

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

TEJA SAMSA

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**PRIMERJAVA STRUKTURE NALOŽB ZAVAROVALNIC V SLOVENIJI
IN DRŽAVAH EU**

Ljubljana, november 2010

TEJA SAMSA

IZJAVA

Študentka Teja Samsa izjavljam, da sem avtorica te zaključne strokovne naloge, ki sem jo napisala pod mentorstvom dr. Igorja Lončarskega , in da dovolim njeno objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 ZAVAROVALNICA IN NJENA VLOGA V FINANČNEM SISTEMU	2
1.1 Finančni trg	2
1.1.1 Finančne institucije.....	4
1.2 Zavarovalništvo	5
2 FINANČNE NALOŽBE IN VIRI SREDSTEV ZAVAROVALNIC	7
2.1 Naložbeni viri	8
2.1.1 Zavarovalno-tehnične rezervacije	8
2.1.2 Kapital	10
2.2 Naložbena načela	11
2.3 Naložbena tveganja.....	13
2.4 Kritni sklad in kritno premoženje	14
3 VRSTE FINANČNIH NALOŽB ZAVAROVALNIC	16
3.1 Zakon o zavarovalništvu iz leta 2000	17
3.2 Vrste finančnih naložb	19
4 PRIMERJAVA STRUKTURE NALOŽB ZAVAROVALNIC V EU	22
4.1 Struktura naložb slovenskih zavarovalnic od leta 2000 do 2008	23
4.1.1 Naložbe kritnega sklada slovenskih zavarovalnic	26
4.1.2 Naložbe kritnega premoženja slovenskih zavarovalnic	28
4.2 Struktura naložb zavarovalnic članic EU.....	29
4.2.1 Struktura naložb življenjskih zavarovalnic v EU	31
4.2.2 Struktura naložb neživljenjskih zavarovalnic v EU	36
SKLEP	39
LITERATURA IN VIRI	42
PRILOGE	

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Delitev finančnih trgov</i>	3
<i>Slika 2: Klasifikacija finančnih institucij</i>	4
<i>Slika 3: Struktura naložb kritnega sklada slovenskih zavarovalnic med leti 2000 in 2008....</i>	27
<i>Slika 4: Struktura naložb kritnega premoženja slovenskih zavarovalnic med leti 2000 in 2008.....</i>	28
<i>Slika 5: Struktura naložb zavarovalnic v državah članicah EU med leti 2003 in 2008 (v mio EUR).....</i>	30
<i>Slika 7: Delež naložb življenjskih zavarovalnic v državah EU v lastniške vrednostne papirje med leti 2003 in 2008.....</i>	32
<i>Slika 8: Delež naložb življenjskih zavarovalnic v državah EU v depozite med leti 2003 in 2008.....</i>	33
<i>Slika 9: Delež naložb življenjskih zavarovalnic v EU v korist življenjskih zavarovalcev, ki prevzemajo tveganje med leti 2003 in 2008.....</i>	34
<i>Slika 10: Delež naložb neživljenjskih zavarovalnic v državah EU v dolžniške vrednostne papirje med leti 2003 in 2008</i>	36
<i>Slika 11: Delež naložb neživljenjskih zavarovalnic v državah EU v lastniške vrednostne papirje med leti 2003 in 2008</i>	37
<i>Slika 12: Delež naložb neživljenjskih zavarovalnic v državah EU v depozite med leti 2003 in 2008.....</i>	37

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Poenostavljena bilanca stanja zavarovalnice</i>	14
<i>Tabela 2: Delež celotne pobrane premije v BDP-ju (v %)</i>	22
<i>Tabela 3: Delež naložb zavarovalnic v BDP-ju (v %)</i>	23
<i>Tabela 4: Struktura naložb kritnih premoženj (brez kritnih skladov) in kritnih skladov zavarovalnic na dan 31. 12. 2008 (v%)</i>	24
<i>Tabela 5: Povprečne vrednosti finančnih naložb kritnega sklada v obdobju 2003 do 2008 (v %).....</i>	35
<i>Tabela 6: Povprečne vrednosti finančnih naložb kritnega premoženja v obdobju 2003 do 2008 (v %).....</i>	39

UVOD

Zavarovalništvo ima pomembno vlogo v gospodarskem sistemu. Z opravljanjem svojih nalog zavarovalnice prevzamejo tveganje, kateremu so izpostavljeni zavarovanci, in s tem skrbijo za varnost v gospodarstvu. Z razvojem gospodarstva se posledično povečuje potreba po zagotovljeni varnosti. Kot institucija pa imajo tudi vlogo vlagatelja finančnih sredstev in skrbijo, da se le-ta prenašajo od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam.

Tudi v Sloveniji se pomen zavarovalništva iz leta v leto povečuje, kar nam kaže naraščajoč delež premij v BDP-ju ali naraščajoč delež naložb v BDP-ju, ki predstavljata merilo pomembnosti dejavnosti. Leta 2004 smo postali članica Evropske unije (v nadaljevanju EU) in s tem tudi del enega izmed največjih zavarovalniških trgov v svetu. Slovenske zavarovalnice so se morale ubraniti prihajajoče konkurence, hkrati pa imajo sedaj prosto pot za poslovanje v EU. Leta 2000 je bil sprejet prenovljen Zakon o zavarovalništvu, ki je narejen po zahtevah EU in je prinesel mnogo novosti pri nalaganju zavarovalno-tehničnih rezervacij (dovoljeno nalaganje sredstev v finančne instrumente, ki kotirajo na tujih borzah, odstotek naložb v državne obveznice ni več minimalno predpisan, tako da lahko zavarovalnice več nalagajo v ostale finančne instrumente).

Namen diplomske naloge je prikazati pomen finančnih naložb zavarovalnic. Zavarovalnice za izravnavanje svojih tveganj čedalje bolj uporabljajo finančne naložbe. Dogajanja na svetovnih trgih kažejo, da naraščajo naložbena tveganja, medtem ko se tveganja, ki izhajajo iz osnovne dejavnosti, zmanjšujejo.

V diplomski nalogi skušam ugotoviti, kaj vpliva na strukturo naložb zavarovalnic, saj le ta vpliva na donosnost naložb. Večja donosnost naložb neposredno vpliva na dobiček zavarovalnice, posredno pa tudi na ponudbo zavarovalnih storitev po ugodnejših cenah za stranke. Primerjam naložbe slovenskih zavarovalnic z naložbami zavarovalnic ostalih članic EU. Poiskala bom, kje se pojavljajo razlike in zakaj do njih prihaja.

Diplomska naloga je sestavljena iz štirih delov. V prvem delu predstavim finančni sistem, finančne institucije ter pomen zavarovalništva v finančnem sistemu in narodnem gospodarstvu.

V drugem delu spregovorim o strukturi sredstev in obveznosti do virov sredstev v zavarovalnici. Zavarovalnice so dolžne oblikovati zavarovalno-tehnične rezervacije, na podlagi katerih se nato oblikujejo finančne naložbe. V tem poglavju opredelim tudi naložbena tveganja. Definiram pojma kritni sklad in kritno premoženje. Predstavim pa tudi načela naložbenja za zavarovalnice.

V tretjem poglavju predstavim vrste finančnih naložb zavarovalnic, ki jih dovoljuje Zakon o zavarovalništvu iz leta 2000 s kasnejšimi popravki.

Četrto poglavje je namenjeno primerjavi strukture naložb zavarovalnic po državah članicah EU. Ločeno bom primerjala naložbe kritnega sklada in kritnega premoženja, torej ločeno za življenjska in premoženjska zavarovanja. Najprej opredelim strukturo naložb slovenskih zavarovalnic, v naslednjem podpoglavju pa primerjam med seboj strukturo naložb zavarovalnic vseh držav članic EU. Poiskala bom, kje se nahajajo razlike med državami članicami EU in Slovenijo ter zakaj do teh razlik prihaja.

1 ZAVAROVALNICA IN NJENA VLOGA V FINANČNEM SISTEMU

1.1 Finančni trg

V gospodarskem sistemu neprekinjeno kroži denar med proizvodnjimi in trgovskimi podjetji, gospodinjstvi, javno upravo in bankami. Kroženje denarja med institucijami in njihova medsebojna povezanost predstavljajo finančni sistem, ki je tako del vsakega gospodarskega sistema (Fišer, 2009, str. 5-7).

Finančni trg je del finančnega sistema, ki omogoča prenos denarja med varčevalci in posojiljemalci, pri tem pa se med seboj tesno povezujejo finančne institucije, instrumenti, prakse in trgi (Prohaska, 2004, str. 3).

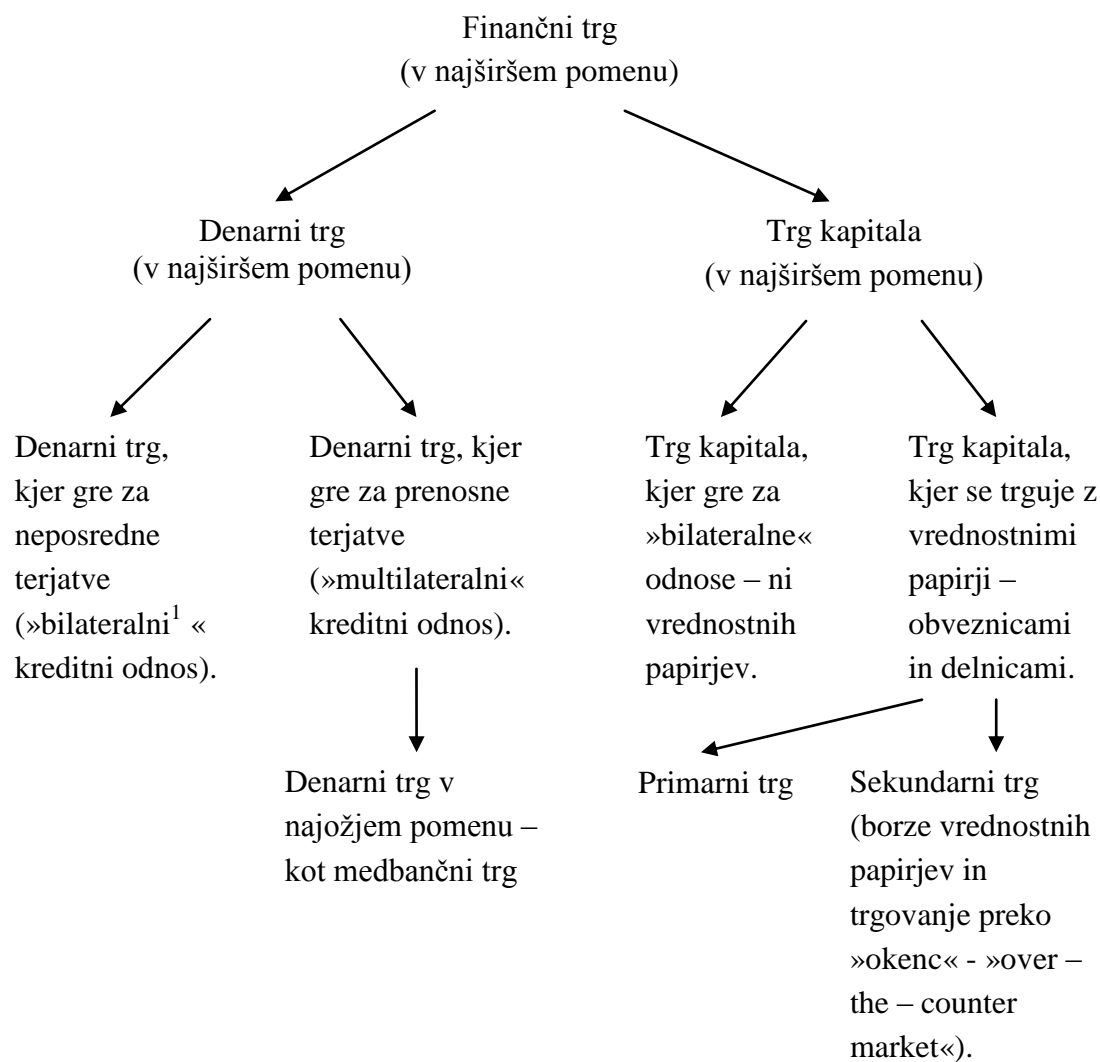
Primarna funkcija finančnega trga je prenos finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim ekonomskim subjektom in s tem predstavlja odnos med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih. V določenih gospodarskih sektorjih nastajajo presežki oziroma razpoložljiva akumulacija za naložbe, v drugih gospodarskih sektorjih pa nastajajo primanjkljaji, kjer želijo pridobiti dodatno akumulacijo (Fišer, 2009, str. 13).

Na finančnih trgih se akumulacija prenaša s pomočjo različnih finančnih instrumentov, preko katerih nato finančne institucije prepričajo investitorje, da vložijo svojo odvečno akumulacijo v njihove finančne instrumente (Mramor, 2000, str. 304).

Po Mishkinu (1997, str. 21) lahko povzamemo, da so osnovne naloge finančnega trga predvsem prenos finančnih prihrankov, alokacija tveganj, določanje ravnotežnih cen oziroma donosov, transformacija ročnosti in zagotavljanje likvidnosti ter zmanjševanje stroškov transakcij.

Na sliki 1 je prikazana ena izmed možnih delitev finančnega trga na trg denarja in trg kapitala, ki izvira iz ročnosti finančnih instrumentov. Na trgu denarja poteka prenos sredstev med suficitnimi in deficitnimi subjekti na kratek rok, do enega leta, s kratkoročnimi vrednostnimi papirji. Na trgu kapitala pa imamo prenos sredstev s pomočjo dolgoročnih vrednostnih papirjev. Učinkovit prenos sredstev med ekonomskimi subjekti omogočajo finančne institucije, kamor sodijo tudi zavarovalnice (Ribnikar, 2006, str. 192).

Slika 1: Delitev finančnih trgov



Vir: I. Ribnikar, *Monetarna ekonomija I. (Denar, finančne institucije in denarna politika)*, 2006, str. 193.

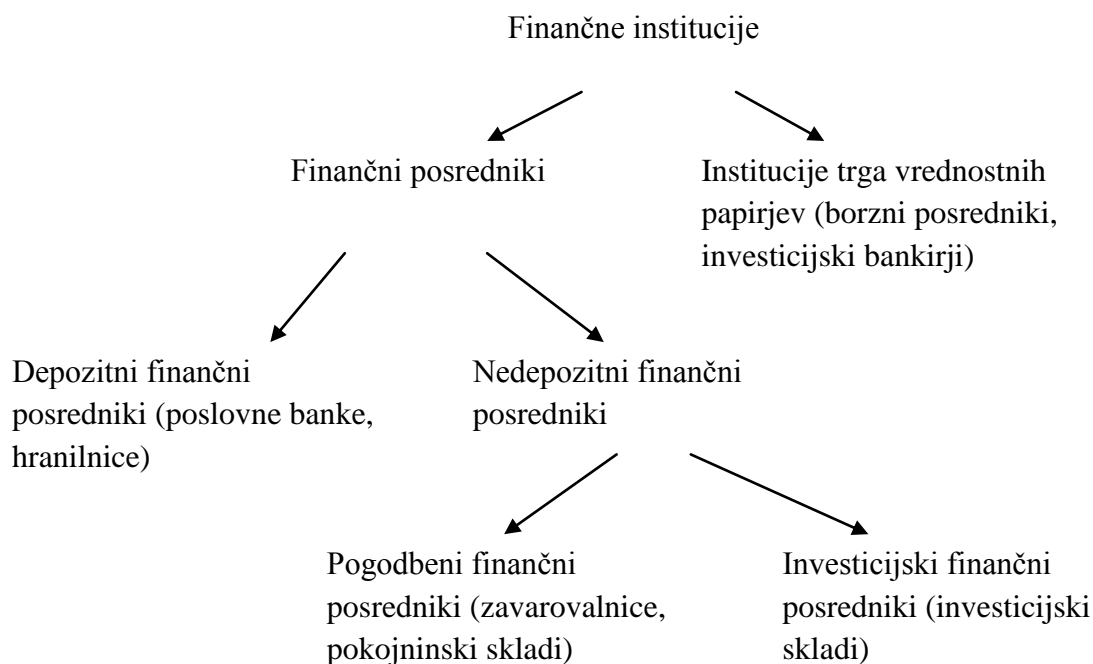
Trg kapitala se dalje deli na trg kapitala, kjer gre za bilateralne odnose (trg posojil) in trg kapitala, kjer se trguje z vrednostnimi papirji (trg vrednostnih papirjev). Le-ta se dalje deli na primarni in sekundarni trg. Na primarnem trgu se trguje z novoizdanimi finančnimi instrumenti (delnice, obveznice), ki jih izdajo posamezniki, podjetja, banke in država. Za sekundarni trg pa je značilno, da se tu trguje z že obstoječimi finančnimi oblikami. Izdajatelj torej svojih delnic niso dolžni odkupiti do dospelja, imetniki pa jih lahko predčasno prodajo na sekundarnem trgu (Ribnikar, 2006, str. 193). Institucija sekundarnega trga je borza ali OTC (*over – the – counter*) trg (Mramor, 2000, str. 304).

¹ Pri bilateralnih kreditnih odnosih je upnik ves čas ista oseba, pri multilateralnih odnosih pa je v vsakem trenutku upnik ena oseba, vendar pa se lahko v času spreminja.

1.1.1 Finančne institucije

Slika 2 prikazuje delitev finančnih institucij. V prvi fazi jih delimo na finančne posrednike in institucije trga vrednostnih papirjev. Finančni posredniki prenašajo zbrana sredstva od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam, vmes pa dobljena sredstva preoblikujejo, tako da svojim upnikom ponudijo povpraševana sredstva. Sam proces se odraža na bilanci stanja finančnih posrednikov (Ribnikar, 2006, str. 222). Glede na način zbiranja sredstev jih razdelimo na depozitne in nedepozitne finančne posrednike.

Slika 2: Klasifikacija finančnih institucij



Vir: D. Veselinovič, *Denar, Bančništvo in vrednostni papirji*, 2003, str. 171.

Glede na prevladujočo obliko obveznosti do virov sredstev nedepozitne finančne posrednike delimo na pogodbene in investicijske finančne posrednike. Pogodbeni finančni posredniki in gospodarski subjekti, ki imajo pri njih naloženo finančno premoženje, sklenejo pogodbo, ki zagotavlja različne vrste izplačil gospodarskim subjektom v primeru, da pride do uresničitve dogodkov, določenih v pogodbi. Na aktivni strani bilance pogodbenih finančnih posrednikov najdemo različne oblike finančnih naložb (vrednostni papirji), na pasivni pa obveznosti iz naslova sklenjenih pogodb. Sem sodijo premoženjske, življenjske in nezgodne zavarovalnice ter pokojninski skladi (Ribnikar, 2006, str. 224).

Pokojninski skladi zbirajo prihranke, ki jih varčevalci redno vplačujejo v sklad in imajo s tem zajamčen določen donos. Po določenem času začne pokojninski sklad iz privarčevanih sredstev izplačevati varčevalcu pokojnino. Zavarovalnice pa dobijo prihranke varčevalcev preko premij, na osnovi katerih nato oblikujejo rezervacije, ki jih nalagajo na finančnem trgu s ciljem, da zagotovijo izplačevanje odškodnin (Repovž & Peterlin, 1998, str. 33-37).

Finančne institucije predstavljajo veliko prednost za vlagatelje in varčevalce, saj lahko naenkrat zberejo velika finančna sredstva in tudi spremenijo ročnost finančnih prihrankov. Vlagatelji namreč potrebujejo dolgoročno uporabo prihrankov, varčevalci pa večinoma varčujejo kratkoročno. Prednost za varčevalce pa predstavlja sposobnost spremembe strukture finančnih prihrankov, kar se kaže v večji kakovosti in likvidnosti le-teh (Repovž et al., 1998, 33-37).

1.2 Zavarovalništvo

Temeljna funkcija zavarovalništva je ustvarjanje gospodarske varnosti. S prodajo zavarovalnih produktov se pri njih kopičijo prihranki, ki jih namenijo za investiranje (naložbe so nujen pogoj za gospodarski razvoj), prihranki pa hkrati tudi izravnavajo nevarnost (Širca, 2005, str. 7). Pomen zavarovalništva v narodnem gospodarstvu lahko merimo z deležem pobranih premij v bruto domačem proizvodu države in je za Slovenijo v letu 2008 znašal 5,2 %. Delež je sicer nižji v primerjavi z letom 2007 (5,7 % BDP) zaradi finančne krize (AZN, 2008, str. vi). Ostale naloge so še: izravnavanje nevarnosti kot sredstvo dejavnosti, odpravljanje motenj v gospodarskem funkcioniranju, ohranjanje nepretrganosti narodnogospodarskega procesa ter ohranjanje življenjske ravni (Boncelj, 1983, str. 180).

