja več aktivno. V primeru ugotovitve, da je bil z aktivnim načinom upravljanja uspešen pa lahko premoženje ves čas upravlja aktivno. Ko pa govorimo o načinu upravljanja delnic, pa je v praksi najbolj pogosta mešana strategija. Investitorji oblikujejo osnovni sestav delnic pasivno, navadno z indeksacijo, s katero zagotovijo primerno razpršitev naložb ob zagotavljanju neke povprečne donosnosti. Manjši del premoženja pa upravlja aktivno z namenom doseči čim višjo donosnost.

3. Izbor naložb. Tretji korak se začne s pregledom obstoječe razporeditve premoženja in z upoštevanjem tveganja, ki mu je obstoječe premoženje izpostavljeno. Z pridobljenim znanjem se nato določi vrednostne papirje, ki ustrezajo po izpostavljenosti tveganju in ostalim kriterijem. Povezave med pričakovanji o posamezni naložbi in ostalimi dejavniki, ki nanjo vplivajo, so navadno zelo zapletene in implicitne. V takih primerih si navadno pomagamo z analizo scenarijev ali pa s stohastičnim napovedovanjem. Upravljalci premoženja navadno delajo razporeditev naložb v več korakih. Glede na število korakov razporejanja ločimo več vrst razporejanja naložb – integrirano, strateško, taktično in zavarovano razporejanje naložb (Maginn, Tuttle, 1990, str. 7–18). Upravljalci naložb se v praksi navadno poslužujejo dvostopenjskega načina za določanje najboljše sestave naložb. Najprej naložbe razdelijo po posameznih razredih (dolžniški VP, lastniški VP, depoziti ...), torej optimizacijo izvedejo na razredih naložb, nato pa znotraj razredov izbirajo najboljše naložbe. Pri tem postopku morajo upravljalci paziti na korelacijo med posameznimi donosnostmi naložb različnih razredov. Manjša je ta, manjša je možnost napake.

4. Nadziranje. Naložbena politika je živ proces, ki se nikoli ne konča. V zadnjem koraku pa celoten proces dobi svoj pravi smisel, saj je potrebno naše premoženje stalno nadzirati in ugotavljati morebitne odmike od zastavljenih ciljev. V primeru, da se rezultati

razlikujejo od naših želja, pa se cel krog dogodkov ponovi, začenši z opredelitvijo novih naložbenih ciljev. Navadno tudi lastnike podjetja zelo zanima ali so bili cilji pri upravljanju z naložbami doseženi ter kateri razlogi (npr. sposobnost upravljavca, srečne okoliščine, dobro izdelana naložbena politika) so vplivali na dobljeni rezultat.

Generali Zavarovalnica pri oblikovanju naložbene politike upošteva zaporedje korakov, opisanih v četrtem poglavju (glej sliko 3). Vodstvo zavarovalnice se zaveda, da je modro upravljanje z premoženjem zelo pomembna naloga zavarovalnice, zato ničesar ne prepuščajo naključju. Kot sem že omenil, je večji del naložb naložen v obveznice, zato so bolj pomembne strategije upravljanja naložb za obveznice.

Generali Zavarovalnica glede na potrebe in cilje, ki se lahko v različnih obdobjih razlikujejo, pretežno uporablja pasivne strategije. Do konca leta 2004 je najbolj pogosto uporabljena strategija kupi in drži, ki se po potrebi uskladi s strategijo namenitvijo premoženja. Dejstvo je, da so zadnjih nekaj let obrestne mere nezadržno padale in so trenutno na zgodovinsko najnižjem nivoju. Kaj lahko pričakujemo v bodoče, pa bo pokazal čas. Nekateri strokovnjaki pričakujejo, da bodo obrestne mere še vedno padale oz. ostale na trenutnih nivojih, medtem ko drugi napovedujejo, da se bodo začele počasi dvigovati. Glede na to, da so cene dolžniških vrednostnih papirjev zelo odvisne od tržnih obrestnih mer, bo potrebno v Generali Zavarovalnici tudi v bodoče zelo aktivno spremljati dogajanje na trgu ter strategijo upravljanja premoženja prilagoditi razmeram na trgu.

6. IZBIRA OPTIMALNE NALOŽBENE POLITIKE NA PRIMERU GENERALI ZAVAROVALNICE

Poznamo veliko metod in modelov za optimizacijo premoženja, vendar je ravno Markowitzev model eden najboljših. Z raznimi dopolnitvami in izboljšavami je še danes zelo pogosto uporabljen, zato ga predstavljam v nadaljevanju tega poglavja. V tem poglavju bom tudi analiziral obstoječo strukturo naložb Generali Zavarovalnice ter jo s pomočjo določenih orodij, ki jih ponuja Excel, poskušal optimizirati. Za to je potrebno v prvi vrsti določiti cilje, ki jih želim doseči, ter sestaviti model z vsemi potrebnimi podatki. Kot rezultat pričakujem, da bom uspešno optimiziral sestavo naložb ter zavarovalnici predlagal, kako lahko ob enakem tveganju in varnosti doseže večjo donosnost premoženja.

6.1. Predstavitev Markowitzevega modela

Zgodovino investiranja lahko razdelimo v dve obdobji: obdobje pred letom 1952 in po letu 1952. Tega leta je namreč študent ekonomije Harry Markowitz na univerzi v Chichagu v

doktorski nalogi predstavil teze Moderne teorije premoženja¹⁴. Markowitz je ugotovil, da so vse potrebne informacije o posameznem vrednostnem papirju lahko podane samo s tremi merami: s pričakovanim donosom, standardnim odklonom pričakovane donosnosti in korelacijskim koeficientom med pričakovanimi donosnostmi drugih naložb (Goetzmann, 2004, str. 3).

Na podlagi Markowitzove teorije je bilo razvitih še več modelov oziroma teorij, med katerimi štejemo za najpomembnejše CAPM-model (ang. Capital Asset Pricing Model), teorija arbitražnega določanja cen (ang. Arbitrage Pricing Theory) in teorija učinkovitega trga (ang. Efficient Market Hypothesis). Markowitzeva teorija je bila tudi praktično uporabljena v mnogih programih, ki se še danes uporabljajo za analizo premoženja, po celem svetu (Campbell, 2002, str. 1). Če predpostavljamo, da bi želeli s pomočjo metode Markowitza optimizirati premoženje ob dnevno spreminjajočih se pogojih na trgu kapitala ob predpostavkah (npr. spremenjene obrestne mere, sprememba dividendnih donosnosti ...), bi tudi v današnjih časih, ko imamo na razpolago zelo zmogljive računalnike, imeli kar precej zahtevno nalogo. Število vrednostnih papirjev je ogromno in s tem tudi ogromno potrebnih izračunov za izračun optimalnega premoženja (Markowitz, van Dijk, 2003, str. 30). Rezultati empiričnih raziskav kažejo, da imajo investitorji svoje premoženje malo oz. slabo diverzificirano. Eden glavnih dejavnikov za takšno obnašanje investitorjev pa so transakcijski stroški in davki (Kellerel, 2001, str. 287).

Kljub temu je Markowitzeva teorija pogosto predmet kritik, saj daje dobre rezultate le pod določenimi predpostavkami ter ne omogoča optimizacije premoženja, ko imamo opraviti s tveganji (Ogryczak, 2000, str. 143).

(Markowitz, 1952, str. 77–91) je verjel, da sta donos in tveganje povezana. Povezavo med statistično določeno stopnjo tveganja in stopnjo donosa je mogoče kvantificirati in tako določiti stopnjo tveganja, ki je potrebna pri različnih ravneh donosnosti. Z izračuni je podprl svoj sklep, da noben investitor na more dosežati nadpovprečnih donosov, ne da bi se izpostavljaval nadpovprečnemu tveganju. Njegova teorija je zgrajena na naslednjih predpostavkah:

- investitorji gledajo na vsako investicijsko možnost kot na verjetnostno porazdelitev pričakovanega donosa v določenem obdobju;
- investitorji v določenem obdobju maksimizirajo svojo pričakovano koristnost, njihove krivulje koristnosti kažejo na zmanjševanje mejne koristnosti premoženja;
- investitorji ocenjujejo tveganje premoženja le na osnovi variabilnosti donosa premoženja;
- investicijske odločitve sprejemajo le na osnovi pričakovanega donosa ter pričakovanega tveganja, tako da so njihove krivulje koristnosti funkcija

¹⁴ Leta 1990 je prejel tudi Nobelovo nagrado za raziskovalno delo na področju investiranja.

pričakovanega donosa in pričakovane variance (oziroma standardnega odklona) donosa;

- investitorji so tveganju nenaklonjeni.

Rezultat Markowitzevega modela je optimalna oziroma učinkovita razporeditev premoženja, ki pokaže optimalni delež zastopanosti posameznega vrednostnega papirja in minimizira varianco (oziroma standardni odklon) premoženja pri danem pričakovani stopnji donosa. Pričakovano stopnjo donosa je mogoče izraziti z enačbo (Prohaska, 1995, str. 599):

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n X_i * E(R_i) \quad (1)$$

kjer je:

$E(R_p)$ – pričakovana donosnost premoženja

X_i – delež vrednostnega papirja i v premoženju

$E(R_i)$ – pričakovana donosnost i -tega vrednostnega papirja

n – število vrednostnih papirjev v premoženju

Standardni odklon premoženja je določen z varianco vsakega vrednostnega papirja ter s korelacijskim koeficientom parov vrednostnih papirjev. Za določitev učinkovitega izbora vrednostnih papirjev je potrebno minimizirati tveganje pri vsaki ravni pričakovanega donosa. Pri tem v klasični teoriji obstajajo omejitve (Prohaska, 1955, str. 600):

- ne obstaja možnost izposoje ali posojanja denarja po netvegani obrestni meri,
- ne obstaja nepokrita prodaja,
- vsota $\sum X_i = 1$, kar pomeni, da ne obstajajo nerazporejena sredstva,
- $X_i \geq 0$, kar pomeni, da je naložba v vrednostni papir lahko le pozitivna ali enaka nič.

V primeru nepokrite prodaje ta omejitev ne bi vzdržala.

Pri tako zastavljenem problemu gre za kvadratično programiranje, katerega cilj je minimizirati tveganje oziroma varianco celotnega premoženja. Prav tako je cilj doseči minimalno sprejemljivo donosnost ob upoštevanju prej navedenih omejitev.

Če povedano predstavim v formuli:

$$\text{Minimiziraj } V_p = \sum_{i=1}^n X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij} \quad (2)$$

Pri omejitvah:

$$\sum_{i=1}^n X_i = 1$$

$$\sum_{i=1}^n X_i * E(R_i) = E(R_p)$$

$$X_i > 0, i=1, \dots, n$$

kjer je:

V_p – varianca premoženja

n – število razpoložljivih vrednostnih papirjev

X_i – delež vrednostnega papirja i v premoženju

$E(R_p)$ – pričakovana donosnost premoženja

$E(R_i)$ – pričakovana donosnost i -tega vrednostnega papirja

σ_i^2 – varianca donosnosti i -tega vrednostnega papirja

p_{ij} – kovarianca donosov i -tega ter j -tega vrednostnega papirja

Problem Markowitzeve teorije je, da je postavljena na strogih predpostavkah z veliko omejitvami in zahteva veliko izračunavanja. Z modernimi računalniškimi programi se sicer računanje poenostavi, vendar še vedno zahteva veliko časa. Bistveno je, da so ugotovitve te teorije uporabne tudi v praksi, hkrati pa je na tej teoriji zgrajeno večino novejših modelov, ki opisujejo ravnotežje na trgu kapitala.

Najpogostejši odgovor na vprašanje, kako razporediti svoje premoženje med različne vrste naložb, je, da nikoli ne smemo nositi vseh jajc v eni košari, ampak moramo razporediti svoje premoženje na več posameznih naložb (Grinblatt, Titman, 2002, str. 181). Ključ razporeditve (glej tabelo 24) pa leži v korelaciji med posameznimi naložbami.

Tabela 24: Celotno tveganje premoženja (merjeno s povprečnim standardnim odklonom donosnosti premoženja v odvisnosti od števila vrednostnih papirjev v premoženju: primer delnic borze v New Yorku)

Število vrednostnih papirjev v premoženju	Povprečni standardni odklon donosnosti (v %)
1	49,24
2	37,36
4	29,69
8	24,98
20	21,68
50	20,2
100	19,69
500	19,42
400	19,29
1000	19,21

Vir: Ross, Westerfield, Jaffe, 1993, str. 380.

