

УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ  
ПРАВНИ ФАКУЛТЕТ

Милена Ч. Чоркало

**ОБЛИЦИ УЛАГАЊА ИМОВИНЕ  
ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ**

Докторска дисертација

Београд 2026.

UNIVERZITET U BEOGRADU  
PRAVNI FAKULTET

Milena Č. Čorkalo

**OBLICI ULAGANJA IMOVINE  
DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE**

Doktorska disertacija

Beograd, 2026.

UNIVERSITY OF BELGRADE  
FACULTY OF LAW

Milena Č. Čorkalo

**FORMS OF PROPERTY INVESTMENTS  
OF INSURANCE COMPANIES**

Doctoral Dissertation

Beograd, 2026.

**ПОДАЦИ О МЕНТОРУ И ЧЛАНОВИМА КОМИСИЈЕ ЗА ОДБРАНУ ДОКТОРСKE  
ДИСЕРТАЦИЈЕ И ДАТУМУ ОДБРАНЕ**

**Ментор:**

др Наташа Петровић Томић, редовни професор Правног факултета Универзитета у Београду

**Чланови комисије за преглед и оцену докторске дисертације:**

др Мирко Васиљевић, професор емеритус

др Наташа Петровић Томић, редовни професор Правног факултета Универзитета у Београду

др Мирјана Глинтић, виши научни сарадник Института за упоредно право

**Чланови комисије за одбрану докторске дисертације:**

**Датум одбране:**

# ОБЛИЦИ УЛАГАЊА ИМОВИНЕ ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ

## Сажетак

Предмет истраживања је правни режим улагања имовине друштава за осигурање са посебним освртом на однос између слободе улагања, пруденцијалне регулације и заштите осигураника. Полазећи од специфичне природе осигурања као привредне делатности *sui generis*, рад анализира политику улагања друштва за осигурање као правно релевантну активност која има значајне економске и друштвене последице.

Истраживање је засновано пре свега на анализи права Европске уније, односно режима Солвентности II, као и важећег правног оквира улагања имовине друштава за осигурање у Републици Србији. Посебна пажња посвећена је трансформацији регулаторног модела од система заснованог на квантитативним ограничењима, где су облици улагања имовине друштава за осигурање стриктно прописани, ка систему заснованом на процени ризика, капиталној адекватности и принципу разумног улагача.

Резултати истраживања показују да политика улагања друштава за осигурање не представља искључиво питање њихове пословне аутономије, већ је нормативно условљена и усмерена ка остваривању више циљева: обезбеђењу солвентности, заштити осигураника, очувању финансијске стабилности и доприносу развоју финансијског система, а тиме и развоју привреде у целини. Истовремено, указује се да процес хармонизације са правом Европске уније у овој области неопходан, али да захтева прилагођавање домаћим институционалним и тржишним условима.

У раду се закључује да савремени правни режим улагања друштава за осигурање подразумева напуштање традиционалног система ограничавања слободе улагања друштава за осигурање путем строго прописних облика улагања, у корист широко постављене слободе улагања, ограничене правним стандардом разумног улагања и економским критеријумима адекватности капитала, при чему слобода улагања поприма карактер нормативно условљене аутономије. Посебно се истиче значај принципа транспарентности у регулисању и надзору делатности осигурања, који у савременом праву све више допуњује и делимично замењује традиционалну улогу принципа добре вере.

Истраживање даље показује да су конкретни облици улагања друштава за осигурање условљени степеном развоја финансијских тржишта. Главни закључак спроведеног истраживања је да само кроз адекватно нормативно уређење, које ће пратити развој финансијских тржишта, друштва за осигурање могу остварити све своје функције које имају у савременом друштву и на тај начин допринети целокупном привредном и друштваном развоју.

**Кључне речи:** осигурање, друштва за осигурање, финансијска тржишта, институционални инвеститори, Солвентност II, слобода улагања, ограничења слободе улагања, транспарентност у осигурању, одрживост у осигурању.

**Научна област:** Право

**Ужа научна област:** Пословно право

# FORMS OF PROPERTY INVESTMENTS OF INSURANCE COMPANIES

## Summary

The subject of the research is the legal framework governing the investment activities of insurance undertakings, with particular emphasis on the relationship between freedom of investment, prudential regulation, and policyholder protection. Starting from the specific nature of insurance as an economic activity *sui generis*, the research analyses the investment policy of insurance undertakings as a legally relevant activity with significant economic and social implications.

The research is primarily based on the analysis of European Union law, notably the Solvency II regime, as well as the current legal framework governing the investment of insurance undertakings' assets in the Republic of Serbia. Particular attention is devoted to the transformation of the regulatory model from a system based on quantitative investment restrictions, in which the forms of investment available to insurance undertakings are strictly prescribed, towards a framework based on risk assessment, capital adequacy requirements, and the prudent person principle.

The findings of the research demonstrate that the investment policy of insurance undertakings is not merely a matter of their business autonomy but is normatively conditioned and directed towards the achievement of multiple objectives, including ensuring solvency, protecting policyholders, safeguarding financial stability, and contributing to the development of the financial system and, consequently, the economy as a whole. At the same time, the research highlights that the process of harmonisation with European Union law is necessary, but requires careful adaptation to national institutional and market conditions.

The dissertation concludes that the modern legal regime governing the investment of insurance undertakings' assets entails a departure from the traditional system of restricting investment freedom through strictly prescribed investment categories in favour of a broadly conceived freedom of investment, constrained by the legal standard of prudent investment and by economic criteria of capital adequacy. In this framework, investment freedom assumes the character of normatively conditioned autonomy. Particular emphasis is placed on the principle of transparency in the regulation and supervision of insurance activities, which in contemporary insurance law increasingly complements and partly replaces the traditional role of the principle of good faith.

The research further demonstrates that the specific forms of investment available to insurance undertakings are largely determined by the level of development of financial markets. The principal conclusion of this research is that only an appropriate regulatory framework, capable of evolving in line with the development of financial markets, can enable insurance undertakings to fully perform all the functions they have in modern society and thereby contribute to overall economic and social development.

**Keywords:** insurance, insurance companies, financial markets, institutional investors, Solvency II, freedom of investment, restrictions of freedom of investment, transparency in insurance, sustainability in insurance.

**Scientific field:** Law

**Scientific subfield:** Business law

## САДРЖАЈ

|                                                                                                  |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| ПОДАЦИ О МЕНТОРУ И ЧЛАНОВИМА КОМИСИЈЕ ЗА ОДБРАНУ ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ И ДАТУМУ ОДБРАНЕ .....    | I   |
| Сажетак .....                                                                                    | II  |
| Summary .....                                                                                    | III |
| САДРЖАЈ .....                                                                                    | IV  |
| УВОД .....                                                                                       | 1   |
| <b>I ПРЕДМЕТ И ЦИЉ ИСТРАЖИВАЊА</b> .....                                                         | 2   |
| II ОСНОВНЕ ХИПОТЕЗЕ ИСТРАЖИВАЊА .....                                                            | 3   |
| III ОПРАВДАНOST ТЕМЕ И ДОПРИНОС ИСТРАЖИВАЊА .....                                                | 4   |
| IV МЕТОДЕ КОЈЕ ЋЕ СЕ ПРИМЕНИТИ У ИСТРАЖИВАЊУ .....                                               | 5   |
| V КРАТАК ОПИС СТРУКТУРЕ РАДА .....                                                               | 6   |
| VI РЕЗУЛТАТИ ДО КОЈИХ СЕ ДОШЛО У РАДУ .....                                                      | 7   |
| ГЛАВА I .....                                                                                    | 9   |
| ОСНОВЕ И ФУНКЦИЈЕ ОСИГУРАЊА КАО ПОЛАЗИШТЕ ЗА АНАЛИЗУ УЛАГАЊА ИМОВИНЕ ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ ..... | 9   |
| 1.1. Појам, значај и развој осигурања .....                                                      | 9   |
| 1.2. Историјски развој осигурања .....                                                           | 12  |
| 1.3. Историјски развој улагања имовине друштава за осигурање .....                               | 13  |
| 1.4. Функције осигурања и њихов утицај на улагања имовине друштава за осигурање .....            | 14  |
| 1.4.1. Заштитна функција осигурања и захтев сигурности улагања .....                             | 14  |
| 1.4.2. Финансијска и акумулативна функција осигурања .....                                       | 15  |
| 1.4.3. Развојна функција осигурања .....                                                         | 15  |
| 1.4.4. Социјална функција осигурања и јавни интерес .....                                        | 16  |
| 1.4.5. Инвестициона функција осигурања као спона права осигурања и финансијских тржишта .....    | 17  |
| 1.5. Разлози посебног правног регулисања улагања имовине друштава за осигурање .....             | 18  |
| 1.5.1. Заштита осигураника као примарни разлог регулације .....                                  | 18  |
| 1.5.2. Финансијска стабилност и очување акумулираних средстава .....                             | 18  |
| 1.5.3. Развојна функција осигурања и усмеравање инвестиција .....                                | 19  |
| 1.5.4. Социјална функција осигурања и јавни интерес .....                                        | 19  |
| 1.5.5. Инвестициона функција осигурања и потреба за нормативним оквиром .....                    | 20  |
| ГЛАВА II .....                                                                                   | 22  |

|                                                                                  |    |
|----------------------------------------------------------------------------------|----|
| РЕГУЛАТОРНИ ОКВИР УЛАГАЊА ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ .....                            | 22 |
| 1.1. Уводна разматрања: историјски развој концепта солвентности у осигурању..... | 22 |
| 1.2. Солвентност I као претходна фаза.....                                       | 23 |
| 1.3. Савремени приступ регулисању улагања у праву Европске уније .....           | 24 |
| 1.4. Јавноправна релевантност инвестиционе активности осигуравача.....           | 26 |
| 1.5. Транспарентност као инструмент институционализације поверења.....           | 26 |
| 1.6. Структура Солвентности II .....                                             | 29 |
| 1.7. Први стуб Солвентности II као основ регулисања улагања .....                | 30 |
| 1.7.1. Принцип разумног улагача као нормативна основа .....                      | 31 |
| инвестиционе слободе .....                                                       | 31 |
| 1.7.2. Садржина принципа разумног улагача .....                                  | 32 |
| 1.7.3. Јавноправна димензија принципа разумног улагача.....                      | 33 |
| ОСИГУРАВАЧИ КАО ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ИНВЕСТИТОРИ .....                                | 35 |
| 2.1 Појам и функција институционалних инвеститора .....                          | 35 |
| 2.1.1. Финансијска тржишта – појам и економска функција .....                    | 35 |
| 2.1.2. Подела финансијских система и значај развоја тржишта капитала .....       | 36 |
| 2.1.3. Појам институционалних инвеститора и облици њихових улагања .....         | 38 |
| 2.1.5. Институционални инвеститори као носиоци тржишне .....                     | 41 |
| и јавне функције .....                                                           | 41 |
| 2.1.6. Инвестициони фондови као облик инвестирања.....                           | 42 |
| институционалних инвеститора .....                                               | 42 |
| 2.1.7. Осигуравачи као посебна категорија институционалних инвеститора .....     | 45 |
| 2.1.8. Регулаторна хибридизација и трансформација.....                           | 48 |
| инвестиционе функције .....                                                      | 48 |
| 2.2. ESG и одрживе инвестиције као нова фаза регулаторне еволуције .....         | 49 |
| 2.5.1. Од добровољности ка обавезности:.....                                     | 53 |
| прелаз са <i>soft</i> ка <i>hard law</i> .....                                   | 53 |
| 2.5.2. Проширење појма ризика у светлу ESG фактора.....                          | 58 |
| 2.5.3. Транспарентност као кључни механизам:.....                                | 59 |
| од поверења ка обелодањивању.....                                                | 59 |
| 2.5.4. Институционални инвеститори: од пасивних улагача.....                     | 61 |
| до носилаца трансформације .....                                                 | 61 |
| ГЛАВА III.....                                                                   | 64 |
| РЕЖИМ УЛАГАЊА ИМОВИНЕ ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ У СИСТЕМУ .....                      | 64 |
| СОЛВЕНТНОСТ II.....                                                              | 64 |
| 3.1. Слобода улагања као полазна претпоставка пруденцијалног режима .....        | 64 |



|                                                                                                                                       |                      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 3.1.1. Слобода улагања у контексту унутрашњег тржишта Европске уније .....                                                            | 64                   |
| 3.1.2. Од формалне слободе ка нормативно условљеној аутономији .....                                                                  | 65                   |
| 3.1.3. Границе инвестиционе слободе .....                                                                                             | 66                   |
| 3.1.4. Закључна разматрања о инвестиционој слободи .....                                                                              | 68                   |
| у режиму Солвентности II .....                                                                                                        | 68                   |
| 3.2.Режим улагања имовине друштава за осигурање у систему Солвентност II .                                                            | 69                   |
| 3.2.1. Принцип разумног улагача ( <i>Prudent Person Principle</i> ) .....                                                             | 70                   |
| 3.2.2. Потребни солвентни капитал (SCR) као имплицитно ограничење улагања ....                                                        | 71                   |
| 3.2.3. Чланови 100–104 – Потребни солвентни капитал као капитално ограничење инвестиционе стратегије .....                            | 72                   |
| 3.2.4.Члан 101 – Дефиниција Потребног солвентног капитала .....                                                                       | 73                   |
| 3.2.5. Члан 102 – Учесталост израчунавања Потребног солвентног капитала .....                                                         | 74                   |
| 3.2.6. Чланови 103 – 108 - Стандардна формула и модуларна структура .....                                                             | 75                   |
| 3.2.7. Члан 112 - Интерни модели и надзор као услов аутономије .....                                                                  | 76                   |
| 3.2.8. Члан 128 - Минимални капитални захтев - адекватност Потребног солвентног капитала у односу на стварни ризични профил .....     | 76                   |
| и дисциплинујућа функција надзора .....                                                                                               | 76                   |
| 3.2.9. Тржишни ризик као централни инструмент ограничења .....                                                                        | инвестиционе слободе |
|                                                                                                                                       | 77                   |
| 3.2.10. Концентрациони ризик ( <i>Concentration risk</i> ) као структурно ограничење инвестиционе слободе .....                       | 80                   |
| 3.2.11. Дугорочна капитална улагања ( <i>Long-term equity</i> ) – .....                                                               | 82                   |
| условно ублажавање ограничења .....                                                                                                   | 82                   |
| 3.2.12. Ограничења кроз Сопствену процену ризика и солвентности - ORSA: интеграција инвестиционе стратегије и управљања ризиком ..... | 84                   |
| 3.2.13. Усклађеност активе и пасиве ( <i>asset-liability management</i> - ALM) .....                                                  | 85                   |
| као структурни захтев .....                                                                                                           | 85                   |
| 3.2.14. Сопствена процена ризика и солвентности (ORSA) као структурни елемент Другог стуба Солвентности II .....                      | 86                   |
| 3.2.15. Ограничења слободе улагања кроз транспарентност .....                                                                         | 88                   |
| 3.2.16. Одрживост као еволуција граница инвестиционе аутономије .....                                                                 | 90                   |
| 3.2.17. Границе универзалности Солвентност II модела .....                                                                            | 94                   |
| 3.2.18. Принцип универзалности – „Један модел покрива све” .....                                                                      | 95                   |
| ( <i>One size fits all</i> ) у Солвентности II .....                                                                                  | 95                   |
| 3.3. Завршна разматрања о режиму улагања у Солвентности II .....                                                                      | 99                   |
| ГЛАВА IV .....                                                                                                                        | 101                  |
| ПРАВНИ РЕЖИМ УЛАГАЊА ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ У СРБИЈИ .....                                                                             | 101                  |

|                                                                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 4.1. Финансијско тржиште у Србији – структура и институционални контекст                                        | 101 |
| 4.1.1. Основне карактеристике финансијског система у Србији                                                     | 102 |
| 4.1.2. Тржиште капитала: ограничена ликвидност и.....                                                           | 103 |
| уска структура инструмената                                                                                     | 103 |
| 4.1.3. Ограничен домет транспарентности и тржишне дисциплине                                                    | 104 |
| 4.1.4. Структурне границе институционалног инвестирања у Србији                                                 | 104 |
| 4.1.5. Институционални инвеститори Србији – нормативни                                                          | 106 |
| оквир и тржишни контекст                                                                                        | 106 |
| 4.2. Улагања друштава за осигурање у Републици Србији – позитивноправни оквир и ограничења инвестиционе слободе | 107 |
| 4.2.1 Извори права и надзорни модел: закон као оквир, подзаконска регулација као нормативно језгро              | 107 |
| 4.2.2. Техничке резерве као предмет инвестиционе регулације                                                     | 110 |
| 4.2.3. Управљање ризицима у друштвима за осигурање у српском праву                                              | 113 |
| 4.2.4. Надзор и транспарентност у делатности осигурања у српском праву                                          | 115 |
| 4.2.5. Имплементација Солвентности II у српском праву                                                           | 116 |
| 4.2.6. ESG димензија у контексту српског квантитативног режима                                                  | 118 |
| 4.3. Тржиште осигурања у Србији – структурна ограничења и значај регулаторног оквира за његов развој            | 119 |
| 4.3. Предлози за унапређење регулаторног оквира улагања друштава за осигурање у Србији                          | 122 |
| ГЛАВА V                                                                                                         | 129 |
| ЗАКЉУЧАК                                                                                                        | 129 |
| Литература и извори                                                                                             | 134 |
| Монографије, књиге, чланици                                                                                     | 134 |
| Списак коришћених извора                                                                                        | 145 |
| 1) Домаћи                                                                                                       | 145 |
| Закони и подзаконски акти                                                                                       | 145 |
| 2) Страни                                                                                                       | 146 |
| а) Прописи и акти Европске уније                                                                                | 146 |
| б) Документи међународних организација                                                                          | 149 |
| Биографија                                                                                                      | 150 |
| Изјава о ауторству                                                                                              | 152 |
| Изјава о истовестности штампане и електронске верзије докторског рада                                           | 153 |
| Изјава о коришћењу                                                                                              | 154 |

## УВОД

Осигурање представља специфичну привредну делатност која у савременим правним системима заузима посебно место између класичних тржишних активности и механизма заштите јавног интереса. Иако се друштва за осигурање оснивају и послују у облику привредних друштава, њихова делатност се не исцрпљује у стицању добити, већ је суштински повезана са преузимањем и расподелом ризика, као и са обезбеђивањем правне и економске сигурности великог броја лица. Управо та чињеница условљава да се осигурање у праву не третира као „обична“ привредна делатност, већ као делатност *sui generis*, подвргнута посебном, строжијем правном режиму од већине других привредних активности.

Један од кључних аспеката те регулације огледа се управо у начину управљања средствима која друштва за осигурање прикупљају од премија, а која, због своје специфичне природе, не могу бити третирана као слободан капитал. Наиме, друштва за осигурање прикупљају значајна новчана средства путем премија осигурања, која по својој правној и економској природи нису слободан капитал, већ средства намењена испуњењу будућих, неизвесних и често дугорочних обавеза према осигураницима и корисницима осигурања. Између тренутка прикупљања премије и момента испуњења обавезе постоји временски јаз, обележен неизвесношћу и ризиком, што инвестициону активност друштава за осигурање чини нужном, али истовремено и потенцијално ризичном.

Управо из тог разлога, улагање имовине друштава за осигурање не може се посматрати искључиво кроз призму слободе предузетништва и тржишне аутономије. Будући да инвестиционе одлуке ових субјеката имају директан утицај на њихову солвентност, способност измирења обавеза и степен заштите осигураника, али и посредан утицај на стабилност финансијског система у целини, право у овој области интервенише интензивније него код већине других привредних делатности, успостављајући посебна правила, ограничења и надзорне механизме који се односе на облике и начине улагања имовине друштава за осигурање.

У савременим правним порецима, а посебно у праву Европске уније, питање улагања друштава за осигурање повезано је са ширим регулаторним циљевима, као што су заштита осигураника, очување финансијске стабилности и спречавање системских ризика. Тиме инвестициона активност друштава за осигурање добија изразито правну димензију: она више није само питање пословне политике, већ предмет детаљног нормативног уређења и јавноправног надзора. Полазећи од наведеног, ова докторска дисертација има за предмет правни режим улагања друштава за осигурање, са посебним фокусом на напуштању традиционалног система строгог прописивања квантитативних ограничења дозвољених облика улагања њихове имовине и на интеракцији између слободе улагања и јавноправних ограничења. Циљ истраживања не своди се на опис појединих инвестиционих инструмената који су друштвима за осигурање дозвољени или забрањени, већ пре свега на испитивање правне логике која стоји иза правног уређења и оправдава ограничења инвестиционе слободе. Другим речима, рад настоји да одговори на питање зашто и у којој мери право ограничава инвестициону слободу друштава за осигурање, као и какве су последице тих ограничења на положај друштава за осигурање, корисника услуга осигурања и финансијски систем у целини.

У том смислу, у раду се полази од тезе да су облици улагања друштава за осигурање непосредно условљени специфичном природом осигурања као делатности *sui generis*, те да се инвестициони режим не може разумети без претходне анализе правног положаја друштава за осигурање и улоге јавног интереса у овој области.

Оваквим приступом настоји се да се превазиђе искључиво техничко или економско посматрање инвестиција и да се укаже на њихову пуну правну релевантност.

Рад је структуриран тако да након уводних разматрања следи анализа разлога због којих осигурање има посебан правни режим у односу на друге привредне делатности. Потом се разматра регулаторни оквир улагања друштава за осигурање, са посебним освртом на савремена решења у праву Европске уније и позицијом друштава за осигурање као институционалних инвеститора, после чега следи анализа конкретних ограничења која се у том погледу постављају. Рад се затим фокусира на анализу улагања друштава за осигурање у Републици Србији и стања српског тржишта осигурања. На основу целокупне анализе излажу се конкретни предлози за унапређење регулаторног оквира у сектору осигурања и даље усклађивање права Републике Србије са правом Европске уније. У закључном делу рада синтетизују се резултати истраживања и указује на шири значај правног уређења инвестиционе активности друштава за осигурање за развој финансијског система и тиме целокупни привредни развој.

## **I ПРЕДМЕТ И ЦИЉ ИСТРАЖИВАЊА**

Предмет ове докторске дисертације јесте правна анализа улагања друштава за осигурање, посматраних у контексту развоја осигурања као посебне привредне делатности и његове улоге у савременом финансијском систему. Истраживање је усмерено на испитивање правних правила и принципа којима се уређује улагање имовине друштава за осигурање, као и на анализу разлога због којих је инвестициона активност ових субјеката подвргнута посебном нормативном режиму.

Полазећи од примарне функције осигурања као делатности усмерене на организовање заштите од ризика и пружање економске сигурности осигураницима и корисницима осигурања, у раду се указује на чињеницу да је развој техничке организације осигурања омогућио друштвима за осигурање акумулацију значајних финансијских средстава. Та средства, иако превасходно намењена измирењу обавеза из уговора о осигурању, у периоду од закључења уговора и плаћања премије осигурања све до настанка осигураног случаја могу се искористити за даље улагање на тржишту капитала, чиме друштва за осигурање стичу и функцију финансијских посредника и институционалних инвеститора на финансијским тржиштима.

Циљ истраживања јесте да се, кроз анализу улагања друштава за осигурање, утврди правни значај које осигурање има у модерном друштву, где представља не само механизам заштите од ризика, већ и фактор мобилизације финансијских средстава и развоја финансијских тржишта. Рад настоји да покаже да је инвестициона активност друштава за осигурање правно релевантна управо због посебне природе осигурања као специфичне делатности, која обједињује приватноправне, јавноправне и друштвене функције.

Посебан циљ рада јесте да се испита однос између слободе улагања друштава за осигурање и јавноправних ограничења која се уводе ради заштите осигураника, очувања солвентности и стабилности финансијског система. У том смислу, истражује се да ли постојећи правни оквир Републике Србије у области улагања друштава за осигурање, који прописује стриктне облике улагања имовине и квантитативна ограничења, обезбеђује адекватну равнотежу између потребе за сигурним управљањем средствима и захтева за њиховим ефикасним улагањем.

Истраживање обухвата и анализу утицаја савремених регулаторних решења у упоредном праву, нарочито у праву Европске уније, на уређење улагања друштава за осигурање у Републици Србији, као и разматрање њиховог значаја за правни систем Републике Србије. Циљ овог аспекта рада није залагање за нормативно пресликавање страних решења, већ сагледавање њиховог утицаја на развој домаћег правног оквира и могућности његовог унапређења, и тиме и доприноса делатности осигурања развоју финансијског система Републике Србије, који би допринео и укупном економском развоју.

Крајњи циљ докторске дисертације јесте да допринесе јаснијем теоријском и нормативном разумевању улагања друштава за осигурање као правно уређене делатности од посебног друштвеног значаја, те да укаже на улогу права у усмеравању инвестиционе активности ових субјеката у функцији заштите осигураника, стабилности финансијског система и укупног економског развоја.

## II ОСНОВНЕ ХИПОТЕЗЕ ИСТРАЖИВАЊА

Истраживање у овој докторској дисертацији заснива се на једној основној (радној) хипотези и више посебних хипотеза које су међусобно повезане и чине јединствену логичку целину.

### Основна (радна) хипотеза

Основна хипотеза овог рада гласи:

**Инвестициона политика друштава за осигурање, као саставни део њиховог пословања, условљена је посебном природом осигурања као привредне делатности *sui generis* и мора бити правно уређена на начин који истовремено обезбеђује солвентност и стабилност друштава за осигурање, заштиту осигураника и допринос развоју финансијског система и привреде у целини.**

Ова хипотеза полази од становишта да улагање имовине друштава за осигурање није искључиво питање њихове пословне политике, већ правно релевантна активност која има шире економске и друштвене последице.

### Посебне хипотезе

Ради провере основне хипотезе, у раду се полази од следећих посебних хипотеза:

- 1. Солвентност друштава за осигурање и финансијска стабилност представљају кључни предуслов за ефикасну заштиту корисника услуга осигурања, при чему улагање имовине има одлучујућу улогу у обезбеђивању способности друштава за осигурање да измире преузете обавезе.**
- 2. Регулисање улагања имовине друштава за осигурање представља један од најзначајнијих механизма за ограничавање и управљање ризицима којима су ова друштва изложена, те има централно место у систему надзора над њиховим пословањем.**
- 3. Законско уређење и државни надзор над улагањем имовине друштава за осигурање морају бити постављени у равнотежи између заштите јавног интереса и очувања пословне аутономије ових субјеката, како би се избегло истовремено и недовољно и прекомерно регулисање.**
- 4. Хармонизација домаћег права у области осигурања са правом Европске уније доприноси унапређењу правног оквира и конкурентности домаћих**

**друштва за осигурање**, али само уколико се спроводи уз уважавање степена развијености домаћег финансијског система и кохерентности националног правног система.

5. **Квантитативни лимити улагања друштава за осигурање задржавају правни значај и у савременим моделима надзора заснованим на ризику**, те не могу бити у потпуности потиснути механизмима интерног управљања ризиком.
6. **Адекватно правно уређење улагања друштава за осигурање омогућава усмеравање значајних финансијских средстава ка дугорочном развоју финансијских тржишта и привреде**, чиме осигурање остварује и своју ширу друштвену функцију.

### **III ОПРАВДАНOST ТЕМЕ И ДОПРИНОС ИСТРАЖИВАЊА**

Предложена тема докторске дисертације има и научну и практичну оправданост. Научна релевантност истраживања произлази из значаја који улагање друштава за осигурање има у савременим правним и финансијским системима, као и из чињенице да је ова област у последњим деценијама предмет интензивних регулаторних промена, нарочито у праву Европске уније.

Усвајањем Директиве Солвентност II у Европској унији извршена је свеобухватна хармонизација и кодификација правила која уређују пословање друштава за осигурање, са посебним нагласком на заштиту корисника услуга осигурања и очување финансијске стабилности. Пажња савремене правне и економске литературе у великој мери усмерена на аспекте ове регулативе који се односе на управљање у друштвима за осигурање и на свеобухватно управљање ризицима којима су та друштва изложена, као и на појачан надзор над њиховим радом и транспарентност у њиховом пословању. Међутим, питање улагања имовине друштава за осигурање и даље представља један од кључних елемената солвентности ових субјеката и захтева посебно место у правној анализи. Ово питање добија посебно на значају имајући у виду потпуну промену полазне основе за регулисање улагања друштава за осигурање, где се са система заснованог на правилима прелази на систем заснован на принципима. Истраживање облика улагања друштава за осигурање стога доприноси целовитијем сагледавању правног режима солвентности, који се не може свести искључиво на квалитативне механизме управљања ризиком.

Научна оправданост рада посебно се огледа у анализи односа између два основна полазишта регулисања улагања имовине друштва за осигурање: система заснованог на квантитативним ограничењима са једне стране, и савременог система који се заснива на квалитативним ограничењима улагања имовине друштава за осигурање. Иако савремени регулаторни модели дају предност надзору заснованом на ризику, квантитативни лимити улагања задржавају значајну улогу у правном уређењу ове области. Испитивањем димензија и оправданости ових ограничења, рад доприноси утврђивању праве мере регулације улагања друштава за осигурање.

Посебан научни допринос истраживања огледа се у анализи могућности унапређења домаћег правног оквира кроз критичко сагледавање упоредноправних решења. Имајући у виду да је делатност осигурања у Републици Србији у фази развоја, као и да домаћи финансијски систем има специфичне структурне карактеристике, истраживање тежи да утврди у којој мери и на који начин хармонизација са правом Европске уније може допринети развоју домаћег система осигурања, без нарушавања кохерентности националног правног поретка.

Практична оправданост и допринос рада произлазе из могућности да резултати истраживања послуже као основ за унапређење законског и регулаторног оквира у области улагања друштава за осигурање у Републици Србији. Адекватно уређење ове области може допринети јачању солвентности друштава за осигурање, повећању заштите корисника услуга осигурања и расту поверења јавности у сектор осигурања. Повећано поверење и стабилност друштава за осигурање би омогућили већу акумулацију финансијских средстава, која се даље могу усмеравати у развој финансијских тржишта и привреде и тиме допринети целокупном економском развоју државе.

Практични значај истраживања огледа се и у доприносу јачању конкурентности домаћих друштава за осигурање. У условима постепеног укључивања Републике Србије у јединствено тржиште осигурања Европске уније, унапређење правног оквира у области улагања друштава за осигурање представља један од предуслова за успешну интеграцију домаћих друштава за осигурање у конкурентно европско тржишно окружење.

Сви наведени разлози указују на то да предложена тема докторске дисертације има значајан научни и практични допринос, како у теоријском разматрању правног режима улагања друштава за осигурање, тако и у унапређењу нормативног оквира и праксе у овој области.

#### **IV МЕТОДЕ КОЈЕ ЋЕ СЕ ПРИМЕНИТИ У ИСТРАЖИВАЊУ**

У истраживању ће бити примењена комбинација метода правне науке, прилагођена предмету и циљевима докторске дисертације.

Полазиште рада чини правно-догматски метод, који представља основни метод истраживања, будући да је предмет рада анализа правних норми и института који уређују улагање имовине друштава за осигурање. Применом овог метода испитује се садржина, структура и међусобна повезаност правних норми, као и њихово место у систему права.

У оквиру правно-догматске анализе користе се одговарајући облици правног тумачења. Пре свега, примењује се језичко тумачење ради утврђивања смисла правних норми, док се системским тумачењем норме сагледавају у контексту целине правног поретка. Социолошко и телеолошко тумачење користе се у мери неопходној за разумевање друштвених интереса и циљева који се настоје постићи правним уређењем улагања друштава за осигурање.