Zavarovalnice v finančnem sistemu nastopajo v več vlogah. Na eni strani kot institucija opravljajo delo finančnega posrednika. Od primarnih (suficitnih) gospodarskih celic preko zavarovalnih produktov prenašajo denar k sekundarnim (deficitnim) gospodarskim subjektom, pri tem pa sredstva preoblikujejo in upnikom ponudijo drugačna, želeno sredstva. Pri preoblikovanju finančnih sredstev se spremeni njihova ročnost ter zmanjša tveganje zaradi razpršitve, hkrati pa se zmanjšajo tudi transakcijski stroški (stroški iskanja informacij, stroški sklepanja pogodb). Za zavarovanca to pomeni, da se tveganje, ki mu je izpostavljen, prerazporedi na vse zavarovance in v primeru utrepele škode prejme ustrezno denarno povračilo, sklenjeno s pogodbo. Za skupino posameznikov namreč lahko z veliko verjetnostjo predvidimo možnost nastanka škodnega dogodka (Bijelić, 1998, str. 3). S plačilom zavarovalne premije posameznik hkrati tudi spremeni svoje visoke variabilne stroške v nizke fiksne. Zavarovalnica pa v finančnem sistemu nastopa tudi kot institucionalni vlagatelj. Pridobljena finančna sredstva od zavarovancev preoblikuje in jih naloži. Naložbe zavarovalnic predstavljajo zelo pomemben dejavnik v gospodarstvu, saj pospešujejo razvoj gospodarstva.

Razvit zavarovalniški sistem pomaga izboljšati splošno učinkovitost finančnega sistema z zmanjševanjem transakcijskih stroškov, ustvarjanjem likvidnosti in omogočanjem ekonomije obsega v naložbe (Gomez, 2009, str. 7).

Zavarovalnica je pravna oseba, ki na trgu samostojno opravlja dejavnost zavarovanja oseb in premoženja. Poznamo več definicij zavarovanja, ki se ločijo glede na vidik preučevanja zavarovanja kot gospodarsko dejavnost. Nam najbližja je z družbenoekonomskega vidika,

kjer zavarovanje predstavlja gospodarsko dejavnost, ko zavarovalnica v primeru škodnega dogodka nadomesti finančne posledice izgube ali poškodbe zavarovancem z odškodnino ali zavarovalnino in se tako zadovolji človekova potreba po ekonomski varnosti (Pekolj, 2005, str. 7).

Zavarovalnica je lahko organizirana le kot delniška družba ali kot družba za vzajemno zavarovanje (Zakon o zavarovalništvu 109/2006-UPB2, 9/2007, 102/2007, 69/2008, 19/2009, 49/2009, v nadaljevanju ZZavar, 13. člen). Običajno poslujejo preko centrale in podružnic. Slednje niso pravne osebe, vendar se vpišejo v register in smejo opravljati vse posle, ki jih lahko opravlja družba.

Zavarovalnice delimo na vzajemne ter delniške. Vzajemna je tipa zavarovalnice, ki je last zavarovalcev ali vplačnikov. Zagonski kapital posredujejo zavarovalci (osebe, ki sklenejo zavarovalno pogodbo), škode so zato pri teh zavarovalnicah omejene navzgor, saj se plačujejo iz razpoložljivega denarja zavarovalcev. Le ti so udeleženi do dobička v primeru, ko so vplačila višja od izplačila škod. Pri delniških zavarovalnicah se kapital zbere z izdajo delnic. Dodaten kapital dobimo s pomočjo zadržanih dobičkov. Za razliko od vzajemne zavarovalnice imajo lastniki lahko izgube zaradi nadpovprečnih izgub, hkrati pa tudi dobičke v letih povprečnih škod (Ahčan, 2008).

Najpogostejša delitev zavarovalnic pa loči med življenjskimi in premoženjskimi zavarovalnicami. Delitev izvira iz velike korelacije med življenjsko dobo in zdravstvenim stanjem s starostjo. Omenjena povezava omogoča življenjskim zavarovalnicam natančno napovedovanje škodnih primerov. To pa ni možno v premoženjskih zavarovalnicah, ker ni odkritih trdnih povezav med trenutnim in bodočim stanjem zavarovalnega predmeta ali osebe. Glavna razlika med zavarovalnicama je v tem, da je pri življenjskih struktura obveznosti v splošnem dolgoročna, temu pa ustreza tudi struktura naložb. Pri premoženjskih pa so v splošnem obveznosti krajše ročnosti in temu ustrezno so tudi naložbe kratkoročne (Ahčan, 2008).

Po osamosvojitvi so se v Sloveniji od Zavarovalnice Triglav odcepile tri območne skupnosti, tako da smo dobili samostojne zavarovalnice: Adriatic, d.d., Zavarovalnica Tilia, d.d. in Zavarovalnica Maribor, d.d. Ustanovljene pa so bile tudi nove, predvsem manjše zavarovalne družbe (Pirš, 2000, str. 14). Leta 1994 je bil sprejet Zakon o zavarovalnicah, ki ga je nato leta 2000 nadomestil še danes v veljavi Zakon o zavarovalništvu. Zakon je ustvaril pogoje za poslovanje, značilne za razvit evropski trg, določa pa tudi vlogo nadzornega organa, Agencije za zavarovalni nadzor. Agencija s posebnimi ukrepi poskrbi za večjo varnost, skrbnost in zanesljivost zavarovalnic.

V Sloveniji je leta 2008 poslovalo 17 zavarovalnic, od tega dve pozavarovalnici. Slovenski trg so obvladovale štiri zavarovalniške skupine: Zavarovalnica Triglav, d.d., Pozavarovalnica Sava, d.d., AdriaticSlovenica, Zavarovalna družba, d.d. in KD Življenje, zavarovalnica, d.d.

ter Prva Group, d.d. Poleg tega so bile na trgu prisotne še tri pokojninske družbe, Jedrski pool, Škodni sklad v okviru Slovenskega zavarovalnega združenja, Prvi pokojninski sklad v okviru Kapitalske družbe pokojninskega in invalidskega zavarovanja ter tri podružnice tujih zavarovalnic, medtem ko je 345 tujih zavarovalnic neposredno opravljalo zavarovalne posle pri nas (AZN, 2008, str. 1).

2 FINANČNE NALOŽBE IN VIRI SREDSTEV ZAVAROVALNIC

Temeljna gospodarska dejavnost vsake zavarovalnice je zavarovanje, poleg tega pa lahko opravljajo še druge vzporedne (pomožne) dejavnosti, ki so bolj ali manj povezane s zavarovanjem. Dr. Boncelj pravi, da se mora vsaka zavarovalnica ukvarjati še z dvema dejavnostima, ki poleg zavarovanja predstavljata temeljno dejavnost zavarovalnice. Gre za zavarovalno preprečevanje in represijo ter za zavarovalno nalaganje. Prva dejavnost omejuje škodni proces oziroma zmanjšuje in odpravlja gospodarske škode (Flis, 1999, str. 66-70), vendar se bomo mi osredotočili na zavarovalno nalaganje, ki ga v nadaljevanju tudi natančneje predstavim.

Z vstopom Slovenije v EU se je med drugim odprl tudi zavarovalni trg. Naše zavarovalnice sedaj lahko prosto prodajajo svoje produkte v EU, prav tako pa lahko tuje prodajajo svoje v Sloveniji. Vse to pa posledično prinese za naše zavarovalnice tudi večjo izpostavljenost tveganju. Uspešno obvladovanje tveganja pomeni stabilnost zavarovalnice in posledično tudi zavarovalniškega sektorja (AZN, 2003, str. iii). Peto poglavje ZZavar podrobneje obravnava tveganja zavarovalnice ter kako naj se jim izogne.

Ena izmed možnih delitev tveganja zavarovalnic je (Swiss Re 2000, str. 6 in AZN, 2003 str. iv):

- tehnične rizike oziroma tveganja pasive (*underwriting risks*);
- naložbene rizike oziroma tveganje aktive (*investments risks*);
- ostala tveganja.

Prva skupina tveganj (*underwriting risks*) je v povezavi s solventnostjo zavarovalnice. Za odpravljanje teh tveganj ZZavar predpisuje oblikovanje zavarovalno-tehničnih rezervacij in kapitala. Kapital je namenjen predvsem za neznana in nepredvidena tveganja, medtem ko so za vsa znana tveganja predpisane zavarovalno-tehnične rezervacije. Naložbeni riziki so povezani s finančnimi naložbami zavarovalnice ter so odvisni od dogajanja na kapitalskem trgu. Natančneje jih obravnavam v podpoglavju Naložbena tveganja. Pod ostala tveganja uvrščamo previsoke obratovalne stroške, fluktuacijo, neznanje managementa, goljufije in podobno (Gorše, 2006, str. 12).

113. člen ZZavar pravi, da mora vsaka zavarovalnica za vsak opravljen zavarovalni posel izdelati ustrezne zavarovalno-tehnične rezervacije. Le-te so namenjene kritju bodočih obveznosti iz zavarovanj in izgub zaradi tveganj, ki so posledica zavarovalnih poslov.

Z narodnim gospodarstvom se je razvijalo tudi zavarovalništvo in posledično so naraščale tudi zavarovalno-tehnične rezervacije. Nesmiselno bi bilo, da bi zavarovalnica zbrana finančna sredstva držala v svoji blagajni, dokler jih ne potrebuje, zato jih nalaga v narodno gospodarstvo. Razlogi, zaradi katerih zavarovalnice nalagajo prosta finančna sredstva, so (Boncelj, 1983, str. 273):

- v zavarovalnicah zadržana sredstva bi deflacijsko vplivala na narodno gospodarstvo;
- nalaganje začasno prostih finančnih sredstev omogoča zavarovalnicam doseganje dobičkov, ki lahko ob veliki konkurenci predstavljajo edini vir dobička;
- v primeru, da so naložbene obresti trajne, omogočajo zmanjševanje višine premije ali v življenjskem zavarovanju povečanje zavarovalne vsote.

Zavarovalno-tehnične rezervacije se tvorijo iz tehničnih premij, le te pa izvirajo iz kosmatih premij, ki izhajajo iz individualnih dohodkov zavarovancev ter tako neposredno iz narodnega dohodka. Prosta finančna sredstva zavarovalnic se morajo zato nujno vračati v narodno gospodarstvo. Pri samem obračanju sredstev se zgodita dve spremembi: naložbenik sredstev postane zavarovalnica in ne več zavarovanec, spremenijo pa se tudi naložbe kot posledica časovnega izravnavanja nevarnosti. Zavarovalnice namreč nalagajo sredstva v drugačnem razmerju kot zavarovanci in navadno tudi v druge vrste naložb (Ahčan, 2008). V nadaljevanju so razloženi naložbeni viri zavarovalnic in naložbena načela.

2.1 Naložbeni viri

2.1.1 Zavarovalno-tehnične rezervacije

Temeljni vir naložb predstavljajo zavarovalno-tehnične rezervacije. Merjenje le teh obsega ocenjevanje prihodnjih vplačil in izplačil iz naslova zavarovalnih pogodb, iz česar izhaja, da je velikost zavarovalno-tehničnih rezervacij bistveno odvisna od predpostavk, ki jih zavarovalnica upošteva pri izračunu velikosti rezervacije. Zavarovalno-tehnične rezervacije se oblikujejo in upoštevajo v računovodskih izkazih zavarovalnice (Medved, 2000, str. 12). V bilanci stanja tvorijo skupaj s kapitalom, obveznostmi iz pozavarovanja ter tekočimi obveznostmi, obveznosti do virov sredstev zavarovalnice. Rezervacije je potrebno razlikovati od rezerv, ki so del kapitala, o katerem bom več spregovorila v naslednjem poglavju. Rezervacije so namenjene izpopolnjevanju pogodbenih obveznosti zavarovalnice in imajo tako podobno vlogo kot pasivne časovne razmejitve.

V skladu s 113. členom ZZavar mora zavarovalnica oblikovati naslednje vrste zavarovalno-tehničnih rezervacij:

- rezervacije za prenosne premije;
- rezervacije za bonuse, popuste in storno;
- škodne rezervacije;
- izravnalne rezervacije;
- druge zavarovalno-tehnične rezervacije.

114. člen ZZavar določa, da zavarovalnica oblikuje rezervacije za prenosne premije po posameznih zavarovalnih pogodbah v višini tistega dela vplačane premije, ki se nanaša na trajanje jamstva oziroma zavarovalno kritje za obdobje po zaključku obračunskega obdobja. Poslovno leto in čas za katerega velja kritje po zavarovalni polici, navadno ne sovpadata. Zaradi tega mora zavarovalnica del premije, ki jo prejme v obračunskem obdobju, rezervirati za kritje škod po koncu obračunskega obdobja. S plačilom zavarovalne premije namreč zavarovalnica prevzame jamstvo za celotno zavarovalno obdobje (Medved, 2000, str. 13). Če to poskušam prikazati na primeru enoletne zavarovalne police, ki smo jo sklenili 1. junija 2009, je polovica premije namenjena kritju škod nastalih v letu 2009, polovica pa kritju škod od 1. januarja 2010 do 30. junija 2010. Prenosna premija je v tem primeru enaka 50 % obračunane premije. Prenosne premije se torej oblikujejo pri vseh zavarovalnih vrstah, kjer zavarovanje sega v naslednje leto, saj v tekočih finančnih izkazih upoštevamo le tisti del premije, ki se ujema z letom sklenitve zavarovanja. V prenosne premije se razmejujejo kosmate zavarovalne premije od katerih odštejemo pozavarovalni del ter vračunani stroški pridobivanja zavarovanj za tekoče obdobje. Kosmate zavarovalne premije predstavljajo celoten znesek zavarovalne premije, sestavljen iz funkcionalne premije in obratovalnega dodatka oziroma lahko rečemo, da predstavljajo znesek pobrane premije v danem letu (Ahčan, 2008).

115. člen ZZavar določa, da se oblikujejo rezervacije za bonuse in popuste v višini zneskov, do izplačila katerih so upravičeni zavarovanci iz naslova pravice do udeležbe v dobičku iz njihovih zavarovanj (bonusi), pravice do delnega znižanja premije (popusti) in pravice do povrnitve dela premije za neporabljeni čas zavarovanja zaradi predčasnega prenehanja zavarovanja (storno).

Škodne rezervacije določa 116. člen ZZavar, in sicer jih mora zavarovalnica oblikovati v višini ocenjenih obveznosti, ki jih je dolžna izplačati na podlagi zavarovalnih pogodb, pri katerih je zavarovalni primer nastopil do konca obračunskega obdobja. Upoštevati pa mora tudi vse stroške, ki na tej osnovi bremenijo zavarovalnico. Škodne rezervacije morajo vključevati poleg ocenjenih obveznosti za prijavljene nastale, a še nerešene škode, tudi ocenjene obveznosti za nastale, a še neprijavljene škode.

Zavarovalnica navadno ne plačuje odškodnin na dan, ko škoda nastane, zaradi treh pomembnih razlogov: dolžina postopka škodne likvidacije, narava škodnega dogajanja in dolgotrajnost morebitnega sodnega procesa. Zaradi teh razlogov lahko zavarovalnice določijo povprečen likvidacijski čas (čas od prijave škode do izplačila odškodnine), povprečno višino odškodnin in povprečen odstotek odklonjenih odškodnin (Boncelj, 1983, str. 275).

ZZavar v 118. členu določa, da morajo zavarovalnice na podlagi deleža škod, ki presegajo ocenjene obveznosti, oblikovati izravnalne rezervacije. Nanašajo se na časovno izravnano neenakomernega odvijanja škodnega dogajanja, kjer so na osnovi statističnih podatkov ugotovljena precejšnja nihanja škod, katerih zavarovalnica ne more izravnati z zavarovalno premijo posameznega leta ali s pozavarovanjem. Oblikujejo se glede na razliko med deležem

škod v tekočem obračunskem obdobju in povprečnim deležem škod v opazovanem obdobju, ki ne sme biti krajše od desetih let. Zakon predpisuje, da v primeru, če znaša standardni odklon deleža škod od povprečnega deleža škod v opazovanem obdobju najmanj 5 odstotnih točk in če vsaj enkrat v opazovanem obdobju delež škod, povečan za povprečni delež stroškov, prekorači 100 %, mora zavarovalnica oblikovati izravnalne rezervacije v posamezni zavarovalni vrsti. Zakon pa tudi določa, da se na tak način ugotovljenemu deležu škod pripiše še delež stroškov v obravnavanem obdobju. Izravnalne rezervacije so namreč namenjene izravnavanju precejšnjih nihanj v prihodnjih obveznostih zavarovalnice. Ko prenehajo pogoji za oblikovanje izravnalnih rezervacij, jih zavarovalnice postopoma zmanjšajo v petih letih (Medved, 2000, str. 23).

Druge zavarovalno-tehnične rezervacije predpisuje 119. člen ZZavar za kritje možnih velikih škod, kot so: jedrske nevarnosti, proizvajalčeva odgovornost za farmacevtske izdelke, potres, poplave in tveganja, v zvezi s katerimi se ne oblikujejo posamezne rezervacije.

117. člen ZZavar določa oblikovanje matematičnih rezervacij, in sicer v višini sedanje vrednosti bodočih obveznosti zavarovalnice na podlagi sklenjenih zavarovanj, zmanjšanih za sedanjo ocenjeno vrednost bodočih plačanih premij. Izračunamo jih za vsako zavarovalno pogodbo posebej. Zakon tudi določa, da so matematične rezervacije enake odkupni vrednosti, ki jo ima zavarovanec na osnovi zavarovalne pogodbe, in ne smejo biti višje od le-te. Matematične rezervacije se oblikujejo pri tistih življenjskih, nezgodnih in zdravstvenih zavarovanjih, ki uporabljajo podobne verjetnostne tabele in izračune kot pri življenjskih zavarovanjih. Posebne rezervacije mora zavarovalnica oblikovati tudi, ko sklepa zavarovanja, kjer zavarovanec prevzema naložbeno tveganje (113. člen ZZavar).

2.1.2 Kapital

Zavarovalno-tehnične rezervacije ne predstavljajo zadostnega jamstva za kritje škod in drugih obveznosti iz naslova zavarovalnih polic, zato ZZavar dodatno predpisuje kapitalsko ustreznost kot sredstvo za obvladovanje tveganj. Le-to pomeni, da mora zavarovalnica vedno razpolagati z ustreznim kapitalom, ki se določa glede na obseg in vrsto zavarovalnih poslov, ki jih opravlja. Pri tem mora zavarovalnica tudi upoštevati tveganja, ki jim je izpostavljena, saj mora tudi trajno zagotavljati likvidnost in solventnost. Likvidnost pomeni, da je v vsakem trenutku sposobna pravočasno izpolnjevati zapadle obveznosti, solventnost pa, da je trajno sposobna izpolniti vse svoje obveznosti.

Kapital zavarovalnice ZZavar deli na:

- temeljni kapital;
- dodatni kapital;
- zajamčeni kapital;
- minimalni kapital.

106. člen ZZavar opredeli, kako izračunamo temeljni kapital zavarovalnice. Pri izračunu upoštevamo vplačani osnovni kapital, rezerve zavarovalnice, preneseni dobiček iz preteklih let in dobiček tekočega leta, vendar največ do višine 50 % dobička po odbitku vseh dajatev iz dobička. Kot odbitne postavke pa upoštevamo lastne delnice, neopredmetena dolgoročna sredstva in izgubo.

Temeljni kapital mora biti vedno najmanj enak zajamčenemu kapitalu, le-ta pa predstavlja eno tretjino minimalnega kapitala. Minimalni kapital se razlikuje glede na to, ali gre za življenjsko ali premoženjsko zavarovalnico.

Dodatni kapital dobimo tako, da upoštevamo osnovni kapital in vplačan presežek kapitala ter podrejene vrednostne papirje. To so vrednostni papirji in drugi finančni instrumenti, iz katerih ima imetnik v primeru stečaja ali likvidacije izdajatelja pravico do izplačila šele po izplačilu drugih upnikov izdajatelja.