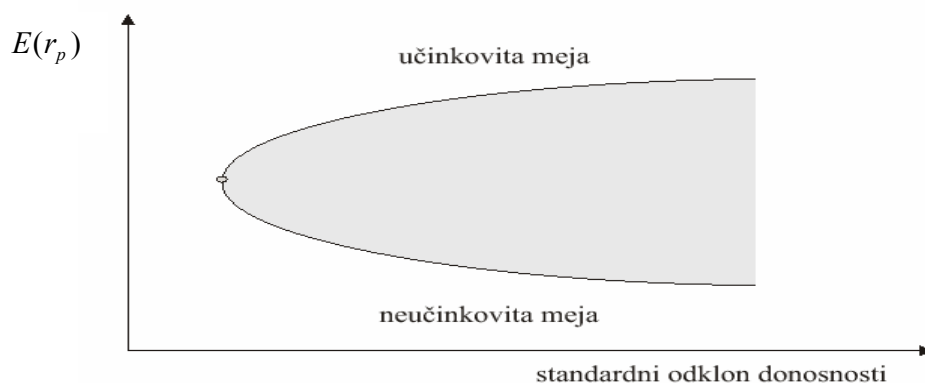
Markowitz (1959, str. 81) pravi, da ne smemo razmišljati o tveganju enega samega vrednostnega papirja, ampak moramo razmišljati o tveganju celotnega premoženja in ko kupujemo nov vrednostni papir, raje razmišljajmo, kako bo nakup doprinesel k tveganju premoženja kot celote. Naprej razmišlja o povezavi, kako se lahko cene določenega vrednostnega papirja v določenih pogojih giba v isti ali nasprotni smeri od cene drugega vrednostnega papirja. To povezavo lahko merimo s korelacijskim koeficientom. Visoke cene nafte so na primer dobre za naftna podjetja, slabe pa na primer za letalske prevoznike, ki nafto kupujejo. Rezultat tega je, da lahko pričakujemo, da se bodo cene delnic teh podjetij gibale v nasprotni smeri. To pomeni, da imata nizek (ali celo negativen) korelacijski koeficient. Investitorje bodo torej imeli boljša diverzifikacijo premoženja, če imajo eno delnico naftnega podjetja in eno delnico letalskega prevoznika, kot pa če imajo v lasti dve delnici letalskega prevoznika

Ko premoženje razporedimo na čim več različnih vrednostnih papirjev, je zelo verjetno, da sestavimo tako kombinacijo naložb, ki ima dosti večjo povprečno donosnost, kot pa je stopnja tveganja tega premoženja. Ko torej diverzificiramo in premoženje razporedimo še po razredih, lahko rečemo, da v resnici upravljamo s premoženjem.

6.1.1. Učinkovita razporeditev premoženja z več tveganimi naložbami (optimalno premoženje) in z eno netvegano naložbo

Učinkovito razporeditev premoženja izvedemo v treh korakih. Prvič, poiščemo najbolj učinkovite kombinacije tveganja in donosa iz razpoložljivih tveganih naložb. Drugič, določimo **optimalno premoženje tveganih naložb**, ki se dotika najbolj strme premice alokacije kapitala (ang. Capital allocation line, CAL). Tretjič, določimo primerno **celotno premoženje**, temelječe na investitorjevem odnosu do tveganja s kombiniranjem netvegane naložbe in optimalnega tveganega premoženja.

Slika 4: Meja učinkovitosti



Vir: Sharpe, 1999, str. 54.

Nadalje lahko iz premic alokacije kapitala vzamemo nove točke in jih kombiniramo v nova premoženja, tako ustvarjamo razpoložljiv zbir vrednostnih papirjev (in premoženj), ki je grafično vedno bolj severozahodno (manjši standardni odklon in večji pričakovan donos) in na ta način dobivamo učinkovitejše premoženje. Meja učinkovitosti je torej krivulja, ki povezuje vsa 'severno-zahodna' premoženja tveganih sredstev (glej sliko 4). Predstavlja zbir premoženj, ki omogočajo najvišje možne pričakovane donosnosti pri dani stopnji tveganja, zato so ta premoženja učinkovito razporejena.

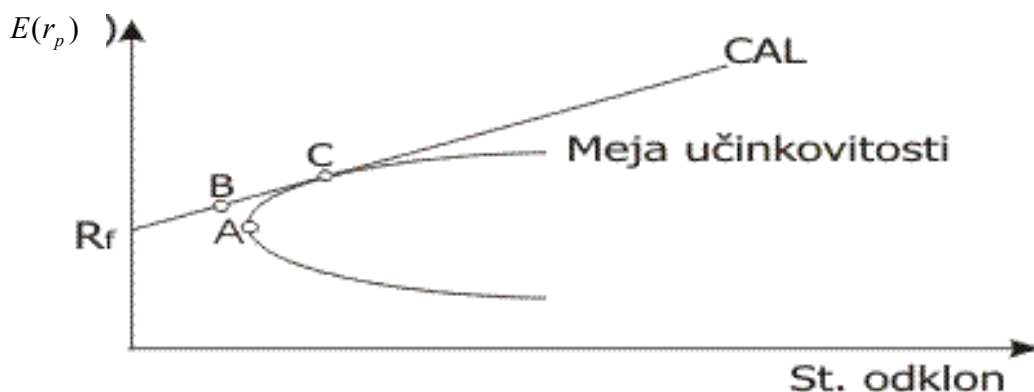
Posamezna sredstva se vedno nahajajo znotraj meje učinkovitosti. Ko izbiramo med premoženjem na meji učinkovitosti, pa upoštevamo samo tiste nad premoženjem z najmanjšo varianco, saj imajo pri enakem standardnem odklonu višji pričakovan donos. Odsek krivulje od točke premoženja z najmanjšo varianco navzgor prikazuje racionalne kombinacije deležev tveganih vrednostnih papirjev (Mramor, 2000, str. 60).

Drugi korak vključuje tudi netvegano naložbo. Upošteva tekočo netvegano obrestno mero poiščemo najbolj strmo CAL-linijo, ki se dotika meje učinkovitosti. V stičišču je optimalno premoženje tveganih sredstev.

V zadnjem koraku investitor izbere sebi primerno kombinacijo med optimalnim tveganim premoženjem in netvegano naložbo, kot prikazujem v sliki 5. Upravitelj premoženja bo na podlagi naklonjenosti tveganju izbral premoženje nekje na CAL-premici med točkama R_f in O. Tisti, ki so bolj naklonjeni tveganju, bodo izbrali celotno premoženje bližje točki C (večji delež premoženja bo obsegal optimalno premoženje tveganih naložb in manjši bo delež netveganih naložb) in obratno: tveganju nenaklonjeni investitor bo izbral točko, ki je bližje točki R_f (Bodie et al., 2001, str. 205).

Če bi želel vse investirati v netvegano naložbo, bi izbral ravno točko R_f , če pa bi celotno premoženje obsegalo samo tvegane naložbe, bi izbral točko C (glej sliko 5).

Slika 5: Optimalno premoženje, celotno premoženje



Vir: Sharpe, 1999, str. 70.

Tako pridemo do odločitve o premoženju, ki je sestavljena iz dveh neodvisnih nalog. Prva je določitev optimalnega premoženja, ki je čisto tehnične narave (prva dva koraka) in je enak za vse investitorje, druga naloga pa je konstrukcija celotnega premoženja, pri kateri odloča investitor sam, glede na svoje zahteve.

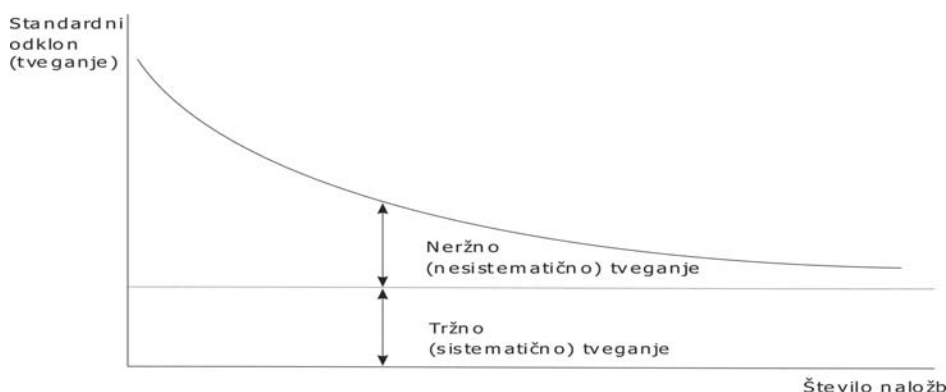
Na sliki 5 je točka A premoženje z najmanjšo varianco, točka C pa optimalno premoženje tveganih naložb, zato ker leži na meji učinkovitosti, in točka B celotno premoženje, sestavljeno iz optimalnega tvegane premoženja in netvegane naložbe (na primer zakladnih menic). Kje na CAL-liniji leži celotno premoženje oziroma kakšen delež premoženja bo investitor namenil naložbam v tvegano premoženo, pa je odvisno od njegovih preferenc oziroma njegovega odnosa do tveganja (prav tam).

6.1.2. Razporeditev in tveganje premoženja

Tveganja premoženja ne moremo popolnoma odpraviti, saj donosnosti naložb med seboj niso popolnoma negativno korelirane. Če posvetimo malo pozornosti še tveganju, ki je prisotno, če investiramo premoženje v vrednostne papirje, se zavarovalnica srečuje z:

1. **nesistematičnim tveganjem** – tveganje premoženja, ki ga lahko odpravimo z razpršitvijo premoženja (angl. unsystematic risk, diversifiable risk, asset – specific risk);
2. **sistematičnim tveganjem** – preostalo tveganje premoženja, ki je odvisno od splošnih gospodarskih pogojev in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti (angl. systematic risk, nondiversifiable risk, market risk).

Slika 6: Tveganje premoženja: Sistematično in nesistematično tveganje



Vir: Bodie et al., 2001, str. 186.

Podatke, podobne tistim, ki so navedeni v tabeli št. 24, lahko tudi grafično ponazorimo. V tem primeru dobimo krivuljo (glej sliko 6), ki nam grafično ponazori, do katere mere je še smiselno dodajati nove vrste vrednostnih papirjev v premoženje. Na sliki 6 je lepo razvidno, da se z naključnim dodajanjem novih naložb v premoženje investitorja zelo hitro zmanjšuje standardni odklon donosnosti premoženja. Vključitev prvih 5 do 10 naložb v premoženje prinese veliko večje zmanjšanje tveganja kot kasnejše dodajanje naložb (tabela 24). Ko

število preseže 15, 20 delnic, postane prispevek k zmanjšanju tveganosti premoženja minimalen. Nadaljnja diverzifikacija ni več smiselna in ne prispeva bistveno k varnosti premoženja (Bodie et al., 2001, str. 186). Popolne razpršitve, s katero bi tveganje popolnoma odpravili, pa ne moremo doseči, saj donosnosti naložb med seboj niso popolnoma negativno korelirane.

6.2. Ocena optimalne strukture finančnega premoženja Generali Zavarovalnice

Za izračun optimalne strukture premoženja naložb Generali Zavarovalnice bom uporabil program Excel. Uporabil bom dve orodji, in sicer »reševalec« in »iskalec cilja«: **Reševalec** je del zbirke ukazov, ki jim včasih pravimo orodja za »kaj-če« analizo. Z reševalcem lahko poiščemo optimalno vrednost za formulo v eni celici (ciljna celica) na delovnem listu. Reševalec dela s skupino celic, ki so posredno ali neposredno povezane s formulo v ciljni celici. Reševalec prilagodi vrednosti v spreminjajoči celici, ki jo določite (prilagodljiva celica), da dobi rezultat, ki ste ga določili v formuli v ciljni celici. Določite lahko tudi omejitve, da bi omejili vrednosti, ki jih lahko uporabi reševalec v modelu. Omejitve se lahko sklicujejo na druge celice, ki vplivajo na formulo v ciljni celici. Rešitev linearnega modela so zneski, investirani v posamezne razrede naložb oz. deleži v optimalni strukturi naložb. Zelo zanimiva je tudi možnost analize vpliva posameznih omejitev. Veliko o tem izvemo iz izdelave dodatnih poročil, ki si jih lahko omislamo s klikom na ustrezne opcije, in sicer – poročila o odgovorih, poročila o občutljivosti ter poročila o mejah (Čibej, 1999, str. 36–40). Ta poročila je potrebno znati (tehnično in vsebinsko) ustrezno interpretirati. Poročila svojega primera sem predstavil v prilogi (glej prilogo 1,2,3,4,5 in 6). **Iskanje cilja** je del nabora ukazov, ki mu tako kot reševalcu pravimo »kaj-če« analiza. Uporabljamo ga v situacijah, ko poznamo želeni rezultat ene formule, vendar ne poznamo potrebne vhodne vrednosti, ki jo potrebuje formula za določitev rezultata.