Историјски метод примењује се ради приказа развоја осигурања као привредне делатности и еволуције његових функција, као и ради разумевања настанка и развоја правног режима који уређује улагање имовине друштава за осигурање. Овај метод служи као основ за сагледавање разлога због којих је у овој области успостављен посебан нормативни оквир.

Значајно место у истраживању заузима компаративно-правни метод, који се користи ради анализе страних решења, првенствено у праву Европске уније. Компаративна анализа служи као основ за критичко сагледавање домаћег правног оквира и могућности његовог унапређења.

Економски аспекти осигурања и улагања имовине друштава за осигурање разматрају се у мери неопходној за разумевање правних решења и њихових ефеката. Економска анализа не представља самосталан метод истраживања, већ допунски инструмент у објашњавању разлога и последица нормативног уређења ове области.

У раду је примењен и нормативно-критички приступ, који омогућава оцену постојећих правних решења у светлу циљева заштите осигураника, очувања солвентности и стабилности финансијског система. Аксиолошки аспект анализе присутан је у вредновању појединих правних решења, нарочито у закључним разматрањима појединих поглавља.

Комбинацијом наведених метода обезбеђује се целовит и систематичан приступ истраживању улагања друштава за осигурање, који омогућава сагледавање ове појаве како у позитивноправном, тако и у ширем нормативном и друштвеном контексту.

## **V КРАТАК ОПИС СТРУКТУРЕ РАДА**

Докторска дисертација је структурирана у пет делова: увод, три дела основног текста и закључак.

У уводном делу рада излажу се предмет и циљ истраживања, основне хипотезе од којих се полази у истраживању, оправданост теме и допринос истраживања и методе које се ће се применити у раду. У овом делу поставља се теоријски и методолошки оквир рада и образлаже значај анализе улагања друштава за осигурање у контексту њихове посебне улоге у финансијском систему.

Први део основног текста посвећен је разматрању осигурања као привредне делатности и његовог посебног правног режима. У овом делу предмет анализе су развој делатности осигурања, еволуција његових функција и њихов значај у савременом друштву, као и положај и улога друштава за осигурање у финансијском систему. Посебна пажња посвећена је значају улагања имовине друштава за осигурање за њихову солвентност, као и разлозима за јавноправну интервенцију у ограничењу инвестиционе слободе ових субјеката.

Други део основног текста садржи упоредноправну анализу правног уређења улагања друштава за осигурање. У овом делу разматрају се решења у праву Европске уније, као најсавременијег система регулисања делатности друштава за осигурање и надзора на њиховим радом, са посебним освртом на утицај овог савременог регулаторног концепта на улагање имовине друштава за осигурање. Посебно се анализира положај друштава за осигурање као институционалних инвеститора на финансијским тржиштима, узимајући у обзир да у овом својству остварују своју инвестициону функцију. Ово питање добија на посебној важности имајући у виду њихово водеће место које у овом капацитету заузимају у савременим привредама и кључну улогу која им се даје у остваривању дугорочног економског развоја и остваривању циљева одрживог развоја.

Трећи део основног текста посвећен је анализи правног режима улагања друштава за осигурање у Републици Србији. У овом делу разматра се постојећи законски и подзаконски оквир, ограничења улагања имовине друштава за осигурање улога надзорних органа, као и степен хармонизације са правом Европске уније. Посебна пажња посвећена је анализи стања домаћег тржишта осигурања и на основу тога, могућностима његовог даљег развоја. С тим у вези, анализира се утицај адекватног правног уређења улагања друштава за осигурање на развој финансијског система у Републици Србији и њене привреде у целини.

У закључном делу рада излажу се резултати истраживања и синтетизују се закључци до којих се дошло у претходним деловима. У овом делу даје се одговор на постављене хипотезе и указује на значај правног уређења улагања друштава за



осигурање за заштиту осигураника, стабилност финансијског система и развој привреде, као и на могуће правце унапређења домаћег правног оквира.

Оваква структура рада омогућава поступно и систематично разматрање улагања друштава за осигурање, почев од општих теоријских и нормативних основа, преко упоредноправне анализе, до детаљног испитивања домаћег правног оквира. На тај начин обезбеђује се јасна унутрашња логика рада и ствара основ за целовито сагледавање значаја правног уређења улагања друштава за осигурање у функцији заштите осигураника, стабилности финансијског система и економског развоја.

## VI РЕЗУЛТАТИ ДО КОЈИХ СЕ ДОШЛО У РАДУ

Сprovedено истраживање потврдило је основну полазну хипотезу да инвестициона политика друштава за осигурање није искључиво питање њихове пословне аутономије, већ правно уређена делатност од изразитог јавног значаја, условљена специфичном природом осигурања као делатности *sui generis*.

Анализом правног режима улагања у праву Европске уније и Републике Србије утврђено је да инвестициона активност осигураваача представља кључну тачку спајања приватноправних и јавноправних елемената, при чему право настоји да обезбеди равнотежу између тржишне аутономије и заштите јавног интереса. Она мора бити правно уређена на начин који истовремено обезбеђује солвентност и стабилност друштава за осигурање, заштиту осигураника и да на тај начин може дати допринос развоју финансијског тржишта и привреде у целини.

У односу на постављене посебне хипотезе, истраживање је довело до следећих резултата:

1. Утврђено је да способност друштава за осигурање да испуњавају своје обавезе непосредно зависи од структуре и квалитета њихових улагања. Инвестициона политика друштава за осигурање стога представља један од централних инструмената очувања њихове солвентности и финансијске стабилности привреде, чиме се остварује и заштита осигураника и корисника осигурање.

2. Показано је да савремени регулаторни модели, нарочито систем Солвентност II, интегришу инвестициону политику друштава за осигурање у шири систем управљања ризицима, где се ризици инвестиција квантификују и одражавају на капиталне захтеве. Улагања више нису аутономна пословна активност осигураваача, већ структурни елемент надзора над њиховим пословањем.

3. Потврђена је хипотеза о равнотежи између аутономије улагања имовине друштава за осигурање и њихове регулације. Истраживање показује да савремени системи формално проширују инвестициону слободу напуштањем строгих квантитативних ограничења, али истовремено уводе сложене механизме капиталних захтева, управљања, надзора и транспарентности. Та равнотежа је динамична и подложна тензијама између правне сигурности и надзорне дискреције.

4. Потврђена је хипотеза о значају хармонизације прописа Републике Србије који се односе на обављање делатности осигурања са правом Европске уније, уз ограничење да европски регулаторни оквир доприноси модернизацији домаћег права, али да његова пуна примена зависи од развоја домаћег финансијског система. У условима ограничене ликвидности и плитког тржишта капитала, као што је то случај у Србији, директно преузимање модела заснованог на ризику може имати ограничене ефекте.

5. Потврђена је хипотеза о трајном значају квантитативних ограничења улагања имовине друштава за осигурање. Иако савремени системи дају предност принципу

разумног улагача и интерном управљању ризиком, истраживање показује да квантитативни лимити задржавају значајну улогу, посебно у слабије развијеним економијама, где служе као инструмент заштите од прекомерног преузимања ризика и тиме доприносе очувању финансијске стабилности.

6. Потврђена је хипотеза о развојној функцији инвестиционе делатности друштава за осигурање. Утврђено је да друштва за осигурање, као институционални инвеститори, имају потенцијал да значајно допринесу развоју финансијског система и привреде, али да је тај потенцијал у домаћем праву недовољно искоришћен услед конзервативне структуре улагања и ограничених инвестиционих могућности.

Општи резултат истраживања може се сажети у закључку да савремени правни режим улагања друштава за осигурање представља прелазак са модела нормативне забране на модел економске дисциплине, у којем се инвестициона слобода условљава способношћу управљања ризиком, адекватношћу капитала, степеном транспарентности, као и све више захтевима одрживости. На тај начин, инвестициона политика друштава за осигурање остварује своју примарну сврху ефикасне алокације капитала, чиме доприноси заштити осигураника и корисника осигурања, очувању финансијске стабилности и тако даје незаменљив допринос дугорочном развоју привреде и друштва у целини.

## ГЛАВА I

# ОСНОВЕ И ФУНКЦИЈЕ ОСИГУРАЊА КАО ПОЛАЗИШТЕ ЗА АНАЛИЗУ УЛАГАЊА ИМОВИНЕ ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ

### 1.1. Појам, значај и развој осигурања

Најједноставније представљено, осигурање представља економску делатност која омогућава како физичким, тако и правним лицима заштиту од ризика који угрожавају њихову личност или имовину.<sup>1</sup> Међутим, овакво поједностављено одређење,<sup>2</sup> иако корисно као полазна тачка, не обухвата у потпуности сложеност осигурања као правне и економске појаве, нити све функције које оно има у савременом друштву. У том смислу, у правној теорији се истиче да осигурање не представља само механизам расподеле ризика, већ и специфичан облик организовања економске сигурности, који има значајне последице по стабилност правних и привредних односа.<sup>3</sup>

Дуги историјски развој довео је осигурање у положај једне од оних делатности без којих се данас не може замислити ни свакодневни живот, ни савремено привредно пословање.<sup>4</sup> Почев од најранијих облика узајамне помоћи и расподеле ризика, преко средњовековних трговачких удружења и поморских осигурања, до савремених осигуравајућих друштава, осигурање је пролазило кроз различите фазе развоја,<sup>5</sup> у којима је често било изједначавано са шпекулативним пословима и уговорима на срећу,<sup>6</sup> нарочито кроз поједине историјске форме као што су тонтине.<sup>7</sup> Тек постепеним

<sup>1</sup> Н. Петровић Томић, *Право осигурања, Систем, Књига прва*, Службени гласник, Београд 2019, 41; П. Шулејић, *Право осигурања*, Савремена администрација, Београд 2005, 11; П. Шулејић, „Организација за осигурање у светлу новог законодавства“, *Право и привреда* 3-6/1995, 63; В. Чоловић, „Утицај примене пројекта Солвентност II на осигуравајућа друштва у Србији“, *Хармонизација законодавства Републике Србије са правом Европске уније (II)*, Београд, Институт за међународну политику и привреду, 2012, 357, (2012a); В. Чоловић, „Ризик као основни елемент осигурања“, *Владавина права и правна држава у региону, Зборник радова*, Источно Сарајево 2014, 517-518; Н. Cousy, „Changing Insurance Contract Law: An Age-Old, Slow and Unfinished Story“, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*, (eds. P. Marano, M. Siri), Palgrave MacMillan 2017 (2017a), 32; J. Birds, B. Lynch, S. Milnes, *MacGillivray on Insurance Law*, 14th ed., Sweet & Maxwell, London 2018, 3-10; R. Merkin, *Colinvaux's Law of Insurance*, Sweet & Maxwell, 2015, 1-10; P. Masci, „The History of Insurance: Risk, Uncertainty and Entrepreneurship“, *Journal of the Washington Institute of China Studies* 3/2011, 47.

<sup>2</sup> Маши наводи да постоје три основна начина управљања постојећим ризицима: задржавање ризика, избегавање ризика и пренос ризика, где управо пренос ризика представља осигурање. P. Masci, „Insurance and Entrepreneurship: A Conceptual Framework“, *Journal of the Washington Institute of China Studies* 1/2012, 31.

<sup>3</sup> П. Шулејић, 2005, 18, 15-22; P. Masci, 2011, 25; P. Masci, 2012, 23; K. Abraham, „Four Conceptions of Insurance“, *University of Pennsylvania Law Review* 3/2013, 653-698.

<sup>4</sup> Y. Lambert-Faivre, L. Leveneur, *Droit des assurances*, Dalloz, Paris 2017<sup>14</sup>, avant-propos; H. Cousy, „The Delicate Relationship between Law and Finance: The Classification of Credit Default Swaps“ *Journal of South African Law*, 2/2014, 227; H. Cousy, 2017a, 35; H. Cousy, The Ugly Duckling in the Pond? About the specificity of Insurance Law, *Liber Amicorum in Honour of Ioanis K. Rokas*, Nomiki Bibliothiki Athens, 2017(2017b), 100; P. Masci, 2011, 25.

<sup>5</sup> О развоју осигурања вид. J.-L. Bellando et al., *Traité de droit des assurances – Entreprises et organismes d'assurance*, LGDJ, Paris 2011, 3-26; Н. Петровић Томић, 2019, 60-68; Ј.Пак, *Право осигурања*, Универзитет Сингидунум, Београд 2011, 3; P. Masci, 2011, 27.

<sup>6</sup> J. Birds, B. Lynch, S. Milnes, 3-10; H. Cousy, 2017a, 32; Y. Lambert-Faivre, L. Leveneur, 3; P. Masci, 2011, 25-46; P. Hellwege, „A Comparative History of Insurance Law in Europe“, *American Journal of Legal History* 56/2016, 66-75; Н. Петровић Томић, 2019, 60-68; П. Шулејић, 2005, 30-33; Н. Петровић Томић, М. Глинтић,

развојем статистике, актуарске науке и правне регулативе, осигурање је стекло статус научно засноване и друштвено признате привредне делатности.<sup>8</sup> Делатност осигурања данас је уређена обимним и комплексним системом прописа који све више постаје део ширег оквира финансијске регулације.<sup>9</sup> Овај нормативни оквир обухвата правила о приступу тржишту, лиценцирању и надзору над осигуравајућим друштвима и посредницима, корпоративном управљању, управљању ризицима и финансијској солвентности осигураваача.<sup>10</sup>

Управо на овим основама ће се у савременом праву, посебно у праву Европске уније, развити регулаторни оквири који финансијску стабилност друштава за осигурање више не посматрају искључиво кроз формално-правне захтеве, већ кроз квантификовану процену ризика, адекватност капитала и структурна ограничења улагања.<sup>11</sup> Полазећи од чињенице да је савремено осигурање засновано на научно утемељеној процени ризика,<sup>12</sup> развоју актуарске науке и квантификацији финансијских обавеза, право Европске уније је, напуштајући формалне моделе надзора, успоставило регулаторни оквир заснован на ризику, који је кодификован Директивом Солвентност II.<sup>13</sup>

Ова директива представља преокрет у регулацији осигурања,<sup>14</sup> која се сада заснива на три стуба, где се први стуб односи на квантитативне захтеве капитала, други на систем управљања ризицима и надзор над обављањем делатности осигурања, а трећи на транспарентност и обавезе извештавања. У том оквиру, први стуб Солвентности II представља централни механизам за квантификовање ризика, утврђивање капиталних захтева и уређивање улагања имовине друштава за осигурање.<sup>15</sup>

Имајући у виду значај осигурања и бројне предности које ова делатност поседује сасвим је разумљиво да је одувек привлачила пажњу научне јавности. Стога је осигурање, посматрано у својим правним, економским и социолошким аспектима, подробно анализирано у научној литератури. Разматрани су како основни институти права осигурања, тако и његова улога у функционисању привреде и друштва у

---

„Mifidization of insurance law – back to basics“, *Journal of European Consumer and Market Law* 4/2025, 160. Чак је и у Српском грађанском закону о уговору о осигурању био сврстан међу уговоре „одважне или на срећу“. Вид. С. Јовановић, „Осигурање у Српском грађанском закону из 1844. године – прилог историји правног регулисања уговора о осигурању у Србији“, *Токови осигурања* 3/2022, 24.

<sup>7</sup> A. Lange, J. List, M. Price, „A fundraising mechanism inspired by historical tontines: Theory and experimental evidence“, *Journal of Public Economics* 91/2007, 1750-1974; В. Чоловић, „Основне карактеристике тонтине осигурања“, *Право и привреда* 3/2021, 268-284.

<sup>8</sup> Н. Петровић Томић, 2019, 75; П. Шулејић, 2005, 30; P. Masci, 2011, 40; P. Hellwege, 74; H. Cousy, 20176, 94.

<sup>9</sup> P. Masci, 2011, 27; H. Cousy, 2014, 227; H. Cousy, 2017a, 32; A. van den Hurk, „Transparency in Dutch Insurance Regulation and Financial Supervision“, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*, (eds. P. Marano, K. Noussia), Springer, 2021, 307; G. Plantin, J.-C. Rochet, *When Insurers Go Bust: An Economic Analysis of the Role and Design of Prudential Regulation*, Princeton University Press, 2007, 1. За више вид. Н. Петровић Томић, М. Глинтић, 2025, 157-165.

<sup>10</sup> H. Cousy, 2017a, 32, H. Cousy, 20176, 103.

<sup>11</sup> G. Plantin, J.-C. Rochet, 27-28.

<sup>12</sup> Н. Петровић Томић, 2019, 71-77; Ј. Кочовић, П. Шулејић, Т. Ракоњац Антић, *Осигурање*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду 2010, 60.

<sup>13</sup> Директива 2009/138/ЕЗ Европског парламента и Савета од 25. новембра 2009. године о приступању и обављању делатности осигурања и реосигурања (Солвентност II) (*Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance – Solvency II*), OJ L 335, 17. 12. 2009, у даљем тексту: Директива Солвентност II.

<sup>14</sup> M. Dreher, *Treatises on Solvency II*, Springer Berlin Heidelberg, 2015, 100.

<sup>15</sup> K. Van Hulle, *Solvency Requirements for EU Insurers: Solvency II is Good for You*, Intersentia, Louvain-la-Neuve 2019, 41-43; K Van Hulle, „Solvency II: Reasonable Expectations“, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*, (eds. P. Marano, M. Siri), Palgrave MacMillan, 2017, 313-338; European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), *Solvency II Overview (regulatory principles and risk-based approach)*, [https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/solvency-ii\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/solvency-ii_en), 6. фебруар 2026.

целини.<sup>16</sup> У правној науци посебно су развијене анализе основних института уговора о осигурању, док су у економској литератури истицани ефекти осигурања на развој финансијског система и укупни економски раст. Управо интердисциплинарни карактер ове делатности допринео је томе да се осигурање развије као посебна научна област, на раскршћу права, економије и финансија.<sup>17</sup>

У правној литератури, осигурање се традиционално обрађује двоструко. Са једне стране, предмет анализе је уговор о осигурању, у оквиру које се разматрају питања његовог закључења, као и права и обавезе које из тог уговора произилазе за уговорне стране. Са друге стране, пажња је усмерена на друштва за осигурање као посебну правну форму за обављање делатности осигурања, укључујући услове њиховог оснивања, пословања и надзора.<sup>18</sup> У савременим условима, овај други аспект добија све већи значај, имајући у виду улогу коју друштва за осигурање имају као институционални инвеститори и све важнији учесници на финансијским тржиштима.<sup>19</sup>

У новије време, убрзани економски развој, процеси глобализације и све израженији ризици који превазилазе оквире појединачних држава, намећу нове изазове и нове области истраживања у области осигурања.<sup>20</sup> Посебно место у савременим расправама заузима питање одрживости,<sup>21</sup> које се све више намеће као неизбежан оквир за анализу финансијских делатности.<sup>22</sup> Осигурање, као делатност која по својој природи подразумева дугорочно преузимање обавеза и управљање значајним финансијским средствима, налази се у самом средишту ових расправа.<sup>23</sup> У том контексту, традиционална схватања осигурања као искључиво механизма заштите од ризика све више уступају место сложенијим приступима који у обзир узимају његову финансијску, инвестициону и друштвену улогу.<sup>24</sup>

Полазећи од наведеног, у овом делу рада се од општих уводних разматрања приступа детаљнијој анализи историјског развоја осигурања, његових функција у савременом друштву и разлога који оправдавају његово посебно правно регулисање. Та анализа представља неопходну основу за каснија разматрања облика улагања друштава за осигурање и њихових ограничења, као централне теме ове докторске дисертације.

---

<sup>16</sup> П Шулејић, 2005, 1-15; Н. Петровић Томић, 2019, 28-35; Р. Masci, 2011, 25-68.

<sup>17</sup> W. Rohrbach, „Значај историје осигурања“, *Токови осигурања* 3/2018, 7, 11.

<sup>18</sup> OECD, *Assessing the Solvency of Insurance Companies*, OECD Publications Service, Paris 2003, 9.

<sup>19</sup> В. Његомир, „Осигуравајућа друштва као институционални инвеститори“, *Рачуноводство* 5-6/2010, 50; J. Birds, B. Lynch, S. Milnes, 20-28.

<sup>20</sup> Н. Петровић Томић, 2019, 29-34; J. Birds, B. Lynch, S. Milnes, 3-7; R. Merkin, *Insurance Law: An Introduction*, Routledge, London-New York 2014, 1-6; Kai-Uwe Schanz, *The Role of Insurance in Promoting Social Sustainability*, The Geneva Association, Geneva 2022, 6-9; Association of British Insurers, *Climate Change Roadmap*, updated June 2022, <https://www.abi.org.uk/globalassets/files/publications/public/climate-change/abi-climate-roadmap---080622.pdf>, 07.02.2026.

<sup>21</sup> „Одрживи развој представља најзначајније друштвено кретање.“ А. Секулић, „Вештачка интелигенција у функцији одрживог пословања“, *Право и привреда* 3/2025, 364; K. Van Hulle, 2019, 197-198; M. M. Schanzenbach, R. H. Sitkoff, „Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee“, *Stanford Law Review* 72/2020, 381-382.

<sup>22</sup> Б. Михајловић, „Одрживо корпоративно управљање као услов дугорочног развоја привредних друштава“, *Гласник права* 2/2020, 85; S. Charalampos, „Corporate Sustainability and ESG Factors in Greece and Cyprus: Compliance, Laws and Business Practices, Towards a Holistic Approach“, *Intereulaweast* 2/2022, 289-313.

<sup>23</sup> О становишту да одживост и осигурање имају сличну основну филозофију вид. W. Rohrbach, „Одрживост и осигурање“, *Осигурање и правно-економско окружење-шири и ужи оквир*, *Зборник радова*, Удружење за право осигурања, 2022, 50; A. van den Hurk, „The Role of Prudential Regulation and Supervision of Insurers in Sustainable Finance“, *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, second edition, (eds. D. Busch, G. Ferranini, S. Grünewald,), Palgrave Macmillan, London 2024, (2024a), 375.

<sup>24</sup> K. U. Schanz, 6-9; Association of British Insurers, 4-9; J. Пак, 163.

## 1.2. Историјски развој осигурања

Развој улагања имовине друштава за осигурање не може се сагледавати изоловано, већ искључиво у контексту развоја саме делатности осигурања и еволуције њених основних функција.<sup>25</sup> Улагања друштава за осигурање проистичу из саме природе осигурања као привредне делатности, његове специфичне финансијске структуре и начина на који се у различитим историјским периодима обликовао однос између преузетих ризика и прикупљених новчаних средстава.<sup>26</sup> Како су се мењали економски услови, степен развоја финансијских тржишта и улога осигурања у друштву, тако су се мењали и циљеви, облици и ограничења улагања имовине друштава за осигурање.<sup>27</sup> Стога се историја улагања друштава за осигурање мора посматрати као динамичан процес који одражава постепену трансформацију осигурања од једноставног механизма заштите од ризика ка сложеној финансијској делатности са израженом инвестиционом функцијом.<sup>28</sup>

Осигурање спада у најстарије облике организованог одговора на ризик,<sup>29</sup> које ће се тек кроз дуготрајан процес постепено институционализовати.<sup>30</sup> Његови зачеци могу се уочити у примитивним облицима узајамне помоћи и солидарности, који су постојали у различитим историјским и културним контекстима као начин ублажавања последица неизвесних и штетних догађаја.<sup>31</sup> У тим раним фазама, заштита од ризика није имала изразито правни карактер, већ се заснивала на обичајима, моралним нормама и заједничком интересу припадника одређене заједнице.<sup>32</sup>

Развој трговине, а нарочито поморске трговине, довео је до појаве сложенијих механизма расподеле ризика, који представљају непосредне претече савременог осигурања. Средњовековни трговачки уговори и поморска осигурања постепено су уводили елементе планираног преузимања ризика уз накнаду, али су дуго били посматрани са подозрењем. Због изражене неизвесности исхода и везе са случајем, осигурање је често било изједначавано са шпекулативним пословима и уговорима на срећу, што се одразило и на његов правни третман.<sup>33</sup>

Кључни преокрет у развоју осигурања наступа са напретком математике, статистике и актуарске науке, који је омогућио рационално процењивање ризика и научно утемељено формирање премија.<sup>34</sup> Паралелно са тим, долази и до постепене правне артикулације института осигурања, како кроз развој уговора о осигурању, тако и кроз стварање нормативног оквира за обављање ове делатности. Осигурање се на тај

---

<sup>25</sup> C. Pugnetti, L. Stricker, S. Egli, „The Role of Insurance in Sustainability“, *The Sustainable Organization - How Organizations Address the 17 UN SDGs Using the 3-P-Model*, (eds. P. Wollmann, D. Pemler, M. Ndrevataj), Springer, 2025, 303.

<sup>26</sup> В. Његомир, 2010, 50; Р. Masci, 2011, 25–68.

<sup>27</sup> С. Јовановић, Озрен Узелац, „Традиционалне правне установе и право осигурања“, *Европска ревија за право осигурања* 1/2020, 8-15.

<sup>28</sup> Р. Masci, 2011, 25–68.

<sup>29</sup> П. Шулејић, 2005, 11; Ј. Кочовић, П. Шулејић, Т. Ракоњац Антић, 39; В. Његомир, 2010, 50.

<sup>30</sup> П. Шулејић, 2005, 11; Ј. Кочовић, П. Шулејић, Т. Ракоњац Антић, 39; Н. Cousy, 2017б, 90-94.

<sup>31</sup> W. Rohrbach, 2018, 9; В. Његомир, „Специфичности и значај маркетинга за успех у пословању осигуравајућих друштава“, *Европска ревија за право осигурања* 1/2024, 74.

<sup>32</sup> Р. Masci, 2011) 27-29; Y. Lambert-Faivre, L. Leveneur, 3-12; П. Шулејић, 2005, 30.

<sup>33</sup> Н. Cousy, 2017а, 32; Y. Lambert-Faivre, L. Leveneur, 3.

<sup>34</sup> Р. Masci, 2011, 40; Р. Hellwege, 74; В. Његомир, 2024, 74.

начин трансформисало из спорног и нестабилног правног феномена у признату и регулисану привредну делатност.<sup>35</sup>

У савременим правним системима, осигурање је афирмисано као сложена правна и економска институција, која обавља вишеструке функције у друштву. Оно више не представља само средство индивидуалне заштите од ризика, већ и важан инструмент економске стабилности, социјалне сигурности и развоја финансијских тржишта и тржишта капитала. Управо ова еволуција створила је основу за развој улагања друштава за осигурање као посебног и правно релевантног питања.<sup>36</sup>

### 1.3. Историјски развој улагања имовине друштава за осигурање

Улагања имовине друштава за осигурање појављују се као логична последица специфичног начина финансирања ове делатности. Прикупљање премија унапред, пре настанка осигураног случаја, доводи до акумулације значајних финансијских средстава, што већ у раним фазама развоја осигурања отвара питање њиховог чувања, очувања вредности и употребе.<sup>37</sup>

У иницијалним фазама правне регулације осигурања, инвестициона политика улагања друштава за осигурање морала је бити изразито конзервативна и усмерена ка најсигурнијим облицима пласмана, пре свега државним хартијама од вредности и другим инструментима ниског ризика.<sup>38</sup> Основни циљ таквог приступа био је обезбеђивање ликвидности и сигурности, односно способности друштава за осигурање да у сваком тренутку испуне своје обавезе према осигураницима.<sup>39</sup> Правна регулатива у том периоду имала је претежно рестриктиван карактер и ослањала се на квантитативна ограничења и унапред утврђене категорије дозвољених улагања.

Развој финансијских тржишта и појава нових финансијских инструмената довели су до постепене диверсификације улагања друштава за осигурање. Истовремено, раст обима средстава којима ова друштва располажу условио је њихово позиционирање као значајних институционалних инвеститора.<sup>40</sup> Улагања друштава за осигурање тиме престају да буду искључиво питање њихове унутрашње финансијске политике и постају фактор од значаја за функционисање и стабилност финансијског система у целини.<sup>41</sup>

Савремена фаза развоја улагања друштава за осигурање карактерише се померањем регулаторног фокуса са строгих формалних и квантитативних ограничења ка систему који се заснива на управљању ризицима, процени адекватности капитала и укупне солвентности.<sup>42</sup> Овај развојни пут кулминира увођењем сложених регулаторних

<sup>35</sup> У литератури се истиче да осигурање данас припада једној нарегулисанијих привредних делатности. Вид. F. Kühnhausen, „Директива о Солвентности II – status quo и кораци напред“, *Европска ревија за право осигурања* 3/2016, 50; Н. Петровић Томић, М. Глинтић, 2025, 160.

<sup>36</sup> P. Masci, 2011, 25–68; В. Његомир, 2010, 50–68.

<sup>37</sup> P. Masci, 2011, 47; Б. Маровић, В. Његомир, „Осигуравајућа друштва у улози институционалних инвеститора“, 26, *Сусрет осигуравача и реосигуравача Сарајево (СОРС)*, 2015, 29; K. Van Hulle, 2019, 6.

<sup>38</sup> K. Van Hulle, 2019, 10; В. Његомир, 2010, 53–56; А. Момчиловић, *Друштва за осигурање на финансијском тржишту*, Универзитет Сингидунум, Београд 2014, 41–44.

<sup>39</sup> J.L. Bellando et alia, 985; J. Birds, B. Lynch, S. Milnes, 456.

<sup>40</sup> Ј. Лабудовић, „Улога и значај компанија за осигурање живота као институционалних инвеститора на финансијском тржишту“, *Ревиија за право осигурања* 4/2007, 31; Б. Маровић, В. Његомир, 26–27.

<sup>41</sup> В. Његомир, 2010, 50–68; А. Момчиловић, 100–105; Oliver Wyman, Insurance Europe, *Funding the future Insurers' role as institutional investors*, 2013, 7–15; K.-U. Schanz, 14–22.

<sup>42</sup> M. Dreher, 133–135; M. Grazia Starita, I. Malafronte, *Capital Requirements, Disclosure, and Supervision in the European Insurance Industry-New Challenges towards Solvency II*, Palgrave Macmillan, 2014, 1–3.

оквира, као што је систем Солвентност II, у којем се улагања имовине друштава за осигурање посматрају као интегрални део свеобухватног концепта финансијске стабилности, транспарентности и одговорног управљања ризицима.<sup>43</sup>

#### **1.4. Функције осигурања и њихов утицај на улагања имовине друштава за осигурање**

Разматрање улагања имовине друштава за осигурање није могуће без претходног сагледавања функција које осигурање обавља у савременом друштву.<sup>44</sup> Функције осигурања одражавају његову економску, правну и друштвену улогу и непосредно утичу на начин на који се обликује инвестициона политика друштава за осигурање. Управо кроз анализу ових функција може се разумети зашто улагања имовине осигураваача имају специфичности које их разликују од улагања других привредних субјеката.

##### **1.4.1. Заштитна функција осигурања и захтев сигурности улагања**

Основна и историјски најстарија функција осигурања јесте заштитна функција, која се огледа у пружању економске заштите од ризика који угрожавају имовину или личност осигураника.<sup>45</sup> Суштински, она је основни разлог постојања осигурања.<sup>46</sup> Та функција подразумева способност друштва за осигурање да у тренутку остварења ризика испуни своје обавезе и обезбеди накнаду штете или исплату осигуране суме.<sup>47</sup>

Заштитна функција директно утиче на улагања имовине друштава за осигурање, јер поставља захтев да та улагања буду пре свега сигурна и ликвидна.<sup>48</sup> Приоритет очувања способности за испуњење обавеза према осигураницима и корисницима осигурања условљава да инвестициона политика не сме бити искључиво усмерена ка остваривању профита, већ мора бити подређена очувању стабилности и континуитета

---

<sup>43</sup> J.L. Bellando et alia, 985; P. Masci, 2011, 45-46; M. Dreher, 50; K. Van Hulle, 2019, 197.