Potrebni kapital torej dobimo s seštevkom temeljnega in dodatnega kapitala, ki ga zmanjšamo za naložbe v delnice oziroma podrejene vrednostne papirje drugih zavarovalnic in drugih finančnih organizacij, kjer ima zavarovalnica več kot 10 % kapitala teh oseb ali zavarovalnice, ki nalaga sredstva. Od dobljenega zneska odštejemo še nelikvidna sredstva, med katera spadajo delnice borze in klirinško depotne družbe, terjatve iz naslova vplačil v jamstveni sklad pri klirinško depotni družbi ter druga sredstva, ki jih ni mogoče porabiti v času, ko se zagotavlja likvidnost in solventnost. Tako izračunan kapital predstavlja lastni vir zavarovalnice, ki ni omejen s zakonskimi predpisi, in nalaga prosta finančna sredstva v skladu z naložbeno politiko zavarovalnice.

2.2 Naložbena načela

Če hočemo razumno naložiti prihranke, se moramo ravnati po načelu gospodarnosti, tako da je rezultat naložbenja največji možni koristni učinek. To dosežemo z upoštevanjem naložbenih načel (Boncelj, 1983, str. 278). Naložbena načela za nalaganje prostih finančnih sredstev v bančništvu so razvrstili po naslednjem zaporedju pomembnosti: načelo donosnosti, načelo likvidnosti ter načelo varnosti. To zaporedje pa ni primerno za zavarovalnice, saj je njihova temeljna naloga zagotavljanje in ustvarjanje gospodarske varnosti. Torej za zavarovalnice velja naslednje zaporedje naložbenih načel: načelo varnosti, nato načelo likvidnosti, sledi načelo ustaljenosti, ki se pojavlja predvsem pri življenjskih zavarovanjih, in zadnje je načelo donosnosti (Flis, 1999, str. 457).

Pri načelu varnosti mora biti zagotovljena vrnitev naložbe s formalnega in materialnega vidika. S formalnega vidika mora biti torej zagotovljena vrnitev naložbe v enakem nominalnem znesku, ne glede na upoštevanje kupne moči v času vrnitve, z materialnega vidika pa razumemo vrnitev iste kupne moči, kot je bila naložena. Gre torej za najpomembnejše načelo zavarovalnega nalaganja, ki le ob strogem upoštevanju ohranja

celovitost zavarovalno-tehničnih rezervacij. Izgube, do katerih pride zaradi slabih naložb, namreč zmanjšajo zavarovalno-tehnične rezervacije, posledično pa tudi gospodarsko varnost zavarovancev in obstoj same zavarovalnice. Sredstva, ki jih zavarovalnica nalaga, niso njena lastna sredstva, temveč pripadajo sedanjim in prihodnjim upravičencem iz sklenjenih zavarovalnih poslov in so nujen pogoj za zagotavljanje gospodarske varnosti pogodbenim partnerjem. Naložena finančna sredstva morajo obvezno ohranjati svojo realno vrednost, da lahko zavarovalnica izpolnjuje svoje pogodbene obveznosti in iz tega sledi, da mora zavarovalnica dati prednost načelu varnosti pred ostalimi načeli (Boncelj, 1983, str. 278).

Načelo likvidnosti zahteva od zavarovalnic, da so kljub nalaganju finančnih sredstev zmožne takoj in v celoti poplačati dospele obveznosti. Zavarovalnica mora torej imeti dotok novih finančnih sredstev iz naslova naložb, vsaj v tolikšni višini, kot so dospele obveznosti. Če tega ne izpolnjuje, naložbe postanejo nedonosne oziroma nelikvidne, kar posledično povzroči tudi nelikvidnost zavarovalnice. Javnost pa zaupa zavarovalnici, dokler le-ta lahko krije vse odškodnine brez odlašanja. Upoštevati je potrebno pravilo, da zavarovalno-tehnične naložbe ne smejo biti naložene za daljše obdobje, kot ga predpisuje statistična zakonitost škodnega procesa (Boncelj, 1983, str. 281).

Zavarovalnica načeloma zelo težko propade. Gospodarska kriza ne uniči nobene poslovno zanesljive zavarovalnice. Položaj zavarovalnic je v takih trenutkih bistveno boljši od položaja bank. Zavarovalnica namreč ni toliko prizadeta likvidnostno, saj ima še vedno dotok finančnih sredstev (ta se sicer navadno zmanjša), izplačila odškodnin pa ostanejo približno enaka. Obstoj zavarovalnice veliko bolj od gospodarske krize ogroža zbiranje premajhnih premij ali plačevanje previsokih odškodnin, predvsem pa neupoštevanje načela varnosti pri nalaganju zavarovalno-tehničnih rezervacij (Boncelj, 1983, str. 286-287).

Načelo donosnosti zahteva največji možen donos naložbe. Zavarovalnice želijo prosta finančna sredstva naložiti v najdonosnejšo, še prosto vrsto naložb, hkrati pa težijo k temu, da dosežejo največji povprečni čisti donos. Donos naloženih sredstev pa ni odvisen le od uspešnosti naložbenika, temveč tudi od gospodarskih razmer. Pri uveljavljanju načela donosnosti, ki je najpomembnejše načelo za banke, saj živijo od pozitivne razlike med aktivno in pasivno bančno obrestno mero, prihaja do opaznih razlik. Zavarovalnice namreč ne plačujejo obresti na premije svojim zavarovancem. Plačujejo le debetne obresti od matematičnih rezervacij na področju življenjskih zavarovanj, ki so precej manjše od vseh plačanih premij in tudi debetna obrestna mera je precej nižja od debetnih obresti za enake vloge. Prav tako zavarovalnica ne potrebuje obrestnega donosa, da doseže pozitiven tehnični rezultat poslovanja iz naslova izvajanja zavarovalnega procesa in za pokrivanje tekočih poslovnih stroškov, saj je temu namenjen obratovalni (režijski) dodatek v kosmati premiji. V zavarovalno premijo zavarovalnice vračunajo poleg tehničnega dodatka za škodni proces tudi režijski dodatek za pokrivanje tekočih poslovnih stroškov (Boncelj, 1983, str. 288-292).

Načelo ustaljenosti je pomembno pri življenjskih zavarovalnicah, ki se zavežejo, da bodo začasno neporabljena sredstva obrestovale po dogovorjeni obrestni meri. Samo načelo pomeni, da dejanska obrestna mera ne sme pasti pod obračunsko obrestno mero, na spodnji meji pa mora biti ustaljena. V primeru, ko zavarovalnica pri pripravi zavarovalno-tehničnih osnov življenjskih zavarovanj preoptimistično presodi gibanje obresti ali pa se na trgu spremeni položaj tako, da od naložb ne more doseči na trgu niti vkalkulirane obrestne mere, mora sama v celoti kriti izpad dohodkov od obresti (Flis, 1999, str. 458).

Ko se zavarovalnica odloča o svojih naložbah, mora upoštevati vsa zgoraj omenjena naložbena načela, dati pa mora prednost načelu varnosti in načelu likvidnosti, drugi dve načeli pa upošteva le v mejah, ko ne ogroža varnosti naložb. Načelo likvidnosti je pomembno, da se upošteva z vidika zaupanja javnosti v bodoče izpolnjevanje obveznosti. Načelo varnosti in donosnosti se med seboj izključujeta, zato je potrebno poiskati takšno uveljavljanje načel hkrati, da ne delujejo negativno na donose in da se poveže njune prednosti (Flis, 1999, str. 459).

2.3 Naložbena tveganja²

Kot sem že omenila, so ena izmed velikih tveganj zavarovalnice tudi naložbena tveganja. Zavarovalnica mora imeti učinkovito metodo za obvladovanje naložbenih tveganj, kjer mora upoštevati vse zakonske zahteve. Določiti mora: tržno, kreditno, likvidnostno in druge strategije za obvladovanje tveganja naložb; ustrezen proces upravljanja, s katerim zagotovi, da naložbenje poteka po prej omenjenih pravilih; sistem za merjenje, spremljanje in poročanje investicijske aktivnosti (Investments Subcommittee, 2004, str. 7).

Naložbeno tveganje navadno povezujemo z razvrednotenjem premoženja na kapitalskem trgu, s spremembami valute ali pa tržnimi in kreditnimi tveganji pogodbenih partnerjev. Premoženjske zavarovalnice se srečujejo s kratkoročnimi tveganji, ker sklepajo zavarovalne pogodbe do enega leta, življenjske pa sklepajo zavarovanja za daljše obdobje, zato so izpostavljena dolgoročnim tveganjem naložb. Glavna naložbena tveganja, ki so jim zavarovalnice izpostavljene, lahko razdelimo na: tržno, likvidnostno, valutno, tveganje spremembe obrestne mere ter kreditno tveganje.

Tržno tveganje nastane zaradi spremembe v tržni vrednosti vrednostnega papirja. Povzročajo ga gospodarski dejavniki (recesija, inflacija).

Likvidnostno tveganje je tveganje, ko lastnik vrednostnega papirja le tega ne more prodati ali pa ga lahko proda le po nižji ceni. V veliki meri je povezano z ostalimi tveganji, saj je v primeru, da je vrednostni papir izpostavljen tudi drugim tveganjem, bolj izpostavljen tudi likvidnostnemu tveganju.

² Poglavje je povzeto po Izjavi o naložbeni politiki Zavarovalnice triglav in Zavarovalnice AS, razen v odstavku, kjer je drugače navedeno.

Valutno tveganje pomeni, da lahko vlagatelj pri vlaganju v vrednostne papirje v tuji valuti doseže nižji končni donos zaradi nihanja deviznega tečaja. Za zavarovalništvo pa je pomembna tudi valutna usklajenost, saj je večina zavarovanj na strani kritnega sklada vezana na tujo valuto, torej imamo obveznost v tuji valuti, ki ji moramo prilagoditi tudi naložbe.

Tveganje spremembe obrestne mere je posledica sprememb v makroekonomiji in centralna banka na njih odreagira s spremembo obrestne mere. Do tveganja za vlagatelja pride zaradi nastale razlike med pogodbeno določeno in tržno obrestno mero. Aktualno je predvsem pri dolgoročnih naložbah, kjer je obrestna mera variabilna, pri kratkoročnih navadno prevladuje fiksna obrestna mera.

Kreditno tveganje je tveganje, ki ga nosi zavarovalnica v primeru, da nasprotna stranka ne izpolni pogodbe.

2.4 Kritni sklad in kritno premoženje

V poglavju o zavarovalno-tehničnih rezervacijah sem že omenila, da se le te nahajajo na pasivni strani bilance stanja zavarovalnice in tako predstavljajo vir sredstev. Za naložbe pa lahko uporabimo le sredstva, zato ZZavar predpisuje od 120. člena do 133. člena oblikovanje kritnega sklada in kritnega premoženja.

Zavarovalnica potrebuje premoženje za kritje nastalih obveznosti iz zavarovanja in nastalih izgub, ki so posledica tveganj zavarovalnih poslov, ki jih opravlja zavarovalnica in mora za njih oblikovati zavarovalno-tehnične rezervacije. 120. člen ZZavar zato predpisuje oblikovanje kritnega premoženja, ki pa ga je zavarovalnica dolžna naložiti najmanj v višini zavarovalno-tehničnih rezervacij, da si zagotovi likvidnost in solventnost.

Povezavo med kritnim premoženjem in zavarovalno-tehničnimi rezervacijami lahko prikažemo v poenostavljeni shemi bilance stanja zavarovalnice.

Tabela 1: Poenostavljena bilanca stanja zavarovalnice

Aktiva	Pasiva
Kritno premoženje	Zavarovalno-tehnične rezervacije
Drugo premoženje	Kapital

Vir: M. Pavliha, Zavarovalno pravo, 2000, str. 117.

ZZavar dalje določa vrste dovoljenih naložb kritnega premoženja in omejitve pri posameznih naložbah. Zavarovalnica mora pri naložbenju upoštevati tudi vrsto zavarovalnega posla, ki ga opravlja, tako da lahko zagotovi varnost, donosnost in tržnost svojih naložb, hkrati pa tudi ročnost, raznovrstnost in ustrezno razpršitev naložb.

Zakon določa znesek kritnega premoženja, ki ga lahko zavarovalnica naloži v določeno vrsto naložb. Le-ta se določi glede na odstotek skupne višine zavarovalno-tehničnih rezervacij, vključno z zavarovalno-tehničnimi rezervacijami za zavarovanje, ki so krite s strani pozavarovatelja, katerih kritju je namenjeno kritno premoženje. Omenjeni odstotek se lahko za določen čas poveča, če tako sklene Agencija za zavarovalni nadzor (ZZavar).

125. člen ZZavar definira kritni sklad kot kritno premoženje, katerega namen je kritje tistih obveznosti, nastalih iz zavarovalnih poslov, ki zahtevajo oblikovanje matematičnih rezervacij. Zahtevano kritje poleg matematičnih rezervacij zahteva pri zdravstvenih in življenjskih zavarovanjih ter življenjskih zavarovanjih, kjer zavarovanec prevzema naložbeno tveganje, še rezervacije za prenosne premije, škodne rezervacije in rezervacije za bonuse in popuste. Zahtevano kritje mora zavarovalnica izračunati za vsako vrsto zavarovanja posebej, prav tako mora oblikovati ločene kritne sklade in z vsakim premoženjem upravljati ločeno (ZZavar, 126. člen).

ZZavar v 127. členu predpisuje naslednje vrste zavarovanja, za katera mora oblikovati poseben kritni sklad:

- življenjska zavarovanja;
- življenjska zavarovanja, kjer zavarovanec prevzema naložbeno tveganje, razen prenosnih premij, škodnih rezervacij in dodatnih zavarovalno-tehničnih rezervacij za zajamčeno najmanjše izplačilo;
- zdravstvena zavarovanja;
- ostale vrste zavarovanja, kjer je potrebno oblikovati matematične rezervacije.

Vrednost premoženja kritnega sklada mora vedno dosegati najmanj višino zahtevanega kritja. Pravila glede dovoljenih vrst naložb za kritni sklad so enaka kot pri kritnem premoženju, enako velja glede naložbenih omejitev, le te pa veljajo za vsak kritni sklad ločeno.

130. člen ZZavar predpisuje, da mora zavarovalnica premoženje kritnega sklada pravno ločiti od ostalega premoženja na način, določen glede na vrsto tega premoženja:

- naložbe v vrednostne papirje loči tako, da za vsak kritni sklad, ki ga uporablja, odpre ločen račun za trgovanje z vrednostnimi papirji, na katerem se ločeno vodijo stanja vrednostnih papirjev kritnega sklada;
- naložbe v bančne denarne depozite oziroma posojila loči s sklenitvijo pogodbe v svojem imenu in za račun kritnega sklada, iz pogodbe pa mora biti razviden račun kritnega sklada;
- zavarovalnica mora za vsak kritni sklad odpreti poseben denarni račun, preko katerega sprejema vplačila in opravlja izplačila iz zavarovanj, za katere je bil oblikovan kritni sklad.

3 VRSTE FINANČNIH NALOŽB ZAVAROVALNIC

Fizične in pravne osebe hočejo svoje premoženje, ki ga trenutno ne potrebujejo, naložiti in zato prejeti določen donos ter tako povečati svoje premoženje. Na trgu se je zato pojavilo veliko število različnih finančnih instrumentov in posledično tudi veliko število finančnih naložb.

Svoje prihranke lahko ekonomski subjekti naložijo v realne naložbe, finančne naložbe ter v znanje. Realne naložbe dalje delimo na naložbe v nepremičnine, v opremo ter v trajne potrošne dobrine. Finančne naložbe pa ločimo na naložbe v podjetje, v državo, v finančne institucije ter izvedene finančne naložbe (Denar in Finance, b.l.).

Finančne naložbe v podjetja sestavljajo dve skupini, in sicer lastniške in upniške finančne naložbe. Razlika med njimi je, da prve dajejo lastniku pravico do lastništva oziroma solastništva in s tem tudi pravico do deleža dobička. Upniški oziroma dolžniški vrednostni papirji pa dajo imetniku pravico do povračila vloženega denarnega zneska in pripadajočih obresti (Denar in Finance, b.l.).

Med lastniške vrednostne papirje uvrščamo delnice, deleže družbenikov in naložbe s.p.-jev. Dolžniški vrednostni papirji pa so: kratkoročni bančni krediti, obveznice, terminski krediti, zakup (*leasing*) in terjatve do kupcev (Denar in finance, b.l.).

Finančne naložbe v državo lahko razdelimo na (Denar in finance, b.l.):

- dolgoročne naložbe – obveznice (dolžniški vrednostni papir);
- kratkoročne naložbe, kamor sodijo zakladne menice in kratkoročna posojila Banke Slovenije.

Pri naložbah v finančne institucije prihranke naložimo v (Denar in finance, b.l.):

- investicijske sklade; kjer ločimo odprte (investicijski kuponi) in zaprte (delnice in obveznice);
- banke in hranilnice v obliki obveznic, delnic, blagajniških zapisov, vlog ter potrdil o vlogah;
- pokojninske načrte;
- zavarovalnice v obliki zavarovalnih premij ali delnic.

V nadaljevanju predstavim relevantne oblike finančnih naložb za zavarovalnice. ZZavar natančno predpisuje kam in v kolikšni meri lahko zavarovalnica nalaga svoje premoženje. Najprej pa si pogledjmo, katere naložbe dovoljujejo ZZavar.

3.1 Zakon o zavarovalništvu iz leta 2000

Zakon o zavarovalništvu je bil sprejet v začetku leta 2000. Skozi zadnjih deset let je bilo sprejeto kar nekaj popravkov in dopolnitev zakona. V nadaljevanju bom prikazala dovoljene vrste naložb in njihove omejitve pri nalaganju kritnega sklada in kritnega premoženja. Enaki predpisi se uporabljajo tako za kritni sklad kot kritno premoženje.

Kritno premoženje lahko zavarovalnica naloži le v naslednje oblike naložb (121. člen ZZavar):

- 1) vrednostni papirji, izdani od Republike Slovenije (v nadaljevanju RS), Banke Slovenije (v nadaljevanju BS), države podpisnice sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma članica OECD³ ali mednarodna finančna organizacija oziroma za katere jamči ena od teh oseb;
- 2) obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, če se z njimi trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v RS, državi podpisnici sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru ali državi članici OECD;
- 3) obveznice oziroma druge dolžniške vrednostne papirje, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v RS, državi podpisnici sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru ali državi članici OECD;
- 4) delnice in druge lastniške vrednostne papirje s spremenljivim donosom, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v RS, državi podpisnici sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru ali državi članici OECD;
- 5) delnice in druge lastniške vrednostne papirje s spremenljivim donosom, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v RS, državi podpisnici sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru ali državi članici OECD;
- 6) investicijski kuponi vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb, če le te svoje premoženje nalagajo izključno v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe;
- 7) terjatve iz naslova posojil, zavarovana z zastavno pravico na nepremičnini, pri čemer mora biti zastavna pravica vpisana v zemljiški knjigi ali drugi javni knjigi v RS oziroma državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru, pri čemer višina posojila ne sme biti višja od 60 % vrednosti nepremičnine, ugotovljene na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke oziroma na drug primeren način;
- 8) terjatve iz naslova posojil bankam s sedežem v RS, državi podpisnici sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD oziroma za izplačilo katerih, vključno z obrestmi jamči, banka s sedežem v RS, državi podpisnici sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru ali državi članici OECD;

³ OECD je organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj in združuje 33 držav članic. Slovenija je članica od leta 2010.

- 9) terjatve iz naslova posojil, ki so zavarovana z zastavno pravico na vrednostnih papirjih iz 1., 2. in 4. točke tega besedila;
- 10) terjatve iz naslova drugih posojil, ki so ustrezno zavarovana;
- 11) predplačila na račun odkupne vrednosti zavarovanja na podlagi zavarovalnih pravic in pa posojila, zavarovana z odkupno vrednostjo zavarovalne police;
- 12) nepremičnine, ob pogoju, da so vpisane v zemljiški knjigi v RS, podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru ali članici OECD, da dajejo donos oziroma je v zvezi z njim pričakovati donos, da je bila nakupna cena določena na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke in da je prosta vseh bremen razen stvarnih služnosti;
- 13) naložbe v depozite pri banki s sedežem v RS, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru ali članici OECD;
- 14) gotovina v blagajni oziroma vpoglednem računu;
- 15) terjatve iz naslova povračila davkov;
- 16) terjatve do garancijskih, solidarnostnih in škodnih saldov;
- 17) opredmetena osnovna sredstva, brez zemljišč in zgradb, ki se vrednotijo glede na amortizacijo po načelu preudarnosti ob pogoju, da se nahajajo na nepremičnini ali so kako drugače povezana z njo, dajejo donos in so prosta vseh bremen.