6.2.1. Kvantitativno modeliranje

Kvantitativno modeliranje je element formaliziranih postopkov pri reševanju različnih problemov, zlasti tistih, ki so povezani s poslovnim odločanjem. Struktura shema, ki je nastala s sintezo podobnih predstavitev (Anderson, et. Al., 1985. str. 2) in drugih virov, je dovolj jasna, da je ni treba posebej komentirati. Izjemo pa naredimo s takojšnjim opozorilom na tretjo fazo (zagotovitev podatkov). Z dostopnostjo in kakovostjo vhodnih podatkov je že vnaprej določena tudi zgornja meja kompleksnosti modelov.

Pri postopku ocenjevanja optimalne strukture naložb Generali Zavarovalnice si bom pomagal s kvantitativnim modeliranjem, ki je eden od možnih načinov za ocenjevanje optimalne strukture naložb, katerega proces predstavljam v sliki 7.

Slika 7: Stopnje kvantitativne analize



Vir: Čibej, 1999, str. 36.

V finančnem modeliranju je izjemno relevantno previlo »Garbage in garbage out!«. Kar pomeni, da če v model vnesemo slabe vhodne podatke, ne moremo in ne smemo pričakovati, da bo model dal zadovoljive rezultate, na katere bi se kasneje lahko zanesli. Pri modeliranju preučevano strukturo zožimo na podlagi določenih predpostavk, nato jo popišemo z matematičnimi sredstvi. Končna zunanja oblika dobljenega prikaza so enačbe, neenačbe, sistemi enačb in drugi elementi matematičnega jezika, z opisom pa (običajno tudi ob pomoči formalne razslojenosti v tri skupine elementov) poskušam doseči naslednje (Čibej, 1999, str. 36):

- opisati stanje sistema oziroma njegovih vidnih in merljivih karakteristik (stanja samega dostikrat ne moremo neposredno opazovati, ampak ga lahko ocenjujemo samo posredno, ob pomoči izmerkov nekih količin, ki so na določen način povezane z notranjimi spremenljivkami);
- predstaviti zunanje omejitve torej pogoje, ki jih postavlja okolje tega sistema; sistem omejitev določa prostor možnih rešitev; to je v skrajnem primeru lahko tudi prazna množica in prav je, da se tega dejstva zavedamo že vnaprej;
- postaviti eno ali več relacij med spremenljivkami modela, ki odsevajo namen, zaradi katerega se sploh lotevamo modeliranja.

6.2.2. Predpostavke modela optimizacije naložb

Pri izračunu optimalne sestave premoženja v Excelovem modelu so upoštevane naslednje predpostavke:

- analizo optimalne strukture naložb za Generali Zavarovalnice sem naredil po stanju premoženja na 31. 12. 2003. Ta dan sem si izbral, ker sem imel na razpolago vse podatke, ki sem jih potreboval in ni tako zelo oddaljen od sedanjega časa. Kljub temu pa so se razmere na trgu kapitala od takrat pa do danes kar precej spremenile in bi

moral za izračun, ki bi bil narejen, npr. na 31. 12. 2004, upoštevati drugačne predpostavke;

- optimalna sestava je zaradi boljše predstave računana posebej za kritni sklad in posebej za kritno premoženje za Generali Zavarovalnico;
- naložbe lastnih virov ne bom posebej obravnaval, ampak jih bom upošteval kot del naložb kritnega premoženja in kritnega sklada;
- vrednost kritnega premoženja in kritnega sklada predstavlja vrednost na dan 31. 12. 2003;
- za omejitve posameznih razredov naložb bom upošteval omejitve, ki jih določa ZZavar in ugotovitve, ki izhajajo iz naložbene politike Generali Zavarovalnice;
- za kritno premoženje in kritni sklad bom upošteval razrede naložb, kamor zavarovalnica že vlaga. Edino izjemo bom naredil pri naložbah kritnega premoženja in upošteval, da je lahko naloženo tudi v lastniške vrednostne papirje. To pomeni, da bom za kritno premoženje upošteval naložbe v državne VP, ostale dolžniške VP, lastniške VP, depozite v bankah, druga dana dolgoročna posojila. Za naložbe kritnega sklada pa bom upošteval naložbe v državne VP, ostale dolžniške VP, lastniške VP, depozite v bankah, deleže v investicijskih skladih in druga dana dolgoročna posojila;
- denarnih sredstev ne bom obravnaval kot naložbo, ker predstavljajo zanemarljiv delež premoženja;
- transakcijske stroške bom zanemaril;
- predpostavljam, da je možno naložbe prodati ali kupiti v kateremkoli trenutku, ne da bi s tem prišlo do spremembe cene;
- realne stopnje donosa posameznih razredov naložb bom ugotavljal na dan 31. 12. 2003. Pri tem bom izhajal iz podatkov, ki so bili razpoložljivi na slovenskem trgu kapitala;
- za naložbe kritnega premoženja sem upošteval naslednje omejitve: delež državnih vrednostnih papirjev s stalnim donosom ne sme biti manjši od 50 % in ne večji od 60 % celotnega premoženja, delež dolžniških vrednostnih papirjev ne sme biti manjši od 10 % in ne večji od 20 % celotnega premoženja, delež lastniških vrednostnih papirjev ne sme biti manjši od 5 % in ne večji od 8 % celotnega premoženja; delež depozitov pri bankah ne sme biti manjši od 10 % in ne večji od 20 % celotnega premoženja, delež drugih danih dolgoročnih posojil ne sme biti manjši od 1 % in ne večji od 2 % celotnega premoženja. Dodatno sem predpostavil, da delež državnih vrednostnih papirjev in delež ostalih dolžniških vrednostnih papirjev skupaj ne sme biti manjši od 30 % in ne večji od 80 % celotnega premoženja. Skupni delež depozitov v bankah in danih dolgoročnih posojil pa ne sme biti manjši od 5 % in ne večji od 22 % celotnega kritnega premoženja;
- za naložbe kritnega sklada sem upošteval, da deleži državnih vrednostnih papirjev s stalnim donosom ne sme biti manjši od 40 % in ne večji od 60 % celotnega premoženja; delež dolžniških vrednostnih papirjev ne sme biti manjši od 15 % in ne večji od 30 % celotnega premoženja, delež lastniških vrednostnih papirjev ne sme biti manjši od 5 % in ne večji od 10 % celotnega premoženja; delež depozitov pri

bankah ne sme biti manjši od 12 % in ne večji od 20 % celotnega premoženja, delež drugih danih dolgoročnih posojil ne sme biti manjši od 1 % in ne večji od 5 % celotnega premoženja; delež v investicijskih skladih ne sme biti manjši od 1 % in ne večji od 5 % celotnega premoženja. Dodatno sem predpostavil, da delež državnih vrednostnih papirjev in delež ostalih dolžniških vrednostnih papirjev skupaj ne sme biti manjši od 30 % in ne večji od 85 % celotnega premoženja. Delež lastniških vrednostnih papirjev in deležev v investicijskih skladih skupaj ne sme biti manjši od 3 % in ne večji od 10 % celotnega kritnega sklada. Skupni delež depozitov v bankah in danih dolgoročnih posojil pa ne sme biti manjši od 5 % in ne večji od 30 % celotnega premoženja kritnega sklada;

- pri izračunu s pomočjo reševalca sem iskal maksimalno vrednost ciljne celice;
- za vsak posamezni razred naložb bom upošteval, da je najmanjša vrednost, ki jo lahko zavzame, enaka nič. To pomeni, da pridejo v poštev samo naložbe, ki so absolutno in relativno pozitivne.
- pri izračunu bom upošteval, da se potencialno večji prihodki iz naslova natečenih obresti in iz naslova rasti tečajev (lastniški vrednostni papirji in enote investicijskih skladov) upoštevajo kot povečani prihodki zavarovalnice.

6.2.3. Določanje realne stopnje donosa posameznih razredov naložb

Za vsak razred naložb bom v nadaljevanju poskušal čimbolj natančno definirati nominalne letne donosnosti, ki jih bom kasneje uporabil pri izračunu optimalne strukture naložb. Podatke bom v največji meri črpal iz podatkov, ki so mi na voljo iz poročil o naložbah Generali Zavarovalnice. V razredih, kjer je število posameznih naložb veliko, bom izbral tipične predstavnike tega razreda in jih upošteval pri izračunu.

Za **državne vrednostne papirje** bom upošteval **5,15-odstotno** nominalno letno stopnjo donosa za naložbe kritnega premoženja¹⁵, za naložbe kritnega sklada pa bom upošteval **7,25-odstotno** nominalno letno stopnjo donosa. Stopnje donosa sem izračunal kot aritmetično povprečje donosnosti do dospelja obveznic Republike Slovenije, ki po ročnosti približno sovpadajo s povprečno ročnostjo premoženja. Za kritno premoženje sem upošteval podatke o obveznicah Republike Slovenije, RS13E in RS52, za kritni sklad pa podatke o obveznicah Republike Slovenije RS18, RS23, RS52 in RS48. Ker so naložbe kritnega sklada nominirane v EUR, sem upošteval še rast tečaja SIT/EUR, ki je v letu 2003 znašala 2,7 %.

Dolžniški vrednostni papirji, med katere v obravnavanem primeru sodijo obveznice slovenskih bank in obveznice slovenskih podjetij, imajo načeloma višjo donosnost kot državne obveznice, ker so tudi bolj tvegani, saj za izplačilo ne jamči država z vsem svojim premoženjem, ampak podjetja in banke s svojim premoženjem. Izračun realne stopnje donosnosti za podjetniške in bančne obveznice sem izvedel ravno tako kot izračun realne

¹⁵ Pri novejših izdajah obveznic Republike Slovenije so stopnje donosa nižje in se gibajo okoli 4 %.

donosnosti za državne vrednostne papirje. Za izračun povprečne stopnje donosnosti do dospelja za naložbe kritnega premoženja sem upošteval podatke o obveznicah Abanke (AB06), Banke Celje (BCE6A), Nove Ljubljanske banke (NLB8) in Probanke (PRB6). Za izračun povprečne stopnje donosnosti do dospelja za naložbe kritnega sklada pa sem upošteval podatke o obveznicah BTC (BTC1E), Abanke (AB06 in VIP7). Za naložbe kritnega sklada in kritnega premoženja sem upošteval še rast tečaja SIT/EUR, ki je v letu 2003 znašala 2,7 %. Za naložbe kritnega premoženja bom upošteval **8,13-odstotno** nominalno letno donosnost, za naložbe kritnega sklada pa **8,53-odstotno** nominalno letno donosnost.

Lastniški vrednostni papirji so v Generali Zavarovalnici zaenkrat prisotni le v premoženju kritnega sklada. Vendar predpostavljam, da bodo v bodoče prisotni tudi v premoženju kritnega premoženja. Za lastniške vrednostne papirje je značilno, da na dolgi rok kljub velikim kratkoročnim vzponom in padcem prinašajo dokaj stabilno donosnost. Na dolgi rok v povprečju prinašajo med šest- in devetodstotno realno letno donosnost (Kleindienst, 2002, str. 52). Za slovenski trg pa lahko zaradi specifičnih dejavnikov, kot so: zniževanje bančnih obrestnih mer, povečevanje varčevanja prebivalstva v vrednostnih papirjih in vzajemnih skladih, zniževanje stopnje inflacije ter občasni prevzemi, pričakujemo **10-odstotno** nominalno letno stopnjo donosa pri nalaganju kritnega premoženja¹⁶. Za naložbe kritnega sklada pa zaradi daljšega časovnega obdobja nalaganja premoženja pričakujem, da bo realna stopnja donosa bliže tisti, ki dolgoročno velja za razvite kapitalske trge (Kleindienst, 2002, str. 52). Upošteval bom **8-odstotno** nominalno letno stopnjo donosa.