<sup>44</sup> Шулејић истиче 6 функција осигурања: 1) заштита осигураника и једна врста штедње, 2) заштита трећих лица, обезбеђивање заштите осигураника и трећих лица, 3) брза репарација насталих штета, а тиме и отклањање застоја у процесу производње, 4) делатност од друштвеног интереса, јер као јавна служба као подлеже посебној регулацији ради заштите уговорних страна и солвентности осигураваача, 5) превентивна улога у управљању ризицима и расподела великих ризика путем осигурања и реосигурања, 6) међународна функција осигурања где се путем директног осигурања или реосигурања последице националних несрећа распоређују дефинитивно на привреду разних земаља, и тиме доприноси општој стабилности. Брзу репарацију насталих штета и отклањање застоја у процесу производње повезује са штедњом, која служи за формирање капитала који се може користити за инвестиције и као средство инвестиција доприноси привредном развоју. Вид. П. Шулејић, 2005, 11; Ј. Кочовић, П. Шулејић, Т. Ракоњац Антић, 39. Његомир истиче пет кључних функција осигурања: чување, односно заштита имовине, унапређење кредита, размене и трговине, мобилизација новчаних средстава (финансијска функција), ефикасна алокација капитала и побољшање животних услова (социјална функција). Вид. В. Његомир, 2010, 57; В. Његомир, „Тржиште осигурања и улога државе: стање и перспективе финансирања катастрофа“, *Финансије* 1-6/2011 (2011а), 259.

<sup>45</sup> П. Шулејић, (2005), 167; Ј. Кочовић, П. Шулејић, Т. Ракоњац Антић, 50.

<sup>46</sup> „Главни разлог за куповину полисе осигурања је преношење ризика са појединаца на друштво за осигурање.“ Вид. С. Остојић, „Неопходност реструктурирања осигуравајућих друштава у Србији“, *Привредна изградња* 1-2/2004, 78-79; Упор. В. Његомир, „Управљање одштетним захтевима у осигуравајућим друштвима“, *Рачуноводство* 9-10/2009, 109, (2009а); В. Његомир, 2010, 50; В.Његомир, 2011а, 267; P. Masci, 2011, 47.

<sup>47</sup> J. Birds, B. Lynch, S. Milnes, 456; P. Masci, 2012, 31; Р. Тепавац, А. Николић, Д. Цвијановић, „Значај управљања ризицима у осигурању за економски развој земље“, *Теме* 4/2012, 1802; Б. Ненадић, „Нови облици контроле државе над радом организација за осигурање“, *Право и привреда* 5-8/2000, 739.

<sup>48</sup> K. Van Hulle, 2019, 360.



пословања.<sup>49</sup> Управо из овог разлога, улагања имовине друштава за осигурање традиционално имају конзервативнији карактер у односу на улагања других учесника на финансијском тржишту.<sup>50</sup>

#### **1.4.2. Финансијска и акумулативна функција осигурања**

Поред заштитне функције, осигурање има и изражену финансијску, односно акумулативну функцију.<sup>51</sup> Прикупљањем премија од великог броја осигураника, друштва за осигурање мобилишу значајна финансијска средства која се временом акумулирају у њиховој имовини. Та акумулација средстава представља један од кључних предуслова за развој инвестиционе функције осигурања.<sup>52</sup>

Финансијска функција осигурања утиче на улагања тиме што ствара потребу за активним управљањем акумулираним средствима. Иако је основни циљ очување способности за испуњење обавеза, акумулирана средства не могу остати неактивна, већ се морају улагати како би се очувала њихова вредност и обезбедила одрживост пословања.<sup>53</sup> На тај начин, улагања постају неизбежан елемент финансијске функције осигурања.

На овом месту треба посебно истаћи да улагања имовине друштава за осигурање прате сталну напетост између захтева за ликвидношћу и потребе за остваривањем одговарајућег профита. Са једне стране, друштва за осигурање морају бити у могућности да у сваком тренутку испуне своје обавезе према осигураницима, што упућује на сигурна и лако уновчива улагања.<sup>54</sup> Са друге стране, очување реалне вредности акумулираних средстава и дугорочна одрживост пословања захтевају инвестирање које обезбеђује профит, а то по правилу подразумева преузимање одређеног степена ризика и дуже везивање капитала. Управо у том сукобу између ликвидности и профитабилности огледа се једна од основних специфичности инвестиционе политике друштава за осигурање и један од кључних разлога за њено посебно правно уређивање.<sup>55</sup>

#### **1.4.3. Развојна функција осигурања**

Осигурање има и значајну развојну функцију, која се огледа у његовом доприносу стабилности и предвидљивости привредних односа.<sup>56</sup> Омогућавајући пренос ризика са појединаца и привредних субјеката на осигураваче, осигурање ствара услове за предузимање економских активности које би иначе биле превише ризичне, чиме подстиче инвестиције и привредни раст.<sup>57</sup> На тај начин, улагања имовине друштава за

---

<sup>49</sup> Ј. Костић, „Инвестирање друштава за осигурање на тржишту капитала Републике Србије“, *XXI Међународни научни скуп Одговорност за штету, накнада штете и осигурање*, Институт за упоредно право, Београд 2018, 463.

<sup>50</sup> В. Његомир, 2010, 60; К. Van Hulle, 2019, 9-12.

<sup>51</sup> Ј. Лабудовић, 2007, 30-31; В. Његомир, 2011а, 261-262.

<sup>52</sup> Ј. Лабудовић, 2007, 30; Ј. Кочовић, П. Шулејић, Т. Ракоњац Антић, 50; В. Његомир, 2010, 57-58; М. Сокић, „Осигуравајуће куће као институционални инвеститори у Републици Србији“, *Токови осигурања* 4/2015, 51; D. Focarelli, „Why Insurance Regulation Is Crucial for Long-Term Investment and Economic Growth“, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*, (eds. P. Marano, M. Siri), Palgrave MacMillan, 2017, 346; P. Masci, 2012, 23-25.

<sup>53</sup> Б. Маровић, В. Његомир, 30; R. Merkin, 2014, 6-10; К. Van Hulle, 2019, 5-8.

<sup>54</sup> W. Rohrbach, 2022, 55.

<sup>55</sup> Ј. Лабудовић, 2007, 31-33; В. Његомир, 2010, 50-51; К. Van Hulle, 2019, 5-12.

<sup>56</sup> P. Masci, 2011, 25; Б. Ненадић, 740.

<sup>57</sup> Н. Петровић Томић, „О ограниченој и усмереној слободи уговарања у уговорном праву осигурања: Феномен „покоравања“ уговора о осигурању“, *Анали Правног факултета у Београду* 1/2020, 105; Oliver Wutman, *Insurance Europe*, 10, 12; В. Његомир, 2010, 57; В. Његомир, 2011а, 260, 267; Н. Cousy, 2017а; Р. Тепавац, А. Николић, Д. Цвијановић, 1802.

осигурање добијају шири економски значај. Као дугорочни инвеститори, осигуравачи могу усмеравати средства ка пројектима од значаја за развој привреде, инфраструктуре и финансијских тржишта.<sup>58</sup> Развојна функција осигурања стога утиче на структуру улагања друштава за осигурање, подстичући оријентацију ка дугорочним и стабилним инвестицијама које су у складу са природом обавеза из осигурања.<sup>59</sup>

Истраживања у економској литератури указују на постојање значајне корелације између развоја финансијског система и економског раста. У том контексту, осигурање се препознаје као један од важних фактора економског развоја.<sup>60</sup> Његов допринос огледа се у више аспеката, као што су омогућавање економских трансакција кроз пренос ризика и накнаду штете, подстицање управљања ризицима и развоја безбеднијих пословних пракси, подршка стабилним облицима штедње и пензијском осигурању и у обезбеђивању дугорочних инвестиционих стратегија које доприносе стабилности финансијског система.<sup>61</sup>

#### 1.4.4. Социјална функција осигурања и јавни интерес

Поред економских функција, осигурање обавља и важну социјалну функцију.<sup>62</sup> Кроз обезбеђивање економске сигурности у случају остварења ризика, осигурање доприноси смањењу социјалних последица штетних догађаја и у одређеној мери растеређује државу од обавезе интервенције.<sup>63</sup> Социјална функција осигурања даје посебну тежину питању улагања имовине друштава за осигурање, јер стабилност и одрживост ових улагања имају директан утицај на шири друштвени интерес.<sup>64</sup> Из тог разлога, улагања осигуравача не могу се посматрати искључиво као приватна ствар пословне политике, већ као активност која има последице по друштво у целини.<sup>65</sup> Овај аспект представља један од кључних аргумената за укључивање државе у регулисање инвестиционе делатности осигуравача.<sup>66</sup>

Иако се у компанијском праву традиционално се полази од становишта да привредно друштво није социјална установа, већ правни субјект чији је основни циљ остваривање економских интереса, у савременој теорији све више прихвата приступ који у већој мери уважава интересе других носилаца ризика пословања привредног друштва, као и друштва у целини, иако још увек није јасно у ком степену то мора

---

<sup>58</sup> Ј. Кочовић, П. Шулејић, Т. Ракоњац Антић, 53.

<sup>59</sup> Ј. Лабудовић, 2007, 30.

<sup>60</sup> P. Masci, 2012, 37.

<sup>61</sup> P. Masci, 2011, 53; В. Његомир, 2010, 51-52; K.-U. Schanz, 6-12; За детаљније вид. Б. Маровић, В. Његомир, 27-29; D. Focarelli, 339-340.

<sup>62</sup> R. Merkin, 2014, 4-6; K.-U. Schanz, 6-12.

<sup>63</sup> Oliver Wyman, Insurance Europe, 10, 12; Ј. Кочовић, П. Шулејић, Т. Ракоњац Антић, 48-50; В. Његомир, Ј. Демко Рихтер, „Друштвена одговорност предузећа као елемент стратегије осигуравајућих друштава“, *Токови осигурања* 4-2021, 93; Y. Lambert-Faivre, L. Leveneur, 15-18.

<sup>64</sup> М. Васиљевић, „Друштвена одговорност компанија (од политике, преко морала, до права)“, *Анали Правног факултета у Београду* 1/2013, 7.

<sup>65</sup> В. Његомир, 2010, 52; В. Његомир, 2011а, 267; В. Његомир, З. Петровић, „Предузетништво у осигурању: значај и правни принципи друштвено одговорног пословања осигуравача“, *Страни правни живот* 1/2017, 109; М. Ђеха, Н. Ђеха, М. Лукић, „Друштвена одговорност у пословању као важан принцип савременог пословања“, *Европска ревија за право осигурања* 1/2022, 25-27.

<sup>66</sup> В. Његомир, 2011а, 268; З. Ђурић, З. Јовановић, „Изазови у примени Директиве о Солвентности II у Србији“, *Европска ревија за право осигурања* 4/2015, 10; Y. Lambert-Faivre, L. Leveneur, 18-22; K. J. Hopt, „Corporate Purpose and Stakeholder Value – Historical, Economic and Comparative Law remarks on the Current Debate, Legislative Options and Enforcement Problems“, *ECGI Law Working Paper*, No. 690/2023, <https://ssrn.com/abstract=4390119>, 17. 10. 2025, 41-43; K.-U. Schanz, 10-15.

чинити.<sup>67</sup> Овакав приступ у данашње време добија и нови одраз кроз укључивање аспеката одрживог развоја у циљеве пословања друштава за осигурање.

#### **1.4.5. Инвестициона функција осигурања као спона права осигурања и финансијских тржишта**

Све наведене функције у савременим условима конвергирају ка инвестиционој функцији осигурања.<sup>68</sup> Захваљујући континуираном приливу капитала друштва за осигурање се могу сматрати значајним институционалним инвеститорима.<sup>69</sup> Тако улагања имовине друштава за осигурање постају самосталан и структурно значајан елемент њиховог пословања, чиме осигурање преузима улогу активног учесника на финансијском тржишту.<sup>70</sup>

Инвестициона делатност друштава за осигурање има вишеструки значај, јер доприноси њиховој ликвидности и профитабилности, али и повећању сигурности корисника услуга осигурања. Истовремено, приходи од инвестиција могу ублажити ефекте инфлације и утицати на смањивање премије осигурања, посебно у области животних осигурања, док је у области неживотних осигурања нужно усмерити инвестиције ка тржишту капитала ради ублажавања великих губитака у случају остваривања катастрофалних ризика. Због тога је подстицање инвестиција друштава за осигурање од посебног значаја, при чему кључну улогу има држава кроз одговарајући регулаторни оквир.<sup>71</sup>

Инвестициона функција осигурања представља спону између права осигурања и права финансијских тржишта. Са једне стране, она је условљена специфичностима осигурања као делатности засноване на управљању ризиком и дугорочним обавезама.<sup>72</sup> Са друге стране, она подразумева примену правила и механизма карактеристичних за финансијска тржишта.<sup>73</sup> Управо из тог разлога, улагања имовине друштава за осигурање заузимају централно место у савременим расправама о регулаторним моделима, што ће бити предмет анализе у наредном поглављу.

---

<sup>67</sup> В. Радовић, „Циљ привредног друштва са освртом на актуелну пандемију“, *Ревизија Копаоничке школе природног права* 2/2021, 26-52.

<sup>68</sup> Р. Masci, 2011, 53-54; Ј. Кочовић, П. Шулејић, Т. Ракоњац Антић, 53-54; Б. Ненадић, 740; В. Његомир, 2010, 50; Б. Маровић, В. Његомир, 30; М. Сокић, 2015, 49.

<sup>69</sup> С. Остојић, 80-81; Ј. Костић, 2018, 464; Ј. Костић, V. Ranaldi, „Investment Policy of Insurance Companies with Special Reference to the Republic of Serbia in the EU Accession Perspective“, *XXIV Међународни научни скуп Проузроковање штете, накнада штете и осигурање, Зборник радова*, Институт за упоредно право, Београд 2021, 313.

<sup>70</sup> Ј. Лабудовић, 2007, 30; Б. Маровић, В. Његомир, 29; Ј. Birds, „Insurance Law in the United Kingdom“, *International Encyclopaedia for Insurance Law* (ed. Н. Cousy), Wolters Kluwer, 2018, 21; Oliver Wyman, Insurance Europe, 10, 12; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, *Innovations in insurance – from traditional to modern market*, Универзитет у Београду, Економски факултет, Београд 2025, 253; К.-U. Schanz, 12-18; R. Merkin, 2014, 5-8.

<sup>71</sup> Ј. Костић, 2018, 464-465.

<sup>72</sup> Ј. Пак, 163.

<sup>73</sup> D. Focarelli, 346; В. Његомир, 2010, 50-68.

### **1.5. Разлози посебног правног регулисања улагања имовине друштава за осигурање**

Посебно правно регулисање улагања имовине друштава за осигурање не представља случајно или изоловано законодавно решење, већ је директна последица специфичних функција које осигурање обавља у савременом друштву. Како је изложено у претходном поглављу, осигурање истовремено испуњава заштитну, финансијску, развојну, социјалну и инвестициону функцију, при чему свака од њих поставља одређене захтеве у погледу начина на који се управља имовином осигураваача. Управо у тој вишеслојности функција лежи основни разлог зашто се улагања имовине друштава за осигурање не могу препустити искључиво аутономији тржишних механизма.<sup>74</sup>

#### **1.5.1. Заштита осигураника као примарни разлог регулације**

Први и основни разлог посебног правног регулисања улагања имовине друштава за осигурање произлази из заштитне функције осигурања.<sup>75</sup> Како је већ истакнуто приликом анализе те функције као примарне функције осигурања, суштина ове делатности огледа се у способности осигураваача да у тренутку остварења ризика испуни своје уговорне обавезе према осигураницима.<sup>76</sup> Та способност је непосредно условљена стабилношћу и квалитетом улагања имовине.<sup>77</sup>

За разлику од других привредних субјеката, друштва за осигурање управљају средствима која су по својој економској и правној природи везана за будуће, често дугорочне обавезе. Неадекватна или прекомерно ризична улагања могу довести у питање могућност исплате осигураних накнада, чиме би била угрожена основна сврха осигурања.<sup>78</sup> Из тог разлога, законодавац интервенише у инвестициону слободу осигураваача, постављајући ограничења и правила која имају за циљ заштиту интереса осигураника као слабије уговорне стране.<sup>79</sup> Јер Солвентност II не уређује питања заштите потрошача, али ипак индиректно доприноси њиховој заштити, нарочито на колективном нивоу.<sup>80</sup>

#### **1.5.2. Финансијска стабилност и очување акумулираних средстава**

Други значајан разлог за посебно регулисање улагања имовине друштава за осигурање произлази из финансијске и акумулативне функције осигурања. Акумулација великих новчаних средстава кроз премије осигурања чини друштва за

---

<sup>74</sup> J. Birds, 2018, 40; З. Ђурић, З. Јовановић, 10.

<sup>75</sup> R. Merkin, 2015, 457; K. Van Hulle, 2019, 360.

<sup>76</sup> K. Van Hulle, 2019, 9; K. Van Hulle, „Prudential supervision: capital standards in a risk-based solvency regime“, *Research Handbook on International Law and Regulation* (eds. J. Burling, K.Lazarus), Edward Elgar Publishing Limited, 2023<sup>2</sup>, 368.

<sup>77</sup> OECD, 2003, 9-10.

<sup>78</sup> K. Van Hulle, 2019, 3.

<sup>79</sup> У пресудама од 4. децембра 1986. године Суд правде Европских заједница указао је на посебну потребу заштите корисника услуге осигурања. Као разлози наведени су специфичност осигурања као услуге повезане са неизвесним будућим догађајима, могућност да се осигураник нађе у несигурном положају ако остане без накнаде након наступања осигураног случаја, тешкоће у процени уговорних услова и финансијске стабилности осигураваача, као и потреба заштите трећих лица с обзиром на масовни карактер осигурања. Вид. OECD, 9; М. Сокић, 2015, 43.

<sup>80</sup> M. Dreher, 28, 67.

осигурање финансијски значајним субјектима, чије пословање може имати системске последице.<sup>81</sup>

Улагања имовине друштава за осигурање не утичу само на њихов појединачни пословни резултат, већ и на стабилност финансијског система у целини.<sup>82</sup> Из тог разлога, правна регулатива настоји да обезбеди да управљање акумулираним средствима буде усклађено са принципима сигурности, диверсификације и одрживости.<sup>83</sup> Посебан правни режим улагања представља инструмент којим се спречава да краткорочни интереси профитабилности угрозе дугорочну финансијску стабилност друштава за осигурање.

### **1.5.3. Развојна функција осигурања и усмеравање инвестиција**

Како осигурање има значајну развојну функцију, она има директне импликације на улагања имовине друштава за осигурање. Њен допринос стабилности привредних односа и реализацији економских активности које подразумевају повећан ризик представљају један од главних разлога државне интервенције.<sup>84</sup> Наиме, посебно правно регулисање улагања омогућава да се инвестициони потенцијал осигуравача усмерава ка дугорочним и стабилним пројектима који су у складу са природом њихових обавеза.<sup>85</sup> Захваљујући акумулативној функцији осигурања и стабилном приливу средстава, друштва за осигурање су у оптималној позицији да усмеравају своја улагања ка дугорочним инвестицијама које даље омогућавају стабилне и предвидиве новчане токове.

Из тог разлога, правна регулатива треба да буде таква да стимулише дугорочне инвестиције осигуравача, економског или социјалног карактера,<sup>86</sup> а нарочито инфраструктурне инвестиције као што су изградња путева, управљање отпадом и улагање у обновљиве изворе енергије.<sup>87</sup> Истовремено, регулатива треба да служи као коректив који спречава да осигуравачи, у потрази за већим профитом, преузму ризике који нису у складу са њиховом улогом у финансијском систему.<sup>88</sup> На тај начин, правна правила о улагањима постају инструмент усклађивања приватних и јавних интереса.

### **1.5.4. Социјална функција осигурања и јавни интерес**

Социјална функција осигурања, представља додатни аргумент за посебно правно регулисање улагања имовине друштава за осигурање. Наиме, како осигурање доприноси ублажавању социјалних последица ризика и у одређеној мери замењује или допуњује улогу државе у покривању социјалних ризика, стабилност осигуравача постаје питање јавног интереса.<sup>89</sup>

---

<sup>81</sup> А. Момчиловић, 33–34; В. Његомир, 2010, 50–58; K.-U. Schanz, 6–10; International Association of Insurance Supervisors (IAIS), *Insurance Core Principles and Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups*, Basel 2024, 10–17, ICP 16 и 24, у даљем тексту Insurance Core Principles.

<sup>82</sup> В. Његомир, 2010, 51; Oliver Wyman, Insurance Europe, 10, 12; K. Van Hulle, (2019), 11; A. M. Arena, Does Insurance Market Activity Promote Economic Growth? *Journal of Risk and Insurance*, 2008, 921–946; K.-U. Schanz, 10–15; International Association of Insurance Supervisors (IAIS), *Global Insurance Market Report*, Basel 2019, 04–8. Insurance Core Principles, 10–17.

<sup>84</sup> K. Van Hulle, 2019, 9; В. Његомир, 3. Петровић, 114.

<sup>85</sup> D. Focarelli, 339–340; P. Masci, 2011, 25–68.

<sup>86</sup> F. Regele, *Infrastructure Investments: Regulatory Treatment and Optimal Capital Allocation under Solvency II*, Springer Gabler, 2018, 9.

<sup>87</sup> *Ibid.*

<sup>88</sup> Н. Петровић Томић, 2019, 289–296; K. Van Hulle, 2019, 75–83; R. Merkin, 2014, 122–128; ICP 15 и ICP 16.

<sup>89</sup> K. Van Hulle, 2019, 9; K.-U. Schanz, 6–12; Insurance Core Principles, ICP 1 и ICP 2.

Из изложеног се може закључити да су развојна и социјална функција осигурања уско повезане. Кроз развојну функцију осигурање доприноси стабилности привредних односа и омогућава реализацију економских активности које подразумевају повећан ризик,<sup>90</sup> док социјална функција има директне импликације на остваривање социјалних циљева кроз стимулсање улагања у здравствени и образовни систем, културу и државну администрацију,<sup>91</sup> а у последње време се све више истиче значај улагања у пројекте који доприносе одрживом развоју.

У том контексту, улагања имовине друштава за осигурање не могу се посматрати као искључиво „приватна“ економска активност.<sup>92</sup> Њихови ефекти се рефлектују на шире друштвене токове, што оправдава појачану улогу државе у надзору и регулисању инвестиционе делатности осигураваача.<sup>93</sup> Посебан правни режим улагања служи као механизам заштите не само осигураника, већ и друштва у целини.<sup>94</sup>

#### **1.5.5. Инвестициона функција осигурања и потреба за нормативним оквиром**

На крају, инвестициона функција осигурања, као синтеза свих претходно наведених функција, представља непосредан разлог за развој сложених регулаторних оквира у овој области.<sup>95</sup> Како друштва за осигурање све више делују као институционални инвеститори, њихова улагања постају предмет интересовања не само финансијског права, већ и права осигурања.<sup>96</sup> Посебно правно регулисање улагања имовине друштава за осигурање омогућава да се инвестициона активност ових субјеката уклопи у шири регулаторни систем финансијских тржишта, уз очување специфичности које произлазе из природе осигурања.<sup>97</sup>

Управо из наведених разлога, посебно правно регулисање улагања имовине друштава за осигурање у савременим правним системима превазилази оквир појединачних националних решења и добија системски карактер. Тај системски приступ најпотпуније је остварен у праву Европске уније кроз увођење јединственог регулаторног оквира Солвентност II, који улагања имовине осигураваача не посматра изоловано, већ као интегрални део свеобухватног режима солвентности, управљања ризицима и надзора.<sup>98</sup>

У том оквиру, инвестициона активност друштава за осигурање подређена је основној функцији осигурања која се огледа у способности да се у сваком тренутку обезбеди испуњење преузетих обавеза према осигураницима, али је истовремено уклопљена у шири регулаторни систем финансијских тржишта. Према приступу садржаном у одредбама Директиве Солвентност II, осигураваачи су дужни да успоставе равнотежу између ризика повезаних са инвестицијама, обавеза према осигураницима, регулаторних захтева и сопствене солвентности.<sup>99</sup>

Посебан значај при томе има принцип разумног улагача (*prudent person principle*), којим се напушта искључиво формално-квантитативни приступ инвестиционим ограничењима и у први план ставља одговорност осигураваача за укупни ризични

---

<sup>90</sup> K. Van Hulle, 2019, 9; В. Његомир, З. Петровић, 114.

<sup>91</sup> F. Regele, 9.

<sup>92</sup> K. J. Hopt, 2023, 41-43; М. Васиљевић, 2013, 7.

<sup>93</sup> K. Van Hulle, 2019, 360.

<sup>94</sup> K. Van Hulle, 2019, 63-71; K.-U. Schanz, 10-18.

<sup>95</sup> Ј. Костић, V. Ranaldi, 2021, 312; В. Његомир, 2010, 50-68; K. Van Hulle, 2019, 61-70; K.-U. Schanz, 14-20.

<sup>96</sup> K. J. Hopt, 2023, 41-43; P. Masci, 2011, 54-55; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 253.

<sup>97</sup> K. Van Hulle, 2019, 73-81, 233-245.

<sup>98</sup> K. Van Hulle, 2019, 1-6; Ј. Костић, V. Ranaldi, 2021, 312; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 253.

<sup>99</sup> Ј. Костић, 2018, 464-465.

профил и структуру улагања, као и дугорочну одрживост пословања.<sup>100</sup> На тај начин, Солвентност II представља нормативну кристализацију економских, актуарских и правних основа савременог осигурања и полазну тачку за анализу улагања имовине друштава за осигурање у савременом европском праву.

---

<sup>100</sup> Чл. 132 Директиве Солвентност II; K. Van Hulle, 2019, 73–81; J. Костић, V. Ranaldi, 2021, 312;

## ГЛАВА II

### РЕГУЛАТОРНИ ОКВИР УЛАГАЊА ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ

#### 1.1. Уводна разматрања: историјски развој концепта солвентности у осигурању

Солвентност друштва за осигурање представља његову способност да у сваком тренутку, у свим разумно предвидивим околностима, благовремено и у потпуности измирује све обавезе које произлазе из уговора о осигурању, као и друге финансијске обавезе према повериоцима.<sup>101</sup>

Концепт солвентности у осигурању развијао се упоредо са еволуцијом саме делатности осигурања и променама у начину на који се схвата однос између преузетих ризика, прикупљених средстава и способности осигураваача да дугорочно испуњава своје обавезе. У најранијим фазама развоја осигурања, питање солвентности није било предмет систематског правног регулисања, већ се сводило на фактичку способност осигураваача да исплати накнаду у случају остварења ризика, ослођену пре свега на лични углед, имовину и поверење унутар заједнице.<sup>102</sup>

Са институционализацијом осигурања и појавом специјализованих друштава за осигурање, солвентност постепено постаје предмет правног регулисања. На тај начин држава манифестује свој интерес да осигураваач увек буде способан да изврши преузете обавезе.<sup>103</sup> Рани регулаторни модели били су засновани на формалним и квантитативним критеријумима, као што су минимални износ капитала, резерви или ограничења у погледу дозвољених улагања. Такав приступ, иако релативно једноставан за примену, није у довољној мери одражавао стварни ризични профил пословања осигураваача, нити сложеност њихових обавеза.<sup>104</sup>

Убрзан развој финансијских тржишта од седамдесетих година прошлог века, који је довео до појаве нових финансијских инструмената и раст системског значаја осигураваача као институционалних инвеститора условили су потребу за софистициранијим приступом солвентности.<sup>105</sup> Постаје јасно да формално испуњавање квантитативних захтева не гарантује нужно стварну финансијску стабилност, нарочито у условима повећане тржишне волатилности и сложених ризика.<sup>106</sup>

У том контексту долази до постепеног преласка са статичког и нормативно ригидног схватања солвентности ка динамичком, на ризику заснованом концепту, у којем се солвентност посматра као резултат интеракције капитала, структуре улагања, управљања ризицима и квалитета унутрашњих процеса осигураваача.<sup>107</sup> Овако конципиран развој солвентности посебно је дошао до изражаја у праву Европске уније, у којем је напуштен модел формалних и статичких капиталних захтева и замењен интегрисаним регулаторним оквиром заснованим на ризику.<sup>108</sup> Након успостављања

<sup>101</sup> OECD, 2003, 10; P. Masci, 2012, 31; Б. Маровић, В. Његомир, 59-60; K. Van Hulle, 2019, 367; 33. K. Van Hulle, 2023, 369.

<sup>102</sup> J.L. Bellando et alia, 985.

<sup>103</sup> *Ibid.*; P. Masci, 2011, 35-36.

<sup>104</sup> OECD, 2003, 95-98.

<sup>105</sup> OECD, 2003, 31-32; Insurance Core Principles, ICP 15.1.2; Б. Маровић, В. Његомир, 60-61; З. Ђурић, З. Јовановић, 11.

<sup>106</sup> OECD, 2003, 32; Б. Маровић, В. Његомир, 65.

<sup>107</sup> OECD, 2003, 31-32; Б. Маровић, В. Његомир, 70.

<sup>108</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 14.



свеобухватног система надзора над обављањем делатности осигурања путем три генерације директива о унутрашњем тржишту,<sup>109</sup> овај процес кулминирао је доношењем Директиве Солвентност II, којом су уведени капитални захтеви за све врсте ризика који могу угрозити солвентност друштва за осигурање<sup>110</sup> и којом је успостављен квалитативно нов систем надзора над осигуравачима.<sup>111</sup>

Основна филозофија система Солвентност II заснива се на економском приступу оцене солвентност друштава за осигурање, као и на надзору који се заснива на свеобухватној процени ризика којима је свако појединачно друштво изложено. Овај оквир полази од реалистичне процене финансијског положаја осигуравача, при чему се вредновање имовине и обавеза заснива на тржишним информацијама и подацима о ризицима осигурања и реосигурања. Циљ оваквог приступа је унапређење управљања ризицима и капиталом, повећање транспарентности и јачање надзорне сарадње, како би се обезбедила стабилност тржишта осигурања у Европској унији.<sup>112</sup>

Директива Солвентност II се стога не може разумети као пука ревизија претходног регулаторног режима, већ као квалитативни искорак ка интегрисаном оквиру у којем су улагања имовине друштава за осигурање постављена у средиште анализе финансијске стабилности, заштите осигураника и одговорног управљања ризицима.<sup>113</sup>

## 1.2. Солвентност I као претходна фаза

Смисао законодавства Европске уније у области осигурања од почетка свог настанка има за циљ развој јединственог тржишта услуга осигурања уз обезбеђивање адекватног нивоа заштите потрошача.<sup>114</sup> Развој овог оквира одвијао се кроз више генерација директива почев од седамдесетих година двадесетог века.<sup>115</sup> Прва генерација усвојена је седамдесетих година прошлог века, а трећа деведесетих година. Након тога, систем је кодификован 2002. године, увођењем система Солвентност I.<sup>116</sup>

У систему Солвентност I, адекватност капитала осигуравача утврђивала се поређењем расположиве и потребне маргине солвентности, при чему је однос између ове две величине представљао коефицијент солвентности. Расположива маргина солвентности обухватала је сопствена средства осигуравача, укључујући основни капитал, резерве и задржану добит, као и одређене облике подређеног капитала и друге елементе који могу бити признати уз одобрење надзорног органа. Са друге стране, потребна маргина солвентности утврђивала се различито за животна и

<sup>109</sup> Н. Cousy, 2014, 238-239.