Agencija za zavarovalni nadzor lahko za določen čas odobri zavarovalnici, da naloži svoje premoženje tudi v druge vrste naložb, če so le te primernejše glede na varnost, donosnost in tržnost kritnega premoženja (ZZavar, 121. člen).

V 122. členu ZZavar določa omejitve vrednosti posameznih vrst naložb da ne smejo presegati odstotkov, ki so določeni glede na skupno ugotovljeno višino zavarovalno-tehničnih rezervacij. Omejitve so:

- 1) naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja ne smejo skupno presegati 5 % zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- 2) naložbe v obveznice ali druge dolžniške vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, lahko zavarovalnica naloži pri istem izdajatelju v vrednosti 40 % zavarovalno-tehničnih rezervacij, vendar morajo biti izpolnjeni določeni pogoji;
- 3) naložbe v obveznice istega izdajatelja, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, ne smejo presegati 1 % zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- 4) naložbe v vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, ne smejo presegati 10 % zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- 5) naložbe v delnice in naložbe v tiste investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma investicijskih, 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 delnice istega izdajatelja, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, ne smejo presegati 1 % zavarovalno-tehničnih rezervacij in skupno od različnih izdajateljev ne smejo presegati 5 % zavarovalno-tehničnih rezervacij;

- 7) naložbe v investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma investicijskih družb, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih z zajamčenim donosom, skupaj ne smejo presegati 40 % zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- 8) naložbe v terjatve iz naslova posojil posameznemu posojilojemalcu ne smejo presegati 2 % zavarovalno-tehničnih rezervacij, skupaj pa ne smejo presegati 5 % zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- 9) naložba v nepremičnino ne sme presegati 10 % višine zavarovalno-tehničnih rezervacij, skupaj naložbe v nepremičnine pa ne smejo presegati 40 % zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- 10) naložbe v depozite skupaj ne smejo presegati 30 % zavarovalno-tehničnih rezervacij, pri posamezni banki pa 10 % zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- 11) naložbe v obliki gotovine v blagajni in na vpoglednih računih skupno ne smejo presegati 3 % zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- 12) naložbe v terjatve iz naslova povračila davkov ne smejo presegati 5 % zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- 13) naložbe v terjatve do garancijskih, solidarnostnih in škodnih skladov skupno ne smejo presegati 5 % zavarovalno-tehničnih rezervacij, naložbe do posameznega sklada pa ne smejo presegati 2 % zavarovalno-tehničnih rezervacij.

Agencija za zavarovalni nadzor lahko zavarovalnici tudi tu dovoli odstopanja v primeru utemeljenih razlogov. ZZavar v 123. členu določa tudi lokalizacijo kritnega premoženja. Svoje premoženje lahko zavarovalnica nalaga le na območju RS, podpisnice Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru in državah, članicah OECD. Le v primeru, da zavarovalnica sklepa pogodbe in krije nevarnost v državah, ki niso zgoraj omenjene, lahko v teh državah opravlja tudi naložbeno dejavnost.

124. člen ZZavar določa, da mora zavarovalnica skrbeti tudi za usklajenost naložb z vidika izpostavljenosti tveganjem morebitnih izgub zaradi spremembe obrestnih mer, tečajev tujih valut oziroma drugih tržnih tveganj. Naložbe mora torej ustrezno uskladiti s svojimi obveznostmi. ZZavar dopušča izjemo in dovoljuje 80 % valutno usklajenost.

124. a člen ZZavar dovoljuje zavarovalnici, da uporablja izvedene finančne instrumente, če z njimi zmanjša tveganja pri usklajevanju naložb ali olajšajo učinkovito upravljanje zavarovalnega portfelja. Vsako uporabo izvedenih finančnih instrumentov mora zavarovalnica sporočiti Agenciji za zavarovalni nadzor, ta pa jim nato poda podrobnejša navodila o njihovi uporabi.

3.2 Vrste finančnih naložb

Največji delež v naložbah zavarovalnic predstavljajo naložbe v vrednostne papirje. Obligacijski zakonik jih definira, kot pisno listino, s katero se izdajatelj zaveže, da bo

izpolnil na njej zapisano obveznost njenemu zakonitemu imetniku (212. člen). Delimo jih na lastniške in dolžniške vrednostne papirje.

Lastniški vrednostni papirji predstavljajo tvegano naložbo. So brez roka dospelja in nimajo vnaprej določene stopnje donosa. Njihova donosnost na kratek rok je težko predvidljiva, zato so delnice primernejše za dolgoročno naložbo. Ker so tvegana naložba, lastniku prinašajo praviloma tudi višje donose od dolžniških vrednostnih papirjev, v obliki dividend in kapitalskega dobička, ki je posledica povečane tržne cene delnice (Berk et al., 2002, str. 37).

Delnica je lastniški vrednostni papir, to pomeni, da z nakupom delnice dobimo delež v lastni delniški družbi. Lastniku prinaša tako premoženjske (dividenda, prednostna pravica pri nakupu novih delnic, povečanje tržne vrednosti delnice) kot tudi članske pravice (nadzor družbe, volitve v organe upravljanja) v delniški družbi (Mramor, 2000, str. 43).

Poznamo naslednje vrste delnic (Mramor, 2000, str. 43):

- navadne delnice: najbolj tvegani vrednostni papir brez dospelja; dividendo dobijo lastniki izplačano šele ko podjetje pokrije vse ostale obveznosti in je neomejena, imajo pa polno pravico do glasovanja;
- prednostne delnice: dividenda je fiksna in imajo omejeno pravico do glasovanja, pri stečaju delniške družbe pa so poplačani pred navadnimi delničarji;
- zamenljive prednostne: lastniku dajo pravico zamenjave prednostnih delnic v navadne. Izdajajo se v glavnem ob združitvah podjetij, in sicer iz davčnih razlogov.

Obveznica je dolžniški vrednostni papir, v katerem se izdajatelj obvezuje, da bo imetniku izplačal v obveznici naveden znesek oziroma znesek anuitetnega kupona do določenega dne. Gre za kreditno ali upniško listino, ki nosi fiksen donos v obliki obresti in se odplačuje vnaprej določenih rokov in obrokih. Svojemu upniku ne daje pravice upravljanja z izposojenimi sredstvi. Glavna prednost naložb v obveznice je razdrobljenost, saj to omogoča posameznim naložbenikom, kot majhnim varčevalcem, da donosno naložijo svoje prihranke. Razdrobljenost celotnega zneska posojila v obliki obveznice je ugodno tudi za posojilodajalca, saj večje število kupcev razprši njegovo odvisnost od posojilodajalcev. Veliko prednost predstavlja tudi dejstvo, da obveznico lahko vsak dan spremenimo v denar in tako dosega veliko likvidnost (Črčinovič Krofič & Leva Bukovnik, 2009, str. 53-55).

Obveznice so večinoma izdane s fiksno donosnostjo. Izdajatelj tako ve, kdaj mora plačevati obresti, kar mu omogoča, da presodi ostale investicijske projekte, prav tako pa tudi vlagatelj oceni bodoče prilive (Zbašnik, 1994, str. 37).

Ločimo več vrst obveznic, najpogosteje pa srečamo običajne oziroma klasične obveznice, ki se dalje delijo glede na to, kdo jih je izdal (Prohaska 2004, str. 56):

- državne obveznice izda centralna vlada ali njihove oblasti;
- komunalne obveznice izda javno-pravna finančna organizacija (občina, regija);

- hipotekarne obveznice izda javno-pravna finančna organizacija, jamstvo pa predstavlja hipoteka;
- bančne obveznice izda banka, hranilnica ali druga finančna organizacija;
- obveznice podjetij izdajo velika ali mala podjetja.

Najbolj varna naložba so državne obveznice, saj za plačilo obresti in glavnice ob dospelju jamči država. Dospelost državnih obveznic v Sloveniji je daljša od enega leta, mogoče pa jih je prodati preden zapadejo. Iz tega posledično sledi, da so donosi zaradi velike varnosti in likvidnosti nizki. Donos ostalih zgoraj naštetih obveznic narašča, tako da so najbolj donosne obveznice podjetij, ki pa so hkrati tudi najbolj tvegane z vidika vračila dolga (Prohaska, 2004, str. 56).

Med finančne naložbe v denarju spadajo: gotovina v blagajni zavarovalnice, denarna sredstva na vpoglednem denarnem računu in naložbe v depozite bank.

Smisel bančnih naložb je ohranjati visoko likvidnost in tako svoje prihranke varčevalci vežejo do določenega dne, ko predvidevajo, da jih bodo potrebovali. Prihranke je možno vezati tudi z določenim odpovednim rokom, kjer se določi rok, ki mora preteči od predhodne odpovedi depozita do njegovega dejanskega izplačila. Gre za depozit na odpoklic z odpovednim rokom (Depoziti na odpoklic, b.l.). Velika prednost bančnih vlog predstavlja tudi sistem jamstva, kjer vse banke v primeru stečaja jamčijo za izplačilo vlog. Slabost naložb v depozite je zelo nizka donosnost in s tem izguba pri dobičku iz naložbenja, zato morajo zavarovalnice poskrbeti, da so naložbe v denar kar se da majhne oziroma tolikšne, da še zagotavljajo likvidnost tekočega poslovanja

Naložbe v nepremičnine sodijo med realne naložbe, kamor uvrščamo še naložbe v trajno potrošne dobrine - stroji, oprema, avtomobili ... (Denar in Finance, b.l.). Zahtevajo veliko vrednost vloženih denarnih sredstev za daljše obdobje, saj so zelo nelikvidna vrsta naložbe. Za slovenski nepremičninski trg je značilno, da je njegova vrednost iz leta v leto naraščala in da so nepremičnine predstavljale do gospodarske krize najboljšo naložbo. Donosnost je na letni ravni dosegala v povprečju 15 %. Vendar pa zadnja gospodarska kriza potrjuje, da pride tudi do zloma na nepremičninskem trgu, prav tako kot na delniških trgih. Res je, da je delniški trg s to krizo dosegel veliko večji padec kot nepremičninski. Zato lahko vseeno rečem, da je naložba v nepremičnine varna na dolgi rok, vendar moramo biti dosledni pri naložbenju - s kakšnim namenom bomo nepremičnino kupili in s samo lokacijo nepremičnine. Prednost nepremičnin je tudi, da le te ne izgubijo na vrednosti v primeru krize na delniških trgih (Marn, 2009).

Slovenski kapitalski trg ni zmožen absorbirati celotnega obsega naložb, zato morajo zavarovalnice svoje presežke nalagati v tujino.

Zavarovalnice lahko svoje premoženje naložijo tudi, kot izdana posojila zaposlenim ali drugim pravnim osebam. Posojilo lahko definiramo kot začasen prenos sredstev, kjer se dolžnik zaveže, da bo po določenem času to vrnil z obrestmi. Donos kreditne naložbe predstavljajo obresti, kreditojemalec namreč s prejetim kreditom dobi možnost, da z njim ustvari dobiček in je za to pripravljen kreditodajalcu plačati nadomestilo v obliki obresti. Obresti so višje pri bolj rizičnih in dolgoročnih kreditih (Bobek, 1995, str. 92-97).

ZZavar dovoljuje zavarovalnicam tudi naložbe v investicijske kupone investicijskih skladov oziroma v delnice investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo le v vrednostne papirje ali druge likvidne finančne naložbe. Naložbe v investicijske sklade uvrščamo med naložbe v finančne institucije. Vzajemni sklad sestavlja premoženje vlagateljev, ki ga nato družba za upravljanje razporedi v različne finančne naložbe. Investicijske kupone vzajemnega sklada vedno kupimo in prodamo po knjigovodski vrednosti in zato predstavlja trgovanje z njimi varnejšo naložbo od delnic investicijskih družb. Posledično pa prinašajo tudi nižji donos (Vrste finančnih instrumentov, b.1.).

Izvedeni finančni instrumenti so vedno izpeljani iz osnovnega instrumenta (delnica, obveznica). Uporabljajo se v špekulativne namene ali pa kot sredstvo za zavarovanje pred tveganji. Večinoma jih slovenska podjetja uporabljajo za zavarovanje pred valutnim tveganjem. Glede na to, kje se z njimi trguje, jih delimo na standardizirane in nestandardizirane. S prvimi se trguje na organiziranem trgu, z drugimi pa preko okenc. Najbolj pogoste oblike so: terminski posel, terminska pogodba, opcije in zamenjave.

4 PRIMERJAVA STRUKTURE NALOŽB ZAVAROVALNIC V EU

Naložbe zavarovalnic predstavljajo v narodnem gospodarstvu enega najpomembnejših pospeševalcev gospodarskega razvoja. Pomen zavarovalništva v gospodarstvu se iz leta v leto povečuje, kar nam dokazuje tudi kazalnik zavarovalne penetracije⁴, ki kaže delež pobrane premije v BDP. Tabela 2 nam prikazuje, kako se pomen zavarovalništva v narodnem gospodarstvu za članice EU povečuje. V letu 2001 je penetracija padla zaradi splošne negativne globalne gospodarske rasti. Prav tako se je delež zmanjšal še v letu 2008 zaradi finančne krize.

Tabela 2: Delež celotne pobrane premije v BDP-ju (v %)

Leto	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EU (27)	7,6	8,4	8,0	8,3	8,3	8,4	8,7	9,0	9,1	8,0
SLO	4,3	4,4	4,6	4,8	5,0	5,4	5,4	5,6	5,5	5,4

Vir: CEA Statistics N°40: European Insurance in Figures, Data 1999-2008, 2009a.

Prejete premije evropskih zavarovalnic so v letu 2008 predstavljale kar 41 % vseh pobranih premij v svetu in tako predstavlja evropsko zavarovalništvo najpomembnejši člen v

⁴ Penetracija je kazalec razvitosti zavarovalnega sektorja v gospodarstvu.

svetovnem zavarovalništvu. Sledi ji Severna Amerika z 32 % in nato Azija z 22 % (CEA, 2009b, str. 4).

V tabeli 3 sem zbrala še podatke o deležu naložb zavarovalnic v BDP-ju, ki se prav tako iz leta v leto povečuje. Investicije zavarovalnic so v veliki meri odvisne od zneska pobranih premij, torej vidimo, da je delež v BDP-ju padel ista leta kot pri penetraciji - zaradi enakih vzrokov.

Tabela 3: Delež naložb zavarovalnic v BDP-ju (v %)

Leto	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EU (27)	49,9	53,7	49,0	47,4	49,7	51,4	55,4	56,5	56,1	49,4
SLO	5,6	6,4	10,1	12,7	13,7	14,9	13,1	14,4	16,9	12,0

Vir: CEA Statistics N°40: European Insurance in Figures, Data 1999-2008, 2009a.

V sledečih poglavjih diplomske naloge prikažem samo strukturo naložb zavarovalnic po posameznih državah članic Evropske unije. Ločeno prikazujem naložbe iz kritnega sklada in kritnega premoženja. V analizo vključujem le zavarovalnice, brez pozavarovalnic in pokojninskih skladov. Dosegljivi podatki za določene države v določenem letu žal niso razpoložljivi, vendar menim, da kljub temu lahko ugotovimo, kje prihaja do razlik v naložbah zavarovalnic po državah članicah EU.

Postavila sem si predpostavke, ki jih bom v nadaljevanju diplomske naloge potrdila oziroma zavrgla. Življenjske zavarovalnice imajo v primerjavi z neživljenjskimi višji delež pri naložbah v lastniške vrednostne papirje in nepremičnine. Pri neživljenjskih zavarovalnicah prevladujejo naložbe v državne obveznice, depozite in dolžniške vrednostne papirje. Tako strukturo predvidevam zaradi same narave zavarovalnih pogodb, ki jih sklepajo omenjene zavarovalnice. Življenjske sklepajo zavarovanja na dolgi rok, premoženjske pa na kratki rok. Za slovenske zavarovalnice predpostavljam, da več nalagajo v državne obveznice, dolžniške vrednostne papirje in depozite zaradi slabše razvitega kapitalskega trga (posledica politike, tranzicije in pozne privatizacije). Podobno velja tudi za ostale tranzicijske⁵ države. Druge zavarovalnice v državah članicah EU pa največ vlagajo v dolžniške vrednostne papirje, sledijo naložbe v lastniške vrednostne papirje ter nato v depozite in ostale oblike naložb.

4.1 Struktura naložb slovenskih zavarovalnic od leta 2000 do 2008

Pomen zavarovalništva se tudi v Sloveniji iz leta v leto povečuje. Stopnja rasti zavarovalništva v Sloveniji od leta 1990 pa do 2007 je višja od same rasti v gospodarstvu. Zavarovalne premije in naložbe iz njih ter njihov pomen v zadnjih letih močno narašča, vendar še ni dosegel povprečja, ki ga imajo članice EU v BDP. Leta 2008 so se zmanjšali

⁵ Med tranzicijske države, ki so danes članice EU, je IMF leta 2000 uvrstila: Češko, Slovaško, Madžarsko, Poljsko, Litvo, Latvijo, Estonijo, Bolgarijo, Romunijo in Slovenijo.

prihodki od premij zaradi svetovne finančne krize, vse skupaj pa so še poslabšale naravne nesreče v Sloveniji (poletna neurja s točo); (AZN, 2008, str. v-vi).

V tabeli 4 prikazujem stanje finančnih naložb slovenskih zavarovalnic v letu 2008.

Tabela 4: Struktura naložb kritnih premoženj (brez kritnih skladov) in kritnih skladov zavarovalnic na dan 31. 12. 2008 (v%)

	Kritno premoženje	Kritni sklad
Državni vrednostni papirji	26,1	38,1
Bančni depoziti	8,1	6,4
Dolžniški vrednostni papirji	22,1	32,3
Lastniški vrednostni papirji	15,0	21,3
Terjatve	24,5	0,6
Ostalo (nepremičnine, posojila)	4,2	1,3
Skupaj	100,0	100,0

Vir: AZN, Poročilo o stanju na področju zavarovalništva in o delu Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2008, str. vii.

Slovenske zavarovalnice, brez pozavarovalnic, so imele skupaj v letu 2008 okoli 4.100,7 mio EUR naložb celotnega premoženja, kar predstavlja 11 % v celotnem nacionalnem BDP-ju. Naložbe kritnega premoženja predstavljajo 3.569,6 mio EUR, od tega je največji odstotek naložen v državne vrednostne papirje, sledijo dolžniški in nato lastniški vrednostni papirji. Iz tega vidimo, da so naložbe zavarovalnic precej konzervativne, vendar kot že vemo, morajo zavarovalnice pri naložbenju kot prvo upoštevati načelo varnosti, saj so naložbe v državne vrednostne papirje najbolj varne (AZN, 2008, str. vi-vii).

Naložbe zavarovalnic v Sloveniji delimo na naložbe iz lastnih virov, naložbe kritnega sklada in naložbe kritnega premoženja. V prilogi 1 so prikazani nominalni zneski v posamezni kategoriji za obdobje od 2000 do 2008. Celotne naložbe so se v obravnavanem obdobju povečale iz 990,5 mio EUR v letu 2000 na 4.100,7 mio EUR v letu 2008. Naložbe kritnega premoženja so imele do leta 2002 večji delež od naložb kritnega sklada, nato pa je ves čas večji delež prevzel kritni sklad. Njegov delež se je gibal nad 50 % celotnega zneska naložb. To kaže na naraščanje pomena življenjskih zavarovanj in s tem na dolgoročnost in stabilnost naložb.

Kot že vemo, morajo zavarovalnice za življenjska zavarovanja oblikovati matematične rezervacije, ki jih nato nalagajo v obliki kritnega sklada. Življenjske zavarovalnice nudijo različna rentna zavarovanja, zavarovanja življenja in naložbena življenjska zavarovanja. Struktura njihovih obveznosti je praviloma dolgoročna in temu ustrezna tudi struktura naložb. Življenjske in zdravstvene zavarovalnice lahko namreč zaradi velike korelacije med zdravstvenim stanjem s starostjo in življenjsko dobo dovolj natančno predvidijo svoje

obveznosti. Ker je poslovanje življenjskih zavarovalnic v primerjavi s premoženjskimi bolj predvidljivo, je tudi delež kapitala pri njih manjši. Glavni vir prihodkov pa predstavljajo pri njih dobički od naložb (Ahčan, 2008).