Za realne stopnje donosa **depozitov pri bankah** velja, da se obrestne mere zadnje čase znižujejo. Zavarovalnice v zadnjih letih čedalje manjši delež sredstev nalagajo v depozite, ki so postali manj donosna oblika naložbe v primerjavi z ostalimi oblikami. Centralna banka konstantno znižuje obrestne mere in njej sledijo tudi poslovne banke. Za naložbe kritnega premoženja bom upošteval realno letno stopnjo donosa za depozite **5,54-odstotno**, za naložbe kritnega sklada pa **6,7-odstotno** letno nominalno stopnjo donosa. Upoštevane obrestne mere sem izračunal kot aritmetično povprečje obrestnim mer vseh depozitov, ki jih je Generali Zavarovalnica imela sklenjene na dan 31. 12. 2003.

Za **druga dana dolgoročna posojila**, ki jih daje General Zavarovalnica samo svojim strankam, ki imajo pri njej sklenjeno polico življenjskega zavarovanja, bom upošteval **9-odstotno** nominalno stopnjo donosa, kar predstavlja povprečno obrestno mero vseh danih dolgoročnih posojil na dan 31. 12. 2003.

¹⁶ Ocena je podana na podlagi analiz stopenj donosa, ki velja za razvite trge, kjer je povprečna letna stopnja donosa v primeru dolgoročnega vlaganja v lastniške vrednostne papirje 8 %. Za kritno premoženje pa je zaradi zgoraj naštetih razmer na slovenskem trgu in zaradi krajšega časovnega horizonta nalaganja upoštevana stopnja donosa 10 %.

Za **naložbe v deleže v investicijskih skladih** bom upošteval povprečno letno donosnost vseh skladov, v katere je Generali Zavarovalnica nalagala svoja sredstva. Na podlagi izračuna tehtane aritmetične sredine letnih donosov bom upošteval nominalno stopnjo donosa **8,2 %** letno (upoštevajoč rast tečaja SIT/EUR).

6.2.4. Razporeditev naložb po razredih

Ko poslovodstvo zavarovalnice ugotovi naložbene cilje in omejitve ter proučuje tržna pričakovanja, se lahko preide v naslednji korak, določitev sestave naložb. Najpogosteje ima ta proces tri korake:

1. razporejanje naložb po razredih,
2. izbor pravega vrednostnega papirja znotraj posameznih razredov naložb,
3. izvedba.

Ves čas pa je potrebno sestavo naložb nadzorovati in urejati ter meriti uspešnost pri doseganju ciljev. Različni upravljavci naložb se lotijo določanja sestave naložb na različne načine, zato je težko posploševati, kateri korak je pomembnejši. Še v 70-ih letih je med zavarovalničarji v ZDA veljal kot najpomembnejši korak izbor pravega vrednostnega papirja. V prejšnjem desetletju pa je prevladovalo mnenje teoretikov in uporabnikov, da je razporejene naložb po razredih daleč najpomembnejše. Zavedati se moramo, da so do ugotovitev prišli v razvitih tržnih gospodarstvih, torej ni rečeno, da so splošno veljavne (Čok, 1997, str. 25). Kako to počne Generali Zavarovalnica, pa je opisano v četrtem poglavju (glej poglavje 4.2.).

6.3. Primerjava obstoječe in optimalne strukture naložb

Izračun je seveda optimalen ob določenih predpostavkah, ki sem jih upošteval, ter za omejitve nalože in stopnje donosnosti, ki so v izračunu upoštevane. Poudariti je potrebno, da imajo predvsem predpostavke o obrestnih merah za posamezne razrede vpliv subjektivnosti. Na primer, mnogi upravljavci zelo neradi napovedujejo pričakovane donosnosti v prihodnosti, ker je to zelo težka naloga (Lofthouse, 2001, str. 501). Prepričan sem, da bi neka druga oseba ob analizi istega problema prišla do drugačnih ocen. Pri analizi optimalnega stanja naložb kritnega premoženja sem tako predvideval, da lahko zavarovalnica nalaga sredstva tudi v razred lastniških vrednostnih papirjev, ki do sedaj ni bil zastopan, medtem ko so ostale kategorije optimalne strukture naložb identične dejanskim.

Zaradi zaupnosti proučevanih podatkov o naložbah Generali Zavarovalnice nisem podrobneje razbijal posameznih razredov naložb in sem podatke predstavil na nivoju, kot so objavljeni v publikaciji Slovenskega zavarovalnega združenja in Agencije za zavarovalni nadzor. S tem je zagotovljena tudi primerljivost podatkov s podatki drugih zavarovalnic in seveda primerljivost s podatki zavarovalne panoge kot celote.

Tabela 25: Primerjava dejanske in optimalne strukture kritnega premoženja Generali Zavarovalnice

Kritno premoženje	dejanska struktura (v 000 SIT)	v %	optimalna struktura (v 000 SIT)	v %
Državni VP s stalnim donosom	857.793	42	1.020.538	50
Dolžniški VP	135.759	7	408.215	20
Lastniški VP	0	0	163.286	8
Depoziti v bankah	1.045.500	51	408.215	20
Druga dana dolgoročna posojila	2.024	0	40.822	2
Skupaj	2.041.076	100	2.041.076	100

Vir: Lastni izračuni in Letno poročilo Generali Zavarovalnice 2003.

Sestava kritnega premoženja (glej tabelo 25) naj bi glede na model vsebovala 50 % dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev in 20 % dolžniških vrednostnih papirjev bank in podjetij. Lastniški vrednostni papirji, ki v Generali Zavarovalnici niso bili vključeni v sestavo, lahko obsegajo 8 % premoženja, naložbe v depozite naj bi znašale 20 % premoženja, ostala – 2 % pa predstavljajo druga dolgoročna dana posojila. Kritni sklad (glej tabelo 25) pa naj bi imel 43 % premoženja v državnih vrednostnih papirjih, naslednjih 30 % v dolžniških vrednostnih papirjih bank in podjetij, 5 % v lastniških vrednostnih papirjih, 12 % pripada depozitom v bankah, 5 % pa pripada deležem v investicijskih skladih. Poudariti je potrebno, da je delež dolgoročno danih posojil, ki naj bi znašal 5 % premoženja kritnega sklada, po moji oceni zelo velik, vendar ga zaradi relevantnosti izračuna ne bom spreminjal. Generali Zavarovalnica ima že sedaj večji delež dolgoročno danih posojil, kot znaša povprečje slovenskih zavarovalnic in pozavarovalnic.

Primerjava dejanske in optimalne strukture naložb kritnega premoženja kaže (glej tabelo 25) na precejšnje razlikovanje struktur naložb pri vseh razredih naložb. Največjo razliko je možno opaziti pri depozitih, ki so leta 2003 celo presegali zakonsko omejitev 30 % vrednosti premoženja, katerih naložbo je potrebno zmanjšati. Izračun pokaže, da ima Generali Zavarovalnica v strukturi kritnega premoženja v primerjavi z »optimalnim stanjem« premajhen delež državnih vrednostnih papirjev s stalnim donosom, premajhen delež bančnih in podjetniških obveznic, premajhen delež delnic (delnic v kritnem premoženju na dan 31. 12. 2003 ni) ter premajhen delež dolgoročnih danih posojil. Povprečna letna donosnost kritnega premoženja bi se tako s 5,55 % povečala na 6,29 %. V absolutnem znesku to pomeni, da bi letno lahko ustvarili za dobrih 15 mio SIT več prihodkov ter še vedno zadostili vsem pogojem, ki opredeljujejo naložbeno politiko kritnega premoženja Generali Zavarovalnice.

Naložbe kritnega sklada vsebujejo en razred naložb več kot pri naložbah kritnega premoženja (glej tabelo 26). Na osnovi rezultatov modela za optimizacijo naložb bi bilo potrebno povečati deleže v bančnih in podjetniških obveznicah, povečati delež lastniških vrednostnih papirjev, povečati delež dolgoročno danih posojil ter povečati delež v investicijskih skladih. Na drugi strani pa je potrebno zmanjšati delež državnih vrednostnih papirjev s stalnim donosom ter zmanjšati delež depozitov pri bankah. Če bi storili, kot je

napisano, bi povprečno letno donosnost kritnega sklada povečali s 7,33 % na 7,74 %, kar v absolutnem znesku pomeni razliko v višini 16,5 mio SIT. Obenem bi zadostili vsem zakonskim zahtevam in ne bi poslabšali likvidnosti oz. kako drugače poslabšali premoženja kritnega sklada. Skupen absoluten učinek kritnega premoženja in kritnega sklada bi tako znašal 31,5 mio SIT.

Tabela 26: Primerjava dejanske in optimalne strukture kritnega sklada Generali Zavarovalnice

Kritni sklad	dejanska struktura (v 000 SIT)	v %	optimalna struktura (v 000 SIT)	v %
Državni VP s stalnim donosom	2.638.250	66	1.719.205	43
Dolžniški VP	428.127	11	1.199.445	30
Lastniški VP	50.010	1	199.908	5
Depoziti v bankah	790.700	20	479.778	12
Druga dana dolgoročna posojila	87.058	2	199.908	5
Deleži v in. skladih	4.006	0	199.908	5
Skupaj	3.998.151	100	3.998.151	100

Vir: Lastni izračuni in Letno poročilo Generali Zavarovalnice 2003.

6.4. Predlog naložbene politike za prihodnost

Zavarovalnica Generali bo tudi v prihodnosti premoženje, ki ga upravljala, upravljala na podlagi zakonskih omejitev in podzakonskih zahtev. Še vedno bo med naložbenimi načeli na prvem mestu varnost, na drugem likvidnost in na tretjem donosnost. Poleg tega pa bo še naprej s premoženjem ravnala s skrbnostjo dobrega gospodarja. V Sloveniji je še vedno večina zavarovalnic kompozitnih in prevladujejo premije, zbrane iz neživljenjskih zavarovanj. Iz tega izhaja, da bo v bodoče še vedno primerna bolj konzervativna naložbena politika zavarovalnic, saj je ročnost naložb primerno krajša in si zavarovalnice zato ne morejo privoščiti bolj liberalne politike.

Zaradi pomanjkanja kvalitetnih vrednostnih papirjev in dokaj velike stopnje nezaupanja v domači kapitalski trg se je do sedaj Generali Zavarovalnica v veliki meri posluževala naložb v državne vrednostne papirje in bančne depozite. Temu je bilo tako tudi zaradi solidnih donosnosti depozitov in slabe likvidnosti domačih dolžniških vrednostnih papirjev. Naložbe v lastniške vrednostne papirje so za enkrat minimalne. Vzrok je v tem, da so naložbe v lastniške vrednostne papirje v večji meri dovoljene šele z uvedbo novega zakona o zavarovalništvu. Po drugi strani pa so bolj varni instrumenti prinašali zadovoljive donose in ni bilo potrebe po bolj tveganem načinu vlaganja premoženja.

Tudi v bodoče bo večji del premoženja na domačem trgu in bo naložen v instrumente, ki prinašajo fiksno donosnost. Mednje sodijo državne obveznice, državne zakladne menice, za katere jamči država s svojim premoženjem in s tega vidika predstavljajo najmanjše možno tveganje. Morebitne naložbe v obveznice, ki jih bodo izdala slovenska podjetja in banke,

bodo skrbno izbrane in proučene na podlagi vseh možnih informacij, ki se jih bo dalo o izdajatelju obveznic dobiti na trgu. Nalagalo se bo samo v tiste obveznice bank in podjetij, katerih bonitetne ocene bodo ustrezno visoke, tako da bo tveganje nezmožnosti izplačila glavnice in obresti minimalno ob upoštevanju čim višje možne likvidnosti teh vrednostnih papirjev.