<sup>110</sup> В. Његомир, „Анализа стања и трендова сектора осигурања у Србији“, *Токови осигурања* 3/2011 (2011), 12; I. Rokas, „Директива ЕУ 2009/138 о оснивању и вођењу послова осигурања и реосигурања – општи увод у правни оквир Солвентност II“, *Европска ревија за право осигурања*, 1/2017, 62.

<sup>111</sup> М. Ostrowska, „Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of Poland“, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*, (eds. P. Marano, K. Noussia), Springer, 2021, 213.

<sup>112</sup> М. Grazia Starita, I. Malafronte, 14.

<sup>113</sup> М. Dreher, 100; D. Höring, „Will Solvency II Market Risk Requirements Bite? The Impact of Solvency II on Insurers' Asset Allocation“, *The Geneva Papers* 38/2013, 250.

<sup>114</sup> Y. Lambert-Faivre, L. Leveneur, 112-113.

<sup>115</sup> За историјат развоја јединственог тржишта осигурања Европске уније који је резултирао доношењем Директиве Солвентност II вид. J.L. Bellando et alia, 489-506; Y. Lambert-Faivre, L. Leveneur, 67-80; И. Тошић, „Утицај Директиве Солвентност II на сектор осигурања у Европи“, *Годишњак факултета правних наука*, Бања Лука 2017, (2017а), 305.

<sup>116</sup> K. Van Hulle, 2019, 29-31; М. Grazia Starita, I. Malafronte, 14-15.

неживотна осигурања. Док се код животних осигурања заснивала се на математичким резервама и капиталу изложеном ризику, код неживотног осигурања се израчунавала на основу обима премија или износа штета, уз уважавање утицаја реосигурања. Једну трећину потребне маргине солвентности представљао је гарантни фонд, који је служио као минимални ниво капитала за осигуравача.<sup>117</sup>

Тај систем, развијен седамдесетих година, био је усмерен пре свега на ризик преузимања осигурања, док је у великој мери занемаривао друге значајне ризике, као што су тржишни, кредитни и оперативни ризик. Због таквог приступа, капитални захтеви нису у потпуности одражавали стварни ризични профил осигуравача, нити су подстицали активно управљање ризицима.<sup>118</sup>

Као главна слабост Солвентност I система препозната је, пре свега, недовољна осетљивост на ризик, која може угрозити заштиту интереса осигураника.<sup>119</sup> Затим је истицано да не омогућава благовремену интервенцију надзорних органа у случају финансијских потешкоћа друштава за осигурање, нити да у довољној мери узима у обзир поједине значајне ризике, као што је тржишни, оперативни или кредитни ризик,<sup>120</sup> као и да не придаје довољан значај квалитативним аспектима пословања, као што су корпоративно управљање и систем управљања ризицима. Поред тога, ослањање на историјске податке, недовољно препознавање механизма ублажавања ризика, попут реосигурања и финансијских деривата, као и ефеката диверсификације унутар група дозвољених улагања препознати су као велики недостаци система. Ови недостаци додатно су појачани различитим националним правилима и разликама у начину вршења надзора, што је препознато као препрека у даљем развоју и функционисању јединственог тржишта осигурања Европске уније.<sup>121</sup>

### 1.3. Савремени приступ регулисању улагања у праву Европске уније

Регулисање улагања имовине друштава за осигурање у савременом праву Европске уније представља део ширег процеса трансформације осигурања од традиционално национално уређене делатности ка интегрисаном и на ризику заснованом регулаторном систему.<sup>122</sup> За разлику од ранијих модела заснованих преваходно на квантитативним ограничењима појединих облика улагања, савремени европски приступ полази од функционалне повезаности инвестиционе активности осигуравача са њиховом солвентношћу, стабилношћу финансијског система и заштитом осигураника.<sup>123</sup>

<sup>117</sup> I. Rokas, 63; B. Чоловић, 2012a, 362; K. Van Hulle, 2019, 33-34.

<sup>118</sup> W. Rohrbach, „Солвентност II – последице по осигураваче и кориснике услуга осигурања“, *Ревиија за право осигурања* 4/2007, 9-10.

<sup>119</sup> K. Van Hulle, 2017, 315; B. Чоловић, 2012a, 362-363.

<sup>120</sup> K. Van Hulle, 2023, 370.

<sup>121</sup> K. Van Hulle, 2019, 34-38; M. Grazia Starita, I. Malafronte, 14-15; B. Чоловић, *Осигуравајућа друштва, законодавство Србије, право ЕУ, упоредно право*, Институт за упоредно право, Београд 2010, 201-204.

<sup>122</sup> K. Van Hulle, 2017, 315. Пројекат Солвентност II представља једну од кључних иницијатива у оквиру Акционог плана за финансијске услуге (*Financial Services Action Plan – FSAP*) 1999–2005. На захтев Европске комисије, европски супервизори осигурања израдили су Милеров извештај 1997. године, са циљем процене потребе за ревизијом постојећег законодавног оквира. У извештају је указано на одређене слабости важећег система и предложена је свеобухватнија анализа финансијског положаја осигуравача, што је касније представљало основу за развој новог регулаторног оквира Солвентност II. Вид. M. Grazia Starita, I. Malafronte, 15.

<sup>123</sup> OECD, 2003, 32. Пројекат Солвентност II има неколико основних циљева који се односе на јачање интеграције тржишта осигурања у Европској унији, унапређење заштите осигураника и корисника

Та промена приступа јасно се испољава у систему Солвентност II, који улагања имовине друштава за осигурање не третира као изолован сегмент пословања, већ као структурни елемент укупног регулаторног оквира солвентности. У том смислу, инвестициона политика осигураваача постаје нормативно повезана са проценом ризика, адекватношћу капитала и дугорочном одрживошћу преузетих обавеза, што утиче како на садржину материјалних правила, тако и на методологију надзора.<sup>124</sup>

Промене које доноси Солвентност II не представљају само техничку дораду претходног режима,<sup>125</sup> већ означавају суштинску промену начина на који се схвата регулација улагања у осигурању.<sup>126</sup> Док је ранији модел почивао на квантитативним ограничењима појединих облика улагања, нови систем полази од ризика као централне категорије и повезује инвестициону политику са капиталом, управљањем и транспарентношћу.<sup>127</sup> Уместо да се ризик ограничава кроз унапред прописане листе дозвољених улагања, он се квантификује и одражава на висину капиталних захтева.<sup>128</sup> Инвестиције се више не посматрају изоловано, већ као део укупног ризичног профила друштва за осигурање. Солвентност се тако трансформише из формалног показатеља у динамичку категорију, условљену структуром портфела и квалитетом управљања ризиком.<sup>129</sup>

Треба имати у виду да је Солвентност II један од најмодернијих режима солвентности у свету и да служи као узор бројним законодавствима и изван Европске уније и Европе, иако је Велика Британија имала велики утицај на њен развој, као и да је била инспирисана решењима у Аустралијском и Швајцарском праву.<sup>130</sup> У том смислу, може се говорити о преласку са контроле засноване на правилима (*rule-based*) на систем заснован на ризику (*risk-based*) и стандардима (*standard-based*),<sup>131</sup> у којем

---

осигурања, повећање међународне конкурентности европских осигураваача и унапређење регулаторног оквира. У циљу остваривања ових општих циљева, директива предвиђа низ специфичних и оперативних мера, које укључују унапређење управљања ризицима, јачање сарадње и усклађивање надзорних пракси, повећање транспарентности, као и увођење капиталних захтева заснованих на ризику. Како потпуна интеграција европског тржишта осигурања, као један од главних циљева, још увек није у потпуности остварена, пре свега због недовољне хармонизације националних правила и разлика у надзорним праксама између држава чланица, Солвентност II уводи систем у коме се кроз увођење пруденцијалних правила и захтева солвентности заснованих на ризику тежи ка јачању заштите осигураника. Вид. М. Grazia Starita, I. Malafronte, 16-17.

<sup>124</sup> K. Van Hulle, 2019, 361; M. Grazia Starita, I. Malafronte, 23-24.

<sup>125</sup> Оперативни циљ реформе Солвентности II односио се на кодификацију и прераду постојећих директива у области осигурања. Наиме, у праву Европске уније постојало је 13 директива које су регулисале различите сегменте осигурања, укључујући животно и неживотно осигурање, реосигурање, осигуравајуће групе и поступак ликвидације осигураваача. Стога је било неопходно ове прописе објединити и систематизовати у јединствен нормативни оквир, чиме је омогућено увођење нових захтева солвентности и савремених надзорних механизма, као и поједностављивање и већа доступност постојећих правила. Вид. K. Van Hulle, „Revizija Solventnosti II: Najbolje je često neprijatelj dobrog” *Hrvatski časopis za osiguranje* 3/2020; 13-16, M. Grazia Starita, I. Malafronte, 25.

<sup>126</sup> В. Чоловић, 2012а, 369; М. Dreher, 100.

<sup>127</sup> A. Galea St. John, „Embracing Change: The Regulatory Evolution of Captive Insurance Companies”, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*, (eds. P. Marano, M. Siri), Palgrave MacMillan, 2017, 377-378; K. Van Hulle, 2023, 368; N. Gatzert, H. Wesker, „A Comparative Assessment of Basel II/III and Solvency II”, *The Geneva Papers* 37/2012, 541.

<sup>128</sup> М. Dreher, 100; В. Његомир, „Solvency II директива и њен утицај на управљање ризиком у осигуравајућим друштвима”, *Финансије* 1-6/2009, 297-299, (2009б).

<sup>129</sup> D. Höring, 250; M. Dreher, 101.

<sup>130</sup> K. Van Hulle, 2023, 370.

<sup>131</sup> Иако је Солвентност II конципирана као европски пројекат уз учешће стручњака из више држава чланица, несумњиво је да је Велика Британија имала посебно значајну улогу у њеном обликовању. Разлог томе лежи у чињеници да је ова држава већ 2002. године напустила режим Солвентност I, уводећи сопствени систем адекватности капитала (ICAS), који је обухватао и квантитативне и квалитативне захтеве. Захваљујући том искуству, представници надзорног органа и осигуравајуће индустрије

инвестициона активност добија централно место у систему заштите осигураника и финансијске стабилности.<sup>132</sup>

#### **1.4. Јавноправна релевантност инвестиционе активности осигураваача**

Савремени регулаторни оквир улагања у осигурању одражава дубљу трансформацију природе инвестиционе активности осигураваача. У традиционалном моделу, инвестиције су биле схватане као домен пословне аутономије управе, ограничен пре свега приватноправним односом између друштва и његових власника. Међутим, акумулација значајних средстава осигураника, дугорочна природа обавеза и системска повезаност осигураваача са финансијским тржиштима условили су да инвестиционе одлуке добију изразиту јавноправну релевантност.<sup>133</sup>

Према природи своје делатности, осигураваач не управља искључиво сопственим капиталом, већ и средствима која представљају економску основу будућих потраживања осигураника.<sup>134</sup> Стога се инвестициона политика не може посматрати као искључиво приватна пословна стратегија, већ као активност која има непосредан утицај на заштиту осигураника и стабилност финансијског система.<sup>135</sup> У том контексту, принцип разумног улагача и механизам капиталних захтева, делују као инструменти институционализације јавног интереса унутар приватноправног пословања осигураваача.

Посебно треба нагласити да у савременом друштву, осигураваачи делују као институционални инвеститори чије портфељске стратегије могу утицати на стабилност тржишта капитала, ликвидност појединих финансијских инструмената и финансирање реалног сектора.<sup>136</sup> Истовремено, неадекватно управљање инвестиционим ризиком може угрозити способност испуњавања обавеза према осигураницима, чиме се нарушава поверење у систем осигурања као механизам социјалне и економске сигурности.<sup>137</sup>

#### **1.5. Транспарентност као инструмент институционализације поверења**

Из тог разлога, у оквиру јавноправне димензије инвестиционе активности осигураваача посебан значај добија транспарентност.<sup>138</sup> Полазећи од релевантне литературе из области осигурања и финансија, може се закључити да транспарентност у осигурању има за циљ остваривање више међусобно повезаних функција, укључујући ефикасност тржишта осигурања, финансијску стабилност, подстицање конкуренције, јачање одговорности учесника на тржишту, заштиту корисника услуга осигурања, као и изградњу поверења у институције и тржишне актере. Оваква централна улога

---

Уједињеног Краљевства имали су изражен утицај током процеса креирања режима Солвентност II. Вид. K. Van Hulle, 2019, 39. Исто I. Rokas, 62.

<sup>132</sup> OECD, 2003, 95-96; Insurance Core Principles, ICP.1.10.

<sup>133</sup> В. Његомир, 20096, 273; K. Van Hulle, 2019, 5-12.

<sup>134</sup> J. Birds, Birds' Modern Insurance Law, Sweet & Maxwell/Thomson Reuters, 2019, 23; K. Van Hulle, 2023, 367; И. Тошић, „Надзор осигурања – Директива Солвентност II“, *Страни правни живот* 2/2017, (20176), 148.

<sup>135</sup> З. Ђурић, З. Јовановић, 43; Т. Јевремовић Петровић, „Корпоративно управљање у друштвима за осигурање“, *Токови осигурања* 2/2025, 293.

<sup>136</sup> В. Његомир, 20096, 273; В. Његомир, Ј. Демко Рихтер, „Друштвена одговорност предузећа као елемент стратегије осигуравајућих друштава“, *Токови осигурања* 4-2021, 101.

<sup>137</sup> K. Van Hulle, 2019, 9-12; М. Сокић, 2015, 50.

<sup>138</sup> M. Ostrowska, 213.

транспарентности заснива се на њеним доказаним економским ефектима. Емпиријска истраживања указују да развијени нивои регулаторне и корпоративне транспарентности доприносе већој ефикасности институција, смањењу трошкова капитала и рационалнијој алокацији ресурса. Истовремено, правни системи који обезбеђују виши степен транспарентности карактеришу се нижим трошковима задуживања, већим приливом инвестиција и већом отпорношћу на финансијске шокове, што посредно доприноси смањењу системских ризика и очувању финансијске стабилности.<sup>139</sup>

Традиционално је у осигурању поверење у солвентност осигуравача почивало на његовом угледу и друштвеној репутацији.<sup>140</sup> Савремени регулаторни систем ту улогу постепено преноси са персонализованог поверења на нормативно захтевану транспарентност.<sup>141</sup> Она се више не схвата као крајњи регулаторни циљ, већ као функционални стандард који служи остваривању заштите осигураника.<sup>142</sup> Обавезе обелодањивања информација о капиталу, ризицима и структури улагања не представљају пуку техничку меру, већ механизам кроз који се поверење институционализује и објективизује.<sup>143</sup> Кроз појачану транспарентност тржишна дисциплина и надзорни органи делотворније контролишу инвестициону активност осигуравача.<sup>144</sup>

У области надзорног права осигурања, принцип транспарентности има двоструку улогу. С једне стране, он делује индиректно, јер надзорни орган контролише да ли осигуравачи испуњавају обавезе транспарентности према осигураницима, чиме се надзорно право функционално повезује са уговорним правом осигурања. С друге стране, транспарентност представља и непосредну обавезу према надзорном органу, како у погледу јасноће и доступности регулаторних правила, тако и у погледу обавезе осигуравача да омогуће надзорном органу увид у своје пословање ради откривања и спречавања повреда права.<sup>145</sup>

Савремени развој осигурања, довео је до значајног јачања улоге транспарентности као кључног принципа, како у уговорном, тако и у надзорном праву осигурања.<sup>146</sup> У режиму Солвентности II она се испољава кроз сва три стуба овог

<sup>139</sup> *Ibid.*, 216.

<sup>140</sup> Делатност пружања финансијских услуга почива на поверењу корисника. Управо поверење у осигуравача представља основ због којег уговарач осигурања преноси ризик на њега и за то плаћа премију осигурања, иако је обавеза осигуравача неизвесна, јер је условљена наступањем будућег неизвесног догађаја. Вид. Н. Петровић Томић, *Заштита потрошача услуга осигурања*, Правни факултет Универзитета у Београду, 2015, 83.

<sup>141</sup> М. Wandt, „Transparency as a General Principle of Insurance Law“, *Transparency in Insurance Law*, AIDA, Istanbul 2012, 9-22; М. Dreher, 80-82; Н. Петровић Томић, 2015, 131; К. Noussia, „Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of England“, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*, (eds. P. Marano, K. Noussia), Springer, 2021, 92.

<sup>142</sup> P. Marano, M. Siri, „Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of Italy“, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*, (eds. P. Marano, K. Noussia), Springer, 2021, 161; P. Marano, „A Comparative Analysis of Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of Selected European Jurisdictions“, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*, (eds. P. Marano, K. Noussia), Springer, 2021, 309.

<sup>143</sup> K. Van Hulle, 2023, 369.

<sup>144</sup> Insurance Core Principles, ICP 15.1.5. С обзиром на изузетан економски и социјални значај осигурања за привредни развој, неопходност интервенције јавних власти у виду пруденцијалног надзора је неспорна. Будући да осигурање почива на поверењу од јавног интереса, тржишна конкуренција захтева и виши степен заштите потрошача. Вид. З. Ђурић, З. Јовановић, 10.

<sup>145</sup> М. Wandt, 18.

<sup>146</sup> Кеглевић Штефек истиче да је осигурање „делатност управљања поверењем“, односно делатност заснована на поверењу, које је нужно с обзиром на сложеност производа и изражену информациону асиметрију између уговорних страна. Анализирајући савремено уговорно право осигурања, закључује да се изградња поверења све више се остварује путем правила транспарентности, чији је циљ смањење информационог јаза кроз уређену размену података, посебно у фази пре закључења уговора. Реформе у

система: у оквиру капиталних захтева се односи на јасноћу обрачуна и његову проверљивост, у организацији и управљању ризицима се испољава кроз транспарентну структуру управљања и самосталну процену ризика и солвентности, док се у трећем стубу манифестује кроз извештавање и према надзорним органима и према јавности. Истовремено, транспарентност има и ширу функцију у уједначавању надзорне праксе унутар Европске уније и јачању тржишне дисциплине.<sup>147</sup>

Ова трансформација указује на суштинску промену у регулисању осигурања, у којој транспарентност постепено преузима улогу традиционалног принципа добре вере као кључног механизма изградње поверења.<sup>148</sup> Она одражава и шире кретање у регулисању финансијског система, у којем се приватна финансијска активност постепено подвргава режиму јавне одговорности.<sup>149</sup> Ипак, обим и домет транспарентности остају предмет законодавне процене, која мора обезбедити равнотежу између заштите осигураника и економске ефикасности система.<sup>150</sup>

На тај начин, инвестиције више нису само предмет интерне процене управе, већ активност изложена двострукој контроли – надзорној и тржишној.<sup>151</sup> Али ова нормативна реконфигурација инвестиционе активности не протиче без унутрашњих тензија. Принцип разумног улагача формално проширује инвестициону слободу, напуштајући крута квантитативна ограничења, али истовремено повећава регулаторну и надзорну дискрецију.<sup>152</sup> Инвестициона стратегија осигуравача подлеже процени њене адекватности у односу на укупан ризични профил, што отвара питање граница надзорне интервенције и правне сигурности субјеката надзора.<sup>153</sup>

Кроз ову трансформацију се успоставља динамичка равнотежа између два супротстављена принципа: слободе пословања и заштите јавног интереса.<sup>154</sup> Док регулаторни оквир настоји да спречи прекомерно преузимање ризика који би могли угрозити осигуранике, претерана интервенција може довести до ограничења

---

европским правним системима довеле су до напуштања модела спонтаног обелодањивања и увођења структурисаних механизма, као што су упитници и стандардизоване обавезе информисања, чиме се повећава правна сигурност и олакшава доношење одлука. Вид. A. Keglević Steffek, „Trust and Transparency in Insurance Contract Law: European Regulation and Comparison of Laws“, *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 24/2022, 347-348. Овакав закључак се може *mutatis mutandis* донети и за функцију транспарентности у регулисању обављања делатности осигурања. Тако Дрехер посебно наглашава улогу транспарентности у заштити корисника услуга осигурња у Директиви Солвентност II, наводећи да су захтеви транспарентности ове Директиве према надзорним органима и према јавности представљају специјалну дужност предуговорног информисања. Вид. M. Dreher, 81. Упор. K. Bork, M. Wandt, „Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of Germany“, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*, (eds. P. Marano, K. Noussia), Springer, 2021, 125-126; M. Ostrowska, 213. Анализирајући упоредна решења различитих права Европске уније о транспарентности у надзору над делатношћу осигурања Марано закључује да регулаторна и надзорна транспарентност у праву осигурања Европске уније делује комплементарно транспарентности у уговорном праву, која служи као инструмент заштите осигураника, омогућавајући им информисано одлучивање и ефективно вршење уговорних права. Вид. P. Marano, „A Comparative Analysis of Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of Selected European Jurisdictions“, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*, (eds. P. Marano, K. Noussia), Springer 2021, 318; P. Marano, M. Siri, 160.

<sup>147</sup> M. Wandt, 18-21; P. Marano, M. Siri, 172, 173.

<sup>148</sup> M. Wandt, 21-22; P. Marano, 2021, 309.

<sup>149</sup> M. Dreher, 387.

<sup>150</sup> M. Wandt, 21-22.

<sup>151</sup> K. Van Hulle, 2019, 360.

<sup>152</sup> OECD, 2003, 99.

<sup>153</sup> M. Dreher, 109-110.

<sup>154</sup> Отвореност и транспарентност регулаторних захтева који се односе на улагање имовине представљају важан предуслов њихове делотворности. Стога је неопходно да надзорни орган јасно утврди циљеве таквих захтева, како би се обезбедила њихова доследност са осталим елементима пруденцијалног режима, посебно у погледу вредновања имовине и обавеза, обрачуна капиталних захтева и утврђивања расположивих капиталних ресурса. Вид. Insurance Core Principles, ICP 15.1.5.

иновација и инвестиционе флексибилности осигуравача као институционалних инвеститора.<sup>155</sup> Управо у тој тензији огледа се сложеност савременог режима улагања у осигурању који није само технички механизам управљања ризиком, већ и простор сталног балансирања између тржишне аутономије и јавноправне одговорности.

## 1.6. Структура Солвентности II

Солвентност II је концептуално заснована на три међусобно повезана стуба, који су једнако важни и међусобно повезани, тако да заједно чине интегрисани систем регулације.<sup>156</sup> Оваква структура представља претварање циљева Директиве у конкретан систем регулаторних захтева.<sup>157</sup>

Први стуб односи се на квантитативне захтеве. Он уводи тржишно вредновање имовине и обавеза, дефинише начин обрачуна техничких резерви и утврђује два нивоа капиталних захтева. То су Потребни солвентни капитал (*Solvency Capital Requirement* - SCR) и Минимални капитални захтев (*Minimal Capital Requirement* – MCR).<sup>158</sup> У овом оквиру се јасно артикулише веза између структуре улагања и висине потребног капитала: ризичнија улагања подразумевају веће капиталне захтеве.<sup>159</sup> На тај начин инвестициона политика, која може да оствари бољу алокацију капитала, постаје нормативно интегрисана у саму основу солвентности.<sup>160</sup>

Други стуб односи се на квалитативне захтеве и надзор. Он обухвата правила управљања ризицима, корпоративног управљања и интерне контроле, укључујући обавезу спровођења Сопствене процене ризика и солвентности (*Own Risk and Solvency Assessment* - ORSA). Другим стубом је обухваћен и Процес надзорне ревизије (*Supervisory Review Process* – SRP), чији је циљ процена односа између преузетих ризика и потребног капитала осигуравача.<sup>161</sup> Инвестициона политика у овом контексту више није само финансијско питање, већ и питање корпоративног управљања, одговорности управе и културе управљања ризицима.<sup>162</sup>

Трећи стуб заснива се на принципу тржишне дисциплине, који се остварује путем извештавања надзорним органима и јавног објављивања релевантних квантитативних и квалитативних информација од стране друштава за осигурање и надзорних институција. Обавеза објављивања података о капиталу, ризицима и структури улагања има за циљ јачање тржишне контроле пословања осигуравача.<sup>163</sup> На

---

<sup>155</sup> M. Dreher, 49-50.

<sup>156</sup> K. Van Hulle, 2017, 319; K. Van Hulle, 2019, 43, 369. Супротно И. Тошић, *Усклађеност и контрола усклађености пословања у акционарским друштвима за осигурање у српском праву и по концепту Солвентност II*, докторска дисертација, Београд 2022, (2022а), 35.

<sup>157</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 3.

<sup>158</sup> В. Његомир, *Управљање ризиком и капиталом осигуравајућих друштава: улога реосигурања*, Рачуноводство 11-12/2012, 93.

<sup>159</sup> K. Van Hulle, 2017, 317; K. Van Hulle, 2019, 240.

<sup>160</sup> K. Van Hulle, 2019, 241.

<sup>161</sup> M. Dreher, 29; K. Van Hulle, 2019, 369, 387.

<sup>162</sup> K. Van Hulle, 2019, 433.

<sup>163</sup> Кроз трећи стуб солвентности се остварује повећање транспарентности као један од специфичних циљева Директиве. Значај транспарентности посебно је дошао до изражаја након финансијске кризе, која је указала на бројне слабости у систему откривања информација. Недовољан ниво транспарентности препознат је као један од важних фактора који је допринео настанку појединих финансијских скандала. Вид. M. Grazia Starita, I. Malafronte, 2014, 23, K. Van Hulle, (2023), 367.

тај начин се инвестициона активност осигуравача ставља под двоструку контролу – надзорну и тржишну.<sup>164</sup>

Примена овакве структуре у Солвентности II значајно утиче на развој и унапређење пракси управљања ризицима у осигуравајућим друштвима.<sup>165</sup> Укратко, она омогућава јасније сагледавање циљева и домета ове реформе, као и међусобне повезаности њених појединачних стубова.<sup>166</sup> Тростубна структура Солвентности II представља суштински помак од регулације засноване на формалним ограничењима ка систему који повезује улагања, управљање ризицима, капиталну адекватност и транспарентност у јединствен регулаторни концепт.<sup>167</sup> Управо у том оквиру улагања имовине друштава за осигурање добијају централно место као један од кључних елемената финансијске стабилности и заштите осигураника.

### 1.7. Први стуб Солвентности II као основ регулисања улагања

Први стуб Солвентности II представља централни део регулаторног оквира Европске уније за осигурање и реосигурање, јер успоставља правила за квантификацију ризика и утврђивање капиталних захтева којима друштва за осигурање морају располагати. Иако је формално усмерен на питања солвентности, овај стуб има непосредан и суштински значај за регулисање улагања имовине осигуравача, будући да се структура и ризичност улагања директно одражавају на висину потребног капитала.<sup>168</sup>

Иако се сматрало да су квантитативна правила претходног система Солвентност I која се односе на улагање имовине друштава за осигурање због своје једноставности имала одређену заштитну функцију, европски законодавац је увођењем режима Солвентност II радикално променио приступ регулисању овог питања. Наиме, квантитативна правила улагања имовине друштава за осигурање су обезбеђивала да средства која покривају техничке резерве буду инвестирана у складу са прописаним ограничењима. На тај начин, она су била друштвима за осигурање једноставна за примену, док су истовремено и надзорним органима омогућавала једноставност примене и контроле улагања. Међутим, превагнуло је схватање да такав систем више не одговара новим условима пословања друштава за осигурање у промењеним тржишним условима.<sup>169</sup>

---

<sup>164</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 29.

<sup>165</sup> Ван Хуј истиче значај надзора и развоја културе надзора у финансијском сектору Европске уније са остваривање заштите осигураника као главног циља Директиве, Наиме, осигурање представља сложену финансијску делатност која није лако разумљива изван самог сектора. Због тога је у многим државама чланицама надзор над осигуравајућим друштвима поверен институцијама које надзиру и банкарски сектор. Увођењем режима солвентности заснованог на ризику кроз Директиву Солвентност II омогућено је приближавање приступа надзору у банкарству и осигурању. Овај приступ тежи успостављању заједничке европске надзорне културе засноване на процени ризика, која подразумева проактиван и будућности оријентисан надзор, ближи дијалог са тржишним учесницима и благовремену реакцију надзорних органа ради заштите осигураника и очувања стабилности тржишта. K. Van Hulle, 2017, 333.

<sup>166</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 3, 37.

<sup>167</sup> K. Van Hulle, 2019, 41-43.

<sup>168</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 4; M. Dreher, 115-121; M. Сокић, 2015; 44, K. Van Hulle, 2023, 368.

<sup>169</sup> Insurance Core Principles, ICP 15.1.9 и ICP 15.1.10; D. Szaniewski, „Investment Activities of Polish Insurance Companies Before and After Solvency II“, *Foundations of Management* 13/2021, 230; A. van den Hurk, „Prudent person approaches and ESG“, *EU Pensions Law: A Commentary and Practitioner's Guide* (eds. Philip Bennett, Hans van Meerten), Edward Elgar Publishing, Cheltenham – Northampton 2024 (20246), 552.



Увођење новог приступа у регулисању улагања имовине друштава за осигурање оправдано је из више разлога. Истицано је да су правила инвестирања Солвентност I режима ограничавала могућност оптимизације односа ризика и профита, као и ефикасно управљање инвестиционим портфељем, јер нису подстицала осигураваче да унапређују управљање ризицима, већ су напротив, повећавала административно оптерећење услед недовољне усклађености регулаторних захтева и тржишне праксе. То је оцењено да има за последицу смањење профитабилности и да доводи до повећања трошкова за осигуранике.<sup>170</sup>

Даље, истицано је да примена старог режима доводи до неефикасне алокације капитала у економији у целини, што је посебно изражено у погледу улагања у капитал који се не котира на званичним тржиштима капитала, попут финансирања стартап предузећа. Додатни разлог за увођење новог режима представљао је недостатак хармонизације инвестиционих правила између држава чланица, који додатно повећава трошкове пословања осигуравача у прекограничном контексту и доводи до неуједначеног нивоа заштите осигураника у оквиру Европске уније.<sup>171</sup>

### **1.7.1. Принцип разумног улагача као нормативна основа инвестиционе слободе**

Посебно место у регулацији улагања у оквиру Првог стуба Солвентности II заузима принцип разумног улагача (*prudent person principle*). Његовим увођењем напушта се концепт детаљног прописивања дозвољених категорија улагања и њихових максималних удела и квантитативних ограничења по појединим класама активе,<sup>172</sup> те се успоставља систем заснован на општем критеријуму професионалног и одговорног поступања.<sup>173</sup>

Принцип разумног улагача представља правни стандард којим се оцењује савесност, пажња и стручност у поступању приликом инвестирања, али не и економски резултат улагања. При томе се диверсификација инвестиционог портфеља по правилу сматра једним од основних показатеља разумног поступања. Суштина овог концепта огледа се у томе да се субјектима оставља шира слобода у избору инвестиционе политике, уз обавезу да, у складу са прописима о солвентности и начелима доброг управљања, обезбеде адекватност имовине и контролисан ниво ризика.<sup>174</sup>

За разлику од режима квантитативних ограничења, који се заснива на нормативно утврђеним лимитима улагања, овај модел тежиште ставља на интерне механизме контроле, управљање ризицима и систем корпоративног управљања. У складу са тим, надзорни органи усмеравају контролу пре свега на организациону структуру, расподелу одговорности, поступке доношења инвестиционих одлука и праксе управљања имовином, а не искључиво на формални састав портфеља.<sup>175</sup> Иако се на први поглед може чинити да принцип разумног улагача повећава инвестициону слободу осигуравача, у стварности он представља инструмент индиректне регулације, који истовремено уводи појачану одговорност управе за управљање ризицима јер се свака одлука о улагању вреднује кроз њен утицај на солвентност, капиталне захтеве и укупан ризични профил друштва.<sup>176</sup>

<sup>170</sup> A. van den Hurk, 20246, 551.