Za življenjske zavarovalnice je torej zaradi same narave poslovanja značilno, da so dolgoročni investitor. Torej svoje premoženje nalagajo več v dolgoročne vrednostne papirje, ki so donosnejši, nepremičnine, kapitalske naložbe ter hipotekarna posojila. Prihodki iz poslovanja so namreč veliko bolj stabilni in predvidljivi, zato so lahko donosi iz naložb bolj tvegani.

Na drugi strani pa imamo premoženjska zavarovanja, kjer sta glavna produkta zavarovanje nepremičnin in avtomobilsko zavarovanje. Pri nas med premoženjska uvrščamo tudi zdravstveno zavarovanje. Ročnost obveznosti je tu krajša in posledično tudi naložbe bolj kratkoročne. Zavarovalnica se mora zato izogibati naložbam v nepremičnine in delnice. Tveganost poslovanja premoženjskih zavarovalnic je veliko višja, predvidevanje večjih škod je težko, v vsakem primeru pa morajo zagotoviti likvidnost poslovanja. To je tudi razlog, da so premoženjske zavarovalnice pri naložbenju veliko bolj konzervativne od življenjskih. Svoja sredstva naj bi nalagale predvsem v kratkoročne in srednjeročne vrednostne papirje ter denar.

Leta 2000 je v veljavo vstopil nov Zakon o zavarovalništvu, ki je prinesel kar nekaj sprememb v naložbah zavarovalnic. Pred tem je bil v veljavi Zakon o zavarovalnicah, ki je bil sprejet leta 1994 in predstavlja prvi zakon v zavarovalništvu v samostojni Sloveniji. Zakon je omejeval zavarovalnice pri naložbah v tujino. Dovoljeval je le naložbe v vrednostne papirje Republike Slovenije in posojila, za katera jamči RS (najmanj 30 % oblikovanih matematičnih rezervacij). Dovoljene so bile še naložbe v domače nepremičnine (največ 30 %), dolžniške (do največ 25 %) in lastniške vrednostne papirje (do največ 10 %) s katerimi se trguje na domači borzi, ter v depozite in druge naložbe v domače banke (največ 10 %).

Naložbe slovenskih zavarovalnic so se v zadnjem desetletju precej spremenile. Kot vzroke za to lahko navedemo uvedbo novega zakona, spremembe na kapitalskem trgu, pa tudi vstop Slovenije v EU ter uvedba evra.

Slovenija je bila pred dvajsetimi leti tranzicijska država. Na prehodu v tržno gospodarstvo po osamosvojitvi je bila potrebna sanacija finančnega sistema oziroma bank, ki so imele vodilen pomen v slovenskem finančnem sistemu. V prejšnjem finančnem sistemu so poleg bank obstajale tudi zavarovalnice, ki so se z uvedbo tržnega sistema, kjer prevladuje zasebna lastnina, sanirale same, brez pomoči države. Samo lastninsko preoblikovanje slovenskih zavarovalnic pa se je začelo šele v letu 2003, ko so na tržnem deležu pridobile še ostale zavarovalnice (Banka Slovenije, 2004, str. 69).

Trg kapitala je v Sloveniji v primerjavi s trgi kapitala Evropske unije slabo razvit. Nastal je kot posledica privatizacije v devetdesetih letih. Namesto, da bi opravljal svojo temeljno vlogo z izdajanjem novih delnic in obveznic na privatnem trgu ter s tem poskrbel za dodatno financiranje, je opravljal vlogo konsolidacije lastništva med velikimi domačimi lastniki podjetij. Tujci se zato niso odločali za sodelovanje na našem trgu, poleg tega pa jih je odbijala tudi slaba likvidnost. Za malo tujih naložb pri nas pa je bila kriva tudi počasna privatizacija podjetij. Slovenska podjetja so se zaradi tega raje dodatno financirala preko bank (Simoneti, 2010).

Na slovenskem finančnem trgu torej med institucijami prevladujejo denarni finančni posredniki (banke). To nas pripelje do ugotovitve, da je za Slovenijo značilen bančni finančni sistem. Podjetja se torej dodatno financirajo preko bank, izdajo novih vrednostnih papirjev pa raje prepustijo državi. Nasprotje bančnega finančnega sistema je tržni sistem, ki je značilen za razvite finančne trge Zahodne Evrope ter ZDA (Simoneti, 2010).

Na finančne naložbe vpliva tudi stopnja inflacije, za katero lahko rečemo, da v Sloveniji v preteklih letih ni bila najnižja. V prilogi 4 je prikazana stopnja rasti inflacije v Sloveniji in EU od leta 2000 do leta 2008. Iz slike vidimo, da je bila povprečna stopnja inflacije v Sloveniji precej višja v primerjavi s povprečjem Evropske unije. Precej bolj nepredvidljivo pa je tudi samo gibanje rasti povprečne inflacije.

Nizka stopnja inflacije znižuje zajamčene donose, kar pa posledično povečuje rast cene delnic. V obdobju visoke inflacije je bolj varno vlagati v naložbe z zagotovljenim donosom, kot so državne obveznice in bančni depoziti (Marter, 2009, str. 21).

Leta 2008 je v Sloveniji delovalo 15 zavarovalnic ter dve pozavarovalnici. Večina od njih je kompozitnih⁶ in so bile ustanovljene še po starem zakonu.

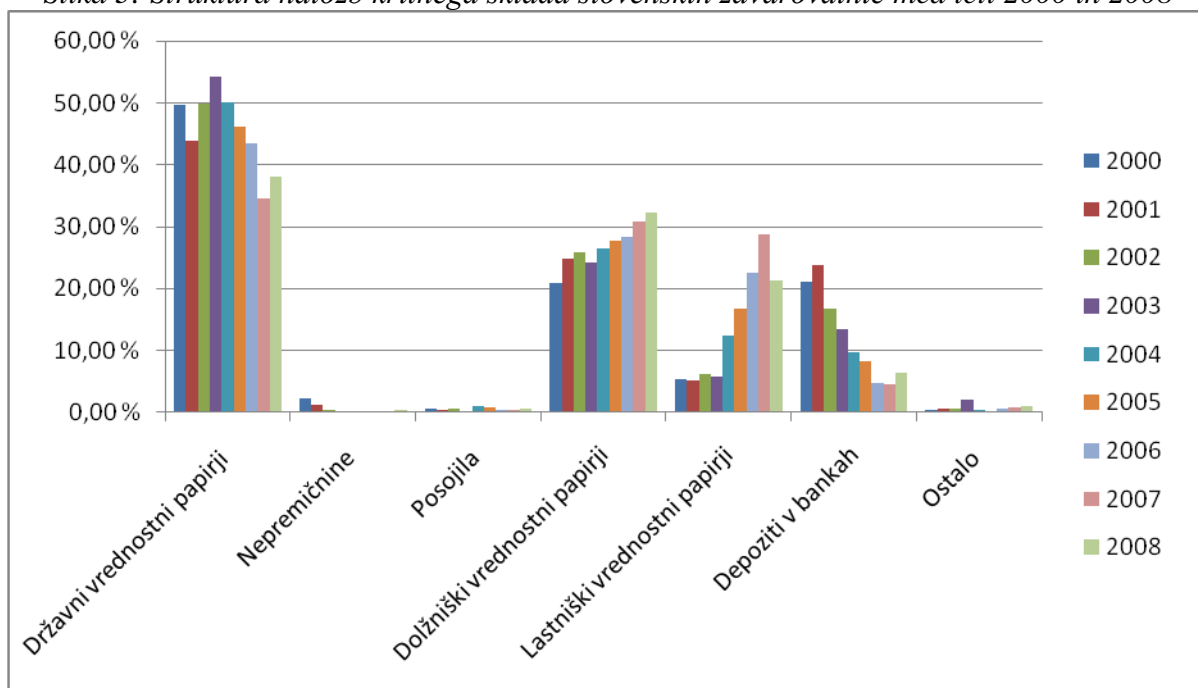
4.1.1 Naložbe kritnega sklada slovenskih zavarovalnic

V vseh obravnavanih osmih letih so zavarovalnice največji delež kritnega sklada naložile v državne vrednostne papirje. V skladu z načelom varnosti sledijo naložbe v dolžniške vrednostne papirje, lastniške vrednostne papirje in nato depozite v bankah. Naložbe v depozite so se leta 2001 začele zmanjševati, medtem ko so naložbe v dolžniške in lastniške vrednostne papirje začele naraščati. Naložbe v depozite v bankah so se začele zmanjševati zaradi padca obrestne mere, znižala pa se je tudi zakonsko predpisana meja investiranja v depozite iz 50 % na 30 %. Banke so leta 2002 začele zniževati temeljno obrestno mero (v nadaljevanju TOM), zaradi procesa prilagajanja obrestnih mer obrestnim meram v tujini. Na zniževanje obrestnih mer v tujini pa so vplivale makroekonomske napovedi gibanja inflacije v letu 2003. Pri nekaterih bankah se je obrestna mera znižala celo do 0,70 odstotne točke. V letu 2003 so banke začele obrestovati po nominalni obrestni meri, saj je bila TOM ukinjena.

⁶ Kompozitne zavarovalnice lahko opravljajo posle življenjskega in premoženjskega zavarovanja.

Nominalna obrestna mera pa je bila nekoliko nižja od seštevka TOM in realne obrestne mere, po čemer so banke predhodno obrestovale depozite (Slak, 2002, 2003a, 2003b). Zavarovalnice so vedele, da če se želijo približati povprečju EU, morajo premakniti naložbe iz depozitov v delnice, najboljša možna rešitev so naložbe v delnice nefinančnih podjetij, ker so z vidika izračuna kapitalske ustreznosti za zavarovalnice nevtralne (AZN, 2000, str. 21). Taka struktura naložb torej kaže, da se želijo slovenske zavarovalnice čimbolj približati strukturi naložb, ki jo imajo evropske zavarovalnice, kjer prevladujejo naložbe v dolžniške in lastniške vrednostne papirje.

Slika 3: Struktura naložb kritnega sklada slovenskih zavarovalnic med leti 2000 in 2008



Leta 2006 je bil sprejet Zakon o spremembah in dopolnitvah ZZavar (ZZavar-C), ki dovoljuje zavarovalnicam tudi naložbe v obliki terjatev iz naslova povračila davkov, terjatve do garancijskih, solidarnostnih in škodnih skladov ter opredmetena osnovna sredstva, brez zemljišč in zgradb.

Naložbe v državne vrednostne papirje so visoke, ker dejansko pomenijo tudi financiranje proračunskega primanjkljaja države ter so posledica odsotnosti drugih naložbenih možnosti in sorazmerno visoke donosnosti teh naložb (AZN, 2000, str. 22).

Zavarovalnice zelo malo vlagajo v nepremičnine. Naložbe v nepremičnine zahtevajo visok začetni vnos, njihova slabost pa je tudi v nedeljivosti. Prav tako ne predstavljajo zelo varne naložbe, saj je nepremičninski trg spremenljiv tako kot finančni trg.

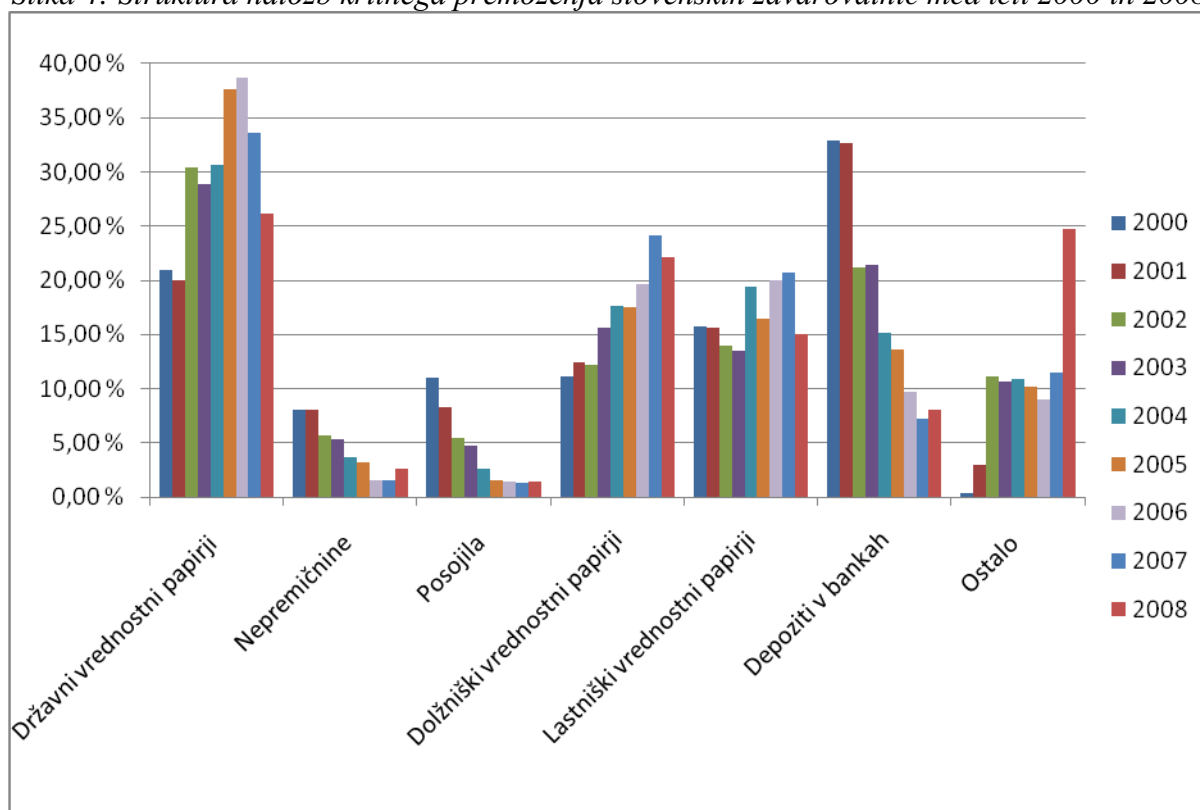
Ker slovenski finančni trg nima dovolj visokih zmogljivosti, morajo zavarovalnice pri uresničevanju cilja nalagati svoja sredstva tudi v tujino (AZN, 2006, str. 29). V prilogi 5 je prikazana struktura naložb kritnega sklada in kritnega premoženja v tujino. Naložbe

slovenskih zavarovalnic v tujino se iz leta v leto povečujejo. Delež naložb kritnega sklada v tujino od celotnih naložb je v letu 2008 dosegel že 43,42 %. Največ so zavarovalnice vlagale v dolžniške vrednostne papirje, sledijo naložbe v državne vrednostne papirje in nato še v lastniške. Odstotek naložen v ostale oblike naložb je zanemarljiv. Slovenske zavarovalnice v tujino vlagajo največ v vrednostne papirje, zaradi pomanjkanja možnosti donosnega nalaganja v to obliko naložb doma.

4.1.2 Naložbe kritnega premoženja slovenskih zavarovalnic

Tudi pri naložbah kritnega premoženja opazimo podobno strukturo kot pri kritnem skladu, po pričakovanju pa so deleži različni. Prevladujejo naložbe v državne vrednostne papirje, ki se v nasprotju z naložbami kritnega sklada v državne vrednostne papirje tu iz leta v leto povečujejo. To nam potrdi naša predvidevanja, da premoženjske zavarovalnice največ vlagajo v državne vrednostne papirje zaradi visoke likvidnosti in minimalnega tveganja za neplačilo.

Slika 4: Struktura naložb kritnega premoženja slovenskih zavarovalnic med leti 2000 in 2008



Sledijo naložbe v kratkoročne in srednjeročne dolžniške in lastniške vrednostne papirje. Presenetljivo je dejstvo, da neživljenjske zavarovalnice namenijo večji delež za naložbe v nepremičnine v primerjavi z življenjskimi. To lahko razložimo z dejstvom, da nepremičnine uporabljajo za poslovanje.

V letu 2008 se je povečal odstotek naložb v ostalo. Povečanje je posledica spremembe ZZavar. Novembra 2007 je bil namreč sprejet Zakon o spremembah in dopolnitvah ZZavar (ZZavar-D), ki dovoljuje naložbe kritnega premoženja tudi v terjatve do pozavarovateljev skupaj s pozavarovateljevimi deleži zavarovalno-tehničnih rezervacij in ta postavka je vključena v ostalo.

Za slovenske zavarovalnice torej velja, da največ vlagajo v državne obveznice, vendar se odstotek znižuje. Pri življenjskih zavarovalnicah sledijo naložbe v dolžniške in lastniške vrednostne papirje. Zanimivo je videti, kako se odstotek naložen v depozite iz leta v leto zmanjšuje, predvsem na račun naložb v lastniške vrednostne papirje. Pri premoženjskih sledijo naložbe v dolžniške vrednostne papirje. Na začetku obravnavanega obdobja so v portfelju naložb premoženjskih zavarovalnic prevladovale naložbe v depozite, ki pa se iz leta v leto zmanjšujejo na račun dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev. Življenjske več vlagajo v državne obveznice in dolžniške vrednostne papirje v primerjavi s premoženjskimi. Od leta 2005 dalje več vlagajo tudi v lastniške vrednostne papirje. Vidimo torej, da zavarovalnice upoštevajo načela naložbenja. Zavrremo lahko začetno predpostavko, da življenjske zavarovalnice več vlagajo v nepremičnine, potrdimo pa da premoženjske vlagajo več v depozite in življenjske več v lastniške vrednostne papirje.

Naložbe zavarovalnic, gledane s sektorskega vidika, so usmerjene predvsem v bančne lastniške in dolžniške vrednostne papirje ter depozite. Taka struktura je odraz procesa povezovanja zavarovalnic in bank, kar hkrati pomembno vpliva tudi na prepletenost finančnih institucij (AZN, 2008, str. 27).

Tudi pri naložbah kritnega premoženja v vrednostne papirje si slovenske zavarovalnice pomagajo z naložbami v tujino. V prilogi 5 vidimo, da je delež naložb v tujino od celotnih naložb v primerjavi s kritnim skladom sicer za več kot polovico nižji. Tudi tu prevladujejo naložbe v dolžniške vrednostne papirje, nato državni vrednostni papirji ter lastniški vrednostni papirji.

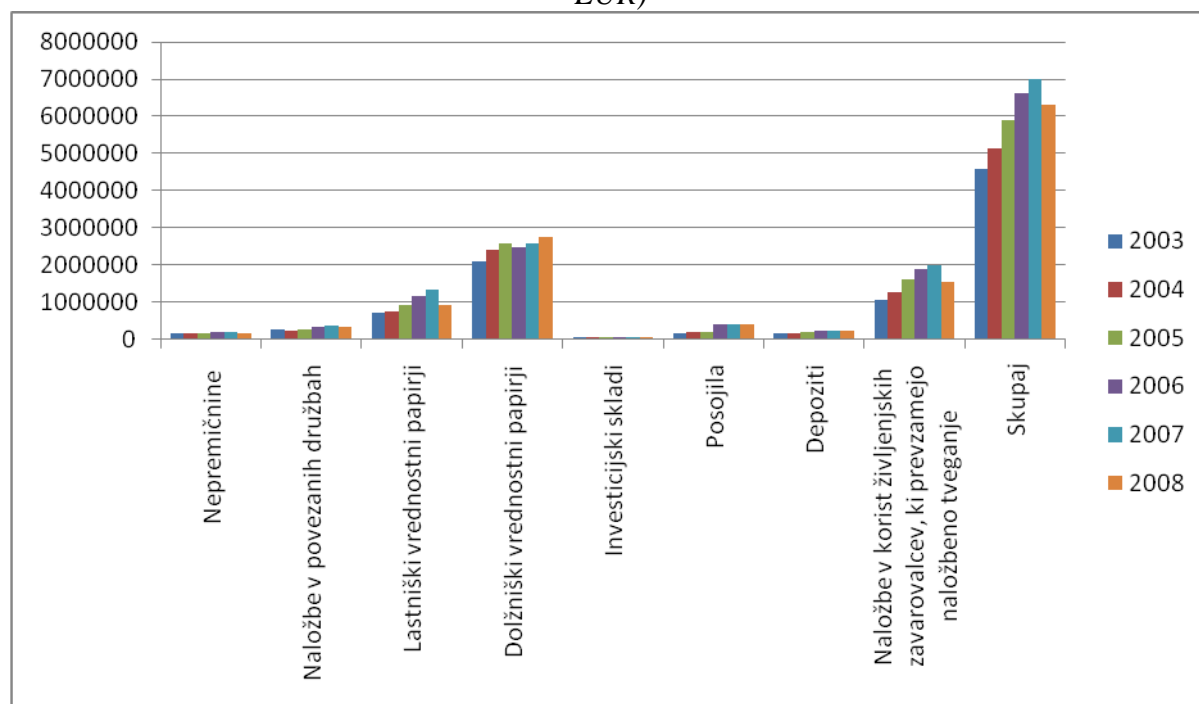
4.2 Struktura naložb zavarovalnic članic EU

V primerjavo je vključenih vseh 27 članic Evropske unije. Za določene države, predvsem tiste, ki so se EU pridružile v letu 2004 in 2007, podatki žal niso razpoložljivi, vendar menim, da lahko kljub temu ugotovimo bistvene razlike med državami članicami EU. Naložbe so razdeljene na:

- naložbe v nepremičnine;
- naložbe v odvisna podjetja in naložbe v nepovezanih družbah (deleži v odvisnih družbah, dolžniški vrednostni papirji, ki jih izdajajo odvisna podjetja in njim dana posojila, naložbe v nepovezanih družbah in dolžniški vrednostni papirji, ki jih izdajajo nepovezane družbe in njim dana posojila);
- naložbe v lastniške vrednostne papirje;

- naložbe v dolžniške vrednostne papirje;
- naložbe v investicijske sklade;
- naložbe v depozite pri kreditnih institucijah;
- naložbe v posojila (hipotekarna ter druga dana posojila);
- naložbe v korist življenjskih zavarovalcev, ki prevzemajo naložbeno tveganje.