Tipično za slovenski trg dolžniških instrumentov je, da so podjetja zelo nenaklonjena izdajanju dolžniških vrednostnih papirjev. Če potrebujejo dodaten kapital, se najraje zadolžujejo pri bankah. S približevanjem evropski monetarni uniji, s popolno odpravo temeljne obrestne mere (TOM), pospešeno privatizacijo bank in povečevanjem konkurence ter seveda zniževanjem inflacije bodo bančna posojila postajala še bolj ugodna, pričakuje pa se tudi uskladitev obrestnih mer z evropskimi. Vse to bo pomenilo, da bo na trgu primanjkovalo podjetniških dolžniških vrednostnih papirjev podjetij.

Vse to bo prisililo tako zavarovalnice kot banke, vzajemne sklade in ostale subjekte na trgu kapitala, da bodo morali zaradi razmer na slovenskem trgu kapitala svoje premoženje v čedalje večji meri nalagati tudi na tuje trge. Generali Zavarovalnica ni pri tem nobena izjema in bo morala v prihodnjih letih začeti aktivno iskati tuje vrednostne papirje, v katere bo vlagala del premoženja. Do sedaj se je vlaganje na domačem trgu pokazalo kot modra odločitev, saj so bili v zadnjem desetletju donosi na domačem trgu kapitala v povprečju dosti višji kot pa na razvitih trgih kapitala. S procesom približevanja Slovenije Evropski uniji in še posebej Evropski denarni uniji, v katero naj bi Slovenija vstopila v letu 2007, pa se donosi na domačem trgu počasi umirjajo in približujejo tistim na razvitih trgih.

Naslednji pomemben argument, ki govori v prid nalaganju v tuje vrednostne papirje, je prav gotovo omejena možnost nalaganja na domačem trgu. Domača tržna kapitalizacija je v primerjavi s tujino tako rekoč neznatna. Dejavniki, ki govorijo v prid naložbam v tujini, so tudi veliko večja likvidnost tujih vrednostnih papirjev, večja razpršitev premoženja in s tem povezano manjše tveganje premoženja kot celote. Seveda obstajajo tudi dejavniki, ki ne govorijo v prid nalaganju premoženja v tujino. Najbolj pogosti so: visoke provizije za posredovanje pri nakupu in prodaji, pomanjkanje znanja, neizkušenost slovenskih upravljavcev itd. Zanimiva je tudi ugotovitev, da se slovenski trg kapitala na dogajanja v tujini odziva bistveno manj kot drugi primerljivi trgi. To za investitorje pomeni, da lahko s kombinacijo naložb v tujini in doma bistveno znižajo tveganje premoženja.

Za slovenski zavarovalniški trg velja, da naj bi se v prihodnjih letih bistveno povečala zbrana premija iz življenjskih zavarovanj, saj je delež življenjskih zavarovanj v Sloveniji v primerjavi z razvitimi državami bistveno manjši. Iz tega naslova bo potrebno oblikovati matematične rezervacije, ki bodo morale biti naložene v dolgoročne in stabilne naložbe. Dolgoročne in stabilne naložbe pa predstavljajo dolžniški vrednostni papirji, nepremičnine ter naložbe v lastniške vrednostne papirje. Tu vidim tudi možnost, da Generali Zavarovalnica začne nalagati tudi v tuje vrednostne papirje.

Predlagam, da najprej svoje naložbe v tujini usmeri na dolžniške vrednostne papirje razvitejših držav in državne obveznice držav v razvoju. V lastniške vrednostne papirje naj vlaga previdno, po možnosti le v prvovrstne in to le v lastniške vrednostne papirje razvitejših držav. V lastniške vrednostne papirje držav v razvoju naj ne vlaga, saj je tveganje preveliko. Potencialni dobički tovrstnih naložb so seveda zelo mikavni, vendar predlagam, da se Generali Zavarovalnica pri tem drži znanega reka: »Zavarovalništvo je dolgočasen posel in tak naj tudi ostane,« (Torkar, 2003, str. 23). Za vsako naložbo v tujino naj skuša pridobiti čim več razpoložljivih informacij o vrednostnem papirju, v katerega vlaga.

Mnenja o tem, katera naložba je za investitorja na dolgi rok najbolj primerna, so seveda deljena. Mnogi trdijo, da se z vidika donosnosti naložbe v lastniške vrednostne papirje na dolgi rok izkažejo za absolutno boljše kot naložbe v dolžniške vrednostne papirje. Za primer naj navedem, da je bila realna donosnost ameriških delnic v obdobju 1992–2002 okoli 7 % (Kleindienst, 2002, str. 57). Na drugi strani pa je zaradi padajočih obrestnih mer in zaradi povečanega povpraševanja po nepremičninah cena nepremičnin zelo zrasla. Strokovnjaki sicer napovedujejo, da se bo rast cen nepremičnin kmalu ustavila in ustalila na nekem nivoju, ki je že zelo blizu današnjim cenam. Vseeno pa so naložbe v nepremičnine varna vendar slabo likvidna naložba.

7. SKLEP

Slovenski zavarovalni trg se je s 1. majem 2004 popolnoma odprl in tako postal delček evropskega zavarovalnega trga. Evropske zavarovalnice imajo možnost, da prosto prodajajo svoja zavarovanja v Sloveniji, ne da bi morale zato imeti podružnice ali druge formalne organizacijske oblike. Enako možnost glede prodaje zavarovanj imajo tudi slovenske zavarovalnice v ostalih državah Evropske unije. Vse to pomeni za slovenske zavarovalnice velike spremembe, saj so do sedaj večinoma poslovale v domačem okolju. Zanje je to lahko na eni strani velik izziv, da razširijo svoje območje delovanje, na drugi strani pa nevarnost, da se v konkurenčno tekmo na našem trgu dodatno vključijo novi ponudniki zavarovanj.

V pričujočem magistrskem delu sem preučil stanje na slovenskem zavarovalnem trgu v letu 2003 ter podrobno analiziral strukturo zavarovalnega trga glede na vrste in osnovne oblike zavarovanj ter glede na tržne deleže zavarovalnic. Sklenem lahko, da je na slovenskem trgu še vedno daleč največja zavarovalniška družba Zavarovalnica Triglav, ki prevladuje glede na obračunano premijo tako na premoženjskih kot na življenjskih zavarovanjih.

Eden izmed glavnih ciljev magistrskega dela je bila tudi analiza stanja finančnih naložb slovenskih zavarovalnic. Ugotovitve, do katerih sem prišel tekom analize finančnih naložb slovenskih zavarovalnic konec leta 2003, so naslednje: Največji delež finančnih naložb, ki skupaj znašajo 443 mrd SIT, predstavljajo dolžniški vrednostni papirji, od tega največji delež državni vrednostni papirji. Sledijo naložbe v depozite, manjši del naložb pa je namenjen lastniškim vrednostnim papirjem. Nepremičnine in posojila predstavljajo najmanjši del vseh

naložb. Dejstvo je, da zavarovalnice v tujini, npr. v državah članicah OECD, v povprečju nalagajo precej večji delež svojih finančnih naložb v lastniške vrednostne papirje in precej manjši delež v dolžniške vrednostne papirje in depozite. Razlike pa se v zadnjih letih ne zmanjšujejo, saj delež lastniških vrednostnih papirjev v slovenskih zavarovalnicah stagnira, medtem ko se delež v dolžniških vrednostnih papirjih počasi povečuje.

Posebno pozornost sem posvetil analizi Generali Zavarovalnice. Predvsem sem analiziran njeno naložbeno politiko ter jo primerjal s stanjem na slovenskem trgu zavarovalništva. Glavna ugotovitev je, da je obstoječa naložbena politika zelo konzervativna in da je velika večina finančnih naložb naložena v državne dolžniške papirje s stalnim donosom ter v depozite pri bankah. Manjši delež naložb pa je naložen v podjetniške in bančne obveznice, lastniške vrednostne papirje ter dolgoročno dana posojila. Ob določenih predpostavkah sem skušal optimizirati strukturo premoženja naložb Generali Zavarovalnice z vidika donosnosti. Skušal sem potrditi domnevo, da vključevanje kvantitativnih metod modeliranja lahko pripomore k doseganju boljših rezultatov zaradi boljših odločitev, do katerih lahko pridemo z uporabo te metode. Za primer analize izračuna optimalne strukture naložb za generali Zavarovalnico sem uporabil metodo linearnega modeliranja ter program Excel ter dokazal, da bi lahko ob danih predpostavkah dosegli višjo donosnost naložb. Predpostavke, ki sem jih upošteval, so izrazito variabilne narave (zato tudi težko določljive), zato se lahko izračun ob različnih predpostavkah zelo razlikuje. Ne smemo pa pozabiti, da je model upravljanja naložb dinamičen proces, ki zahteva nenehno preučevanje razmer na trgu in nenehno korigiranje dejanske strukture premoženja.

V okviru empiričnega dela magistrskega dela sem preizkusil samo en model (najbolj dostopen) in že pokazal na možne boljše rezultate. Seveda obstaja še ogromno število modelov in orodij, ki nam lahko pomagajo bolje strukturirati naložbe in doseči boljše odločitve oz. višje stopnje donosnosti. Dejstvo je, da je danes situacija glede naložbenih možnosti postala zelo kompleksna in verjetnost, da bi brez pomoči sodobnim metod naredili pravilno odločitev, je zelo majhna. Tega se investitorji, še posebej institucionalni investitorji, še kako zavedajo in jim zato uporaba sodobnih orodij in modelov ni tuja. Vendar se da še tako dobro odločitev še dodatno izboljšati, kar sem dokazal tekom pisanja magistrskega dela.

LITERATURA

1. Anderson D. R., Sweeney D. J., Williams T. A.: An Introduction to Management Science, Quantitative Approaches to Decision Making, 4th ed., St. Paul: West Publishing Company, 1985, str. 758.
2. Aver Boštjan, Stanič Aleš, Artač Gregor: Možnosti počenja donosnosti naložb zavarovalnice. Zavarovalniški horizont, Ljubljana, 2005 (letnik 1), št. 3, str. 86.
3. Balkovec Janez: Paradigma osebnih zavarovanj. Zbornik 9. dnevi slovenskega zavarovalništva. Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje, 2002, str. 49.
4. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments, Chicago: third edition, 1996, str. 213-937.
5. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Essentials of Investments. New York: McGraw Hill, 2000, str. 688.
6. Boncelj Jože: Zavarovalna ekonomika. Maribor: Založba Obzorja, 1983, str. 13 - 304.
7. Borak Neven: Modeliranje nadzora nad zavarovalnicami v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997 (letnik 46), št. 5, str. 15-19.
8. Brinson, Singer, Beebower: Determinants of Portfolio Performance II: An Update, Financial Analysts Journal: Wachovia Securities, 1991, 6 – 7 str.
9. Brigham F. Eugene, Daves R. Philip: Intermediate Financial Management. Dryden: The Dryden Press, 1999, str. 1083.
10. Briys Eric: Insurance: From Underwriting to Derivatives: Assets Liability Management in Insurance Companies. Chichester: John Wiley, 2001, str. 165.
11. Bugarija Dvoršak Jana: Aktualna vloga zavarovalnic na domačem finančnem trgu, 7. dnevi slovenskega zavarovalništva. Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje, 2000, str. 135.
12. Campbell Y. John: Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors. Atlanta, Georgia: Harvard University, 2002, str. 1-7
13. Carter R.L.: Reinsurance: Kluwer Publishing Ltd., London, 1979, 3 str.
14. Cordell M. David: Risk Tolerance; Investments Versus Insurance. Texas; Journal of Financial Planning, 2004, str. 7.
15. Čibej Andrej Jože: Optimizacija portfelja – linearni modeli. Ljubljana, Bančni vestnik 1999, št. 7-8, str. 36-40.
16. Čok Alenka: Optimizacija sestave naložb zavarovalnice. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997, str. 95.
17. Deželan Silva: Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana, 1996, str. 104.
18. Dorfman Mark S.: Introduction to Risk Management and Insurance. 5th ed. New Jersey: Prentice Hall, 1994, 6 str.
19. Ennsfellner Karl C.: Insurance Management – Post graduate Actuarial Insurance Course University of Ljubljana. Vienna; university of Economics and business Administration, Department of Insurance Management, 1977, 48 str.
20. Fabozzi Frank J., Modigliani Franco: Capital Markets – Institutions and Instruments. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1992, str. 726.
21. Flis Slavko: Zbrani spisi o zavarovanju. 2. knjiga. Pozavarovalnica Sava d.d., Ljubljana in Zavarovalnica Triglav d.d., 1995a, 395 str.
22. Gardner Mona J. & Mills Dixie L.: Managing Financial Institutions – An Asset/Liability Approach. New York: The Dryden Press, 1988, str. 795.
23. Goetzmann N. William: An introduction to investment Theory: Yale: School of Management, 2004, str. 1-7.