<sup>171</sup> *Ibid.*

<sup>172</sup> I. Rokas, 62.

<sup>173</sup> D. Szaniewski, 230; Н. Петровић Томић, М. Глинтић, 2025, 165.

<sup>174</sup> E. P. Davis, „Prudent Person Rules or Quantitative Restrictions? The Regulation of Long-Term Institutional Investors’ Portfolios“, *Journal of Pension Economics and Finance* 1(2)/2002, 11.

<sup>175</sup> *Ibid.*

<sup>176</sup> M. Dreher, 128.

Нормативна основа овог савременог режима улагања имовине друштава за осигурање у праву Европске уније садржана је у Члану 132 Директиве Солвентност II.<sup>177</sup> Овом одредбом, која је постављена као општи стандард понашања, прописује се да осигуравач улаже имовину у најбољем интересу осигураника и корисника осигурања, уз поштовање принципа сигурности, квалитета, ликвидности и профитабилности портфеља у целини.<sup>178</sup> Уместо формалног набрајања дозвољених инвестиционих инструмената, законодавац успоставља функционални критеријум који полази од економске суштине и укупног ефекта улагања.<sup>179</sup>

Принцип разумног улагача представља прелаз са регулације засноване на правилима (*rule-based*) ка систему заснованом на стандардима (*standard-based*).<sup>180</sup> Док су ранији режими почивали на идеји да се ризик улагања контролише кроз унапред прописане листе дозвољених инвестиција и максималне проценте изложености, Солвентност II полази од претпоставке да није могуће нормативно предвидети све тржишне околности и ризике. Тежиште регулације се на тај начин помера са екстерног прописивања структуре портфеља на интерну одговорност друштва за осигурање да обезбеди свеобухватно и професионално управљање ризицима.<sup>181</sup> Инвестициона политика постаје интегрални део система управљања ризицима и капиталне адекватности, а надзор се остварује кроз процену укупног ризичног профила и адекватности капитала.<sup>182</sup> Тиме се ово формално проширење инвестиционе слободе истовремено условљава појачаном одговорношћу управе и системом надзора.

### 1.7.2. Садржина принципа разумног улагача

Члан 132 Директиве поставља неколико кључних материјалних захтева:

- средства морају бити инвестирана на начин који обезбеђује сигурност, квалитет, ликвидност и профитабилност портфеља у целини;
- улагања морају бити адекватно диверсификована;
- избегава се прекомерна изложеност појединачним издаваоцима или групама повезаних субјеката;
- инвестициона стратегија мора бити усклађена са природом, обимом и трајањем обавеза из осигурања.

Посебно је значајно то што се процена адекватности улагања врши у односу на целокупан ризични профил друштва, а не изоловано по појединим класама активе.<sup>183</sup> На тај начин улагање престаје да буде самостална техничка категорија и постаје структурни елемент система солвентности.<sup>184</sup> Тиме је напуштен приступ претходних генерација директива, где су се правила инвестирања односила само на имовину која је покривала техничке резерве намењених испуњењу будућих обавеза из уговора о осигурању.<sup>185</sup>

Ревизијом Директиве Солвентност II садржина принципа разумног улагача допуњена је захтевима одрживости. Наиме, друштва за осигурање приликом

<sup>177</sup> Чл. 132 Директиве Солвентност II представља конкретизацију Рецитала 71 Директиве Солвентност II да друштва за осигурање треба да имају квалитетну имовину којом треба да се управља у складу да начелом разумног улагања.

<sup>178</sup> R. Koch, *Insurance Law in Germany*, *International Encyclopaedia for Insurance Law* (ed. H. Cousy), Wolters Kluwer, 2018, 86.

<sup>179</sup> K. Loguinova, *A Critical Legal Study of the Ideology Behind Solvency II*, Springer, 2019, 327-330.

<sup>180</sup> R. Merkin 2015, 460; K. Van Hulle, 2023, 374; K. Bork, M. Wandt, 125.

<sup>181</sup> I. Rokas, 62.

<sup>182</sup> K. Van Hulle, (2023), 374.

<sup>183</sup> K. Loguinova, 327-330.

<sup>184</sup> A. van den Hurk, 2024a, 393-394.

<sup>185</sup> A. van den Hurk, 2024b, 553.

утврђивања инвестиционе стратегије морају узети у обзир макроекономска кретања и кретања на финансијским тржиштима, као и утицај ризика одрживости на своја улагања. При томе, дужна су да сагледају и потенцијалне дугорочне ефекте својих инвестиционих одлука на факторе одрживости. Поред тога, на захтев надзорног органа, осигуравачи морају узети у обзир и макропруденцијалне аспекте, процењујући у којој мери њихова инвестициона стратегија може утицати на макроекономска финансијска кретања која би могла постати извор системског ризика, те та разматрања укључују у своје инвестиционе одлуке.<sup>186</sup>

Иако формулисан као општи стандард, принцип разумног улагача није „меко“ правило и има обавезујући правни карактер. Као израз приступа заснованог на принципима (*principles-based approach*), који је преузет из англосаксонског права, он је представља предуслов за остваривање слободе улагања, која је друштвима за осигурање омогућена Чланом 133 Директиве Солвентност II.<sup>187</sup> Ова промена приступа у односу на приступ Солвентности I омогућила је да се ризик инвестирања, заједно са свим осталим мерљивим ризицима, укључи у калкулацију солвентности осигуравача.<sup>188</sup>

Његово непоштовање може довести до надзорних мера, укључујући захтев за повећање капитала, ограничење одређених инвестиционих активности или друге интервенције надзорног органа. Међутим, његова структурна повезаност са потребним солвентним капиталом, већ унапред подстиче друштва за осигурање да се придржавају овог принципа при улагању своје имовине.<sup>189</sup> На тај начин се инвестициона слобода осигуравача ставља у функционалну везу са солвентношћу. Улагања нису регулисана као изолована финансијска активност, већ као један од кључних механизма заштите осигураника и очувања стабилности система.<sup>190</sup>

### 1.7.3. Јавноправна димензија принципа разумног улагача

Јавноправна димензија овог принципа огледа се у томе што он није само правило професионалног понашања, већ и средство надзорне контроле. Наиме, Члан 132 став тачка 4 Директиве Солвентност II експлицитно захтева од друштва за осигурање, односно субјеката који управљају њиховим инвестиционим портфељем да у случају сукоба интереса, обезбеде да се улагања врше искључиво у најбољем интересу осигураника и корисника осигурања. Тиме стандард разумног улагања служи као основ за процену да ли инвестициона политика осигуравача угрожава солвентност и интересе осигураника.<sup>191</sup>

Његова примена се остварује у оквиру пруденцијалног надзора, кроз оцену ризичног профила и капиталне адекватности друштва. Због тога непоштовање овог принципа може довести до надзорних мера, а не само до приватноправних последица. Тако принцип разумног улагача представља правни механизам којим се јавни интерес заштите осигураника и стабилности система integriше у инвестиционо одлучивање

---

<sup>186</sup> Чл. 54 Директиве (ЕУ) 2025/2 Европског парламента и Савета од 27. новембра 2024. о измени Директиве 2009/138/ЕЗ у погледу пропорционалности, квалитета надзора, извештавања, мера дугорочних гаранција, макропруденцијалних алата, ризика одрживости и надзора група и прекограничног надзора, као и о измени директива 2002/87/ЕЗ и 2013/34/ЕУ (*Directive (EU) 2025/2 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2024 amending Directive 2009/138/EC as regards proportionality, quality of supervision, reporting, long-term guarantee measures, macro-prudential tools, sustainability risks and group and cross-border supervision, and amending Directives 2002/87/EC and 2013/34/EU*), OJ L, 8.1.2025, у даљем тексту Ревизија Директиве Солвентност II.

<sup>187</sup> A. van den Hurk, 20246, 551.

<sup>188</sup> *Ibid.*

<sup>189</sup> A. van den Hurk, 20246, 554

<sup>190</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 137-139; A. van den Hurk, 2024a, 391-392.

<sup>191</sup> A. van den Hurk, 20246, 560.

осигуравача.<sup>192</sup> Модрене тенденције политике одрживог развоја Европске уније даље проширују јавноправну димензију улагања друштава за осигурање, од којих се очекује да активно учествују у остваривању циљева одрживости.<sup>193</sup>

Овакав приступ регулисања инвестиционе политике осигуравача нужно подразумева виши степен транспарентности пословања.<sup>194</sup> У том смислу, савремени режим улагања у осигурању одражава шире кретање у праву финансијских тржишта где се приватна финансијска активност трансформише у сферу нормативно артикулисане јавне одговорности.<sup>195</sup> Отуда се логично намеће питање ширег положаја осигуравача на финансијским тржиштима. Ако је њихова инвестициона политика подвргнута појачаној јавноправној регулацији управо због њеног системског значаја,<sup>196</sup> онда је неопходно теоријски размотрити њихов статус као институционалних инвеститора, њихову функцију у алокацији капитала и утицај на структуру и стабилност финансијских тржишта.

Тиме се отвара наредна целина, посвећена појму и функцији институционалних инвеститора као теоријском оквиру за разумевање положаја осигуравача у савременом финансијском систему.

---

<sup>192</sup> R. Koch, 86.

<sup>193</sup> A. van den Hurk, 2024б, 564.

<sup>194</sup> E. Philip Davis, 11.

<sup>195</sup> M. Ostrowska, 213.

<sup>196</sup> Б. Маровић, В. Његомир, 142; A. van den Hurk, 2021, 298.

## ОСИГУРАВАЧИ КАО ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ИНВЕСТИТОРИ

### 2.1 Појам и функција институционалних инвеститора

Разматрање осигураваача као институционалних инвеститора захтева да се њихова инвестициона функција сагледа у ширем контексту развоја савремених финансијских тржишта и регулаторних модела којима се уређује деловање субјеката који управљају великим обимом капитала.<sup>197</sup> Осигураваачи више нису само носиоци функције преузимања и расподеле ризика, већ и значајни учесници на тржиштима капитала, чије инвестиционе одлуке утичу како на њихову солвентност, тако и на стабилност финансијског система у целини.<sup>198</sup>

Због тога се њихово системско место не може разумети изоловано, већ само у оквиру шире категорије институционалних инвеститора.<sup>199</sup> Полазећи од ове премисе, у овом делу рада најпре ће бити размотрени теоријски основи институционалног инвестирања, затим нормативно обликовање ове категорије у праву Европске уније, а потом и посебност осигураваача као институционалних инвеститора чија је инвестициона функција структурно повезана са очувањем солвентности и заштитом осигураника.

#### 2.1.1. Финансијска тржишта – појам и економска функција

Финансијска тржишта представљају институционализовани механизам посредством којег се врши алокација капитала између субјеката који располажу вишковима финансијских средстава и субјеката којима су та средства потребна ради финансирања инвестиција и пословних активности.<sup>200</sup> Заједно са финансијским институцијама и финансијским инструментима чини финансијски систем једне земље, који представља део привредног система, а чија је основна функција обезбеђивање несметаних токова финансијских средстава.<sup>201</sup> У ширем смислу, оно обухвата скуп правних правила, институција и инструмената који омогућавају трансфер новчаних токова, расподелу ризика и формирање цена финансијских инструмената.<sup>202</sup>

---

<sup>197</sup> Ј. Лабудовић Станковић, „Осигурање и тржиште капитала“, *Право осигурања Србије у транзицији ка европском (ЕУ) праву осигурања*, Зборник радова, Удружење за право осигурања Србије, Београд 2013, 169.

<sup>198</sup> В. Његомир, 2010, 54; Insurance Core Principles, 10-17. Више о макропруденцијалом надзору у циљу стабилности финансијског система вид. К. Van Hulle, 2023, 397-401.

<sup>199</sup> Д. Ерић, *Финансијска тржишта и инструменти*, II измењено и допуњено издање, Чигоја штампа, Београд 2003, 8, 202; В. Његомир, 2010, 50; А. Момчиловић, 15; Н. Војводић Миљковић, М. Цветковић, М. Лукић, „Животна осигурања везана за јединице инвестиционих фондова у функцији развоја тржишта осигурања и финансијског тржишта Р. Србије“, *Токови осигурања* 3/2023, 539.

<sup>200</sup> В. Врачарић, „Развој и стабилизација финансијског система“, *Право и привреда* 5–8/2009, 607, В. Његомир, 2010, 52-53; Љ. Лучић, „Инвестициони фондови са освртом на Закон о инвестиционим фондовима Републике Србије“, *Финансије* 1-6/2008, 106,107; А. Момчиловић, 17.

<sup>201</sup> Д. Ерић, 9; Ј. Лабудовић, 2007, 30; В. Врачарић, 608; А. Момчиловић, 15.

<sup>202</sup> Више о карактеристикама финансијских тржишта вид. М. Germain, V. Magnier, *Les sociétés commerciales - Sociétés de personnes, SARL, SA, SAS, Sociétés cotées*, Tome 2, LGDJ, 2022, 858-934. О инвестиционим фондовима у Европској унији и Француској вид. Ј. Benjamin, *The Narratives of Financial Law*, *Oxford Journal of Legal Studies*, 4/2010, 787–814.

За разлику од реалног сектора, у коме се размењују добра и услуге, финансијска тржишта посредују у размени потраживања и обавеза.<sup>203</sup> Њихова суштина не огледа се само у мобилизацији капитала, већ и у процени ризика, формирању цена финансијских инструмената и обезбеђивању ликвидности. Трансакције на финансијским тржиштима могу се реализовати на организованим тржиштима, односно берзама, где се понуда и тражња финансијских инструмената сучељавају на институционализован начин, уз поштовање утврђених правила трговања и транспарентно формирање цена, али и путем ванберзанског тржишта (*over-the-counter market*).

Учеснике финансијских тржишта чине депозитне финансијске институције, као што су банке, штедионице и кредитне задруге, као и недепозитне финансијске институције, међу којима су осигуравајућа и реосигуравајућа друштва, пензиони и инвестициони фондови, као и инвестиционе компаније. Финансијски инструменти који се на овим тржиштима размењују могу се поделити на инструменте тржишта новца, који су по правилу краткорочни (нпр. краткорочне државне обвезнице, депозитни сертификати и банкарски акцепти), инструменте тржишта капитала, као што су државне и корпоративне обвезнице, акције, као и деривате, односно изведене финансијске инструменте.<sup>204</sup>

Савремена теорија финансијских тржишта полази од тога да економски раст не заснива искључиво на акумулацији капитала, већ и на ефикасној алокацији финансијских ресурса. Развијена финансијска тржишта доприносе расту не само повећањем доступности капитала, већ и побољшаном селекцијом инвестиционих пројеката, смањењем трансакционих трошкова и ефикаснијом расподелом ризика.<sup>205</sup>

У том контексту, финансијска тржишта имају најмање три кључне економске функције: алокациону, трансформациону и информациону. Алокациона функција огледа се у усмеравању капитала ка продуктивним инвестицијама, трансформациона у временској и ризичној трансформацији новчаних токова, а информациона у формирању цена које одражавају очекивања о будућим приносима и ризицима.<sup>206</sup> Управо ове функције чине финансијско тржиште структурним предусловом за деловање савремених институционалних инвеститора и остваривања њихове улоге као носиоца одрживог економског развоја.<sup>207</sup>

### 2.1.2. Подела финансијских система и значај развоја тржишта капитала

У теорији финансијских система традиционално се разликују два основна модела: банкарски оријентисани (*credit-based*) и тржишно оријентисани систем (*market-based*).<sup>208</sup> У банкарски оријентисаном систему финансирање привреде превасходно се одвија путем банкарских кредита. Банке делују као централни посредници, трансформишући краткорочне депозите у дугорочне кредите, при чему на сопствени биланс преузимају значајан део кредитног ризика и ризика ликвидности.<sup>209</sup>

<sup>203</sup> В. Његомир, 2010, 52, В. Његомир, Улога финансијских деривата у управљању ризиком осигурања, Рачуноводство 3-4/2011, (2011в) 74.

<sup>204</sup> *Ibid.*

<sup>205</sup> В. Врачарић, 612; Б. Маровић, В. Његомир, 43.

<sup>206</sup> В. W. Dufwa, „Financial advice and the consumer“, *Liber Amicorum in Honour of Ioanis K.Rokas*, Nomiki Bibliothiki Athens, 2017, 117.

<sup>207</sup> OECD наглашава да финансијска тржишта представљају инфраструктурни предуслов одрживог економског развоја, јер омогућавају мобилизацију дугорочне штедње и њено усмеравање ка продуктивним инвестицијама. Вид. OECD, *Institutional Investor Engagement and Stewardship*, OECD Publishing, Paris, 2025, <https://doi.org/10.1787/a4902cee-en>, 11.02.2026, 10-14.

<sup>208</sup> В. Врачарић, 610; Б. Маровић, В. Његомир, 44.

<sup>209</sup> R. Levine, Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?, *NBER Working Paper No.9*, 2002, <https://ssrn.com/abstract=330980>, 18.01.2026, 2-3.

Насупрот томе, у тржишно оријентисаном систему финансирање се у већој мери одвија путем емисије и трговања хартијама од вредности на тржиштима капитала.<sup>210</sup> У том моделу ризик се дисперзује међу инвеститорима, а институционални инвеститори имају централну улогу као носиоци и диверсификатори ризика и његови професионални управљачи.<sup>211</sup>

Финансијски систем Европске уније је традиционално је имао израженије банкарске карактеристике. Међутим након финансијске кризе глобалне финансијске кризе из периода од 2007 до 2009. године препозната је важност тржишта капитала као део финансијског система. Наиме, у ситуацијама када банкарски сектор пролази кроз периоде финансијских потешкоћа, кроз тржишта капитала се омогућавају алтернативни извори финансирања који утичу на стабилност привреде.<sup>212</sup>

Развој тржишта капитала у значајној мери зависи од учешћа институционалних инвеститора, укључујући друштва за осигурање, која кроз своје портфеље могу каналисати значајан обим дугорочног капитала ка привреди.<sup>213</sup> Из тог разлога, након глобалне финансијске кризе и кризе евро зоне од 2011. до 2013. године Европска унија све снажније подстиче јачање небанкарског финансирања и продубљивање тржишта капитала,<sup>214</sup> Циљ таквог усмерења јесте диверсификација извора финансирања, повећање прекограничних инвестиција и јачање улоге институционалних инвеститора у финансирању привреде.<sup>215</sup>

С тим у вези, успостављање Уније тржишта капитала (*Capital Markets Union* – CMU) представља једну од кључних институционалних иницијатива Европске уније усмерених на подстицање економског раста након глобалне финансијске кризе и кризе евро зоне.<sup>216</sup> Као основни циљ ове иницијативе истиче се унапређење економског раста, продубљивање финансијске интеграције унутар Европске уније и јачање отпорности европске привреде на економске поремећаје. Имајући у виду да развој тржишта капитала омогућава стварање алтернативних извора финансирања, кроз подстицање његовог развоја очекује се већа отпорност финансијског система, јачање економске интеграције унутар Европске уније и шири избор инвестиционих могућности за штедише и привредне субјекте.<sup>217</sup>

Данас, финансијски систем Европске уније представља мешовит модел, али са све израженијим нагласком на развој тржишта капитала, кога карактеришу релативно висока тржишна капитализација, развијена тржишта државних и корпоративних обвезница, активан секундарни промет хартија од вредности, раст алтернативних инвестиционих фондова и све израженија интеграција одрживих финансијских инструмената.<sup>218</sup> Управо у таквом окружењу регулација заснована на ризику (*risk-based*), каква је Солвентност II, добија своју пуну функционалност.<sup>219</sup> Она претпоставља

---

<sup>210</sup> В. Његомир, 2010, 52-53.

<sup>211</sup> OECD, 2025, 10; Н. Војводић Миљковић, М. Цветковић, М. Лукић, 539-540.

<sup>212</sup> J. N. Gordon, K. Judge, „The Origins of a Capital Market Union in the United States“ *Law Working Paper No. 395/2018*, European Corporate Governance Institute (ECGI), <https://ssrn.com/abstract=3154676>, 1.

<sup>213</sup> Final report of the high-level forum on the Capital Markets Union ‘A new vision for Europe’s capital markets’ [https://commission.europa.eu/document/download/90458952-623c-410c-8c79-9aede2d73845\\_en?filename=200610-cmu-high-level-forum-final-report\\_en.pdf](https://commission.europa.eu/document/download/90458952-623c-410c-8c79-9aede2d73845_en?filename=200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf), 23.02.2026, 13-16.

<sup>214</sup> J. N. Gordon, K. Judge, 1.

<sup>215</sup> *Ibid.*, 19.

<sup>216</sup> D. Busch, „The future of EU financial law“, *Capital Markets Law Journal* 1/2022, 53.

<sup>217</sup> J. N. Gordon, K. Judge, 19.

<sup>218</sup> G. Balp, G. Strampelli, „Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience“, *European Business Organization Law Review* 23/2022, 869-904; M. Lappe, D. Pinkus, „Plugging Europe’s investment gap: understanding the potential of leveraging institutional investors“, *Working Paper* 17/2025, Bruegel, 1-41.

<sup>219</sup> Развој Уније тржишта капитала у Европској унији подразумева и прилагођавање регулаторног оквира који уређује деловање институционалних инвеститора. У том контексту значај имају прописи као што су, Директива Солвентност II, Директива о управљању алтернативним инвестиционим фондовима (AIFMD)

постојање развијеног тржишта капитала, ликвидних инструмената и релевантних цена, јер тек у таквим условима инвестициона стратегија може бити дисциплинована не *ex ante* забранама, већ ризиком, капиталом и транспарентношћу.<sup>220</sup>

Јачање улоге тржишта капитала истовремено је довело и до раста значаја институционалних инвеститора, који данас представљају главне посреднике у трансформацији штедње у инвестиције и један од кључних извора дугорочног финансирања привреде. Стога је, ради потпунијег разумевања њихове улоге у развоју тржишта капитала и функционисању савременог финансијског система, потребно ближе размотрити појам институционалних инвеститора и њихову функцију финансијске интермедијације.

### 2.1.3. Појам институционалних инвеститора и облици њихових улагања

Појам институционалног инвеститора није нормативно јединствено дефинисан, већ представља функционалну категорију насталу у финансијској пракси, а тек накнадно преузету у различитим регулаторним режимима.<sup>221</sup> У најширем смислу, институционални инвеститори могу се дефинисати као финансијски субјекти чија је основна функција акумулација средстава прикупљених од великог броја лица и њихово професионално управљање.<sup>222</sup>

У економској теорији институционални инвеститори се дефинишу као посредници између штедиша и тржишта капитала. Путем концентрације капитала они трансформишу штедњу у инвестиције. Тако акумулација дисперзованих средстава појединаца и њихова трансформација у инвестиционе портфеље омогућава диверсификацију ризика, смањење трансакционих трошкова, професионално управљање, приступ ширем спектру финансијских инструмената.<sup>223</sup> За разлику од индивидуалних инвеститора, који управљају сопственим средствима и самостално доносе инвестиционе одлуке, институционални инвеститори концентришу распршену штедњу и трансформишу је у организовани инвестициони капитал.<sup>224</sup> Они тим капиталом управљају професионално, систематично и, по правилу, дугорочно, преузимајући функцију селекције инвестиционих прилика, диверсификације портфеља и управљања ризиком.<sup>225</sup>

Међу институционалне инвеститоре се стандардно убрајају друштва за осигурање, пензијски фондови, инвестициони фондови<sup>226</sup> и други колективни управљачи имовином који врше финансијску интермедијацију. Иако се њихов правни статус и регулаторни режим разликују, заједничка им је функција акумулације капитала и његовог пласмана у финансијски систем.<sup>227</sup>

---

и Директива о институцијама за професионално пензијско осигурање (IORP), јер они утичу на улогу институционалних инвеститора у развоју тржишта капитала. Вид. J. N. Gordon, K. Judge, 19.

<sup>220</sup> Више о карактеристикама финансијских тржишта и њиховој интеграцији на нивоу Европске уније вид. E. Wymeersch, „Financial regulation: its objectives and their implementation in the European Union“, *Working Paper Series* 5/2019, Financial Law Institute, Ghent University, 1-19.

<sup>221</sup> То представља изазов за њихово регулисање, јер се морају узети у обзир све њихове специфичности. Вид. L. A. Aguilar, *Institutional Investors: Power and Responsibility*, U.S. Securities and Exchange Commission, <https://www.sec.gov/news/speech/2013-spch041913laa.htm>, 27.02.2026.

<sup>222</sup> В. Његомир, 2010, 52-53, 58.

<sup>223</sup> J. Krišto, A. Stojanović, A. Pavković. „Impact of Institutional Investors on Financial Market Stability: Lessons from Financial Crisis“, *International Journal of Diplomacy and Economy* 1-2/2014, 102-105.

<sup>224</sup> Е. Ћулиновић Herc, „Način postupanja investicijskih društava prema klijentima pri obavljanju investicijskih usluga i sporovi zbog povrede tih pravila“, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 1/2010, 52; T. C. W. Lin, „Reasonable Investor(s)“, *Boston University Law Review* 95/2015, 462-472.

<sup>225</sup> С. Остојић, 81-82; Б. Маровић, В. Његомир, 30-31.

<sup>226</sup> А. van den Hurk, 20246, 544-545.

<sup>227</sup> Љ. Лучић, 106, 108-109; Б. Маровић, В. Његомир, 40-41.



Све израженија улога институционалних инвеститора произлази из кључних предности финансијског посредовања. Оне се огледају у могућности мобилизације штедне малих инвеститора, смањењу трансакционих трошкова, као и ефикаснијем прикупљању и обради информација. Поред тога, финансијски посредници омогућавају диверсификацију ризика, врше рочну трансформацију средстава и обезбеђују већу флексибилност инвестиција. Њихова стручност и способност управљања финансијским инструментима додатно доприносе ефикаснијем функционисању тржишта и повећању профита инвеститора.<sup>228</sup>

За потребе овог рада, институционални инвеститори могу се одредити као субјекти који управљају туђим средствима, делују у професионалном својству, подлежу посебном регулаторном режиму и имају системски релевантну улогу на финансијским тржиштима. Овакво одређење омогућава да се у исти аналитички оквир укључе друштва за осигурање, пензијски фондови, отворени инвестициони фондови са јавном понудом (UCITS фондови), алтернативни инвестициони фондови и други професионални управљачи имовином, без обзира на њихове разлике у организацији, функционисању и регулисању.<sup>229</sup>

Они улажу прикупљена средства најчешће у јавне акције (уделе у друштвима листираним на берзи - *public equity*), државне, муниципалне и корпоративне обвезнице (дугове или зајмове јавноправних субјеката и привредних друштава), приватни капитал (уделе у нелистираним друштвима - *private equity*), у инфраструктуру путем нелистираних фондова или директних улагања у аеродроме, путеве или постројења обновљиве енергије, у непокретности (нелистиране фондове непокретности или директна улагања у непокретну имовину - *real estate*), као и у друге инвестиционе фондове.<sup>230</sup>

Као кључна улога институционалних инвеститора у финансијском систему истиче се мобилизацију штедне и њена трансформација у дугорочне инвестиције. Захваљујући структури својих обавеза, посебно код пензијских фондова и друштава за животно осигурање, они располажу дугорочним капиталом који омогућава финансирање инфраструктурних и других стратешких пројеката, као и развој привреде у целини. Истовремено, акумулацијом средстава великог броја инвеститора и њиховим улагањем у диверсификоване портфеље, институционални инвеститори омогућавају расподелу ризика и смањење индивидуалне изложености ризику, доприносећи ефикаснијем функционисању тржишта капитала и његовој ликвидности.<sup>231</sup>

Правно уређење институционалних инвеститора заснива се на нормативном уобличавању управљања ризицима који произлазе из њихове инвестиционе активности и системског значаја за финансијску стабилност. Регулаторни оквири прописују обавезу успостављања система управљања ризиком, примену капиталних захтева заснованих на ризику и поштовање фидуцијарних дужности према корисницима средстава.<sup>232</sup> Истовремено, уводе се правила о транспарентности, диверсификацији и управљању ликвидношћу ради заштите инвеститора и очувања стабилности тржишта.<sup>233</sup>

---

<sup>228</sup> С. Остојић, 77–98.

<sup>229</sup> В. Његомир, 2010, 53.

<sup>230</sup> OECD, *Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, OECD Publishing, Paris 2017, 8.

<sup>231</sup> OECD, *G20/OECD High-Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*, 2013, <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/financing-infrastructure/OECD-G20-principles-long-term-investment-financing-institutional-investors.pdf>, 28.01.2026, 4–5.

<sup>232</sup> OECD, 2017, 23.

<sup>233</sup> *Ibid.*, 6–8; E. Wymeersch, „The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds“, *General Reports of the XVIIIth Congress of the International Academy of Comparative Law*, (eds. K. B. Brown, D. V. Snyder), Springer, 2012, 273; M. Ostrowska, 216.

Суштинска карактеристика институционалних инвеститора јесте да управљају туђим средствима.<sup>234</sup> Управо зато се њихова инвестициона делатност заснива на поверењу у стручност и професионалност управљача.<sup>235</sup> У том контексту, принцип разумног инвеститора (*reasonable investor*) представља основни нормативни стандард, где се не прописује се унапред структура портфела, већ се захтева да управљач поступа савесно, стручно и у складу са добром праксом.<sup>236</sup>

Међутим, однос између управљача и улагача, односно крајњих корисника средстава структурно је обележен асиметријом информација.<sup>237</sup> Улагачи и корисници средстава немају потпуни увид у инвестициону стратегију, нити стручне капацитете да процене сложене финансијске инструменте, нити могућност непосредне контроле управљача. Тај агентски проблем традиционално је решаван фидуцијарним обавезама и *ex post* контролом.<sup>238</sup>

Са растом сложености финансијских инструмената, глобализацијом тржишта и повећањем системског значаја институционалних инвеститора, поверење престаје да буде довољан механизам контроле. Регулатор постепено интервенише превентивно, кроз организационе захтеве, системе управљања ризиком, обавезе извештавања<sup>239</sup> и механизме транспарентности.<sup>240</sup> Тако се класични фидуцијарни модел постепено допуњује, а делимично и потискује, структурисаним режимом транспарентности и

---

<sup>234</sup> С. Муминовић, „Инвестициони фондови и други финансијски производи“, *Банкарство*, 11/12-2007, 33.

<sup>235</sup> За инвестиционе фондове и друге институционалне инвеститоре, као што су приватни пензионери фондови и инвестиционе банке, је од посебног значаја постојање ефикасних механизма заштите мањинских акционара, који омогућавају сигурније и атрактивније инвестирање. Наиме, због законских ограничења која налажу диверсификацију инвестиција и расподелу ризика, ови субјекти по правилу улажу у мањинске уделе у појединачним друштвима. Вид. М. Васиљевић, „Корпоративно управљање и агенцијски проблеми (I део)“, *Анали Правног факултета у Београду* 1/2009, 15.