Slika 5: Struktura naložb zavarovalnic v državah članicah EU med leti 2003 in 2008 (v mio EUR)



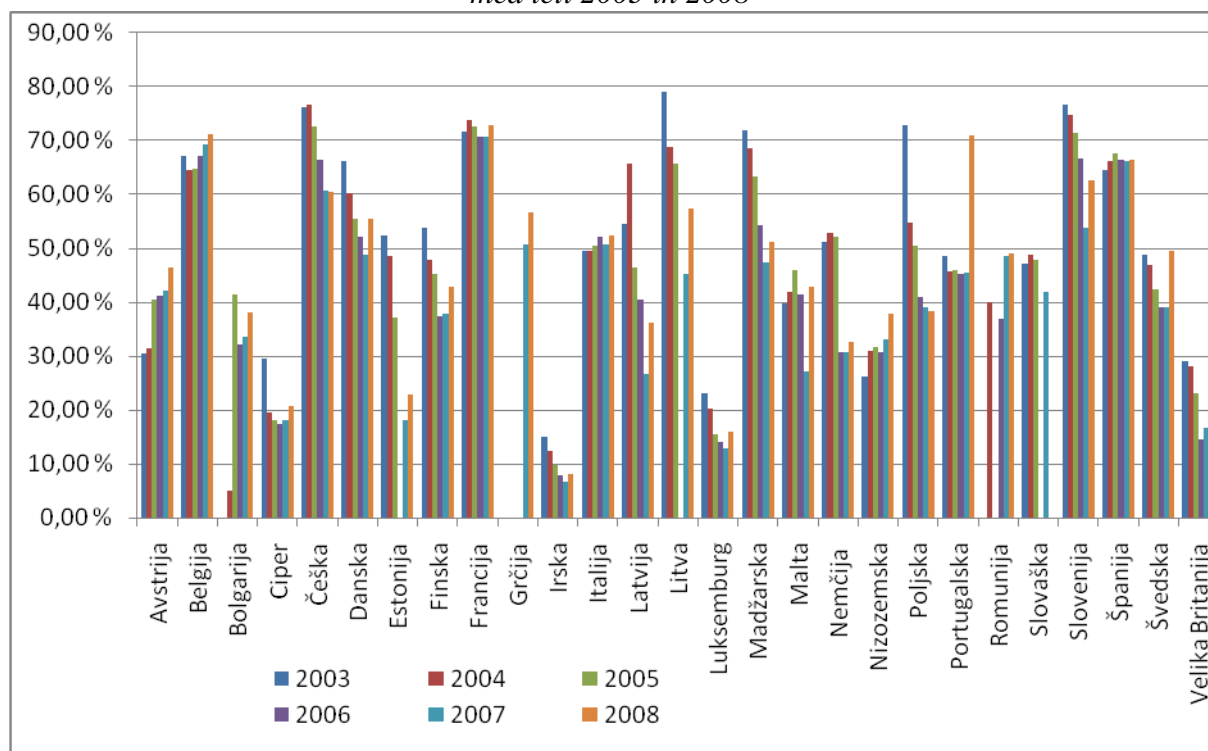
Ločimo več vrst življenjskih zavarovanj, ki se med seboj razlikujejo tudi po tem, kdo nosi naložbeno tveganje. Pri življenjskih naložbenih zavarovanjih tveganje kapitalске naložbe nosi zavarovanec. V bilanci morajo biti sredstva in obveznosti iz tega vira naložb prikazane strogo ločeno od ostalih (Rusjan, 2004, str. 41).

V nadaljevanju prikažem strukturo naložb zavarovalnic držav članic EU ločeno za življenjske in premoženjske zavarovalnice. Pri tem naj omenim, da OECD ločeno navaja še podatke za kompozitne zavarovalnice. V tabelah 5 in 6 so podane povprečne vrednosti naložb življenjskih zavarovalnic po posameznih vrstah naložb za obdobje od 2003 do 2008. Zaradi obsežnosti podatkov bom v nadaljevanju prikazala le strukturo naložb zavarovalnic držav članic EU v lastniške in dolžniške vrednostne papirje ter depozite. Omenjene vrste naložb sem izbrala, ker predstavljajo največji delež v strukturi naložb zavarovalnic. Pri življenjskih zavarovalnicah sem dodala še naložbe v korist življenjskih zavarovalcev, ki prevzemajo tveganje, saj zavzemajo pomemben delež v portfelju naložb.

4.2.1 Struktura naložb življenjskih zavarovalnic v EU

V dolžniške papirje največ vlagajo zavarovalnice v Belgiji in Franciji. V zadnjih dveh letih so se zelo zmanjšale naložbe v dolžniške vrednostne papirje na Češkem, Madžarskem in Poljskem ter v Latviji in Sloveniji. Najmanjši delež naložb v dolžniške vrednostne papirje zasledimo na Irskem, v Cipru, Luksemburgu ter Veliki Britaniji. Povprečje za EU znaša 45,45 %, za tranzicijske države 50,02 % in za ostale članice EU brez tranzicijskih držav 43,28 %. Za Slovenijo je povprečje 67,69 % in naložbe se iz leta v leto zmanjšujejo.

Slika 6: Delež naložb življenjskih zavarovalnic v državah EU v dolžniške vrednostne papirje med leti 2003 in 2008

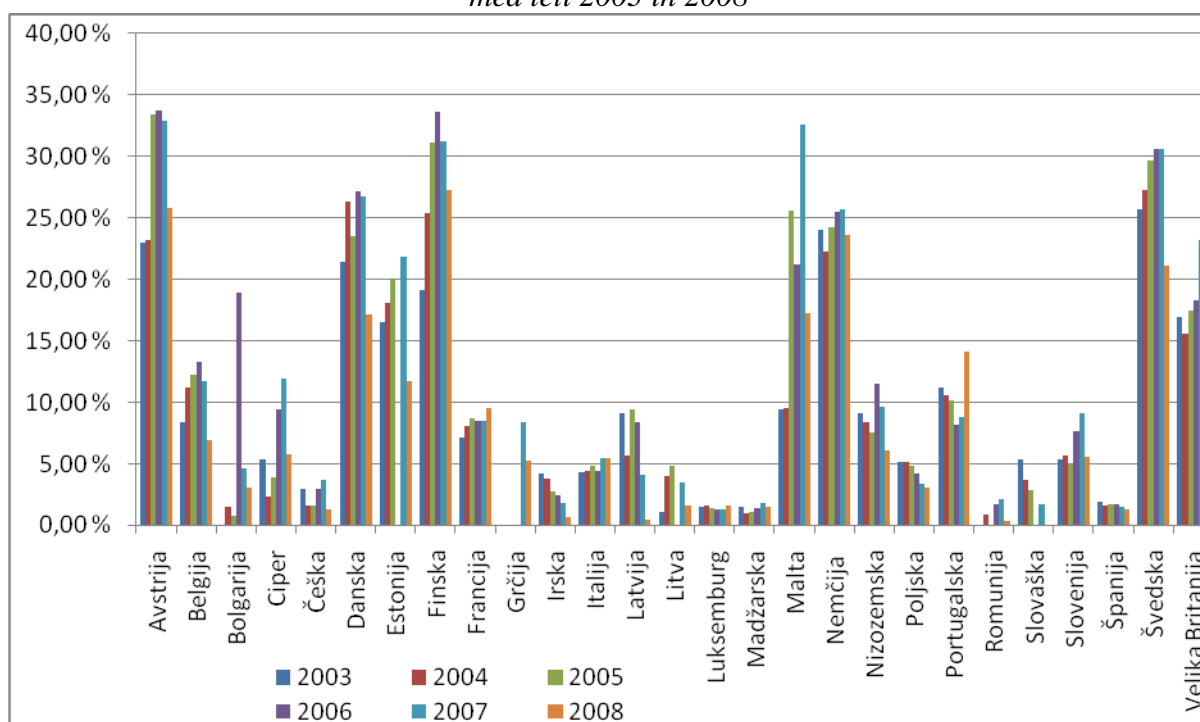


Od ostalih držav najbolj odstopa Irsko. V nadaljevanju bomo videli, da so irske zavarovalnice v zadnjih petih letih največji odstotek (čez 80 %) naložb namenile naložbam v korist življenjskih zavarovalcev, ki prevzemajo tveganje. V tem primeru gre za naložbe v vzajemne sklade, ki jih zavarovalnica izbere skladno z zavarovalcem. Ugotovimo torej, da tudi irske zavarovalnice večji delež namenijo naložbam v vrednostne papirje, katerih strukture pa žal ne vemo. Podobna situacija je tudi v Luksemburgu in Veliki Britaniji ter na Cipru.

Pri vseh državah se naložbe v dolžniške vrednostne papirje iz leta v leto zmanjšujejo, predvsem na račun naložb v lastniške vrednostne papirje. Zvišanje zasledimo v letu 2008 zaradi negotovosti na finančnem trgu. To dejstvo kaže na napredek naložbene politike življenjskih zavarovalnic, ki naj bi svoje premoženje nalagale v donosnejše oblike naložb. Pri tem ne zaostajajo niti tranzicijske države.

V lastniške vrednostne papirje največ vlagajo zavarovalnice v Avstriji in na Finskem ter na Švedskem. Najnižji odstotek zasledimo na Češkem, Madžarskem ter v Luksemburgu. Povprečje za EU je 10,44 %, za tranzicijske države 5,09 % in za ostale članice EU brez tranzicijskih držav 13,59 %. Povprečje za Slovenijo je 6,38 % in odstotek kritnega sklada, naloženega v lastniške vrednostne papirje, iz leta v leto narašča. Enako lahko rečemo v povprečju tudi za ostale države v EU. Večji padec naložb v lastniške vrednostne papirje po pričakovanjih zasledimo v letu 2008 zaradi že omenjenih nestabilnosti na finančnem trgu, ko so zavarovalnice svoja sredstva raje naložila v manj tvegane naložbe (dolžniški vrednostni papirji).

Slika 7: Delež naložb življenjskih zavarovalnic v državah EU v lastniške vrednostne papirje med leti 2003 in 2008



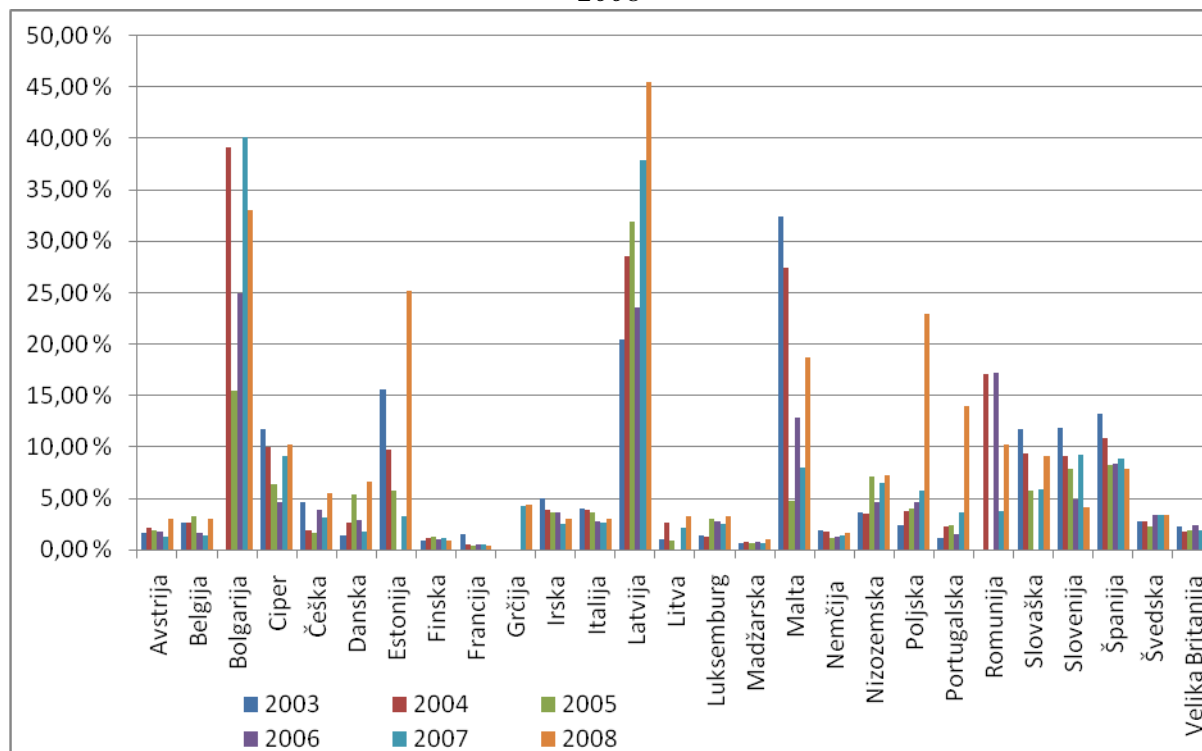
Donos avstrijskih obveznic je v primerjavi z drugimi obveznicami v EU precej nižji. V Avstriji pa za razliko od ostalih držav obdavčujejo tudi obveznične obresti. Za avstrijsko gospodarstvo pa je značilna tudi nizka stopnja inflacije ter nizke obrestne mere, zato se zavarovalnice raje odločajo za naložbe v donosnejše lastniške vrednostne papirje.

Tranzicijske države, razen Estonije, vlagajo v lastniške vrednostne papirje nižji odstotek svojega kritnega premoženja. V prihodnosti bodo torej morale izboljšati svojo naložbeno politiko.

Naložbe v depozite pri kreditnih institucijah prevladujejo v Bolgariji, Latviji in na Malti. Sledijo v Estoniji, Romuniji, Sloveniji, Španiji, Cipru in na Slovaškem. Najmanjši delež zavzemajo v Franciji in na Finskem. Iz slike 5 vidimo, da imajo države s slabše razvitim kapitalnim trgom večji odstotek naložb v depozite. Povprečje naložb v depozite v obravnavanih letih za članice EU je 7,06 %, za tranzicijske države je 11,56 % in za ostale

članice brez tranzicijskih držav 4,42 %. Za Slovenijo je povprečje 7,8 % in naložbe iz leta v leto padajo.

Slika 8: Delež naložb življenjskih zavarovalnic v državah EU v depozite med leti 2003 in 2008

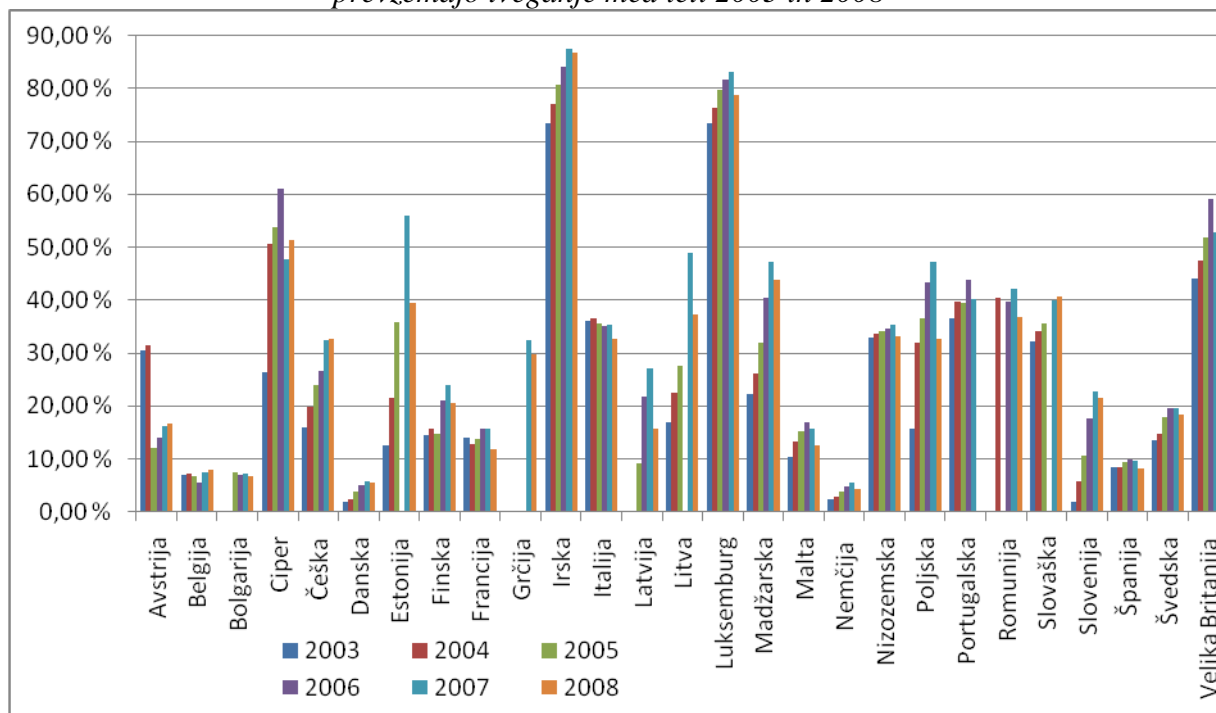


Razlog za veliko odstopanje Bolgarije in Latvije vidim v visoki stopnji inflacije (v Bolgariji je dosegla celo 15 %, v Latviji pa nad 8 %).

Pri življenjskih zavarovalnicah velik odstotek zavzemajo tudi naložbe v korist zavarovalcev, ki prevzemajo tveganje. Zavarovanec v tem primeru sklene naložbeno življenjsko zavarovanje, ki ima naložbeno in zavarovalno komponento. Za nas je torej pomemben naložbeni del, kjer zavarovalec skupaj z zavarovalnico izbere enega ali več vzajemnih skladov, kamor naložijo premoženje. Zavarovalec s tem aktivno vstopi na finančni trg in prevzame tveganje nase (Mori, 2005, str. 72).

Vidimo, da ta oblika naložb prevladuje ravno na Irskem ter v Cipru, Luksemburgu in Veliki Britaniji. Za omenjene države sem namreč opazila, da njihova struktura naložb odstopa od ostalih držav članic EU.

Slika 9: Delež naložb življenjskih zavarovalnic v EU v korist življenjskih zavarovalcev, ki prevzemajo tveganje med leti 2003 in 2008



V nepremičnine največ vlagajo v Bolgariji, na Cipru, Finskem, Malti in Nizozemskem. Najmanj pa v Italiji, Luksemburgu in Latviji. Sloveniji podoben odstotek ima Romunija, Portugalska, Irsko in Estonija. Trend naložb slovenskih zavarovalnic je padajoč. V povprečju so slovenske zavarovalnice v obravnavanih letih naložile v nepremičnine 1,02 %, kar je nižje od povprečja EU (2,00 %) in povprečja članic držav EU brez tranzicijskih držav (2,44 %). Tranzicijske države so v povprečju v nepremičnine vložile 1,22 % kritnega sklada.

Odstotek, namenjen naložbam v investicijske sklade, je zelo nizek (nižji od 1 %), odstopa le na Cipru in v Španiji (okrog 2,3 %).