24. Gorišek Jurij: Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za zavarovalni nadzor, 2004, str 1-30.
25. Gorišek Jurij: Membership of Slovenia in the European Union and Insurance Supervision. Ljubljana, Bančni vestnik, 2004, št. 10, str. 29-37.
26. Grinblatt Mark, Sheridan Titman: Financial Markets and Coprorate Strategy. New York: McGraw-Hill, 2002, str. 880.
27. Johnson Hazel J.: Financial institutions and Markets. Maladen: Blackwell Publishers Inc. 2000, str. 569 – 600.
28. Kaluža Marko: Slovenske zavarovalnice na razpotju. Ljubljana: Bančni vestnik, 2004, št 7-8, str. 2-3.
29. Kellerel Hans, Mansini Renata, M. Grazia Speranza: Selecting Portfolios with Fixed Costs and Minimum Transaction Lots. Kluwer: Kluwer Academic Publishers, 2001, str. 287-305.
30. Kleindienst Robert: Trgi kapitala: v svetu v dnu, doma v nebo. Moje finance – vodnik za uprevljanje osebnega premoženja, Ljubljana, 2002, št. 2, str. 52 – 60.
31. Končina Miroslav: Razvoj in rast slovenskih zavarovalnic na evropskem zavarovalnem trgu. 11. dnevi slovenskega zavarovalništva. Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje, 2004, str. 133-143.
32. Križanič Franci, Ivanušič Zvone, Erker Tit Andrej: Ocena obnašanja slovenskega zavarovalnega trga s pomočjo ekonometričnega modela. 11. dnevi slovenskega zavarovalništva. Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje, 2004, str. 7-8.
33. Lofthouse Stephen: Investment management. Chichester: Jon Wiley&Sons, 2001, str. 589.
34. Markowitz Harry M: Portfolio Selection – Efficient Diversification of Investments. New York: Jon Wiley&Sons, 1959, str. 344.
35. Markowitz Harry M, Erik L van Dijk: Single-Period Mean-Variance Analysis in a Changing world. Financial Analyst Journal, 2003, str. 30-45
36. Maginn John, Tuttle Donald L.: Managing Investment Portfolios – A Dinamic Process, second edition. Boston, New York: Warren, Gorham&Lamont, 1990, str. 1-17
37. Merkhofer Miley W.: Decision Science and Social Risk Management. Dordrecht : D. Reidel Publishing Company, 1987, 8 str.
38. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ (Zapiski predavanj). Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. str. 1-125.
39. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000, str. 167-191.
40. Medved Darko: Risk Management in Life Insurance. Ljubljana: Bančni vestnik, 2004, št. 7-8, str. 49-59
41. Mulvey M. John, Erkan G Hafize: Risk Management, of a P/C Insurance Company Scenario Generation, Simulation and Optimization. Princeton: Princeton University, 2003, str. 364 - 371.
42. Ogryczak Wlodzimierz: Multiple criteria linear proگرامing for portfolio selection. Warsaw: Warsaw University of Technology, 2000, str. 143-163.
43. Omahen Petrič Maja: Naložbena politika pozavarovalnice Triglav Re. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004, 1 str.
44. Pavliha Marko, Oblak Sandi, Moljk Rok, Valačič Patrik: Študija s primerjalno mednarodno analizo v zvezi z zavarovanjem tveganj ob naravnih in drugih nesrečah. Portorož: Fakulteta za pomorstvo in promet, 2001, 94 str.
45. Pavliha Marko: Zavarovalno pravo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000, str. 280-371.

46. Prohaska Zdenko: A Portfolio Selection Model of Slovenian Securities Market. Ljubljana: Slovenska ekonomska revija, 1995, letnik 46, št. 5, 599 str.
47. Rejda George E.: Principles of Risk Management and Insurance. New York: Harper Collins College Publishers, 1992, str. 540-670.
48. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani, Enota za založništvo, 1999. 380 str.
49. Saunders Anthony: Financial Institutions Management. A Modern Perspective. Second edition. Burr Ridge: Irwin, 1994. 614 str.
50. Sharpe F William: Portfolio Theory and Capital Markets. New York: McGraw-Hill, 1999, str. 18-73.
51. Sigma. Insurance derivatives and securitization: New hedging perspectives for US catastrophe insurance market. Zurich: Swiss Reinsurance Company, 1996, 5 str.
52. Šinkovec Janez, Tratar Boštjan: Obligacijski zakonik s komentarjem in sodno prakso. Lesce: Oziris, 2001, str. 900 – 1176.
53. Šker Tristan: Operativno tveganje v bančni dejavnosti in njegovo zavarovanje. Dnevi slovenskega zavarovalništva, 2002. Slovensko zavarovalno združenje, Portorož, 2002, str. 75-284.
54. Šker Tristan: Zavarovalništvo v novih članicah EU. Dnevi slovenskega zavarovalništva 2004. Slovensko zavarovalno združenje, Ljubljana, 2004, str. 177-187.
55. Štiblar Franjo: Empirical Analysis of the Insurance Sector in New EU Members. Ljubljana: Bančni vestnik, 2004a, št 7-8, str. 17-27.
56. Štiblar Franjo: Zavarovalništvo Slovenije ob priključitvi EU. Ljubljana: Bančni vestnik, 2004b, št. 5, str. 71-79.
57. Torkar Damjan: Optimizacija portfelja naložb v Zavarovalnici Triglav. Specialistično delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003, str. 23.
58. Vaughan Emmett J.: Risk Management. New York : John Wiley & Sons, Inc., 1997, str. 2-8.
59. Zorc Rems Vanda: 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.

VIRI

1. AON: A Financial Analysis of the Global Reinsurance Industry. Oxford Metrica, 2003, str. 25-30 (URL: http://www.aon.com/uk/en/pdfs/asset_testIII.pdf), 22.10.2004.
2. Global Financial Stability Report (Chapter III: The Financial Market Activities of Insurance and Reinsurance Companies). International Monetary Fund, June 2002, str. 30-47. (URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfrs/2002/02/pdf/shp3.pdf>), 22.10.2004.
3. Interna gradiva Generali Zavarovalnice d.d., 2004.
4. Letno poročilo Generali Zavarovalnice d.d., 2003.
5. Letno poročilo Generali Zavarovalnice d.d., 2004.
6. Letni poročilo. Ljubljana: Banka Slovenije, 2004. str. 56-60
7. Letno poročilo. Ljubljana, Agencija za zavarovalni nadzor, 2003
8. Porlan Minarro: Risk management, Barcelona, 2002.
9. Poročilo o finančni stabilnosti za leto 2003: Ljubljana: Banka Slovenije, 2004. str. 69-84
10. Revija Kapital. Ljubljana, 2004a (URL: http://www.revijakapital.com/kapital/poslovne_finance.php?stevilka=76&idclanka=2907&oznaci=Neobi%E8ajno+financiranje) 08.02.2005.
11. Revija Kapital. Ljubljana, 2004b. (URL: <http://www.revijakapital.com/kapital/naslovnatema.php?stevilka=77&idclanka=294>), 26.02.2005.
12. Sklep o podrobnejših pravilih in minimalnih standardih za izračun zavarovalno-tehničnih rezervacij (Uradni list RS, št. 3/01).
13. 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. 122/00).
14. Slovenski računovodski standardi (Uradni list RS, št. 107/01).
15. Slovenski trg kapitala v letu 2004. Ljubljana: Nova ljubljanska banka, 2004.
16. Statistični zavarovalniški bilten. Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje, 2004.
17. Statistični urad republike Slovenije. 2004 (URL: <http://www.stat.si/>), 22.02.2005.
18. Swiss Re: Solvency of non-life insurers – Balancing security and profitability expectation. Zürich: Swiss Reinsurance Company, Sigma No. 1/2000. (URL: [http://swissre.com/INTERNET/pwsfilpr.nsf/vwFilebyIDKEYLu/MBAR4VHN3Y/\\$FILE/sigma1_2000_e.pdf](http://swissre.com/INTERNET/pwsfilpr.nsf/vwFilebyIDKEYLu/MBAR4VHN3Y/$FILE/sigma1_2000_e.pdf)), 22.10.2004.
19. Zakon o zavarovalništvu – Zzavar (Uradni list RS, št. 13/00).
20. Zakon o zavarovalništvu – Zzavar-B (Uradni list RS, št. 50/04).

SLOVARČEK

Activity Based Management

Assets liabilities modelling

Arbitrage Pricing Theory

Asset allocation

Asset – specific risk

Capital Asset Pricing Model

Capial allocation line

Credit risk

Density

Diversifiable risk

Efficient Market Hypothesis

Market risk

Nondiversifiable risk

Penetration

Systematic risk

Target Costing

Top down investment strategy

Unit linked products

Unsystematic risk

metoda upravljanja na podlagi aktivnosti

poslovnih procesov

metoda pri tveganju obrestnih mer

teorija arbitražnega določanja cen

razporeditev premoženja v različne naložbene možnosti

nesistematično tveganje

model določanja cen dolgoročnih naložb

premica razdelitve kapitala

kreditno tveganje

stopnja pogostosti

nesistematično tveganje

teorija učinkovitega trga

sistematično tveganje

sistematično tveganje

stopnja ekonomske vsidranosti

sistematično tveganje

metoda ciljnih stroškov

strategija upravljanja s premoženjem

matematične rezervacije za življenjska

zavarovanja, pri katerih zavarovanec

prevzema naložbeno tveganje

nesistematično tveganje

PRILOGA

PRILOGA 1: Poročilo o odgovorih za kritno premoženje (v 000 SIT)

Ciljna celica (Maks)				
Ime	Izvirna vrednost	Končna vrednost		
Vrednost naložbe	113.316	128.363		
Prilagodljive celice				
Ime	Izvirna vrednost	Končna vrednost		
Državni VP s stalnim donosom	857.793	1.020.538		
Dolžniški VP	135.759	408.215		
Lastniški VP	0	163.286		
Depoziti v bankah	1.045.500	408.214		
Druga dana dolgoročna posojila	2.024	40.822		
Vrednost naložbe	0	0		
Omejitve				
Ime	Vrednost celice	formula	Stanje	Popustitev
1+2 Vrednost naložbe	1.428.753	$SD\$10 \leq \$K\$10$	Brez vpenjanja	204.107,60
3+6 Vrednost naložbe	163.286	$SD\$11 \leq \$K\$11$	Vpenjanje	0,00
4+5 Vrednost naložbe	449.035	$SD\$12 \leq \$K\$12$	Brez vpenjanja	163.287,32
Skupaj	2.041.075	$SD\$13 \leq \$K\$13$	Brez vpenjanja	1,24
1+2 Vrednost naložbe	1.428.753	$SD\$10 \geq \$J\$10$	Brez vpenjanja	816.430,40
3+6 Vrednost naložbe	163.286	$SD\$11 \geq \$J\$11$	Brez vpenjanja	102.053,80
4+5 Vrednost naložbe	449.035	$SD\$12 \geq \$J\$12$	Brez vpenjanja	346.981,68
Skupaj	2.041.075	$SD\$13 \geq \$J\$13$	Brez vpenjanja	1,24
1+2 Vrednost naložbe	1.428.753	$SD\$10 \geq 0$	Brez vpenjanja	1.428.753,20
3+6 Vrednost naložbe	163.286	$SD\$11 \geq 0$	Brez vpenjanja	163.286,08
4+5 Vrednost naložbe	449.035	$SD\$12 \geq 0$	Brez vpenjanja	449.035,48
Skupaj	2.041.075	$SD\$13 \geq 0$	Brez vpenjanja	2.041.074,76
Državni VP s stalnim donosom	1.020.538	$SD\$4 \leq \$K\$4$	Vpenjanje	0,00
Dolžniški VP	408.215	$SD\$5 \leq \$K\$5$	Vpenjanje	0,00
Lastniški VP	163.286	$SD\$6 \leq \$K\$6$	Vpenjanje	0,00
Depoziti v bankah	408.214	$SD\$7 \leq \$K\$7$	Brez vpenjanja	204.108,84
Druga dana dolgoročna posojila	40.822	$SD\$8 \leq \$K\$8$	Vpenjanje	0,00
Vrednost naložbe	0	$SD\$9 \leq \$K\$9$	Vpenjanje	0,00
Državni VP s stalnim donosom	1.020.538	$SD\$4 \geq \$J\$4$	Vpenjanje	0,00
Dolžniški VP	408.215	$SD\$5 \geq \$J\$5$	Brez vpenjanja	204.107,60
Lastniški VP	163.286	$SD\$6 \geq \$J\$6$	Brez vpenjanja	61.232,28
Depoziti v bankah	408.214	$SD\$7 \geq \$J\$7$	Brez vpenjanja	204.106,36
Druga dana dolgoročna posojila	40.822	$SD\$8 \geq \$J\$8$	Brez vpenjanja	20.410,76
Vrednost naložbe	0	$SD\$9 \geq \$J\$9$	Vpenjanje	0,00
Državni VP s stalnim donosom	1.020.538	$SD\$4 \geq 0$	Brez vpenjanja	1.020.538,00
Dolžniški VP	408.215	$SD\$5 \geq 0$	Brez vpenjanja	408.215,20
Lastniški VP	163.286	$SD\$6 \geq 0$	Brez vpenjanja	163.286,08
Depoziti v bankah	408.214	$SD\$7 \geq 0$	Brez vpenjanja	408.213,96
Druga dana dolgoročna posojila	40.822	$SD\$8 \geq 0$	Brez vpenjanja	40.821,52
Vrednost naložbe	0	$SD\$9 \geq 0$	Vpenjanje	0,00