<sup>236</sup> Н. Cousy, 2014, 228. Фидуцијарна дужност подразумева обавезу поступања у најбољем интересу клијента, што обухвата дужност лојалности и дужност пажње. Дужност лојалности захтева да се интереси клијента ставе изнад сопствених, док дужност пажње подразумева управљање имовином са одговарајућом степеном стручности и пажње, у складу са стандардом разумног инвеститора. У пракси, то се најчешће остварује кроз тежњу да се максимизује профит у складу са ризиком инвестиције. Вид. А. В. Laby, „ESG Investing and Asset Managers“, *Capital Markets Law Journal* 4/2025, 5-6; Т. Gosling, I. MacNeil, „Can Investors Save the Planet? NZAMI and Fiduciary Duty“, *Capital Markets Law Journal* 18/2023, 175-176. За више вид. М. М. Schanzenbach, R. H. Sitkoff, 399-403.

<sup>237</sup> Тржишни недостаци у области финансијских услуга традиционално су се објашњавали информационом асиметријом, због чега је регулаторни приступ био усмерен на повећање количине информација доступних инвеститорима. Међутим, глобална финансијска криза указала је на ограничења таквог приступа и довела у питање концепт грађанина-инвеститора који самостално преузима одговорност за своју финансијску будућност. Под утицајем кризе и развоја бихевиоралних финансија, корисници финансијских услуга од 2008. године све више се посматрају и као потрошачи којима је потребна одговарајућа заштита. Вид. Р-Р. Matek, D. Poljak, „Zaštita potrošača finansijskih usluga u Europskoj uniji“, *Financije i pravo*, Zagreb 1/2019, 89-90.

<sup>238</sup> А. В. Laby, 5-6.

<sup>239</sup> Б. Михајловић, „Извештавање привредних друштава о одрживости у праву Европске уније“, *Усклађивање правног система Србије са стандардима ЕУ* (ур. С. Соковић), Крагујевац 2024, 729.

<sup>240</sup> Вид. Рецитал 3 Директиве 2014/95/ЕУ Европског парламента и Савета о измени Директиве 2013/34/ЕУ у погледу објављивања нефинансијских информација и информација о разноликости одређених великих предузећа и група (*Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups*) ОЈ L 330, 15.11.2014. (у даљем тексту Директива о нефинансијском извештавању (NFRD)), који директно истиче везу између извештавања и остваривања одрживог развоја. О становишту о нефинансијском извештавању које у функцији информисања непосредно остварује транспарентност, а која посредно води ка одрживости вид. М. Митровић, „Развој правног оквира ЕУ о нефинансијском извештавању“, *Право и привреда* 1/2020, 178-179, Б. Михајловић, 2024, 733.

надзора.<sup>241</sup> На тај начин, савремено финансијско право све мање почива искључиво на поверењу, а све више на институционализованој видљивости ризика.<sup>242</sup>

Управо у том смислу може се сматрати да функција начела добре вере, као основног начела у праву осигурања бива прогресивно допуњена и делимично замењена начелом транспарентности.<sup>243</sup> Овај процес показује да савремени регулаторни режими све мање почивају на претпостављеној професионалној лојалности и коректности, а све више на институционализованој видљивости ризика, процедура и одлука.<sup>244</sup>

### **2.1.5. Институционални инвеститори као носиоци тржишне и јавне функције**

Развој финансијских тржишта и концентрација капитала довели су до тога да институционални инвеститори више нису само посредници, већ централни актери тржишта капитала. Њихова инвестициона активност има системске последице које превазилазе однос са појединачним инвеститорима, осигураницима или члановима фонда.<sup>245</sup>

Институционализација инвестиционе функције, односно концентрација распршене штедне у рукама професионалних управљача капитала,<sup>246</sup> има двоструки ефекат. С једне стране, она омогућава ефикаснију алокацију капитала, диверсификацију ризика и финансирање дугорочних инвестиционих пројеката. С друге стране, доводи до концентрације економске и тржишне моћи у рукама ограниченог броја субјеката. Захваљујући обиму капитала којим управљају, институционални инвеститори све чешће делују као доминантни власници корпоративних хартија од вредности, активни учесници у корпоративном управљању,<sup>247</sup> и важни актери у формирању цена и ликвидности на тржишту. Њихов значај додатно произлази из способности да обезбеде дугорочни капитал неопходан за финансирање инфраструктуре, енергетске транзиције и других развојних пројеката од стратешког значаја.<sup>248</sup>

---

<sup>241</sup> В. Врачарић, 615-624.

<sup>242</sup> Н. Cousy, 2014, 228; М. Ostrowska, 215.

<sup>243</sup> А. Keglević Steffek, 347-348; М. Dreher, 81; К. Bork, М. Wandt, 126; М. Ostrowska, 213; Р. Marano, 2021, 318.

<sup>244</sup> М. Ostrowska, 213.

<sup>245</sup> Ј. Ћирић, В. Његомир, „Разлози слабијег успеха институционалних инвеститора на финансијском тржишту Србије“, *Економске теме*, Ниш 2012, стр. 136.

<sup>246</sup> *Ibid.*

<sup>247</sup> У савременим расправама о одрживим инвестицијама све већу пажњу привлачи концепт *stewardship*-а, односно активног акционарства (*active shareholding*), који се односи на активно коришћење права и утицаја инвеститора у циљу очувања и повећања дугорочне вредности инвестиција. Према дефиницији Принципа за одговорно инвестирање (*Principles for Responsible Investment - PRI*), активно акционарство подразумева употребу права инвеститора и њиховог утицаја како би се заштитила и унапредила дугорочна вредност за инвеститоре и кориснике, укључујући економске, друштвене и еколошке ресурсе од којих зависи њихов интерес. Инвеститори ове циљеве остварују различитим механизмима, као што су дијалог са компанијама у које улажу, гласање на скупштинама акционара, предлагање одлука, учешће у избору управе, као и ангажовање у јавним политикама и сарадња са другим заинтересованим странама. Њихова улога у корпоративном управљању даје им квази јавни значај. Одлуке о гласању, ангажовању са управама друштава и стратегијама одрживости утичу на корпоративне политике ширег друштвеног значаја. *Principles for Responsible Investment – PRI, About stewardship, What is stewardship?*, 2025 <https://www.unpri.org/stewardship/about-stewardship/6268.article>, 06.02.2026; OECD, 2017, 33-34. Више о концепту активног акционарства у контексту ESG инвестиција вид. М. М. Schanzenbach, R. H. Sitkoff, 444-448; Т. Gosling, I. MacNeil, 186-187.

<sup>248</sup> Према подацима OECD-а из 2012.године, институционални инвеститори су већ 2010. године управљали активом од око 71 билиона америчких долара, при чему су осигуравачи и пензијски фондови препознати као једни од најзначајнијих извора дугорочног капитала способног за финансирање инфраструктурних и других развојних пројеката. Вид. Christopher Kaminker, Fiona Stewart, *The Role of Institutional Investors in Financing Clean Energy*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private

Отуда инвестициона функција институционалних инвеститора постепено добија јавноправну димензију. Они више нису само посредници између штедње и инвестиције, већ субјекти чије понашање утиче на стабилност тржишта, доступност капитала привреди и остваривање јавних политика.<sup>249</sup> У новије време, и одрживост и ESG фактори значајно су проширили њихову класичну улогу, која више није усмерена искључиво на стабилност, интегритет и заштиту потрошача, већ и на подстицање одрживог развоја.<sup>250</sup> Управо та концентрација моћи и капитала која утиче на привредне и друштвене токове представља једну од структурних одлика савремених финансијских тржишта и полазиште за разумевање појачане регулаторне интервенције.<sup>251</sup>

Управо због чињенице да се инвестициони фондови истовремено јављају као институционални инвеститори и као један од значајних облика улагања имовине друштава за осигурање, неопходно је најпре осврнути се на њихов појам, функције и место у финансијском систему. Таква анализа представља неопходан теоријски основ за разумевање положаја осигураваача као институционалних инвеститора и правног режима улагања њихове имовине.

### **2.1.6. Инвестициони фондови као облик инвестирања институционалних инвеститора**

Инвестициони фондови представљају данас један од најзаступљенијих облика институционалног инвестирања.<sup>252</sup> Њихова основна функција јесте прикупљање и колективно инвестирање средстава већег броја инвеститора, при чему професионални управљачи преузимају улогу доношења инвестиционих одлука и управљања ризиком.<sup>253</sup>

Кључна карактеристика инвестиционих фондова јесте раздвајање власништва и управљања. Инвеститори су носиоци удела у фонду, док инвестиционе одлуке доноси друштво за управљање. Ова институционална структура условљава посебан режим регулације,<sup>254</sup> усмерен како на заштиту инвеститора, тако и на обезбеђивање стабилности тржишта капитала.

У економској теорији развијене су бројне дефиниције инвестиционих фондова, које наглашавају њихову улогу у акумулацији капитала и алокацији инвестиционих средстава. У правној теорији, међутим, њихово одређење представља сложенији задатак.<sup>255</sup> У савременим правним системима инвестициони инвеститори се не

---

Pensions No. 23, [https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2012/09/the-role-of-institutional-investors-in-financing-clean-energy\\_g17a2195/5k9312v2116f-en.pdf](https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2012/09/the-role-of-institutional-investors-in-financing-clean-energy_g17a2195/5k9312v2116f-en.pdf), 13.02.2026, 12-14. Већ према подацима OECD-а из 2024. године укупна имовина институционалних инвеститора достигла је 65 билиона америчких долара, док је двадесет највећих светских управљача имовином управљало са 56 билиона долара, што указује на изразиту концентрацију капитала у рукама институционалних инвеститора. Вид. OECD, 2025, 15-16. У евро зони, на крају другог квартала 2024. године сектор осигурања и пензијских фондова управљао је активом од приближно 12 билиона евра, од чега је 33% било уложено у дужничке хартије од вредности, 6% у акције које се котирају на берзи, 34% у уделе инвестиционих фондова и 27% у осталу имовину. Вид. M. Larpe, D. Pinkus, 1-41.

<sup>249</sup> A. van den Hurk, 2021, 294.

<sup>250</sup> M. M. Schanzenbach, R. H. Sitkoff, 381-454; A. B. Laby, 1-5.

<sup>251</sup> M. Ostrowska, 215.

<sup>252</sup> L. Belanić, G. Mihelčić, „Promidžba i prodaja udjela i dionica u investicijskim fondovima“, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 1/2008, 580.

<sup>253</sup> J. Ђирић, В. Његомир, 127; Љ. Лучић, 111; Е. Ћулиновић Herc, 2010, 52.

<sup>254</sup> Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић, *Компанијско право- право привредних субјеката*, Универзитет у Београду, Правни факултет, Београд 2020, 665.

<sup>255</sup> *Ibid.*, 660. Према Јовановићу: „Инвестициони фонд је привредно друштво (никако физичко или друго правно лице), чија је стална и основна делатност улагање капитала, који су јој сакупили чланови (акционари), у куповини туђих хартија од вредности. Остварену добит дели међу својим члановима“.

дефинишу апстрактно, већ се обликују кроз посебне регулаторне режиме који уређују различите облике колективног инвестирања и управљања имовином.

Инвестициони фондови могу се класификовати према више критеријума, док је за анализу улагања имовине друштава за осигурање значајно издвојити њихову поделу према структури имовине и циљевима улагања. Према том критеријуму, подела се врши на фондове који улажу у хартије од вредности, фондове који улажу у некретнине, фондове који улажу у уделе у нелистираним друштвима (*private equity*),<sup>256</sup> хеџ (*hedge*) фондове,<sup>257</sup> инфраструктурне и друге специјализоване фондове.<sup>258</sup> Они се могу даље класификовати према профилу инвеститора где су *retail* фондови намењени широј јавности, а професионални фондови намењени квалификованим инвеститорима.<sup>259</sup> Друштва за осигурање као институционални инвеститори се увек сматрају квалификованим инвеститорима, којима није потребна заштита при улагању у инвестиционе фондове.

У развијеним економијама, за развијеним тржиштем капитала друштва за осигурање друштва имају могућности улагања у широк спектар финансијских инструмената, укључујући државне и корпоративне обвезнице, акције, инструменте приватног дуга, као и различите алтернативне облике улагања и тиме спровођење диверсификованијих и дугорочно оријентисаних инвестиционих стратегија.<sup>260</sup> Посебан значај у овим економијама имају улагања у инвестиционе фондове, која омогућавају

---

Притом, он убраја у инвестиционе фондове и пензијске фондове и осигуравајућа друштва, поред општих фондова (отворених и затворених), не правећи разлику између институционалних инвеститора и инвестиционих фондова. Н. Јовановић, „Заштићени улагач на тржишту вредносних папира“, *Право и привреда*, 5-8/2002, 283. За слично становиште вид. Д. Миловановић, „Регулација инвестиционих фондова“, *Право и привреда*, 5-8/2004, 897. Већ 2009. године Јовановић мења становиште дефинишући инвестициони фонд као имовинску масу већег броја улагача, која се под управом посебно овлашћеног лица (друштва за управљање), улаже у имовину других лица да се од њих приходи убирали и делили међу улагачима. Ова промена у дефинисању инвестиционих фондова говори о схватању о њима у српском тржишном окружењу, односно, колико су до скоро они представљали непознаницу у српској теорији и пракси. Вид. Н. Јовановић, *Берзанско право*, Правни факултет, Београд 2009, 157-158.

<sup>256</sup> Више о *private equity* вид. L. Harris, „A Critical Theory of Private Equity“, *Delaware Journal of Corporate Law* 1/ 2010, 260 – 261; М. Деренчиновић Рук, „Private equity fondovi i hrvatsko iskustvo“, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 6/2020, 784–818. Уопштено, они представљају имовинску масу која није у јавној понуди, а чија је сврха финансирање циљних друштава кроз стицање значајних, често и потпуних власничких удела. Ова улагања су по правилу временски ограничена и усмерена ка унапређењу пословања циљног друштва, након чега следи његова продаја или изношење на тржиште капитала. *Private equity* фондови најчешће нису доступни широј јавности нити котирају на берзи, док су циљна друштва углавном приватна или јавна друштва која су повучена са тржишта. Иако су иницијално средства потицала од имућних појединаца, савремени фондови се у највећој мери финансирају од стране институционалних инвеститора, укључујући пензијске фондове, а ређе и путем јавних тржишта капитала. Вид. E. Wymeersch, „The regulation of private equity, hedge funds and state funds“, *Working Paper Series*, Financial Law Institute, Ghent University 6/2010. 24, E. Wymeersch, 2012, 287-290.

<sup>257</sup> Појам хеџ фонда уопштено се односи на имовинску масу, најчешће у виду хартија од вредности, којима управља професионални менаџер применом иновативних инвестиционих стратегија, при чему они по правилу не подлежу режиму регистрације као традиционални инвестициони фондови. Хеџ фондови обично имају ограничен број инвеститора, који су најчешће имућна лица или институционални инвеститори, од којих се очекује да су способни да самостално штите своје интересе. Однос са инвеститорима заснива се превасходно на уговорној основи и прилагођава се њиховим специфичним потребама. E. Wymeersch, 2010, 2. Више о хеџ фондовима вид. E. Wymeersch, 2012, 273-287; N. Mijatović, D. Špoljarić, „Теоријско одређење и правно уређење *hedge* фондова“, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 3/2011, 897–924; F. Škunca, „Analiza ulaganja osiguratelja u Solvency II svijetu“, *Hrvatski časopis za osiguranje* 1/2019, 68.

<sup>258</sup> С. Муминовић, В. Павловић „Инвестициони фондови – неискоришћени потенцијал у Србији“, *Финансије*, бр. 1-6/2006, 42-49.

<sup>259</sup> Више о класификацији инвестиционих фондова вид. Н. Јовановић, 2009, 161-166; L. Belanić, G. Mihelčić, 580-585; E. Čulinović-Herc, „Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine prema Zakonu o investicijskim fondovima“ *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 1/2006, 11-12.

<sup>260</sup> М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 262.

друштвима за осигурање да оптимизују своје инвестиционе стратегије. На тај начин истовремено обезбеђују остваривање стабилнијих и виших прихода, као и јачање своје солвентности.<sup>261</sup>

Различите врсте инвестиционих фондова, као што су фондови који улажу у уделе у нелистираним друштвима (*private equity*) и хед (*hedge*) фондови, су дуго деловали у домену „приватног капитала“ и успевали су да избегавају правно регулисање.<sup>262</sup> Међутим после глобалне финансијске кризе из 2008. године постепено постају предмет јавноправног надзора због утицаја који могу имати као значајан сегмент глобалног финансијског система. Њихово регулисање у Европској унији након глобалне финансијске кризе показује ту еволуцију.<sup>263</sup>

Због различитих ризичних профила, структуре обавеза и системске релевантности појединих инвестиционих фондова, право Европске уније нема јединствени концепт њиховог регулисања, већ развија мрежу специјализованих режима који уређују UCITS фондове,<sup>264</sup> алтернативне инвестиционе фондове и њихове управљаче, као и различите врсте фондова за посебне намене.

Док UCITS режим представља најхармонизованији сегмент инвестиционог права Европске уније и намењен је фондовима који се нуде широј јавности,<sup>265</sup> алтернативни инвестициони фондови (AIF) обухватају широк спектар инвестиционих структура за које је заједничко да не потпадају под UCITS режим.

Тек након глобалне финансијске кризе право Европске уније систематски регулише хед фондове, *private equity* фондове и друге алтернативне инвестиционе структуре доношењем Директиве о управљачима алтернативних инвестиционих фондова (AIFMD).<sup>266</sup>

За разлику од UCITS режима, који је превасходно усмерен на заштиту малих инвеститора, AIFMD ставља нагласак на:

- транспарентност,
- управљање ризицима,
- контролу финансијске полуге (*leverage*),
- надзор потенцијалног системског ризика.

У том циљу AIFMD уводи регистрацију и лиценцирање управљача фондова, правила о употреби полуге (*leverage*), извештавање надзорним органима и механизме праћења системског ризика.

Као специфични облици алтернативних инвестиционих фондова, који стоје на располагању друштвима за осигурање за улагање њихове имовине, јављају се *private*

---

<sup>261</sup> *Ibid.*, 263.

<sup>262</sup> В. Врачарић, 641.

<sup>263</sup> *Ibid.*

<sup>264</sup> Директива 2009/65/ЕЗ Европског парламента и Савета од 13. јула 2009. о усклађивању закона, других прописа и административних одредаба које се односе на субјекте за колективно инвестирање у преносиве хартије од вредности (UCITS) (*Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)*), ОЈ L 302, 17.11.2009. За више вид. L. Belanić, G. Mihelčić, 582.

<sup>265</sup> Његова основна логика јесте заштита малих (*retail*) инвеститора кроз строга правила диверсификације, ограничења концентрације активе, високе стандарде ликвидности, обавезе обелодањивања и појачан надзор. Поред тога, UCITS режим омогућава прекогранично пословање фондова унутар Европске уније кроз систем такозваног „јединственог пасоша“ (*single passport*). На тај начин обезбеђује се интеграција тржишта инвестиционих фондова и повећање поверења инвеститора L. Belanić, G. Mihelčić, 583; E. Čulinović-Herc, 2006, 2-3.

<sup>266</sup> Директива 2011/61/ЕУ Европског парламента и Савета од 8. јуна 2011. о управљачима алтернативних инвестиционих фондова и о измени директива 2003/41/ЕЗ и 2009/65/ЕЗ и уредаба (ЕЗ) бр. 1060/2009 и (ЕУ) бр. 1095/2010 (*Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010*), ОЈ L 174, 1.7.2011.

*equity* и *venture capital* структуре чија је основна карактеристика је активна улога у управљању портфељским друштвима, често кроз стицање контролних пакета акција.

*Private equity* фондови најчешће функционишу као затворене инвестиционе конструкције, са јасно ограниченим трајањем фонда и израженим управљачким утицајем на пословање портфељских компанија,<sup>267</sup> док хеџ фондове карактеришу висока флексибилност инвестиционих стратегија, интензивна употреба финансијске полуге (*leverage*) и примена сложених инвестиционих техника. Због потенцијалног системског ризика, њихова регулација постала је предмет све израженије транснационалне координације.<sup>268</sup>

Институционални инвеститори, а нарочито друштва за осигурање, све више преусмеравају своје портфеље ка алтернативним инвестицијама, као што су *private equity*, *venture capital* и некретнине, услед потребе за већим приносима, диверсификацијом и заштитом од инфлације. Иако су економски фактори кључни, на ове одлуке утичу и институционални оквири, понашање тржишних актера и регулаторне промене. Посебан значај добијају ESG фактори, који се све више посматрају као део процене ризика, а не само као етички критеријум.<sup>269</sup>

Иако су ови фондови формално намењени професионалним инвеститорима, у условима високе финансијске полуге и снажне прекограничне повезаности финансијских тржишта они постају део ширег јавног регулаторног проблема. Из тог разлога, право Европске уније, кроз AIFMD режим, не регулише директно инвестиционе стратегије ових фондова, већ нагласак ставља на транспарентност, управљање ризиком и надзор управљача фондова.<sup>270</sup>

### **2.1.7. Осигуравачи као посебна категорија институционалних инвеститора**

Изложени теоријски оквир показује да институционални инвеститори нису јединствена категорија, већ скуп различитих субјеката повезаних заједничком функцијом акумулације капитала, његове алокације и управљања ризиком. Ипак, унутар те шире категорије осигуравачи заузимају посебно место.<sup>271</sup> Посебност осигуравача произлази из саме природе осигурања.<sup>272</sup> Осигуравачи прикупљају премије у садашњости, док њихове обавезе доспевају у будућности, често у дугом временском хоризонту.<sup>273</sup> Та временска асиметрија ствара акумулирану масу средстава која мора бити инвестирана тако да омогући испуњење будућних обавеза према осигураницима<sup>274</sup>

Инвестициона активност осигуравача стога није самостална привредна делатност усмерена искључиво ка максимизацији приноса, већ структурни елемент механизма осигурања као система расподеле ризика. Прикупљене премије морају бити улагане на начин који обезбеђује способност будућег извршења уговорних обавеза.<sup>275</sup> Управо у томе лежи посебност осигуравача као институционалних инвеститора:

---

<sup>267</sup> L. Belanić, G. Mihelčić, 583.

<sup>268</sup> *Ibid.*

<sup>269</sup> J. A. McCahery, P. Giudici, „Alternative Investments and Institutional Investors“, *European Business Organization Law Review* 23/2022, 781-784.

<sup>270</sup> E. Čulinović-Herc, M. Braut Filipović, S. Audić Vuletić, „Novo pravno uređenje *private equity* i *venture capital* fondova i otvorena pitanja“, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 1/2017, 52-53; J. A. McCahery, P. Giudici, 784-785.

<sup>271</sup> С. Остојић, 86-87; В. Његомир, 2010, 58-59; В. Његомир, З. Петровић, 115.

<sup>272</sup> K. Van Hulle, (2019), 188.

<sup>273</sup> Ј. Лабудовић, 2007, 30-33; S. Schlütter, E. Senyo Fianu, H. Gründl, „Responsible investments in life insurers' optimal portfolios under solvency constraints“, *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 112/2023, 55.

<sup>274</sup> K. Van Hulle, (2019), 360; А. Момчиловић, 22.

<sup>275</sup> Ј. Лабудовић, 2007, 31; K. Van Hulle, 2023, 374; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 256.



њихова инвестициона функција структурно је повезана са функцијом преузимања ризика.<sup>276</sup>

У том смислу, осигуравачи представљају хибридни модел. Са једне стране, они врше класични пренос ризика, јер преузимају осигурани ризик на сопствени биланс, што у суштини представља смисао и основну делатност осигурања. Са друге стране, средства прикупљена од премија улажу на тржишту капитала, где делују као институционални инвеститори.<sup>277</sup> Управо та двојност која се састоји од преузимања осигуравајућег ризика и истовремено управљање инвестиционим ризиком објашњава сложеност њиховог регулаторног оквира.

За разлику од инвестиционих фондова, код којих сама инвестиција представља основну сврху постојања, код осигуравача је инвестициона активност акцесорна, али истовремено и суштински неопходна.<sup>278</sup> Код фондова се ризик инвестиционог исхода, по правилу, преноси на инвеститоре док код осигуравача ризик остаје унутар биланса друштва, што оправдава строжи пруденцијални приступ. Док код фондова доминира логика заштите инвеститора и транспарентности, код осигуравача доминира логика очувања солвентности и стабилности система.

Структура и карактер инвестиционе активности друштава за осигурање условљена је и природом њихових обавеза, што представља полазну тачку сваке инвестиционе стратегије. Кључни фактори у том погледу јесу трајање обавеза и њихова предвидљивост, који непосредно одређују инвестициони хоризонт и степен потребне ликвидности портфеља. У том смислу постоје значајне разлике између друштава која се баве животним и друштава која се баве неживотним осигурањем.<sup>279</sup>

Код животног осигурања будуће обавезе су предвидљивије и имају дугорочни карактер, што омогућава формирање стабилних инвестиционих стратегија усмерених ка дугорочним и мање ликвидним облицима улагања. Ови осигуравачи су у могућности да значајан део средстава усмере у инструменте као што су инфраструктурни пројекти, некретнине или *private equity*. На тај начин се постиже усклађеност новчаних токова активе и пасиве, као и стабилан принос. Насупрот томе, код неживотних осигурања моменат остваривања ризика и висина штета су неизвеснији, док су обавезе претежно краткорочне и знатно мање предвидиве, нарочито у погледу штета изазваних катастрофалним догађајима. Овај елемент неизвесности условљава потребу за високом ликвидношћу портфеља и већом флексибилношћу инвестиционе политике. Стога се улагања ових друштава у већој мери усмеравају ка ликвидним финансијским инструментима, као што су државне и корпоративне обвезнице, новчани инструменти и депозити, који омогућавају брзу конверзију у новчана средства ради исплате штета.<sup>280</sup>

Ипак, наведена подела није апсолутна. У пракси, друштва за осигурање управљају агрегираним портфељима који обухватају различите врсте производа и временске хоризонте, што доприноси већој предвидљивости укупних новчаних токова. Чак и код неживотних осигурања, иако су појединачни уговори краткорочни, ефекти обнављања полиса и дуже решавање одштетних захтева доводе до продужавања ефективног трајања обавеза. Сходно томе, друштва за осигурање, посебно у сегменту животног осигурања, имају способност да делују као дугорочни институционални инвеститори, који нису принуђени да реагују на краткорочне тржишне флукуације.

<sup>276</sup> Oliver Wyman, Insurance Europe, 10, 12, А. Момчиловић, 22-23.

<sup>277</sup> D. Focarelli, 341-342.

<sup>278</sup> В. Његомир, 2010, 58-59.

<sup>279</sup> Insurance Europe, *Investing from insurers' perspective*, <https://www.insuranceeurope.eu/mediaitem/91cc2159-69e9-4406-a6f6-5377abd7339f/Investing+from+insurers+perspective.pdf?inline=1>, 5; Ј. Лабудовић, 2007, 34; В. Његомир, 2010, 61-62.

<sup>280</sup> В. Његомир, 2010, 62-63; Ј. Лабудовић Станковић, 2013, 169-170; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 257; Insurance Europe, 5.



Напротив, њихов инвестициони хоризонт омогућава им да краткорочну волатилност користе као прилику за оптимизацију приноса.<sup>281</sup>

Друштва за осигурање представљају једне од најзначајнијих институционалних инвеститора у Европској унији. Према подацима Insurance Europe, европски осигуравачи управљају имовином вредном око 10 билиона евра, што износи приближно 60% БДП-а Европске уније.<sup>282</sup> Захваљујући томе, осигуравачи су традиционално значајни инвеститори у државне и корпоративне обвезнице, инфраструктурне пројекте, некретнине и друге дугорочне инструменте.<sup>283</sup> Због обима расположивог капитала и дугорочне природе обавеза, осигуравачи имају важну улогу у финансирању реалне економије и подстицању дугорочног економског раста.<sup>284</sup>

У Европској унији, друштва за осигурање улажу своја средства у широк спектар финансијских инструмената, при чему највећи део инвестиција чине државне и корпоративне обвезнице, акције, као и улагања у инфраструктуру, некретнине и *private equity*. Државне обвезнице посебно су заступљене у инвестиционим портфељима осигуравача, будући да омогућавају стабилан новчани ток и усклађивање доспећа активе и обавеза. На тај начин, осигуравачи имају значајну улогу у финансирању јавног сектора и стамбеног кредитирања. Слично томе, корпоративне обвезнице представљају атрактивну класу активе, јер обезбеђују стабилне приходе и доприносе финансирању привредних субјеката.<sup>285</sup>

Акције, као један од кључних извора финансирања привреде путем тржишта капитала, такође имају важну улогу у инвестиционим стратегијама осигуравача, иако су повезане са већим степеном тржишног ризика. Поред тога, осигуравачи све више учествују у дугорочном финансирању кроз улагања у инфраструктуру, некретнине, секјуритизације, *private equity* и *venture capital*, који имају посебан значај за подстицање инвестиција и иновација.<sup>286</sup>

Истовремено, структура инвестиционог портфеља значајно варира између појединих друштава и држава у Европи, у зависности од карактеристика производа осигурања, регулаторних захтева, тржишних услова и традиције.<sup>287</sup>

Структура улагања европских друштава за осигурање показује висок степен диверсификације, при чему доминантно место заузимају инвестициони фондови са укупним уделом од око 36%. У оквиру ове категорије посебно се издвајају *equity* фондови (11%), као и *debt* фондови (11%), док мањи удео имају новчани, *real estate*, инфраструктурни и други специјализовани фондови. Поред тога, значајан део портфеља чине државне обвезнице (19%) и корпоративне обвезнице (18%), што указује на наглашену оријентацију ка инструментима фиксног прихода. Улагања у акције чине око 16%, док су остале категорије, као што су кредити и хипотеке (4%), готовина и депозити (4%), структурисани инструменти (2%) и некретнине (1%), заступљене у мањем обиму.<sup>288</sup>

Доминантна улога инвестиционих фондова указује на растући значај посредног инвестирања и диверсификације портфеља, док висок удео државних и корпоративних обвезница потврђује конзервативну оријентацију ка инструментима фиксног прихода. Оваква структура потврђује да инвестициона политика осигуравача остаје првенствено усмерена на очување стабилности и испуњење дугорочних обавеза.

---

<sup>281</sup> Insurance Europe, 5.

<sup>282</sup> *Ibid.*, 1; D. Focarelli, 341-342.

<sup>283</sup> М. Mihelja Žaja, М. Tica, „Uloga osiguratelja na tržištu zelenih obveznica“, Hrvatski časopis za osiguranje 5/2021, 10.

<sup>284</sup> D. Focarelli, 341-342; Insurance Europe, 1-2.

<sup>285</sup> Insurance Europe, 3.

<sup>286</sup> *Ibid.*

<sup>287</sup> *Ibid.*

<sup>288</sup> *Ibid.*, 2.