Naložbe v posojila prevladujejo v Nemčiji in na Nizozemskem. Naložbe v povezanih družbah izstopajo v Bolgariji, Španiji ter na Danskem, kjer se povprečje giblje okrog 10 %, pri ostalih državah je le-to nižje od 5 %. Avstrijske zavarovalnice ne nalagajo kritnega sklada v to obliko naložb.

Med vsemi naložbami prevladujejo naložbe v dolžniške vrednostne papirje, sledijo pa naložbe v lastniške vrednostne papirje pri gospodarstvih z razvitim finančnim trgom oz. v depozite pri gospodarstvih z manj razvitim finančnim trgom. Države Zahodne Evrope več vlagajo tudi v nepremičnine, kar je značilno za življenjske zavarovalnice, zaradi dolgoročnosti in donosnosti naložbe.

Tabela 5: Povprečne vrednosti finančnih naložb kritnega sklada v obdobju 2003 do 2008
(v %)

Država	Nepremičnine	Naložbe v povezanih družbah	Delnice	Obveznice	Investicijski skladi	Posojila	Depoziti	Naložbe v korist življenjskih zavarovalcev, ki prevzemajo tveganje
Avstrija	2,96	0,00	28,66	38,72	0,21	7,33	1,98	20,16
Belgija	0,74	5,99	10,64	67,33	0,15	5,71	2,46	6,99
Bolgarija	5,82	11,79	5,74	30,07	0,00	10,41	30,53	5,65
Ciper	5,09	4,07	6,47	20,58	2,46	4,21	8,68	48,45
Češka	0,00	0,00	2,35	68,85	0,00	0,10	3,46	25,24
Danska	2,52	9,56	23,71	56,39	0,22	0,09	3,46	4,02
Estonija	0,00	0,81	17,60	35,84	0,00	0,73	11,91	33,11
Finska	6,35	1,69	27,95	44,13	0,00	0,48	1,06	18,34
Francija	2,54	1,79	8,42	72,09	0,00	0,54	0,65	13,97
Grčija	2,13	1,95	6,84	53,66	0,00	0,00	4,33	31,08
Irska	0,83	0,23	2,58	9,99	0,60	0,57	3,60	81,60
Italija	0,27	5,12	4,82	50,75	0,00	0,52	3,31	35,21
Latvija	1,84	2,41	6,20	45,01	0,26	0,70	31,29	12,29
Litva	0,23	0,16	2,98	63,18	0,00	0,87	2,01	30,58
Luksemburg	0,08	0,26	1,44	16,93	0,00	0,07	2,41	78,82
Madžarska	0,22	1,97	1,38	59,47	0,10	0,81	0,77	35,29
Malta	5,92	1,02	19,27	39,89	0,05	2,47	17,36	14,02
Nemčija	2,45	4,91	24,22	41,69	0,11	21,11	1,55	3,96
Nizozemska	3,25	3,94	8,72	31,70	0,39	12,59	5,45	33,95
Poljska	0,41	2,59	4,29	49,41	0,00	1,49	7,29	34,51
Portugalska	0,81	0,85	10,50	50,30	0,00	0,13	4,15	33,26
Romunija	1,11	2,09	1,27	43,59	0,07	0,00	12,09	39,77
Slovaška	1,59	9,55	2,72	37,12	0,00	4,14	8,41	36,48
Slovenija	1,02	2,63	6,38	67,69	0,63	0,43	7,86	13,37
Španija	1,12	9,05	1,59	66,26	2,29	1,15	9,58	8,96
Švedska	2,93	4,24	27,51	44,31	0,00	0,72	3,00	17,29
Velika Britanija	3,16	1,59	17,62	22,15	0,13	1,26	2,10	52,00
EU	2,05	3,34	10,44	45,45	0,28	2,91	7,06	28,46
Tranzicijske	1,78	4,14	10,48	45,42	0,36	4,30	6,15	27,35
Ostale	2,33	3,04	10,04	43,54	0,25	3,31	7,75	29,74

Povzamem lahko, da imajo tranzicijske države v povprečju dokaj podobno strukturo finančnih naložb zavarovalnic. Pri vseh večinoma prevladujejo naložbe v dolžniške vrednostne papirje, kamor sodijo tudi državne obveznice. Po deležu jim sledijo naložbe v korist življenjskih zavarovalcev, ki prevzamejo naložbeno tveganje, nato pa so naložbe v depozite. V primerjavi z ostalimi evropskimi državami namenijo precej majhen delež

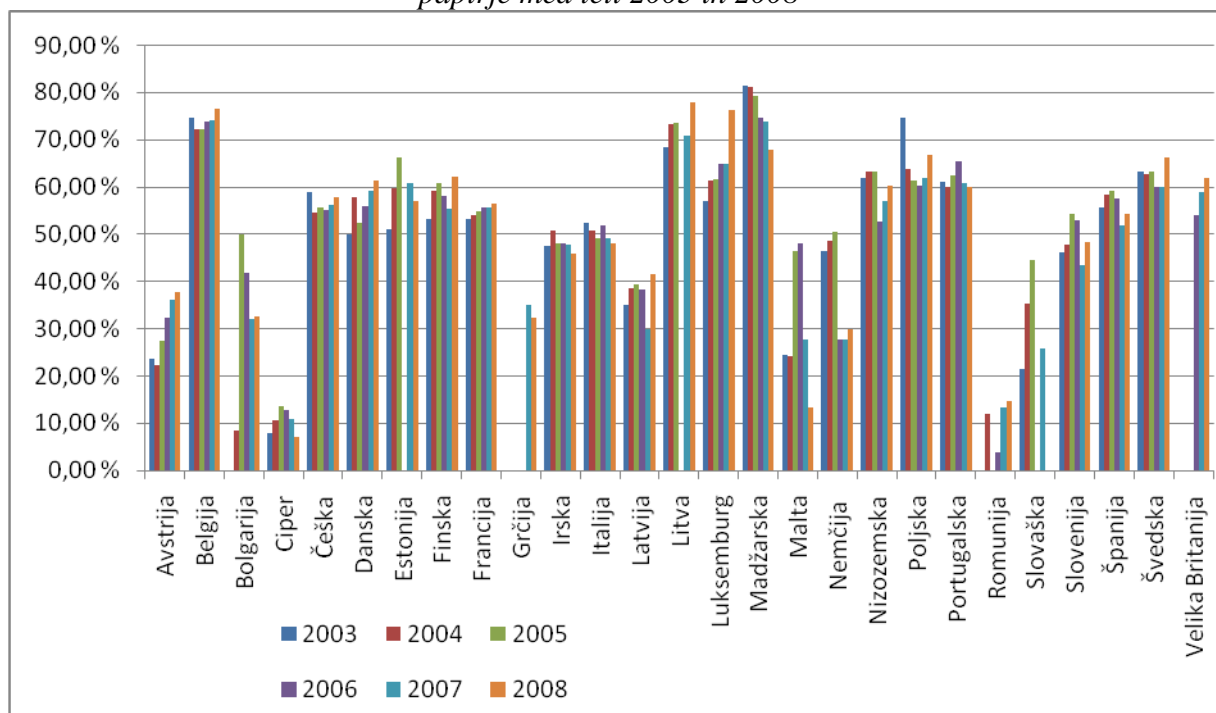
naložbam v lastniške vrednostne papirje. Temeljno razliko v naložbah med tranzicijskimi in ostalimi državami članicami EU predstavljajo naložbe v depozite. Bolj razvit trg Zahodne Evrope namreč več vlaga v lastniške vrednostne papirje, ki so donosnejši.

Za tranzicijske države je med drugim značilno, da imajo slabše razvit domač kapitalni trg. Tak trg ni privlačen za tuje naložbe, domača podjetja pa se raje odločajo za naložbe v manj donosne, a zanesljivejše državne obveznice in bančne depozite.

4.2.2 Struktura naložb neživljenjskih zavarovalnic v EU

Neživljenjske zavarovalnice v EU največ vlagajo v dolžniške vrednostne papirje. V nekaterih državah je ta oblika naložb v letu 2008 dosegla celo nad 75 % delež. V povprečju pa znaša 49,35 %, za tranzicijske države je 48,48 % ter za vse ostale brez tranzicijskih 49,86 %. Največ v dolžniške vrednostne papirje vlagajo v Belgiji, Litvi in na Madžarskem. Najmanjši odstotek imajo na Cipru in v Romuniji. Vidimo, da tranzicijske države ne odstopajo bistveno od evropskega povprečja, z izjemo Romunije.

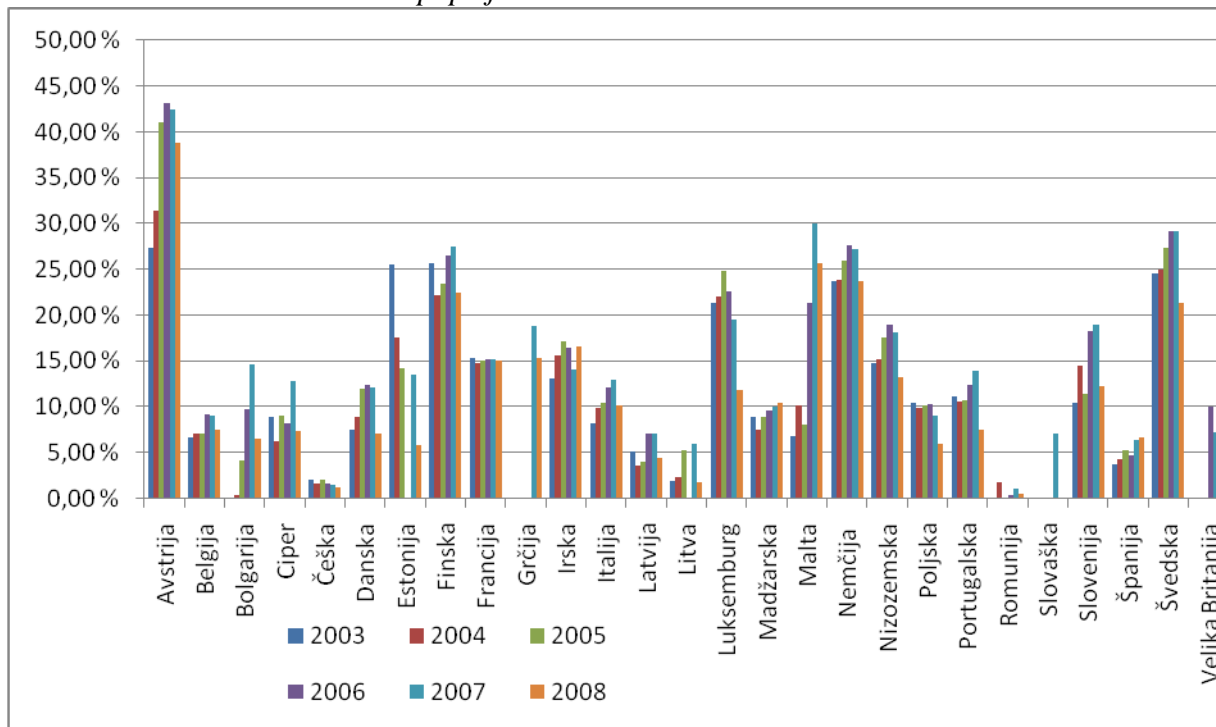
Slika 10: Delež naložb neživljenjskih zavarovalnic v državah EU v dolžniške vrednostne papirje med leti 2003 in 2008



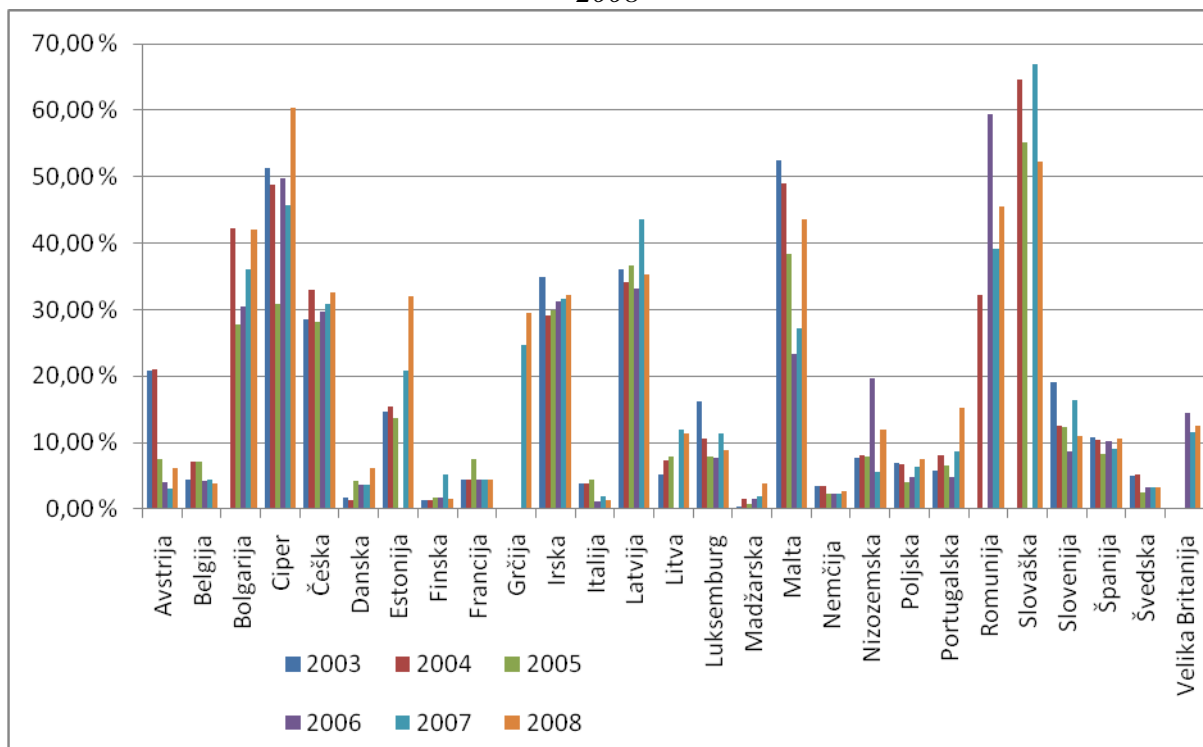
Neživljenjske zavarovalnice v primerjavi z življenjskimi več vlagajo v lastniške vrednostne papirje, vendar pa moramo vedeti, da so nekatere naložbe v lastniške vrednostne papirje vključene v postavko naložbe v odvisna podjetja ter pri življenjskih zavarovalnicah tudi v naložbe v korist življenjskih zavarovalcev, ki prevzemajo tveganje. Tranzicijske države v povprečju v primerjavi z ostalimi članicami EU manj vlagajo v to obliko naložbe. In sicer je povprečje za EU 12,72 %, za tranzicijske države 6,76 % ter za ostale članice EU brez

tranzicijskih držav 16,23 %. Od ostalih držav najbolj izstopajo Avstrija, z najvišjim deležem, ter Češka, Romunija in Slovaška z najnižjim deležem.

Slika 11: Delež naložb neživljenjskih zavarovalnic v državah EU v lastniške vrednostne papirje med leti 2003 in 2008



Slika 12: Delež naložb neživljenjskih zavarovalnic v državah EU v depozite med leti 2003 in 2008



V depozite največ vlagajo neživljenjske zavarovalnice na Cipru, Malti, Slovaškem ter v Romuniji. Najmanjši odstotek, naložen v depozite, imajo Nemčija, Finska, Italija in Madžarska. V povprečju so zavarovalnice v EU vlagale 17,63 %, tranzicijske 24,37 %, EU članice brez tranzicijskih držav pa 16,13 %. Za Slovenijo je povprečje 13,67 %.

Na račun dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev romunske zavarovalnice več vlagajo v depozite. Razlog za to najdem v slabo razvitem domačem kapitalskem trgu in pa visoki obrestni meri za depozite (v letu 2008 je znašala 7,1 %). Za Romunijo je značilna tudi visoka stopnja inflacije in je zato bolj varno vlagati v depozite kot vrednostne papirje.

Po pričakovanjih, v primerjavi z življenjskimi, neživljenjske zavarovalnice več vlagajo v depozite zaradi same likvidnosti naložbe. So tudi druga, po deležu najbolj zastopana oblika naložb. Podobno kot pri naložbah življenjskih zavarovalnic spet vidimo, da naložbe v depozite prevladujejo pri tranzicijskih državah, z izjemo Madžarske. Za Madžarsko namreč velja, da ima bolj razvit kapitalski trg od ostalih omenjenih tranzicijskih držav (Mastnak, 2009).

V nepremičnine v povprečju zavarovalnice v EU vlagajo okoli 7,30 %. Od tega največ Romunija, Portugalska in Ciper. Delež naložb v nepremičnine se za tranzicijske države bistveno ne razlikuje od ostalih članic EU, saj znaša 7,20 % v primerjavi s 7,05 % za ostale članice.

V investicijske sklade vlagajo zavarovalnice le v nekaterih državah EU. Največ vlaga Španija, ki nameni za tovrstno naložbo okrog 8 %, pri ostalih državah je odstotek nižji od 1 %. Povprečje za vse članice znaša 0,49 %.

V posojila največ vlagajo zavarovalnice v Avstriji in Nemčiji, najvišji odstotek pa so dosegle leta 2003 na Slovaškem (80 %). V povprečju znašajo naložbe v posojila 3,13 % za EU, za tranzicijske države je le-ta 4,47 % (predvsem na račun Slovaške in Bolgarije), za članice EU brez tranzicijskih držav pa 2,34 %.

Naložbe v povezanih družbah dosegajo najvišji odstotek na Danskem ter v Italiji. Povprečje za EU znaša 9,17 %, za tranzicijske države 7,52 %, za ostale članice EU brez tranzicijskih držav pa 10,14 %.

Premoženjske zavarovalnice v povprečju največ vlagajo v dolžniške vrednostne papirje (49,35 %), sledijo naložbe v depozite (17,63 %) ter delnice (12,72 %). Če ločeno primerjamo naložbe zavarovalnic tranzicijskih držav ter ostalih članic EU, ugotovimo, da naložbe v depozite in delnice nastopajo pri ostalih članicah EU brez tranzicijskih držav v nasprotnem vrstnem redu (delnice 16,23 %, depoziti 13,67 %).

Tabela 6: Povprečne vrednosti finančnih naložb kritnega premoženja v obdobju 2003 do 2008 (v %)

	Nepremičnine	Naložbe v povezanih družbah	Delnice	Obveznice	Investicijski skladi	Posojila	Depoziti
Avstrija	12,27	0,00	37,36	29,93	0,32	9,67	10,44
Belgija	3,17	8,31	7,73	73,90	0,84	0,90	5,17
Bolgarija	8,39	6,64	7,03	33,03	0,10	9,10	35,71
Ciper	18,01	11,55	8,73	10,52	0,71	2,67	47,81
Češka	5,36	6,09	1,65	56,37	0,04	0,03	30,45
Danska	2,24	27,40	9,97	56,13	0,00	0,77	3,49
Estonija	0,68	5,18	15,29	59,00	0,00	0,53	19,32
Finska	10,87	2,20	24,61	58,12	0,00	2,07	2,14
Francija	7,13	17,11	15,08	54,99	0,00	0,73	4,96
Grčija	18,95	3,18	17,00	33,74	0,00	0,00	27,13
Irska	3,69	1,36	15,44	48,01	0,00	0,00	31,49
Italija	6,05	30,06	10,59	50,26	0,00	0,32	2,72
Latvija	11,50	4,36	5,19	37,13	0,01	5,31	36,49
Litva	11,96	2,71	3,41	72,88	0,03	0,30	8,71
Luksemburg	3,07	1,58	20,33	64,36	0,00	0,27	10,39
Madžarska	2,57	10,02	9,19	76,39	0,06	0,10	1,67
Malta	2,01	9,77	17,00	30,69	1,22	0,28	39,04
Nemčija	3,18	15,61	25,32	38,48	0,23	14,40	2,78
Nizozemska	1,09	8,04	16,30	59,75	1,20	3,46	10,16
Poljska	1,92	15,40	9,27	64,83	0,00	2,51	6,06
Portugalska	14,01	4,05	11,01	61,66	0,00	1,09	8,18
Romunija	19,78	12,37	0,88	10,94	0,60	0,25	44,11
Slovaška	0,06	0,01	1,42	25,42	0,00	25,23	47,86
Slovenija	9,76	12,39	14,29	48,83	0,09	1,32	13,31
Španija	9,46	11,32	5,12	56,20	6,87	1,16	9,88
Švedska	3,51	3,72	26,09	62,59	0,00	0,36	3,74
Velika Britanija	1,19	17,17	8,16	58,25	0,81	1,59	12,83
EU	7,11	9,17	12,72	49,35	0,49	3,13	17,63
TRANZICIJSKE	7,20	7,52	6,76	48,48	0,09	4,47	24,37
OSTALE	7,05	10,14	16,23	49,86	0,72	2,34	13,67

SKLEP

V diplomskem delu sem predstavila in analizirala delovanje naložbenega sistema zavarovalnic, ki se bistveno razlikuje od delovanja ostalih naložbenih sistemov finančnih institucij. Zavarovalnice so v zadnjih letih postale pomemben institucionalni investitor in tako dopolnile svojo prvotno funkcijo zagotavljanja varnosti v gospodarskem sistemu. Finančne naložbe zavarovalnice uporabljajo za izravnavanje svojih tveganj.