Vir: Interna gradiva Generali Zavarovalnice in lastni izračuni.

V **poročilu o odgovorih** (glej priloga 1 in 4) je tako za namensko funkcijo kot za odločitvene spremenljivke prikazana vrednost začetnih približkov za izvirno vrednost in za končno vrednost. Zadnja je razpredelnice (Omejitve) podatkov o tem, kakšne so bile vrednosti desnih strani v omejitvenih pogojih in koliko je še »prostora« do skrajnih meja, predstavljenih v modelu. Izraz vpenjanje (angl. Binding) v originalu opozarja, da so možnosti predpisane s konkretno omejitvijo, izkoriščene do konca in je tako ta omejitev v

bistvu že »ozko grlo« za nadaljnje izboljševanje rešitve. Omejitve, označene v slovenščini kot »Brez vpenjanja« (anlg. Not binding), so v danem trenutku v bistvu nerelevantne. Podatek »popustitev« v zadnjem stolpcu pa pove, koliko je še ostalo rezerve. Ti podatki dobijo pravo težo šele v povezavi z drugim listom poročil, ki govori o občutljivosti optimalne rešitve na spremembe v naboru vhodnih parametrov.

PRILOGA 2: Poročilo o občutljivosti za kritno premoženje (v 000 SIT)

Prilagodljive celice					
Ime	Končna Vrednost	Zmanjšan Strošek	Vzrok Koeficient	Dovoljeno Povečaj	Dovoljeno Zmanjšaj
Državni VP s stalnim donosom	1.020.538	0	0,0515	0,0039	1E+30
Dolžniški VP	408.215	0	0,0813	1E+30	0,0259
Lastniški VP	163.286	0	0,100000761	1E+30	0,04460034
Depoziti v bankah	408.214	0	0,0554	0,0259	0,0039
Druga dana dolgoročna posojila	40.822	0	0,09	1E+30	0,0346
Vrednost naložbe	0	0	0	0,055400422	1E+30
Omejitve					
Ime	Končna Vrednost	Senca Cena	Omejitev R.H. Stran	Dovoljeno Povečaj	Dovoljeno Zmanjšaj
1+2 Vrednost naložbe	1.428.753	0,00	1.632.860,80	1E+30	204.107,60
3+6 Vrednost naložbe	163.286	0,00	163.286,08	1E+30	0,00
4+5 Vrednost naložbe	449.035	0,00	612.322,80	1E+30	163.287,32
Skupaj	2.041.075	0,06	2.041.076,00	163.287,32	0,00
1+2 Vrednost naložbe	1.428.753	0,00	612.322,80	816.430,40	1E+30
3+6 Vrednost naložbe	163.286	0,00	61.232,28	102.053,80	1E+30
4+5 Vrednost naložbe	449.035	0,00	102.053,80	346.981,68	1E+30
Skupaj	2.041.075	0,00	2.041.076,00	0	1E+30
1+2 Vrednost naložbe	1.428.753	0,00	0,00	1.428.753,20	1E+30
3+6 Vrednost naložbe	163.286	0,00	0,00	163.286,08	1E+30
4+5 Vrednost naložbe	449.035	0,00	0,00	449.035,48	1E+30
Skupaj	2.041.075	0,00	0,00	2.041.076,00	1E+30

Vir: Interna gradiva Generali Zavarovalnice in lastni izračuni.

Na **poročilu o občutljivosti** (glej priloga 2 in 5) imamo dve razpredelnici, ena se nanaša na spremembe v koeficientih namenske funkcije, druga na vpliv sprememb v vektorju desnih strani v sistemu linearnih omejitev. Najpomembnejši podatek pa se nahaja v tabeli (Prilagodljive celice) in se nahaja v skrajno desnih stolpcih. Za primer vzemimo prvo vrstico pri omejitvah iz priloge 1. Podatka, ki se nahajata pod Dovoljeno povečaj (0,0039) in pod Dovoljeno zmanjšaj (1E+30) spreminja na intervalu $[0,0515-0,0039, 0,0515+0,0039]$. Enako velja v naslednjih vrsticah. Uporabnik torej lahko vnaprej vidi pod kakšnimi pogoji (pri kako velikih spremembah vhodnih podatkov, ki se pojavljajo v namenski funkciji) je potrebno ponovno določiti optimalno rešitev. Zaradi tega razloga se poročilo o občutljivosti pogosto nanaša na postoptimalno analizo. Glavni razlog za tako veliko pomembnost poročila je v tem, da problemi obstajajo v dinamičnem, spreminjajočem se okolju. Če to upoštevamo, potem ugotovimo, da se določeni koeficienti linearnega programa spreminjajo skozi čas. Posledica tega je, da se optimalna rešitev linearnega problema lahko spremeni. Poročilo o občutljivosti pa nam pove, kdaj moramo dosedanje optimalno rešitev na novo poiskati. Pri omejitvah desne strani poleg tega podatka dobimo tudi t.i. prisojeno ceno, ki pa je v programu Excel preveden kot »senca« in »cena«. Ta podatek nam pove, koliko se poveča vrednost namenske funkcije, če se omejitev desne strani (pri nespremenjenih ostalih pogojih) sprosti za eno enoto. Razumljivo je, da imajo le dejanske oz. zavezujoče omejitve od nič različne prisojene cene. Podatek o prisojeni ceni je izjemno pomemben, saj z rangiranjem

omejitev po padajočih prisojenih cenah dobimo izhodišče za analizo, čemu dati prednost pri odpravljanju ozkih grl. Prisojeno ceno lahko, odvisno od omejitve desne strani, razlagamo na dva načina. V primeru, ko desna stran predstavlja fiksno količino vira, ki povzroča določene stroške in morajo biti le-ti v vsakem primeru plačani, prisojeno ceno definiramo kot vrednost dodatne enote vira. V primeru, ko desna stran predstavlja maksimalno količino razpoložljivih resursov, pa je pravilna interpretacija prisojene cene maksimalna premija (nad normalno ceno), ki jo je podjetje še pripravljeno plačati, zato da bi pridobilo dodatno enoto resursa.

PRILOGA 3: Poročilo o mejah za kritno premoženje (v 000 SIT)

Ciljna celica	Vrednost
Vrednost naložbe	128.363

Spremenljive celice	Vrednost
Državni VP s stalnim donosom	1.020.538
Dolžniški VP	408.215
Lastniški VP	163.286
Depoziti v bankah	408.214
Druga dana dolgoročna posojila	40.822
Vrednost naložbe	0

Vir: Interna gradiva Generali Zavarovalnice in lastni izračuni.

Poročilo o mejah (glej priloga 3 in 6) govori o vrednosti namenske funkcije in mejah, v katerih se načelno lahko gibljejo vrednosti posamezne spremenljivke, ki ustrezajo obema robovoma možnega intervala. V večini primerov to poročilo ne prispeva bistveno k razlagi rešitev.

PRILOGA 4: Poročilo o odgovorih za kritni sklad (v 000SIT)

Ciljna celica (Maks)				
Ime	Izvirna vrednost	Končna vrednost		
Vrednost naložbe	292.934	309.477		
Prilagodljive celice				
Ime	Izvirna vrednost	Končna vrednost		
Državni VP s stalnim donosom	2.638.250	1.719.205		
Dolžniški VP	428.127	1.199.445		
Lastniški VP	50.010	199.908		
Depoziti v bankah	790.700	479.778		
Druga dana dolgoročna posojila	87.058	199.908		
Deleži v in. skladih	4.006	199.908		
Omejitve				
Ime	Vrednost celice	formula	Stanje	Popustitev
1+2 Vrednost naložbe	2.918.650	\$D\$10<=\$K\$10	Brez vpenjanja	479.778,12
3+6 Vrednost naložbe	399.815	\$D\$11<=\$K\$11	Vpenjanje	0,00
4+5 Vrednost naložbe	679.686	\$D\$12<=\$K\$12	Brez vpenjanja	519.759,63
Skupaj	3.998.151	\$D\$13<=\$K\$13	Brez vpenjanja	0,00
1+2 Vrednost naložbe	2.918.650	\$D\$10>=\$J\$10	Brez vpenjanja	1.719.204,93
3+6 Vrednost naložbe	399.815	\$D\$11>=\$J\$11	Brez vpenjanja	279.870,57
4+5 Vrednost naložbe	679.686	\$D\$12>=\$J\$12	Brez vpenjanja	479.778,12
Skupaj	3.998.151	\$D\$13>=\$J\$13	Brez vpenjanja	0,00
Državni VP s stalnim donosom	1.719.205	\$D\$4<=\$K\$4	Brez vpenjanja	679.685,67
Dolžniški VP Vrednost naložbe	1.199.445	\$D\$5<=\$K\$5	Vpenjanje	0,00
Lastniški VP Vrednost naložbe	199.908	\$D\$6<=\$K\$6	Brez vpenjanja	199.907,55
Depoziti v bankah	479.778	\$D\$7<=\$K\$7	Brez vpenjanja	319.852,08
Druga dana dolgoročna posojila	199.908	\$D\$8<=\$K\$8	Vpenjanje	0,00
Deleži v in. skladih	199.908	\$D\$9<=\$K\$9	Vpenjanje	0,00
Državni VP s stalnim donosom	1.719.205	\$D\$4>=\$J\$4	Brez vpenjanja	119.944,53
Dolžniški VP	1.199.445	\$D\$5>=\$J\$5	Brez vpenjanja	599.722,65
Lastniški VP	199.908	\$D\$6>=\$J\$6	Vpenjanje	0,00
Depoziti v bankah	479.778	\$D\$7>=\$J\$7	Vpenjanje	0,00
Druga dana dolgoročna posojila	199.908	\$D\$8>=\$J\$8	Brez vpenjanja	159.926,04
Deleži v in. skladih	199.908	\$D\$9>=\$J\$9	Brez vpenjanja	159.926,04
Državni VP s stalnim donosom	1.719.205	\$D\$4>=0	Brez vpenjanja	1.719.204,93
Dolžniški VP	1.199.445	\$D\$5>=0	Brez vpenjanja	1.199.445,30
Lastniški VP	199.908	\$D\$6>=0	Brez vpenjanja	199.907,55
Depoziti v bankah	479.778	\$D\$7>=0	Brez vpenjanja	479.778,12
Druga dana dolgoročna posojila	199.908	\$D\$8>=0	Brez vpenjanja	199.907,55
Deleži v in. skladih	199.908	\$D\$9>=0	Brez vpenjanja	199.907,55

Vir: Interna gradiva Generali Zavarovalnice in lastni izračuni.