### 2.1.8. Регулаторна хибридизација и трансформација инвестиционе функције

Развој финансијске регулације, посебно након глобалне финансијске кризе довео је до постепеног приближавања регулаторних режима банкарског, осигуравајућег и инвестиционог сектора.<sup>289</sup> Иако су ови сектори економски различити и формално уређени засебним прописима, све је уочљивије да користе сличне инструменте и полазе од сродних начела.<sup>290</sup> То су управљање ризиком, капитална адекватност, транспарентност и појачани надзор. Та појава може се описати као регулаторна хибридизација,<sup>291</sup> која се у литератури описује и као „деспецијализација“ финансијских сектора, огледа се у појавама као што су банкоосигурање (*bancassurance*), финансијски конгломерати и све већа интеграција надзорних структура. Ова конвергенција показује да регулаторна архитектура финансијског система више није строго подељена по секторима.<sup>292</sup> Уместо изолованих режима, формира се сложенији модел у коме се

---

<sup>289</sup> OECD, 2003, 7; P. Masci, 2011, 27. Глобална финансијска криза представљала је прекретницу у развоју финансијске регулације. У банкарском сектору одговор је прво формулисан кроз Базел III, који је претходио режиму Солвентности II у осигурању. Иако се односе на различите финансијске делатности, оба система развијена су као део посткризних реформи усмерених на јачање стабилности институција. Заједничко им је то што се у оба система стабилност институција више се не обезбеђује једноставним прописивањем ограничења, већ проценом ризика и одређивањем капитала у складу са тим ризиком. Надзор се не своди само на формалну проверу поштовања правила, већ обухвата и оцену квалитета управљања, интерних модела и отпорности на кризне сценарије. Транспарентност, кроз извештавање и јавне објаве, добија улогу инструмента тржишне дисциплине.

Ипак, упркос овим сличностима, економска логика ова два сектора остаје различита. Банке послују са краткорочним обавезама и изложене су ризику наглог повлачења средстава, док осигуравачи имају претежно дугорочне обавезе које се заснивају на актуарским прорачунима. Зато се у осигурању посебан нагласак ставља на усклађеност активе и пасиве и на структуру инвестиционог портфеља. Преношење банкарске логике у осигурање мора имати своје границе, јер би потпуно изједначавање занемарило специфичности дугорочног управљања ризиком као основе делатности осигурања.

Поред овог тренда, уочљиво је и да инвестициони фондови, који су традиционално били регулисани пре свега ради заштите инвеститора и обезбеђивања транспарентности, након финансијске кризе добијају израженије захтеве у погледу управљања ризиком и системске релевантности. То се посебно односи на алтернативне инвестиционе фондове, који тек тада улазе у сферу правне регулације и практично добијају елементе који су традиционално били својствени банкарском или осигуравајућем сектору. Истовремено, у сектору осигурања појачава се нагласак на јавном извештавању, обелодањивању информација и интеграцији фактора одрживости. Н. Cousy, 2017a, 45-48; М. Dreher, 80-82.

<sup>289</sup> P. Marano, „Sources and Tools of the Insurance Regulation in the European Union“, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*, (eds. Marano, Pierpaolo; Siri, Michele), Springer, 2017, 5-11.

<sup>290</sup> Н. Cousy, 2017a, 45-46; С. Porzio, Foreword in М. Grazia Starita, I. Malafronte, *Capital Requirements, Disclosure, and Supervision in the European Insurance Industry-New Challenges towards Solvency II*, 2014, XV. Н. Петровић Томић, М. Глинтић, 2025, 158.

<sup>291</sup> Регулаторна хибридизација означава процес у којем се елементи различитих регулаторних логика – пруденцијалне, *conduct* и *governance* – постепено интегришу, стварајући сложену, али унутрашње повезану архитектуру финансијске регулације.

У класичној подели:

- пруденцијална логика усмерена је на солвентност и апсорпцију губитака (капитални захтеви, стрес тестови, управљање ризиком);
- *conduct* логика усмерена је на заштиту инвеститора и транспарентност (обелодањивање, организациони захтеви, спречавање сукоба интереса);
- *governance* логика наглашава унутрашњу организацију, контролне функције и одговорност управљачких структура.

Савремени регулаторни оквир показује да ове логике више не функционишу изоловано. Вид. P. Marano, 2017, 5-19; *Insurance Core Principles*, ICP 15.1.4.

<sup>292</sup> Н. Cousy, 2017b, 92, 103; P. Marano, 2017, 17.

правила о капиталу, управљању ризиком, транспарентности и надзору међусобно допуњују.<sup>293</sup>

Од посебног значаја је овде уочити да право Европске уније институционалне инвеститоре све више обликује не само као субјекте који улажу капитал, већ као регулисане управљаче ризиком чије деловање има јавноправну релевантност. То је и шири контекст у коме се институционални инвеститори посматрају као кључни актери у премошћавању инвестиционог јаза Европске уније, нарочито у областима инфраструктуре, зелене транзиције, дигиталне трансформације и дугорочног финансирања привреде, посебно малих и средњих предузећа.<sup>294</sup>

У осигурању је тај процес посебно видљив у систему Солвентност II. Овај савремени оквир све више дисциплинује инвестициону стратегију кроз квантификацију ризика, капиталне захтеве, механизме управљања и режим обелодањивања, који замењује класични модел заснованог на *ex ante* нормативним лимитима<sup>295</sup>

## 2.2. ESG и одрживе инвестиције као нова фаза регулаторне еволуције

Развој регулаторне хибридизације није се зауставио на посткризној реконструкцији финансијске стабилности. Његов новији израз представља интеграција одрживости у саму структуру финансијске регулације.

Регулација институционалних инвеститора у Европској унији првобитно је била усмерена на два кључна циља: заштиту инвеститора и очување финансијске стабилности. Након глобалне финансијске кризе, регулаторни фокус се додатно проширио на системски ризик и пруденцијалну контролу небанкарског финансијског сектора. Међутим, у последњој деценији долази до новог нормативног помака: у регулаторну архитектуру интегришу се критеријуми одрживости, познати под акронимом ESG (*Environmental, Social, Governance*).<sup>296</sup>

Одрживо пословање привредних друштава заснива се на три међусобно повезане компоненте – еколошкој, друштвеној и економској.<sup>297</sup> Тај приступ

---

<sup>293</sup> Н. Петровић Томић, М. Глинтић, „The Hybridization of the Regulatory Framework of Insurance Contract Law: Elements of a New Setting“, *Анали Правног факултета у Београду*, 2/2024, 225.

<sup>294</sup> Европска унија препознаје институционалне инвеститоре као кључне актере у финансирању економског раста. Вид. Е. Čulinović-Herc, М. Braut Filipović, S. Audić Vuletić, 51–92, 67.

<sup>295</sup> З. Ђурић, З. Јовановић, 11.

<sup>296</sup> ESG (*environmental, social and governance*- у даљем тексту ESG) представља појам којим се обухватају еколошки, друштвени и управљачки фактори који се користе за процену одрживости и одговорности пословања компанија. Еколошка компонента односи се на утицај компаније на животну средину, укључујући емисију штетних гасова, утицај на биодиверзитет и управљање отпадом и загађењем. Друштвена компонента обухвата однос компаније према запосленима, потрошачима и локалној заједници у којој послује. Компонента управљања односи се на начин на који је компанија организована и вођена, укључујући структуру управљања, контролне механизме, транспарентност и одговорност органа управљања. Вид. S. Charalampous, 307. Према Петровић Томић, ESG принципи представљају критеријуме на основу којих се процењује утицај пословања компанија на животну средину, друштво и корпоративно управљање. Вид. Н. Петровић Томић, *Пословно право и право одрживог развоја – између профитабилности и етичности*, *Право и привреда* 3/2024, 365.

<sup>297</sup> S.Schlütter, E. Senyo Fianu, H. Gründl, 54; E. Partiti, „Addressing the Flaws of the Sustainable Finance Disclosure Regulation: Moving from Disclosures to Labelling and Sustainability Due Diligence“, *European Business Organization Law Review* 5/2023, 308.

подразумева да се пословни успех и стабилност привредних друштава могу остварити само уз поштовање принципа одрживости и уважавање ширих друштвених интереса.<sup>298</sup>

Ако је посткризна фаза означила преливање пруденцијалних инструмената у небанкарски сектор, савремена фаза обележена је проширењем појма ризика на климатске, транзиционе, социјалне и управљачке факторе.<sup>299</sup> Ова интеграција не представља само додавање новог скупа правила, већ структурну трансформацију схватања инвестиционе функције.<sup>300</sup> Док је класична пруденцијална регулација полазила од стабилности у финансијском смислу, ESG приступ уводи концепт одрживе стабилности - стабилности која узима у обзир климатске ризике, социјалне факторе и квалитет корпоративног управљања.<sup>301</sup>

Концепт одрживог инвестирања се у раној фази развијао се пре свега кроз различите облике неформалне регулације и инструмената меког права (*soft law*), као што су добровољни стандарди одговорног инвестирања, корпоративне политике одрживости и међународне иницијативе усмерене на интеграцију еколошких и друштвених фактора у инвестиционе одлуке.<sup>302</sup> Тек постепено, под утицајем растућих климатских и друштвених ризика, овај концепт почиње да се трансформише у нормативно артикулисан правни оквир.<sup>303</sup>

Значајан подстицај овом процесу представљао је Париски споразум о климатским променама из 2015. године,<sup>304</sup> којим је међународна заједница, заједно са

---

<sup>298</sup> Концепт одрживог развоја најчешће се повезује са извештајем Светске комисије за животну средину и развој „*Our Common Future*“ из 1987. године (тзв. *Brundtland Report*), у коме се одрживи развој дефинише као развој који задовољава потребе садашњости без угрожавања могућности будућих генерација да задовоље сопствене потребе. Савремена теорија корпоративне одрживости овај концепт најчешће посматра кроз три међусобно повезане димензије – економску, друштвену и еколошку (тзв. *triple bottom line*), које представљају основ за процену одрживог пословања привредних друштава. Вид. Б. Михајловић, 2020, 83-89.

<sup>299</sup> ESG, као скуп еколошких, друштвених и управљачких стандарда, усмеравају пословање и корпоративну политику привредних субјеката у складу са циљевима одрживог развоја. Вид. Н. Петровић-Томић, „Одрживо пословање – да ли су ЕСГ стандарди стубови отпорности новог модела пословања?“, *Банкарство* 2-3/2023, 206; Н. Петровић Томић, 2024, 358,

<sup>300</sup> B. Spießhofer, „Sustainability and ESG Aspects“, *Regulating EU Capital Markets Union: Volume I: Fundamentals of a European Code* (ed. R. Veil), Oxford University Press, Oxford 2024, 182; S.Schlütter, E. Senyo Fianu, H. Gründl, 54; A. B. Laby, 1-5.

<sup>301</sup> OECD у оквиру концепта одговорног пословног понашања институционалних инвеститора наглашава да се од ових субјеката очекује интеграција ризика одрживости у инвестиционе процесе, не само из етичких разлога, већ као елемент дугорочне финансијске рационалности. Вид. OECD, 2017, 21-25.

<sup>302</sup> Једна од најранијих међународних иницијатива у области одрживих финансија јесте Иницијатива Програма Уједињених нација за животну средину и финансијски сектор (*United Nations Environment Programme Finance Initiative* – UNEP FI). Ова иницијатива представља партнерство између Програма Уједињених нација за животну средину (*United Nations Environment Program* - UNEP) и глобалног финансијског сектора, које је основано 1992. године, са циљем промовисања одрживог финансирања и интеграције еколошких, социјалних и управљачких принципа у финансијске активности. Под окриљем овог програма развијени су бројни међународни оквири, међу којима се посебно издвајају Принципи одговорног инвестирања (2006), Принципи одрживог осигурања (2012) и Принципи одговорног банкарства (*Principles for Responsible Banking*) (2019). Вид. A. van den Hurk, I. van der Klooster, „The European Commission’s Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives“, *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets, second edition* (Eds. Dany Busch, Guido Ferranini, Seraina Grunewald), Palgrave Macmillan, London, 2024, 27-29; United Nations Environment Programme - Finance Initiative (UNEP FI), *About UNEP FI*, <https://www.unepfi.org/about/>, 08.03.2026.

<sup>303</sup> E. Ćulinovic-Herc, „Navigating the Corporate Sustainability Challenge – Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence in the EU Regulatory Arena“, *Young Universities for the Future of Europe (YUFE) Law Conference Proceedings*, 1/2022, [https://scholar.google.com/citations?view\\_op=view\\_citation&hl=hr&user=PJlp3NwAAAAJ&citation\\_for\\_view=PJlp3NwAAAAJ:gVv57TyPmFsC](https://scholar.google.com/citations?view_op=view_citation&hl=hr&user=PJlp3NwAAAAJ&citation_for_view=PJlp3NwAAAAJ:gVv57TyPmFsC), 05. 04. 2025, 11; Н. Петровић-Томић, 2023, 205.

<sup>304</sup> Париски споразум уз Оквирну конвенцију Уједињених нација о климатским променама, (*Paris Agreement under the United Nations Framework Convention on Climate Change*), Уједињене нације, Париз, FCCC/CP/2015/L.9/Rev.1, 12. децембар 2015.

Агендом за одрживи развој<sup>305</sup> поставила циљ ограничења глобалног пораста температуре и усмерила финансијске токове ка транзицији на нискоугљеничну економију. Европска унија, пратећи глобалне напоре ка одрживој економији додатно институционализовала овај циљ кроз стратегију Европски зелени договор (*European Green Deal*)<sup>306</sup> која одрживост поставља као централни принцип економске и финансијске политике Уније.<sup>307</sup>

Како се у остваривању овог циља посебно наглашава улога приватног сектора у финансирању зелене транзиције и усмеравању финансијских токова ка одрживим инвестицијама, постепено се развија и регулаторни оквир одрживих финансија у праву Европске уније.<sup>308</sup> У оквиру Акционог плана за одрживо финансирање<sup>309</sup> Европска унија је успоставила регулаторни оквир чији је циљ усмеравање финансијских токова ка одрживим економским активностима. Кључни елементи тог оквира су Уредба о таксономији (*Taxonomy Regulation*)<sup>310</sup> и правила о обелодањивању одрживих финансијских производа, као и прописи о извештавању о одрживости предузећа. На Уредби о таксономији одрживих активности заснива се Уредба о европским зеленим обвезницама, којом се утврђују услови за коришћење ознаке „*European Green Bond*“ (EuGB), са циљем олакшавања финансирања еколошки одрживих инвестиција и спречавања такозваног „зеленог обмањивања“ (*greenwashing*).<sup>311</sup>

---

<sup>305</sup> Дана 25. септембра 2015. године Генерална скупштина Уједињених нација усвојила је нови глобални оквир одрживог развоја – Агенду за одрживи развој до 2030. године, у чијем средишту се налазе Циљеви одрживог развоја (*Sustainable Development Goals – SDGs*), засновани на три стуба одрживости: еколошком, социјалном и економском (*Environmental, Social, and Governance- ESG*). Вид. United Nations, Transforming our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development, UN General Assembly Resolution A/RES/70/1, New York, 25 September 2015, <https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>, 8. март 2026, A. van den Hurk, I. van der Klooster, 26; Н. Петровић Томић, 2024, 366.

<sup>306</sup> Европска комисија, Саопштење Комисије Европском парламенту, Европском савету, Савету, Европском економском и социјалном комитету и Комитету региона – Европски зелени договор (*European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – The European Green Deal*), COM(2019) 640 final, Брисел, 11. децембар 2019.

<sup>307</sup> У последњој деценији политика Европске уније све више повезује функционисање финансијског система са циљевима одрживог развоја и заштите животне средине. У том контексту кроз Европски зелени договор (*European Green Deal*) је потврдила своју посвећеност решавању климатских и еколошких изазова, као што су глобално загревање, губитак биодиверзитета и деградација морских и шумских екосистема. Европски зелени договор представља нову стратегију раста Европске уније усмерену на њену трансформацију у климатски неутралну, ресурсно ефикасну и конкурентну економију до 2050. године. Ова иницијатива је уједно део шире стратегије Европске уније за спровођење Агенде Уједињених нација за одрживи развој до 2030. године. Остваривање постављених климатских и енергетских циљева захтева значајна улагања, због чега Европска комисија посебно наглашава улогу приватног сектора у финансирању зелене транзиције и усмеравању финансијских токова ка одрживим инвестицијама. Вид. A. van den Hurk, I. van der Klooster, 17, 18. Више о развоју иницијатива Европске уније за одрживо финансирање – D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünwald, „Sustainable Finance in Europe: Setting the Scene“, *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets, second edition* (Eds. D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünwald), Palgrave Macmillan, London, 2024. 3-5; A. van den Hurk, I. van der Klooster, 17- 26.

<sup>308</sup> A. van den Hurk, I. van der Klooster, 37-38; S. Charalampous, 289-313; P. Tenuta, D. Cambrea, „Corporate Sustainability - Measurement, Reporting and Effects on Firm Performance“, Springer, 2022, 42-51; D. Busch, 64.

<sup>309</sup> *European Commission, Action Plan: Financing Sustainable Growth, COM(2018) 97 final, Brussels, 8 March 2018*, у даљем тексту Акциони план за финансирање одрживог раста.

<sup>310</sup> Уредба (ЕУ) 2020/852 Европског парламента и Савета од 18. јуна 2020. године о успостављању оквира за олакшавање одрживих инвестиција и о измени Уредбе (ЕУ) 2019/2088 (*Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment*), OJ L 198, 22.6.2020 – у даљем тексту Уредба о таксономији.

<sup>311</sup> Уредба (ЕУ) 2023/2631 Европског парламента и Савета од 22. новембра 2023. године о европским зеленим обвезницама и добровољним обелодањивањима за обвезнице које се пласирају као еколошки одрживе и за обвезнице повезане са циљевима одрживости (*Regulation (EU) 2023/2631 of the European*

Овај оквир је од посебног значаја за сектор осигурања и улагања имовине друштава за осигурање којима је дата кључна улога у процесу одрживе транзиције, имајући у виду њихов положај институционалних инвеститора, као и његове функције пружања заштите од ризика и њиховим управљањем.<sup>312</sup> Европска друштва за осигурање имају значајну улогу у подршци зеленој транзицији, као дугорочни инвеститори који све више усмеравају средства ка обновљивим изворима енергије и одрживим инвестицијама. У том процесу, ESG критеријуми постају саставни део инвестиционог одлучивања, уз примену механизма као што су искључивање улагања у делатности и секторе који нису складу са ESG стандардима (*negative screen*), процена климатских и социјалних ризика, као и активно учешће у управљању компанијама у које се инвестира (активно акционарство - *stewardship*).<sup>313</sup>

Правила ЕУ у области одрживог финансирања у сектору осигурања имају двоструку функцију. С једне стране, усмерена су на бољу идентификацију и процену ризика одрживости од стране друштава за осигурање. То се огледа у изменама секторалних прописа, нарочито у оквиру режима Солвентност II, пре свега у погледу интерне организације, управљања ризицима и система корпоративног управљања. С друге стране, уводе се захтеви за већу транспарентност и обелодањивање информација о ризицима одрживости којима су изложени осигуравачи, као и о утицају њиховог пословања на факторе одрживости. Такво извештавање истовремено омогућава осигуравачима бољу процену ризика у инвестиционим стратегијама, развој одрживих производа осигурања и уважавање преференција клијената у погледу одрживости.<sup>314</sup>

Инструменти као што су Уредба о обелодањивању информација о одрживом финансирању (*Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR*)<sup>315</sup> и Директива о извештавању о корпоративној одрживости (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*)<sup>316</sup> уводе обавезу систематског обелодањивања информација о одрживости и заједно са Уредбом о таксономији регулишу начин интеграције ESG ризика у инвестиционе одлуке институционалних инвеститора.<sup>317</sup> Ови инструменти не прописују институционалним инвеститорима у шта морају да улажу, већ захтевају транспарентност у погледу начина на који се ризици одрживости узимају у обзир у

---

*Parliament and of the Council of 22 November 2023 on European Green Bonds and optional disclosures for bonds marketed as environmentally sustainable and for sustainability-linked bonds*) OJ L 2023/2631, 30.11.2023.

<sup>312</sup> A. van den Hurk, „Integration of Sustainability Risks and Factors in EU Insurance Regulation – The State of Play“, *Правни и економски изазови у осигурању у динамичном окружењу, Зборник радова*, Аранђеловац 2023, 274; C. G. Corvese, „The Assessment of Ecological, Social and Governance Factors in Insurance Risk in the European Union Legislation“, 25. *конференција Динамика – правни оквир и трендови осигурања, Зборник радова*, Удружење за право осигурања Србије, Аранђеловац 2024, 213; Insurance Europe, 1-2.

<sup>313</sup> Insurance Europe, 15.

<sup>314</sup> A. van den Hurk, 2023, 274-275.

<sup>315</sup> Уредба (ЕУ) 2020/852 Европског парламента и Савета од 18. јуна 2020. године о успостављању оквира за олакшавање одрживог инвестирања и изменама Уредбе (ЕУ) 2019/2088 (*Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088*), OJ L 198/13, 22. 6. 2020 - у даљем тексту Уредба о обелодањивању информација о одрживом финансирању (SFDR). A. van den Hurk, I. van der Klooster, 32.

<sup>316</sup> Директива (ЕУ) 2022/2464 Европског парламента и Савета од 14. децембра 2022. године о измени Уредбе (ЕУ) бр. 537/2014, Директиве 2004/109/ЕЗ, Директиве 2006/43/ЕЗ и Директиве 2013/34/ЕУ у погледу извештавања о корпоративној одрживости (*Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting*), OJ L 322, 16.12.2022 – у даљем тексту Директива о извештавању о корпоративној одрживости (CSRD), која представља реформу и проширење раније Директиве о нефинансијском извештавању (NFRD), са циљем увођења стандардизованог и упоредивог извештавања о одрживости које ће обезбедити инвеститорима поузданије информације о ESG факторима. Вид. Е. Čulinović-Herc, 2022, 10-11; Н. Петровић Томић, 2024, 381-383; М. Митровић, 2020, 160-183; Б. Михајловић, 2024, 725-745.

<sup>317</sup> D. Busch, 65-66; A. van den Hurk, 2023, 274-275.



инвестиционим стратегијама.<sup>318</sup> Општи циљ ових реформи јесте интеграција одрживости у срце финансијског система ЕУ, ради усмеравања капитала ка зеленим инвестицијама, избегавања неискоришћених инвестиција (*stranded assets*) и подршке циљевима Европског зеленог договора.<sup>319</sup>

### 2.5.1. Од добровољности ка обавезности: прелаз са *soft* ка *hard law*

Кроз развој одрживих финансија уочава се да се регулаторна логика постепено помера од добровољних стандарда ка правно обавезујућим механизмима.<sup>320</sup> Прва фаза интеграције одрживости у финансијски сектор била је превасходно заснована на инструментима меког права.<sup>321</sup> Међу њима се посебно издвајају Принципи одговорног инвестирања (*Principles for Responsible Investment* – PRI)<sup>322</sup> и Принципи одрживог осигурања (*Principles for Sustainable Insurance* – PSI).<sup>323</sup> Реч је о добровољним иницијативама подржаним од стране Уједињених нација, чији је циљ подстицање укључивања еколошких, социјалних и управљачких (ESG) фактора у инвестиционе и осигуравајуће активности путем саморегулације, тржишних подстицаја и добровољних стандарда извештавања.<sup>324</sup>

<sup>318</sup> Регулација извештавања о одрживости има за циљ повећање транспарентности и подстицање компанија да унапређују своје ESG праксе. Вид. I. Ioannou, G. Serafeim, „The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting“, *Harvard Business School Research Working Paper No. 11-100*, 2017, 2, 10, <https://ssrn.com/abstract=1799589>, 07.03.2025.

<sup>319</sup> A. van den Hurk, 2023, 274-275.

<sup>320</sup> Б. Михајловић, 2024, 731, 733.

<sup>321</sup> Е. Čulinovic-Herc, 2022, 11. Више о историјској позадини развоја обавезе обелодањивања вид. I. Ioannou, G. Serafeim, 6-10.

<sup>322</sup> UNEP - Finance Initiative, *Principles for Responsible Investment* (PRI), New York, 2006. Принципи одговорног) као добровољни међународни оквир развијен под покровитељством Уједињених нација, има за циљ интеграцију еколошких, друштвених и управљачких (ESG) фактора у инвестиционе одлуке и власничке праксе институционалних инвеститора. Полазећи од становишта да ESG фактори могу утицати на ризик и принос инвестиција, PRI астоје да подстакну интеграцију ESG критеријума у инвестиционо одлучивање ради унапређења дугорочног стварања вредности и развоја одрживог финансијског система. Шест принципа одговорног инвестирања су:

1. укључивање ESG фактора у инвестициону анализу и процес доношења инвестиционих одлука;
2. активно вршење власничких права и интеграција ESG фактора у власничке политике и праксе;
3. подстицање одговарајућег обелодањивања ESG информација од стране субјеката у које се инвестира;
4. промовисање прихватања и примене принципа у инвестиционој индустрији;
5. сарадња инвеститора ради ефикасније примене принципа;
6. извештавање о активностима и напретку у примени принципа.

Вид. Принципи одговорног инвестирања, 4-6.

<sup>323</sup> UNEP - Finance Initiative, *Principles for Sustainable Insurance* (PSI), Geneva, 2012. Принципи одрживог осигурања (PSI) представљају добровољни оквир UNEP Finance Initiative за интеграцију еколошких, друштвених и управљачких (ESG) фактора у пословање осигураваача. Полазећи од улоге осигураваача као управљача ризицима, инвеститора и институционалних инвеститора, PSI настоје да унапреде управљање ESG ризицима и допринесу одрживом економском и друштвеном развоју. Основни принципи PSI су:

1. интеграција ESG фактора у процесе доношења пословних и инвестиционих одлука;
2. сарадња са клијентима и пословним партнерима у управљању ESG ризицима и развоју одрживих решења;
3. сарадња са државним органима, регулаторима и другим заинтересованим странама ради промовисања одрживог развоја;
4. транспарентност и редовно јавно извештавање о напретку у примени принципа.

Вид. Принципи одрживог осигурања, 3-6.

<sup>324</sup> Е. Čulinovic-Herc, 2022, 11.

Међутим, савремена фаза обележена је јасном нормативном консолидацијом.<sup>325</sup> Први талас одрживе регулације био је усмерен на транспарентност кроз обавезу нефинансијског извештавања и обелодањивања ризика повезаних са одрживошћу. Овај развој, који је започет Директивом о нефинансијском извештавању (NFRD)<sup>326</sup>, а продубљен Директивом о извештавању предузећа о одрживости (CSRD), означио је нормативни прелаз са добровољних стандарда корпоративне друштвене одговорности ка правној обавезности.<sup>327</sup> Усвајањем Директиве о извештавању предузећа о одрживости (CSRD), транспарентност се институционализује као нормативни инструмент тржишне дисциплине, јер извештавање о одрживости прелази из сфере добровољне праксе у сферу правне обавезе, уз захтев за спољном провером података.<sup>328</sup>

Уредба о обелодањивању информација о одрживом финансирању (SFDR) уводи појам ризика одрживости као ESG догађаја или околности који могу негативно утицати на вредност инвестиције или обавезе,<sup>329</sup> док Уредба о таксономији утврђује критеријуме за оцену еколошки одрживих економских активности.<sup>330</sup> С друге стране, фактори одрживости обухватају питања животне средине, социјална и радноправна питања, поштовање људских права, као и спречавање корупције и подмићивања. Уопштено посматрано, ризици одрживости односе се на ризике којима је друштво за осигурање изложено услед спољних околности (*outside-in*-споља ка унутра перспектива), док се фактори одрживости односе на утицај који то друштво својим пословањем може имати на друштво и животну средину (*inside-out* -изнутра ка споља перспектива).<sup>331</sup>

Концепт двоструке материјалности који се путем Директиве о извештавању предузећа о одрживости (CSRD) и Уредбе о обелодањивању информација о одрживом финансирању (SFDR) уводи у оквир одрживих финансија Европске уније подразумева да ESG регулација обухвата како утицај ризика на тржиште капитала (споља ка унутра), тако и утицај активности тржишта на животну средину и друштво (изнутра ка споља). Тиме се регулаторни циљ не ограничава на информисање учесника, већ укључује и трансформацију корпоративног управљања и економије у правцу одрживости.<sup>332</sup> Ови прописи условили су и измене оквира Солвентности II. Делегираном уредбом (ЕУ) 2021/1256 о укључивању ризика одрживости у систем управљања друштава за осигурање и реосигурање, ризици одрживости интегрисани су у систем корпоративног управљања осигураваача, нарочито у политике управљања ризицима, актуарску функцију, политику награђивања и процену укупних потреба солвентности.<sup>333</sup>

---

<sup>325</sup> Услед све израженијих еколошких и климатских изазова, концепт друштвене одговорности компанија (*Corporate Social Responsibility* - CSR) постепено еволуира у ESG приступ, чији је циљ да се утицај компанија на животну средину, друштво и корпоративно управљање систематски мери и вреднује. Истовремено, растућа свест о значају одрживог развоја довела је до постепеног преласка са добровољних и саморегулаторних механизма на све израженију законодавну регулацију у овој области. Вид. Н. Петровић Томић, 2024, 364.

<sup>326</sup> М. Митровић, 2020, 162.

<sup>327</sup> В. Spießhofer, 185.

<sup>328</sup> Директива о извештавању о корпоративној одрживости (CSRD) уводи обавезно извештавање о одрживости за широк круг субјеката, уз обавезну спољну проверу, чиме се транспарентност институционализује као правна обавеза, а не добровољна пракса. За више вид. Т. Pantazi, „The Introduction of Mandatory Corporate Sustainability Reporting in the EU and the Question of Enforcement“, *European Business Organization Law Review* 25/2024, 509–532,

<sup>329</sup> Чл. 2. тач. 22 Уредбе о обелодањивању информација о одрживом финансирању (SFDR),

<sup>330</sup> А. van den Hurk, 2023, 275-276; С. G. Corvese, 2024, 2014.

<sup>331</sup> А. van den Hurk, 2023, 275-276.

<sup>332</sup> В. Spießhofer, 184.

<sup>333</sup> Делегирана уредба Комисије (ЕУ) 2021/1256 од 21. априла 2021. године о измени Делегиране уредбе (ЕУ) 2015/35 у погледу интеграције ризика одрживости у систем управљања друштава за осигурање и реосигурање (Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1256 of 21 April 2021 amended Delegated



Истовремено, принцип разумног улагача проширен је обавезом да се при инвестиционим одлукама узимају у обзир ризици одрживости, дугорочни утицаји инвестиционе стратегије и, када је релевантно, преференције клијената у погледу одрживости.<sup>334</sup>

Истовремено, Директива о дужној пажњи у одрживом пословању (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive* - CSDDD)<sup>335</sup> додатно помера тежиште ка обавезној интеграцији одрживости у пословање и управљање компанијама.<sup>336</sup> Централна обавеза коју уводи ова директива у погледу одрживости односи се на њену интеграцију у корпоративне политике и системе управљања ризицима. Поред интерних мера, директива прописује и обавезу јавног извештавања о активностима предузетим ради испуњавања стандарда дужне пажње, чиме се додатно јача транспарентност и одговорност корпоративног управљања. На тај начин, одрживост се интегрише у саму структуру корпоративног одлучивања и управљања ризицима.<sup>337</sup>

Већина осигуравача ће, због величине и обима пословања, бити обухваћена директивом и дужна да примењује мере дужне пажње у сопственом пословању и у односима у узводним пословним ланцима. Поред тога, од њих се очекује усвајање климатских транзиционих планова, разматрање ризика одрживости и коришћење свог утицаја, укључујући акционарска права, ради подстицања одговорног пословања других субјеката. Стога Директива о дужној пажњи у одрживом пословању (CSDDD) има значајан утицај на сектор осигурања, јер питања одрживости постају саставни део корпоративног управљања, управљања ризицима и процене осигуравајућег ризика у друштвима за осигурање.<sup>338</sup>

Овај процес представља класичан пример преласка са *soft* на *hard law*, што је у теорији корпоративног права препознато као покушај јачања мотивације за поштовање ESG стандарда путем правно обавезујућих механизма.<sup>339</sup> У том смислу, ESG стандарди не делују само као етички оријентир, већ као регулаторно артикулисан оквир који све

---

Regulation (EU) 2015/35 as regards the integration of sustainability risks into the governance of insurance and reinsurance undertakings), OJ L 277, 2.8.2021.