Zzavar, sprejet v letu 2000, je zavarovalnicam pri naložbenju dal večjo svobodo. Največ sprememb na področju naložbenja je bilo sprejetih v zvezi z vrednostnimi papirji. Zavarovalnicam je bilo dovoljeno tudi vlaganje v vrednostne papirje, ki ne kotirajo na organiziranem trgu. Za vrednostne papirje, ki kotirajo na organiziranem trgu, pa novi zakon ne predvideva zgornje meje. ZZavar je uvedel tudi pojma kritni sklad in kritno premoženje, ki sta glavna vira naložb zavarovalnic.

V četrtem poglavju sem najprej obravnavala strukturo naložb slovenskih zavarovalnic. Za naložbe kritnega sklada je značilno, da prevladujejo naložbe v državne vrednostne papirje, vendar se odstotek iz leta v leto zmanjšuje. Sledijo naložbe v dolžniške vrednostne papirje ter nato lastniške. Odstotek obeh vrst naložb se iz leta v leto povečuje. Naložbe v depozite v bankah se zmanjšujejo. Najmanj zavarovalnice vlagajo v nepremičnine in posojila.

Kritno premoženje zavarovalnice največ nalagajo v državne obveznice, vendar odstotek v zadnjih dveh letih upada. Sledijo naložbe v dolžniške in nato lastniške vrednostne papirje. V depozite so zavarovalnice veliko vlagale v letu 2000, sedaj pa se odstotek zmanjšuje, tako da je ta oblika naložb na četrtem mestu. V letu 2008 so se zaradi sprememb ZZavar zelo povečale naložbe v ostalo. Najmanjši odstotek naložb gre za posojila in nepremičnine.

Potrdimo lahko začetno predpostavko, da slovenske zavarovalnice največ vlagajo v državne obveznice, ki jim sledijo ostali dolžniški vrednostni papirji. Do leta 2003 so sledile naložbe v depozite, od leta 2004 pa so na tretjem mestu naložbe v lastniške vrednostne papirje. Do preobrata je prišlo predvsem zaradi znižanja obrestne mere na depozite ter ukinitve TOM. Potrdim lahko tudi predpostavko, da življenjske zavarovalnice namenijo večji odstotek naložb v lastniške vrednostne papirje, prav tako od leta 2005 nalagajo večji odstotek v primerjavi s premoženjskimi zavarovalnicami v lastniške vrednostne papirje. Zavrni moram predpostavko, da življenjske zavarovalnice več vlagajo v nepremičnine. Zavrni moram tudi predpostavki, da premoženjske zavarovalnice nalagajo več v državne obveznice in dolžniške vrednostne papirje, potrdim pa predpostavko, da nalagajo več v depozite.

V letu 2003 so imele slovenske zavarovalnice prvič večji delež naložb iz kritnega sklada kot iz kritnega premoženja. To potrjuje, da so naložbe slovenskih zavarovalnic na dobri poti, da se približajo zavarovalnicam držav Zahodne Evrope.

Za države članice EU je značilno, da življenjske zavarovalnice največ vlagajo v dolžniške vrednostne papirje, vendar moramo vedeti, da so tu vključeni vsi dolžniški vrednostni papirji, tudi državne obveznice. Sledijo naložbe v korist zavarovalcev, ki prevzamejo naložbeno tveganje in nato naložbe v lastniške vrednostne papirje. Premoženjske zavarovalnice vlagajo svoja sredstva največ v dolžniške vrednostne papirje, sledijo naložbe v depozite in nato naložbe v lastniške vrednostne papirje.

Premoženjske zavarovalnice v primerjavi z življenjskimi namenijo večji delež za naložbe v dolžniške vrednostne papirje, lastniške vrednostne papirje in nepremičnine. Zanikamo lahko torej začetne predpostavke, vendar moramo vedeti, da pri začetnih predpostavkah nisem

upoštevala kategorije naložb v korist zavarovalcev, ki prevzamejo naložbeno tveganje, kateri življenjskim zavarovalnicam v EU namenijo kar precejšen delež.

Če ločeno primerjamo med seboj tranzicijske države ter ostale članice EU, opazimo največjo razliko pri naložbah neživljenjskih zavarovalnic v depozite. Pri tranzicijskih namreč njihov delež sledi naložbam v dolžniške vrednostne papirje, naložbe v lastniške vrednostne papirje pa so šele na četrtem mestu. Pri ostalih članicah EU naložbe v lastniške vrednostne papirje sledijo naložbam v dolžniške, na tretjem mestu pa so naložbe v depozite.

Slovenske zavarovalnice v primerjavi z drugimi zavarovalnicami držav članic EU vlagajo več v obveznice, depozite, naložbe v povezanih družbah in nepremičnine. Podobno velja tudi za ostale tranzicijske države. Kot vzroke za tako strukturo naložb slovenskih zavarovalnic in zavarovalnic ostalih tranzicijskih držav v EU, lahko navedemo slabše razvit kapitalski trg. Le-ta se je komaj v zadnjih letih začel razvijati. To pomeni, da na domačem finančnem trgu niso prisotne vse naložbene možnosti. K takemu stanju razporeditve finančnih naložb zavarovalnic je pripeljala tudi pasivna naložbena politika zavarovalnic ter nepravna organizacija naložbene dejavnosti v preteklosti. Zavarovalnice bi sicer lahko večji del svojega premoženja naložile v tujino, vendar jih pri tem omejuje načelo varnosti, nestabilnosti na tujih kapitalskih trgih, neugodna gibanja tečajev delnic, visoki transakcijski stroški pa tudi zasičenost tujih trgov.

Kljub temu, da slovenske zavarovalnice še vedno zaostajajo glede naložbene politike za evropskim povprečjem, so na dobri poti. Naložbe v depozite se iz leta v leto zmanjšujejo, medtem ko se naložbe v lastniške in dolžniške vrednostne papirje povečujejo. Na slovenskem kapitalnem trgu je še vedno pomanjkanje naložbenih možnosti, predvsem v dolgoročne lastniške in dolžniške vrednostne papirje, zato morajo slovenske zavarovalnice obvezno vlagati tudi v tujino. S tem bodo slovenske zavarovalnice dosegle cilj, da se približajo naložbenim standardom EU in hkrati upoštevajo slovensko naložbeno zakonodajo.

LITERATURA IN VIRI

1. AdriaticSlovenica d.d. (2010). *Izjava o naložbeni politiki*. Koper: AdriaticSlovenica d.d.
2. Agencija za zavarovalni nadzor. (2000). *Poročilo o stanju na področju zavarovalništva in o delu Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2000*. Ljubljana: AZN.
3. Agencija za zavarovalni nadzor. (2003). *Poročilo o stanju na področju zavarovalništva in o delu Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2003*. Ljubljana: AZN.
4. Agencija za zavarovalni nadzor. (2006). *Poročilo o stanju na področju zavarovalništva in o delu Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2006*. Ljubljana: AZN.
5. Agencija za zavarovalni nadzor. (2008). *Poročilo o stanju na področju zavarovalništva in o delu Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2008*. Ljubljana: AZN.
6. Ahčan, A. (2008). *Zavarovalništvo*. Zapiski predavanj. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
7. Banka Slovenije. (2004). *Poročilo o finančni stabilnosti za leto 2003*. Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Berk, A., Lončarski, I., Zajc, P., Kuhelj Krajanović E., Deželan, S. & Groznik, P. (2002). *Poslovne finance* (1. natis). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
9. Bijelić, M. (1998). *Zavarovanje in pozavarovanje*. Ljubljana: Art Agencija za Slovenico.
10. Bobek, D. (1995). *Finančni trg*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
11. Boncelj, J. (1983). *Zavarovalna ekonomika*. Maribor: Založba Obzorja.
12. CEA. (2009a). *CEA Statistics N°40: European Insurance in Figures, Data 1999-2008*. Brussels: CEA.
13. CEA. (2009b). *European Insurance – Key Facts*. Brussels: CEA.
14. Črčinovič Krofič, V. & Leva Bukovnik, M. (2009). *Osnove poslovnih financ*. Ljubljana: Zavod IRC.
15. Denar in Finance. 7. *Vaje, Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

16. *Depoziti na odpoklic*. Najdeno 25. oktobra na spletnem naslovu <http://www.bankakoper.si/BIN/product.seam?id=0B9717B9-1588-E2D2-829F-D33471002671&tid=1&cid=96751>
17. Fišer, R. (2009). *Uvod v finančne trge in institucije*. Ljubljana: Zavod IRC.
18. Flis, S. (1999). *Zbrani spisi o zavarovanju IV. Knjiga; Oris Dr. Boncljeve teorije zavarovanja*. Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje; GIZ.
19. Gomez, A. (2009). *Caricom Single Market and Economy, Sector: Financial Services – Insurance*.
20. Gorše, M. (2006). *Naložbena politika zavarovalnic po vstopu Slovenije v EU* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
21. Investments Subcommittee. (2004). *International Association of Insurance Supervisors (Guidance Paper on Investment Risk Management)*. Approved in Amman.
22. Marn, U. (2009, 20. november). (Ne)Varne Nepremičnine. *Mladina*, str.41-56
23. Marter, A. (2009). *Trendi rentnega varčevanja* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. Mishkin, F. S. (1997). 5th. Edition. *The Economics of money, banking and financial markets*. New York: Harper Collins.
25. Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji (prikazi-analize-mnenja)*. 1. Natis. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
26. Mastnak, S. (2009, 9. november). *Kapitalski trg od poligona do gonila rasti*. Najdeno 03. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.massetconsulting.com/komentarji/kapitalski-trg-od-poligona-do-gonila-rasti>
27. Medved, D. (2000). Tehnične rezervacije in računovodske rešitve v zavarovalnicah. *Revizor*, 11(11), 11-39.
28. Mori, S. (2005). *Temelj finančne neodvisnosti: kako okoli sebe in svoje družine zgraditi finančno trdnjavo*. Maribor: Smiljan Mori Success Systems.
29. Obligacijski zakonik. *Uradni list RS* št. 97/2007-UPB1.
30. Pavliha, M. (2000). *Zavarovalno pravo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

31. Pekolj, T. (2005). *Struktura finančnih naložb slovenskih zavarovalnic: Primer ocenjevanja optimalne strukture naložb zavarovalnice Generali* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
32. Pirš, A. (2000). *Transportno zavarovanje*. Portorož: Fakulteta za pomorstvo in promet.
33. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi*. Druga izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
34. Rusjan, T. (2004). *Naložbe na finančnem trgu iz sredstev življenjskih zavarovanj* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko – Poslovna fakulteta.
35. Ribnikar, I. (2006). 3. Natis. *Monetarna ekonomija I. (Denar, finančne institucije in denarna politika)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
36. Repovž, L. & Peterlin, J. (1998). *Financiranje, študijsko gradivo*. Koper: Visoka šola za management.
37. Slak, S. (2002, 18. junij). TOM je že začel izginjati. *Delo.si*. Najdeno 15. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/25467
38. Slak, S. (2003a, 3. marec). Banke še nižajo obresti. *Delo.si*. Najdeno 15. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/44911
39. Slak, S. (2003b, 3. junij). Obrestne mere še padajo. *Delo.si*. Najdeno 15. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/52103
40. Swiss Re. (2000). *Solvency of non-life insurers-balancing security and profitability expectation*. Sigma No. 1/2000. Zurich: Swiss Reinsurance company 2000.
41. Simoneti, M. (2010). *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi*. Najdeno 10. aprila 2010 na spletnem naslovu www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=12635&sid=cb0jTc4c9joYMWoX
42. Širca, B. (2005). *Slovensko zavarovalništvo ob vstopu Slovenije v Evropsko Unijo* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Veselinovič, D. (2003). *Denar, bančništvo in vrednostni papirji*. Piran: Gea College, Visoka šola za podjetništvo.
44. *Vrste finančnih instrumentov*. Najdeno 28. marca 2010 na spletnem naslovu www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=9196&sid=- *Podobno*

45. Zakon o zavarovalništvu. *Uradni list RS* št. 109/2006-UPB2, 9/2007, 102/2007, 69/2008, 19/2009, 49/2009.
46. Zavarovalnica Triglav d.d. (2007). *Izjava o naložbeni politiki kritnega sklada zavarovalnice, oblikovanega na podlagi prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja*. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
47. Zbašnik, D. (1994). *Mednarodni finančni management*. Maribor: Ekonomsko – poslovna fakulteta.

PRILOGE

Priloga 1: Naložbe zavarovalnic v obdobju 2000 do 2008 (v mio EUR na dan 31.12. in %)	1
Priloga 2: Naložbe kritnega sklada slovenskih zavarovalnic od leta 2000 do leta 2008 na 31.12. (podani so le deleži, saj so podatki o nominalnih vrednostih podani v različnih valutah)	1
Priloga 3: Naložbe kritnega premoženja slovenskih zavarovalnic od leta 2000 do leta 2008 na 31.12. (podani so le deleži, saj so podatki o nominalnih vrednostih podani v različnih valutah)	2
Priloga 4: Povprečna letna stopnja inflacije	2
Priloga 5: Naložbe kritnega premoženja in kritnih skladov v tujini za slovenske zavarovlanice v obdobju 2005-2008 v mio EUR na dan 31.12.	3

Priloga 1: Naložbe zavarovalnic v obdobju 2000 do 2008 (v mio EUR na dan 31. 12. v %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Naložbe iz lastnih virov	53,9	76,3	105,5	119,6	156,0	192,4	288,8	619,5	531,1
	5,4	6,3	6,4	6,0	6,8	7,2	9,2	15,4	12,9
Kritni sklad	430,2	559,1	733,1	937,5	1151,2	1362,8	1664,6	2065,3	2095,0
	43,4	46,1	44,4	47,1	49,9	51,1	52,9	51,4	51,1
Kritno premoženje	506,4	578,2	814,3	932,8	997,4	1114,1	1191,7	1333,1	1474,6
	51,1	47,6	49,3	46,9	43,3	41,7	37,9	33,2	35,9
Skupaj	990,5	1213,6	1652,9	1989,9	2304,6	2669,3	3145,1	4017,9	4100,7
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Vir: AZN, Poročilo o stanju na področju zavarovalništva in o delu Agencije za zavarovalni nadzor za leta 2008, str. 26, Tabela 14.

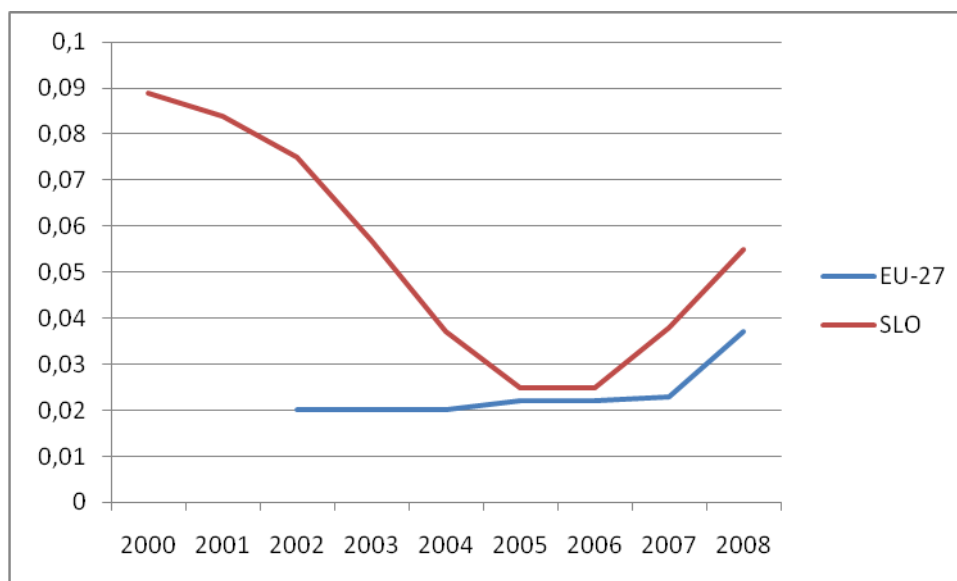
Priloga 2: Naložbe kritnega sklada slovenskih zavarovalnic od leta 2000 do leta 2008 na 31. 12. (podani so le deleži, saj so podatki o nominalnih vrednostih podani v različnih valutah)

	Kritni sklad (%)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Državni vrednostni papirji	49,7	43,8	49,8	54,3	50,0	46,0	43,4	34,6	38,1
Nepremičnine	2,3	1,3	0,4	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,3
Posojila	0,5	0,4	0,5	0,1	1,0	0,8	0,4	0,3	0,5
Dolžniški vrednostni papirji	20,9	24,9	25,8	24,2	26,4	27,7	28,3	30,8	32,3
Lastniški vrednostni papirji	5,3	5,2	6,1	5,8	12,5	16,8	22,5	28,8	21,3
Depoziti v bankah	21,0	23,8	16,7	13,4	9,7	8,3	4,7	4,6	6,4
Ostalo	0,3	0,6	0,7	2,0	0,3	0,2	0,6	0,8	1,1
Skupaj	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Skupaj v mio EUR	430,2	559,10	733,1	937,5	1151,2	1362,8	1664,6	2065,3	2095,0

Priloga 3: Naložbe kritnega premoženja slovenskih zavarovalnic od leta 2000 do leta 2008 na 31. 12. (podani so le deleži, saj so podatki o nominalnih vrednostih podani v različnih valutah)

	Kritno premoženje (%)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Državni vrednostni papirji	20,9	20,0	30,4	28,9	30,6	37,6	38,7	33,6	26,1
Nepremičnine	8,0	8,0	5,7	5,3	3,7	3,2	1,5	1,5	2,6
Posojila	11,0	8,3	5,4	4,7	2,6	1,5	1,4	1,3	1,4
Dolžniški vrednostni papirji	11,1	12,4	12,2	15,6	17,6	17,5	19,7	24,2	22,1
Lastniški vrednostni papirji	15,7	15,6	14,0	13,5	19,4	16,5	20,0	20,7	15,0
Depoziti v bankah	32,9	32,7	21,2	21,4	15,2	13,6	9,7	7,2	8,1
Ostalo	0,4	3,0	11,1	10,6	10,9	10,2	9,0	11,5	24,7
Skupaj	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Skupaj v mio EUR	506,4	578,2	814,3	932,8	997,4	1114,1	1191,7	1333,1	1474,6

Priloga 4: Povprečna letna stopnja inflacije



Priloga 5: Naložbe kritnega premoženja in kritnih skladov v tujini za slovenske zavarovalnice v obdobju 2005-2008 v mio EUR na dan 31. 12.

	Leto	Državni vrednostni papirji	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški vrednostni papirji	Ostalo	Skupaj naložbe v tujini	Skupaj naložbe	Delež naložb v tujini od celotnih naložb (v %)
Kritno premoženje brez kritnih skladov	2005	5,0	66,4	9,2	0,0	85,2	1.114,1	7,64
	2006	8,3	114,8	14,6	0,4	138,1	1.191,7	11,59
	2007	32,7	187,7	34,0	0,0	254,4	1.328,2	19,15
	2008	38,8	179,9	27,4	0,5	246,6	1.474,6	16,72
Kritni sklad	2005	59,7	199,1	4,2	0,0	321,0	1.362,8	23,55
	2006	75,1	310,5	130,6	3,8	519,9	1.664,6	31,24
	2007	137,0	440,2	179,5	8,7	765,4	2.043,4	37,46
	2008	254,2	473,8	173,7	8,0	909,7	2.095,0	43,42

Vir: AZN, Poročilo o stanju na področju zavarovalništva in o delu Agencije za zavarovalni nadzor za leta 2008, str. 29, Tabela 17.