Glej razlago pod priložo 1.

PRILOGA 5: Poročilo o občutljivosti za kritni sklad (v 000SIT)

Prilagodljive celice					
Ime	Končna Vrednost	Zmanjšani Strošek	Vzrok Koeficient	Dovoljeno Povečanje	Dovoljeno Zmanjšanje
Državni VP s stalnim donosom	1.719.205	0	0,0725	0,0095	0,0055
Dolžniški VP	1.199.445	0	0,0853	1E+30	0,0128
Lastniški VP	199.908	0	0,08	0,002	1E+30
Depoziti v bankah	479.778	0	0,067	0,0055	1E+30
Druge dana dolgoročna posojila	199.908	0	0,09	1E+30	0,0175
Deleži v in. Skladih	199.908	0	0,082	1E+30	0,002
Omejitve					
Ime	Končna Vrednost	Senca Cena	Omejitev R.H. Stran	Dovoljeno Povečanje	Dovoljeno Zmanjšanje
1+2 Vrednost naložbe	2.918.650	0	3.398.428,35	1E+30	479.778,12
3+6 Vrednost naložbe	399.815	0	399.815,10	0	159.926,04
4+5 Vrednost naložbe	679.686	0	1.199.445,30	1E+30	519.759,63
Skupaj	3.998.151	0	3.998.151,00	479.778,12	0,00
1+2 Vrednost naložbe	2.918.650	0	1.199.445,30	1.719.204,93	1E+30
3+6 Vrednost naložbe	399.815	0	119.944,53	279.870,57	1E+30
4+5 Vrednost naložbe	679.686	0	199.907,55	479.778,12	1E+30
Skupaj	3.998.151	0	3.998.151,00	0,00	1E+30

Vir: Interna gradiva Generali Zavarovalnice in lastni izračuni.

Glej razlago pod priložo 2.

PRILOGA 6: Poročilo o mejah za kritni sklad (v 000 SIT)

Ciljna celica	Vrednost
Vrednost naložbe	309.477

Spremenljive celice	Vrednost
Državni VP s stalnim donosom	1.719.205
Dolžniški VP	1.199.445
Lastniški VP	199.908
Depoziti v bankah	479.778
Druga dana dolgoročna posojila	199.908
Deleži v in. Skladih	199.908

Vir: Interna gradiva Generali Zavarovalnice in lastni izračuni.

Glej razlago pod prilogo 3.

PRILOGA 7: Izkaz poslovnega izida slovenskih zavarovalnic v letu 2003 (v 000 SIT)

Postavke	2003	2002
D. IZRAČUN ČISTEGA IZIDA IZ REDNEGA DELOVANJA		
I. IZID IZ PREMOŽ. ZAVAROVANJ, RAZEN ZDRAVSTVENIH ZAVAROVANJ (A X.)	669.173	1.625.232
II. IZID IZ ŽIVLJENJSKIH ZAVAROVANJ (B XIII.)	10.185.332	22.199.122
III. IZID IZ ZDRAVSTVENIH ZAVAROVANJ (C XIII.)	2.070.040	3.530.174
IV. PRIHODKI OD NALOŽB	38.923.169	72.779.830
1. Prihodki iz deležev v podjetjih	4.955.774	5.077.862
2. Prihodki drugih naložb	31.196.580	63.183.183
2.1. Prihodki od zemljišč in zgradb	905.394	711.735
2.2. Prihodki od obresti	19.328.719	16.983.285
2.3. Drugi prihodki naložb	10.962.467	45.488.163
3. Prihodki zaradi popravkov vrednosti naložb	148.234	257.773
4. Dobički pri odtujitvah naložb	2.622.581	4.261.012
V. RAZPOREJEN DONOS NALOŽB, PRENESEN IZ IZKAZA IZIDA IZ ŽIVLJENJSKIH ZAVAROVANJ (B XII.)	281.271	380.447
VI. RAZPOREJEN DONOS NALOŽB, PRENESEN IZ IZKAZA IZIDA IZ ZDRAVSTVENIH ZAVAROVANJ (C XII.)	286.598	169.096
VII. ODHODKI NALOŽB	12.780.389	26.531.861
1. Amortizacija naložb sredstev, ki niso potrebna za obratovanje	329.693	318.970
2. Obresti in drugi odhodki naložb	8.882.851	6.411.684
3. Odpisi in popravki vrednosti naložb	3.287.036	19.570.937
4. Izgube pri odtujitvah naložb	280.809	230.270
VIII. RAZPOREJEN DONOS NALOŽB, PRENESEN V IZKAZ IZIDA IZ PREMOŽ. ZAV., RAZEN ZDRAV. Z. (A II.)	13.662.295	16.650.135
IX. DRUGI PRIHODKI IZ REDNEGA DELOVANJA	1.716.283	1.273.108
1. iz premoženjskih zavarovanj, razen zdravstvenih zavarovanj	1.464.260	1.117.303
2. iz življenjskih zavarovanj	143.855	74.656
3. iz zdravstvenih zavarovanj	108.168	81.149
X. DRUGI ODHODKI IZ REDNEGA DELOVANJA	3.546.502	3.775.656
1. iz premoženjskih zavarovanj, razen zdravstvenih zavarovanj	3.395.919	2.852.563
2. iz življenjskih zavarovanj	124.092	873.799
3. iz zdravstvenih zavarovanj	26.491	49.294
XI. DAVEK OD DOBIČKA IZ REDNEGA DELOVANJA	4.324	2.019
XII. CISTI POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA (I+II+III+IV+V+VI-VII-VIII+IX-X-XI)	14.987.995	29.047.911
1. iz premoženjskih zavarovanj, razen zdravstvenih zavarovanj	2.252.780	3.832.064
2. iz življenjskih zavarovanj	10.296.897	21.484.722
3. iz zdravstvenih zavarovanj	2.438.318	3.731.125
E. IZKAZ IZIDA ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA		
I. IZREDNI PRIHODKI	575.378	843.502
– iz premoženjskih zavarovanj, razen zdravstvenih zavarovanj	509.477	565.296
– iz življenjskih zavarovanj	23.497	251.980
– iz zdravstvenih zavarovanj	36.404	26.226
II. IZREDNI ODHODKI	7.735.728	12.232.021
– iz premoženjskih zavarovanj, razen zdravstvenih zavarovanj	1.237.311	205.180
– iz življenjskih zavarovanj	6.492.676	12.026.589
– iz zdravstvenih zavarovanj	5.741	252
III. POSLOVNI IZID ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA	-7.167.467	-11.390.940
1. iz premoženjskih zavarovanj, razen zdravstvenih zavarovanj	-728.544	359.054
2. iz življenjskih zavarovanj	-6.469.585	-11.775.967
3. iz zdravstvenih zavarovanj	30.662	25.973
F. DAVEK IZ DOBIČKA ZUNAJ REDNEGA DELOVANJA	2.007.067	2.298.570
G. DRUGI DAVKI, KI NISO IZKAZANI V DRUGIH POSTAVKAH	0	0
H. CISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	5.813.461	15.358.401

Vir: Statistični bilten SZZ, str. 19.

PRILOGA 8: Bilanca stanja slovenskih zavarovalnic v letu 2003 (v 000 SIT)

Postavke	2003		2002	
	ŽIVLJENJE	NEŽIVLJENJE	SKUPAJ	SKUPAJ
SREDSTVA (od A do F)	478.039	425.341	901.769	762.515
A. NEOPREDMETENA DOLGOROČNA SREDSTVA	384	3.359	3.742	2.360
B. NALOŽBE V ZEMLJ. IN ZGRADBE TER FINANČNE NAL.	456.832	364.837	821.670	699.420
I. ZEMLJIŠČA IN ZGRADBE	2.989	33.596	36.585	35.560
II. FINAN. NAL. V PODJETJIH V SKUPINI IN V PRIDR. PODJ.	5.086	22.711	27.797	25.776
III. DRUGE FINANČNE NALOŽBE	448.758	308.530	757.288	25.776
1. Dolgoročne finančne naložbe	410.060	147.161	557.221	473.687
1.1. Delnice in drugi VP s spremenljivim donosom ter kuponi v vzajemnih skladih in udeležbe v ostalih skladih	6.030	7.258	13.287	10.863
1.2. Dolžniški vrednostni papirji in drugi vrednostni papirji s stalnim donosom	150.888	100.665	251.553	189.102
1.3. Deleži v investicijskih skladih	193.127	440	193.567	169.735
1.4. Dana hipotekarna posojila	231	1.400	1.631	2.197
1.5. Dana posojila, zavarovana z zastavno pravico	0	918	918	210
1.6. Druga dana posojila	416	15.286	15.703	11.376
1.7. Depoziti pri bankah	25.840	20.152	45.991	50.728
1.8. Ostale finančne naložbe	33.528	1.043	34.571	39.476
2. Kratkoročne finančne naložbe	38.698	161.369	200.067	164.397
2.1. Delnice in deleži, kupljeni za prodajo	6.593	21.726	28.319	24.011
2.2. VP, kupljeni za prodajo oz. s preost. dosp. do enega leta	8.166	17.586	25.752	29.323
2.3. Dana kratkoročna posojila	638	95.316	95.954	77.721
2.4. Kratkoročni depoziti pri bankah	13.983	26.625	40.608	27.738
2.5. Druge kratkoročne finančne naložbe	9.319	116	9.435	5.605
C. NALOŽBE V KORIST ŽIVLJ. ZAVAROVALCEV, KI PREVZEMAJO NALOŽBENO TVEGANJE	3.952	0	3.952	242
D. TERJATVE	10.449	42.017	50.855	39.889
E. RAZNA SREDSTVA	764	9.110	9.873	11.627
F. AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	5.659	6.018	11.677	8.977
G. ZUNAJBILANČNA EVIDENCA	11.201	17.546	28.747	31.891
OBVEZNOSTI (od A do H)	478.039	425.342	901.874	762.517
A. KAPITAL	254.526	76.212	330.738	290.167
B. PODREJENE OBVEZNOSTI	0	11.240	11.240	2.795
C. CISTE ZAVAROVALNO-TEHNIČNE REZERVACIJE	205.476	214.693	420.169	367.208
I. ČISTE PRENOSNE PREMIJE	1.067	58.617	59.684	53.764
II. ČISTE MATEMATIČNE REZERVACIJE	192.850	9.885	202.735	168.892
III. ČISTE ŠKODNE REZERVACIJE	6.842	95.686	102.528	90.189
IV. ČISTE REZERVACIJE ZA BONUS E IN POPUSTE	111	3.729	3.840	3.387
V. IZRAVNALNE REZERVACIJE	0	29.728	29.728	30.407
VI. DRUGE CISTE ZAVAROVALNO-TEHNIČNE REZERVACIJE	4.606	17.049	21.654	20.569
D. CISTE ZAVAR.-TEHNIČNE REZERVACIJ V KORIST ŽIVLJENJSKIH ZAVAROVALCEV, KI PREVZEMAJO NALOŽBENO TVEGANJE	3.855	0	3.855	211
E. REZERVACIJE ZA DRUGE NEVARNOSTI IN STROŠKE	1.490	7.906	9.396	8.060
F. OBVEZNOSTI ZA FIN. NALOŽBE POZAVAROVATELJEV IZ NASLOVA POZAVAROVALNIH POGODB PRI CEDENTIH	1.855	544	2.399	1.339
G. DRUGE OBVEZNOSTI	9.481	112.402	120.376	90.050
I. OBVEZNOSTI IZ NEPOSREDNIH ZAVAROVALNIH POSLOV	1.341	7.725	9.067	7.956
II. OBVEZNOSTI IZ SOZAVAROVANJA IN POZAVAROVANJA	116	6.358	6.474	4.013
III. POSOJILA, ZAVAR. Z VP S STALNIM DONOSOM	0	0	0	0
IV. OBVEZNOSTI DO BANK	0	61.013	61.013	39.361
V. OSTALE OBVEZNOSTI	8.023	37.306	43.822	38.720
H. PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	1.356	2.345	3.701	2.687
I. ZUNAJBILANČNA EVIDENCA	16.363	47.643	64.007	58.732

Vir: Statistični bilten SZZ, str. 18.