<sup>334</sup> C. G. Corvese, 2024, 214-218; A. van den Hurk, 20246, 564.

<sup>335</sup> Директива (ЕУ) 2024/1760 Европског парламента и Савета од 13. јуна 2024. године о дужној пажњи у вези са одрживим пословањем привредних друштава и о измени Директиве (ЕУ) 2019/1937 и Уредбе (ЕУ) 2023/2859 (*Directive (EU) 2024/1760 of the European Parliament and of the Council of 13 June 2024 on corporate sustainability due diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 and Regulation (EU) 2023/2859*) OJ L, 2024/1760, 5.7.2024 - у даљем тексту Директива о дужној пажњи у одрживом пословању (CSDDD).

<sup>336</sup> Т. Јевремовић Петровић, 299. За више вид. М. Митровић, „Дужности директора у одрживом корпоративном управљању“, *Право и привреда*, бр. 3/2023, 844-872; Е. Culinovic-Herc, 2022, 1-29.

<sup>337</sup> C. G. Corvese, „The Relevance of Corporate Sustainability Due Diligence for Insurance and Reinsurance Undertakings“, 26. конференција *Право осигурања и корпоративно управљање*, *Зборник радова*, Удружење за право осигурања Србије Златибор 2025, 50-52.

<sup>338</sup> C. G. Corvese 2025, 55-58. Директива о дужној пажњи у одрживом пословању (CSDDD) и Директива о извештавању о корпоративној одрживости (CSRD) су међусобно тесно повезане директиве, јер се обавезе дужне пажње и извештавања о одрживости међусобно допуњују. Док Директива о извештавању о корпоративној одрживости (CSRD) уводи обавезу извештавања о утицају пословања на друштво, животну средину и ризицима одрживости, Директива о дужној пажњи у одрживом пословању (CSDDD) захтева успостављање процедура за идентификацију, спречавање и отклањање негативних утицаја у ланцу активности. За кредитне институције и осигуравајућа друштва ове директиве имају посебан значај, јер се препознаје њихова важна улога у транзицији ка одрживом економском и финансијском систему. Директива о дужној пажњи у одрживом пословању (CSDDD) истовремено олакшава испуњавање обавеза из Директиве о извештавању предузећа о одрживости, пошто успоставља механизме прикупљања података, управљања ризицима и климатске транзиционе планове. На тај начин, концепт дужне пажње постаје централни елемент савременог корпоративног управљања, заснован на обавези информисаног поступања, одговорности и управљања негативним последицама пословања. C. G. Corvese 2025, 58-59.

<sup>339</sup> H.-Y. Chiu, L. Lin, D. Rouch, „Law and Regulation for Sustainable Finance“, *European Business Organization Law Review*, 23/2022, 5.

више добија обавезујући карактер. Одрживо пословање више није ствар корпоративне стратегије, већ елемент надзорне и тржишне контроле, где транспарентност постаје механизам дисциплиновања инвестиционог понашања.

Развој ESG регулаторног оквира подразумева да институционални инвеститори преузму активну улогу у одрживом корпоративном управљању кроз интеграцију одрживих ризика и фактора, као и транспарентност у погледу утицаја на животну средину и друштво.<sup>340</sup> На тај начин, инвестициона функција институционалних инвеститора добија нову димензију, јер постаје један од инструмената усмеравања капитала ка циљевима јавне политике одрживости.<sup>341</sup>

Интеграција одрживости у пословање институционалних инвеститора не представља радикални прекид са ранијим регулаторним развојем, већ његову надоградњу.<sup>342</sup> Док је класична пруденцијална регулација била усмерена на солвентност и системску стабилност у ужем финансијском смислу, ESG оквир проширује појам материјалног ризика. Климатски ризици могу угрозити вредност портфеља, лоше корпоративно управљање може произвести финансијске губитке, док пропусти у поштовању друштвених стандарда могу довести до правних, репутационих и економских последица.<sup>343</sup> У том смислу, одрживост више није спољни политички циљ, већ унутрашњи елемент рационалног управљања ризиком.<sup>344</sup> Као што се у савременој литератури о одрживим финансијама истиче, интеграција ESG фактора у регулаторни оквир повезује корпоративно управљање, финансијску стабилност и функционисање тржишта капитала у јединствену нормативну целину.<sup>345</sup>

Посебан значај у овој фази имају режими транспарентности, јер ESG регулација у највећој мери делује управо кроз обавезу обелодањивања. Кључни циљ је успостављање културе транспарентности у погледу утицаја пословања компанија на људе и животну средину.<sup>346</sup> Данас се сматра да повећање транспарентности, нарочито када се постиже путем обавезних правила извештавања, може имати дисциплинујући ефекат на компаније и подстаћи их да унапређују своје еколошке и друштвене праксе. Стога се институционалним инвеститорима се не прописује непосредно у шта морају да улажу, већ им се намеће дужност да обелодане на који начин интегришу ризике одрживости у инвестиционе одлуке и какве негативне утицаје њихове инвестиције могу имати. На тај начин транспарентност постаје централни механизам дисциплиновања инвестиционог понашања у овој новој фази регулаторне еволуције. У том смислу, ESG регулаторни режим потврђује општи правац развоја савременог финансијског права који се креће ка институционализацији поверења у инвестиционој

---

<sup>340</sup> A. van den Hurk, 2024a, 408; A. van den Hurk, I. van der Klooster, 50-55.

<sup>341</sup> Али се мора имати у виду да одрживо финансирање пролази кроз фазу реконфигурације идентитета, у којој се још увек дефинише однос између профитабилности, јавног интереса и друштвене оправданости финансијских токова. У том контексту све већи значај добија интеграција еколошких, социјалних и управљачких (ESG) фактора у инвестиционе одлуке, као и транспарентност у погледу начина на који се ти фактори узимају у обзир у инвестиционим стратегијама. H.-Y. Chiu, L. Lin, D. Rouch, 1-7.

<sup>342</sup> Ипак, иако је несумњиво да се питања одрживости морају уврстити у регулаторну агенду, у литератури се указује да брзина и амбициозност регулаторних мера могу довести до повећања трошкова пословања и потенцијалних негативних последица за европске компаније. Вид. P.-H. Conac, „Sustainable Corporate Governance in the EU: Reasonable Global Ambitions?“, *Revue Européenne du Droit*, 4/2022, 117-118.

<sup>343</sup> Рецитал 2 Делегиране уредбе (ЕУ) 2021/1256 о укључивању ризика одрживости у систем управљања друштава за осигурање и реосигурање; K. Van Hulle, (2023), 383.

<sup>344</sup> A. van den Hurk, 2024, 375-376.

<sup>345</sup> Институционални инвеститори, због концентрације капитала и утицаја на тржишта, добијају улогу посредних носилаца јавних политика. Финансирање нискоугљеничног развоја и климатских пројеката више није искључиво економско питање, већ и регулаторни циљ. За више вид. Р. Совил, „Правне последице климатских промена на редефинисање тржишта капитала – може ли тржиште капитала допринети остваривању циљева нискоугљеничног развоја?“, *Право и привреда* 2/2022, 335-354.

<sup>346</sup> Н. Петровић Томић, 2024, 383.

делатности, њеним условљавањем обавезама видљивости, упоредивости и проверљивости.<sup>347</sup>

Друштва за осигурање друштва пружају заштиту од ризика који могу имати значајне последице по појединца, привреду и друштво. Тако су по природи своје основне делатности упућена на доследно поштовање високих стандарда корпоративне друштвене одговорности.<sup>348</sup> Не сме се заборавити и да осигурање почива на поверењу, а да се оно у највећој мери изграђује кроз друштвено одговорно пословање.<sup>349</sup> Стога се овде у складу са савременим трендовима, неизбежно надовезује питање одрживости у делатности осигурања.

У условима савремених глобалних изазова, осигурање се све више препознаје као важан инструмент за остваривање циљева одрживог развоја. Осигурање се показује као мултифункционалан механизам који у економском смислу подстиче стабилност, ефикасну алокацију ресурса и дугорочни раст, у еколошком погледу подржава управљање климатским ризицима и транзицију ка одрживим енергетским решењима, док на социјалном плану јача финансијску отпорност и социјалну инклузију. Због тога се може сматрати значајним катализатором одрживог развоја.<sup>350</sup>

У том контексту се развој регулаторног оквира улагања друштава за осигурање у праву Европске уније не завршава успостављањем модела заснованог на ризику у оквиру Солвентности II.<sup>351</sup> Напротив, последња деценија сведочи о новој етапи еволуције, у којој се питање солвентности и управљања ризицима допуњује захтевом да инвестиције буду усклађене са циљевима одрживог развоја, климатске транзиције и друштвене одговорности.<sup>352</sup> Ова етапа показује да се сам појам релевантног ризика проширује.

Сходно томе, најновија фаза развоја регулаторног оквира улагања у делатности осигурања повезана је са интеграцијом ESG фактора у инвестициону политику и процену ризика. Овај помак не представља пуку тематску надоградњу, већ структурну трансформацију регулаторне парадигме: ако је Солвентност II означила прелазак са формалног модела на модел заснован на ризику, онда одрживе финансије означавају прелазак са финансијске стабилности индивидуалног осигураваача ка системској одрживости као регулаторном циљу.<sup>353</sup>

---

<sup>347</sup> У литератури се истиче да ефективност регулације извештавања о одрживости у повећању обима и квалитета корпоративних обелодањивања *a priori* очигледна. Вид. I. Ioannou, G. Serafeim, 2. За супротно становиште упор. E. Partiti, 329-330.

<sup>348</sup> В. Његомир, З. Петровић, 114.

<sup>349</sup> В. Његомир, Ј. Демко Рихтер, 87.

<sup>350</sup> Тешић на основу компаративне анализе извршене на узорку од 80 држава закључује да постоји позитивна колерација, мерена стопом пенетрације осигурања, између развијености тржишта осигурања и успешности држава у достизању циљева одрживог развоја. То указује да развијенији сектор осигурања може допринети већој способности држава да одговоре на изазове одрживог развоја. Вид. Н. Тешић, „Осигурање као значајан фактор одрживог развоја“, *Токови осигурања*, 3/2023, 315-340.

<sup>351</sup> K. Van Hulle, 2020, 13-16.

<sup>352</sup> *Ibid.*, 15; OECD, 2017, 3.

<sup>353</sup> G20/OECD Принципи корпоративног управљања као међународни стандард за унапређење правног, регулаторног и институционалног оквира корпоративног управљања, са циљем јачања поверења на тржиштима капитала, економске ефикасности и дугорочне финансијске стабилности имају посебан значај за институционалне инвеститоре, јер доприносе транспарентности пословања компанија и заштити права инвеститора. Они истичу да добро уређен систем корпоративног управљања омогућава компанијама лакши приступ финансијским средствима, подстиче инвестиције и иновације и унапређује ефикасну алокацију капитала. У том контексту, институционални инвеститори, укључујући осигуравајућа друштва, имају важну улогу у надзору корпоративног управљања, пре свега кроз активно коришћење акционарских права, гласање на скупштинама акционара и дијалог са управом компанија у које улажу. Принципи такође наглашавају значај транспарентног извештавања о еколошким, друштвеним и управљачким (ESG) факторима, што омогућава инвеститорима да боље процене ризике и дугорочну одрживост инвестиција. На тај начин, корпоративно управљање постаје важан инструмент за

У оквиру права Европске уније, захтеви одрживости постепено се укључују у систем управљања ризиком и обелодањивања, чиме се инвестициона активност осигураваача додатно позиционира у домен јавног интереса.<sup>354</sup> Ризик више није искључиво финансијска категорија, већ обухвата и еколошке, социјалне и управљачке аспекте пословања (ESG).<sup>355</sup>

### 2.5.2. Проширење појма ризика у светлу ESG фактора

Увођење ESG фактора у савремени регулаторни оквир проширује појам релевантног ризика. Ризик се више не своди искључиво на класичне финансијске категорије, као што су тржишни, кредитни или оперативни ризик, већ обухвата и климатске, транзиционе и шире друштвене ризике. Ефекти ових ризика се могу одразити на финансијски положај и солвентност појединачног субјекта, али се, услед међусобне повезаности тржишних актера, могу постепено прелити и на друге учеснике на тржишту, попримајући и системску димензију.

У том смислу, обавеза разумног улагања из члана 132 Директиве Солвентност II добија шири нормативни садржај. Она више не подразумева искључиво класичну процену сигурности, квалитета, ликвидности и профитабилности улагања, већ захтева да управљање портфељем обухвати и ове нове изворе ризика као интегрални део укупне процене.<sup>356</sup> У таквом нормативном и економском контексту, транспарентност престаје да буде пратећи принцип доброг пословања и постаје кључни инструмент управљања ризиком. Омогућавајући правовремено препознавање, мерење и упоредивост релевантних података, она доприноси бољој процени изложености ESG факторима и тиме посредно допуњује, па и функционално преобликује традиционалну улогу начела добре вере.

Овај развој прати и постепена изградња свеобухватног европског нормативног оквира, који обухвата:

- обавезе нефинансијског извештавања (Директиву о нефинансијском извештавању (NFRD) и касније Директиву о извештавању предузећа о одрживости (CSRD),
- обавезе обелодањивања у финансијском сектору кроз Уредбу о обелодањивању информација о одрживом финансирању (SFDR),<sup>357</sup>

---

промовисање одговорног инвестирања и стабилности финансијских тржишта. OECD (2023), G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2023, OECD Publishing, Paris, 1-50, [https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023\\_ed750b30-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en.html), 14.02.2026.

<sup>354</sup> W. Rohrbach, 2022, 50-56.

<sup>355</sup> S. Charalampos, 289-313.

<sup>356</sup> J. Vercher-Moll, „Principles for Sustainable Insurance: The European Perspective”, *Sustainability and Insurance Market, Trends and Challenges*, (eds. J. Bataller-Grau, M. Kawiński, P. Marano), Springer, 2025, 9. A. van den Hurk, (2024a), 375.

<sup>357</sup> Уредба о обелодањивању информација о одрживом финансирању (SFDR) има за циљ стандардизацију информација које се објављују о финансијским производима који промовишу еколошке и друштвене факторе или доприносе остваривању циљева одрживог развоја. Она се примењује се на инвестиционе производе, укључујући и осигуравајуће производе и пензионе фондове. Према овој уредби, инвестициони фондови се најчешће сврставају у три категорије. Прву категорију чине фондови из члана 9 („dark green“ фондови), чији је примарни циљ одрживо улагање и који примењују строге критеријуме приликом избора инвестиција, настојећи да у потпуности избегну улагања у предузећа или индустрије које не испуњавају утврђене еколошке или друге етичке стандарде. Другу категорију чине фондови из

- успостављање јединствене класификације одрживих активности кроз Уредбу о таксономији одрживих активности (*EU Taxonomy*),
- развој стандарда корпоративне одговорности и приступа заснованог на дужној пажњи (*due diligence*) и доношење Директиве о дужној пажњи у одрживом пословању (CSDDD).

Како се указује, одрживост постаје нормативно интегрисана у саме финансијске одлуке, а не више спољашњи етички додатак пословању.<sup>358</sup> Слично томе, истиче се да је ESG оквир постао водећи принцип корпоративног и инвестиционог управљања у државама чланицама.<sup>359</sup>

За осигуравајућа друштва, која делују и као значајни институционални инвеститори, примена ESG критеријума има директан утицај на структуру инвестиционог портфеља. Са једне стране, интеграција ESG критеријума може ограничити избор инвестиционих инструмената, што може утицати на стратегију управљања ризицима и структуру капитала. Са друге стране, она може допринети дугорочној одрживости инвестиција и смањењу репутационих ризика. Истовремено, осигуравајућа друштва морају обезбедити да примена ESG принципа не угрози основни циљ њиховог пословања, а то је очување финансијске стабилности и испуњавање захтева солвентности. Инвестициони портфељ мора остати довољно сигуран и ликвидан како би омогућио благовремено измирење обавеза према осигураницима. Због тога је неопходно успоставити равнотежу између примене ESG критеријума и захтева регулаторног оквира који се односи на солвентност осигураваача<sup>360</sup>

### 2.5.3. Транспарентност као кључни механизам: од поверења ка обелодањивању

ESG регулација у великој мери почива на механизму обелодањивања.<sup>361</sup> Регулатор не прописује директно које инвестиције су одрживе, већ успоставља систем обавезног обелодањивања података о стратегијама, ризицима и одрживим карактеристикама финансијских производа, пре свега кроз Уредбу о обелодањивању информација о одрживом финансирању (SFDR).

У том контексту, транспарентност постепено преузима функцију традиционалног поверења.<sup>362</sup> Стабилност институционалних инвеститора више се не заснива првенствено на репутацији и институционалном угледу, већ на структури, квалитету и проверљивости обелодањених података.<sup>363</sup>

Међутим, овај модел није лишен слабости. У литератури се указује на:

- ризик од „зеленог обмањивања“ (*greenwashing*)<sup>364</sup>

---

члана 8 („light green“ фондови), који промовишу еколошке и/или друштвене карактеристике и препознају значај одговорних пословних пракси у процесу инвестирања. Трећу категорију чине фондови из члана 6, у које спадају сви остали инвестициони фондови који у својој инвестиционој стратегији не интегришу еколошке, друштвене или управљачке (ESG) критеријуме. М. Cicirko, „Sustainable Investment Challenges from the Perspective of Insurance Companies in the European and Polish Market“, *Sustainability and Insurance Market, Trends and Challenges*, (eds. J. Bataller-Grau, M. Kawiński, P. Marano), Springer, 2025, 118; V. Grozdanić, „Analiza i budućnost održivih investicijskih fondova“, *Hrvatski časopis za osiguranje* 7/2022, 97.

<sup>358</sup> K. Alfier, „Odgovorno ulaganje i održivost u sektoru finansijskih usluga Europske unije“, *Hrvatski časopis za osiguranje*, 3/2020, 134.

<sup>359</sup> C. Stamelos, 290-299, T. Јевремовић Петровић, 298.

<sup>360</sup> J. Vercher-Moll, 9; A. van den Hurk, (2024a), 375.

<sup>361</sup> E. Partiti, 301-302.

<sup>362</sup> M. Wandt, 21-22.

<sup>363</sup> E. Partiti, 302-304.

<sup>364</sup> Један од значајних изазова у вези са концептом одрживог инвестирања и применом ESG критеријума представља појава такозваног „зеленог обмањивања“. Под тим појмом подразумевају се тржишне праксе у којима јавно представљени профил одрживости издаваоца хартија од вредности или карактеристике одређеног финансијског производа не одражавају у потпуности стварне ризике и ефекте повезане са

- недовољну прецизност појмова,<sup>365</sup>
- ослањање на комплексне и често неуједначене прокси-индикаторе.<sup>366</sup> или недостатак квалитетних и упоредивих података о ESG перформансама компанија.<sup>367</sup>

То указује да повећање количине информација не мора нужно довести до повећања одговорности. Основни проблеми огледају се у недостатку поузданих података о профитабилности одрживих инвестиција, одсуству јасних теоријских модела који повезују ESG факторе и финансијске перформансе, као и у неуједначеној примени постојећих правила. Циљ ових мера је да се обезбеди упоредивост инвестиција и омогући инвеститорима да препознају одрживе производе.<sup>368</sup>

Ипак, недостатак стандардизованих и квалитетних података, као и различити приступи мерењу одрживости, ограничавају ефективност овог система. Претерано увођење строжих, обавезујућих правила, као што су измене капиталних захтева или обавезно укључивање ESG фактора у инвестиционе одлуке, може произвести нежељене

---

одрживошћу. Такве праксе могу довести до потенцијалне штете за инвеститоре који настоје да своја средства усмере ка одрживим инвестицијама. Истовремено, финансијски сектор пролази кроз период значајних регулаторних промена у области одрживих финансија. Раст интересовања инвеститора за одржива улагања, праћен повећањем понуде финансијских производа који се представљају као „одрживи“, додатно је повећао ризик од појаве „зеленог обманљивања“. Управо због тога јавила се потреба за јаснијим правним дефиницијама и већим степеном транспарентности на финансијском тржишту. У том циљу, Европска унија је у оквиру Акционог плана за одрживо финансирање успоставила низ регулаторних инструмената, међу којима се посебно издвајају Уредба о таксономији и Уредба о обелодањивању информација о одрживом финансирању (SFDR). Вид. D. Busch, 64; V. Grozdanić, 96.

<sup>365</sup> У сваком случају, осигуравајућа индустрија мора јасно разумети факторе одрживости, односно ESG принципе, како би их могла интегрисати у своје производе и истовремено подстицати понашање осигураника које је у складу са тим принципима. P. Marano, M. del Val Bolívar Oñoro, „Rating “Social” Within the EU Law the ESG Factors: Relevance for the Insurance Industry and the Risk of “Social Washing”, Pierpaolo Marano, Sustainability and Insurance Market, Trends and Challenges, (eds. J. Bataller-Grau, M. Kawiński, P. Marano), Springer, 2025, 145. ESG оквир често доживљава као сложен и недовољно разумљив за већину привредних субјеката, јер је концепт корпоративне друштвене одговорности (CSR) у пракси је био примењиван углавном у ограниченом броју развијенијих компанија. M. Kawiński, Sustainability of the EU Insurance Markets and Adequacy of Insurance Regulations: Solvency II and ESG, Sustainability and Insurance Market, Trends and Challenges (eds. J. Bataller-Grau, M. Kawiński, P. Marano), Springer, 2025, 57.

У литератури се истиче и постојање значајног ризика од појаве такозваног social washing-a, односно представљања активности као друштвено одговорних без стварног испуњавања тих стандарда. Појам „друштвене“ компоненте у оквиру ESG концепта може се довести у везу са питањима као што су неједнакост, положај социјално угрожених заједница, радни односи, људска права, као и борба против корупције и подмићивања. Међутим, остаје отворено питање да ли овај концепт обухвата и друге важне аспекте, попут пореске политике, здравствене заштите или принципа солидарности. Поред недоумица у погледу самог садржаја „друштвеног“ фактора у оквиру ESG-a, релевантни регулаторни оквир још увек не садржи довољно прецизне смернице о његовим појединачним елементима. Због тога и даље постоји значајан ризик од појаве такозваног „social washing“-a, односно представљања активности као друштвено одговорних без стварног испуњавања тих стандарда. P. Marano and M. del Val Bolívar Oñoro, 139- 166.

<sup>366</sup> E. Partiti, 326.

<sup>367</sup> M. Cicirko, 122. Регулатива не може свести искључиво на прописивање општег каталога садржаја. Из тог разлога, савремени режим транспарентности треба да иде корак даље и настоји да прецизније дефинише његову сврху, утврђујући основне елементе које извештаји о одрживости морају да садрже, укључујући и кључне показатеље учинка (KPI). Недостатак јасно прописане методологије за дефинисање и мерење кључних показатеља учинка (KPI) оставља компанијама могућност да самостално одређују критеријуме извештавања, што повећава ризик од „зеленог обманљивања“ (*greenwashing*), док би њихова претходна регулаторна стандардизација могла ограничити, иако не у потпуности елиминисати, тај ризик. J. Bataller-Grau, „Sustainability Reporting Regulation: A Perspective on Insurance Market“, Sustainability and Insurance Market, Trends and Challenges, (eds. J. Bataller-Grau, M. Kawiński, P. Marano), Springer 2025, 39, 42.

<sup>368</sup> D. A. Zetsche, L. Anker-Sørensen, „Regulating Sustainable Finance in the Dark“, *European Business Organization Law Review* 23/2022, 47–85.

ефекте и угрозити ефикасно функционисање тржишта капитала. Будући развој одрживих финансија условљен изградњом поуздане базе података, развојем теоријских модела и доследном применом регулаторних стандарда, без чега није могуће обезбедити рационално и ефикасно усмеравање инвестиција ка одрживим циљевима.<sup>369</sup> У таквом амбијенту, транспарентност може постати формална, али не и материјална гаранција квалитета.<sup>370</sup>

#### **2.5.4. Институционални инвеститори: од пасивних улагача до носилаца трансформације**

Савремени приступ инвестиционој активности институционалних инвеститора, укључујући друштва за осигурање, све више је условљен применом принципа одговорног пословања и интеграцијом ESG фактора. OECD Смернице за мултинационална предузећа о одговорном пословном понашању посебно наглашавају значај спровођења поступка дужне пажње (*due diligence*), који подразумева идентификовање, спречавање и ублажавање негативних утицаја пословних и инвестиционих активности на животну средину, друштво и људска права.<sup>371</sup> За друштва за осигурање као институционалне инвеститоре, овај приступ има посебан значај, будући да ESG ризици могу утицати не само на вредност инвестиционог портфеља већ и на дугорочну солвентност и стабилност пословања.<sup>372</sup>

И европски регулаторни оквир полази од претпоставке да институционални инвеститори, укључујући друштва за осигурање могу имати значајну улогу у финансирању одрживе транзиције.<sup>373</sup> Захваљујући дугорочној природи својих обавеза и стабилној акумулацији капитала, они су у позицији да да утичу на структуру тржишта капитала, усмеравајући инвестиционе токове ка пројектима који доприносе остваривању еколошких и друштвених циљева.<sup>374</sup>

Истовремено, раст значаја ESG инвестиција подстакнут је променама у преференцијама инвеститора, растућом свешћу о климатским и друштвеним ризицима, регулаторним захтевима и репутационим разлозима. Истраживања указују да компаније које успешно управљају ESG факторима често остварују боље дугорочне пословне резултате и лакши приступ капиталу.<sup>375</sup>

Међутим, практична примена ESG приступа и даље је оптерећена бројним ограничењима, међу којима се издвајају колективне акционе дилеме, различите

---

<sup>369</sup> *Ibid.*, K. Alfier, „Odgovorno ulaganje i održivost u sektoru finansijskih usluga Europske unije“, *Hrvatski časopis za osiguranje*, 3/2020. 148-149

<sup>370</sup> , E. Partiti, 329-330.

<sup>371</sup> OECD Смернице за мултинационална предузећа о одговорном пословном понашању представљају међународно признат скуп препорука којима се подстиче допринос привредних субјеката одрживом развоју и спречавање негативних утицаја њиховог пословања на људе, друштво и животну средину. Смернице се заснивају на концепту одговорног пословног понашања, који подразумева поштовање људских права, заштиту животне средине, транспарентно корпоративно управљање и борбу против корупције. Посебан значај има обавеза спровођења поступка дужне пажње (*due diligence*), кроз који предузећа идентификују, спречавају, ублажавају и отклањају стварне и потенцијалне негативне последице својих активности, производа и пословних односа. Смернице наглашавају и потребу транспарентног извештавања о ESG ризицима и утицајима, као и укључивање заинтересованих страна у процес доношења пословних одлука. OECD, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct*, OECD Publishing, Paris, 2023, 10-15.

<sup>372</sup> OECD, 2017, 11-20.

<sup>373</sup> D. Busch, 63.

<sup>374</sup> За више вид. Р. Совиљ, 2022, 335-354.

<sup>375</sup> M. Cicirko, 115-125.

преференције инвеститора, неусклађеност ESG рејтинга и недовољна поузданост и упоредивост расположивих података.<sup>376</sup>

Даљи изазови са којима се суочава примена ESG стратегија су уверење да интеграција ESG фактора може умањити профитабилност, питања фидуцијарних обавеза инвеститора и нереална краткорочна очекивања. ESG фактори могу значајно утицати на дугорочне инвестиционе резултате и стога их је потребно укључити у процес доношења инвестиционих одлука, али највећу препреку њиховој широј примени представља недостатак квалитетних и упоредивих података о ESG перформансама компанија.<sup>377</sup> Стога, иако се институционални инвеститори нормативно позиционирају као носиоци одрживе трансформације, остаје отворено питање стварног домета њиховог утицаја и односа између регулаторне амбиције и тржишне реалности.<sup>378</sup> Посебно питање представља и потенцијални сукоб интереса између њихове фидуцијарне дужности поступања у најбољем интересу клијената и захтева за улагањима у складу са стандардима одрживости.<sup>379</sup>

Из свега изложеног произлази да се институционални инвеститори у савременом свету више не могу посматрати искључиво као приватни управљачи капитала, већ као нормативно обликовани управљачи ризиком чије деловање има јавноправну релевантност. Стога се у савременом праву све више истиче да улога привредних друштава није ограничена само на максимизацију добити, већ обухвата и одговорност за постизање друштвено корисних циљева, као и да је њихова улога кључна у постизању одрживог развоја.<sup>380</sup> Та трансформација је последица више повезаних процеса: развоја финансијских тржишта, концентрације капитала, пораста системског значаја небанкарског сектора, посткризне пруденцијализације и, најзад, интеграције одрживости у структуру регулације.<sup>381</sup> На тај начин савремени ESG концепти у извесној мери враћају ранију идеју да корпорације треба да делују и у ширем друштвеном интересу.<sup>382</sup>

Унутар ове шире категорије осигуравачи заузимају посебно место. Њихова инвестициона функција није ни потпуно аутономна ни споредна, већ структурно повезана са основном делатношћу осигурања, са обавезом очувања солвентности и са заштитом осигураника. Управо због тога инвестициона активност осигуравача не може бити посматрана као искључиво приватна пословна стратегија, већ као јавно релевантна активност чије обликовање постаје предмет појачаног регулаторног интереса.<sup>383</sup>

Отуд се савремени регулаторни режими, а нарочито Солвентност II, не могу разумети само као спољно ограничење инвестиционе слободе, већ и као правни израз чињенице да је инвестициона политика осигуравача постала структурни елемент пруденцијалне стабилности. У том смислу, теоријски оквир о институционалним инвеститорима не представља само увод у посебну регулативу, већ методолошку основу за разумевање шире еволуције савременог права осигурања: од модела

<sup>376</sup> D. A. Zetzsche, L. Anker-Sørensen; 47–85, G. Balp, G. Strampelli, 869–904.

<sup>377</sup> M. Cicirko, 122.

<sup>378</sup> *Ibid.*

<sup>379</sup> Најефикасније ESG стратегије често су најпроблематичније са становишта профита, док су оне усклађене са фидуцијарном дужношћу мање профитабилне. Због тога је неопходан јасан мандат клијената и интензивнија подршка јавних политика. Вид. T. Gosling, I. MacNeil, 172–193.

<sup>380</sup> В. Његомир, Ј. Демко Рихтер, 88; М. Митровић, 2023, 848; Б. Михајловић, 2024, 733. Супротно у „Циљ пословања привредног друштва – само стицање добити или још нешто“, Михајловић истиче да сваки други циљ, мимо остваривања добити као основног циља је резултат слободне одлуке самог привредног друштва. Вид. Б. Михајловић, „Циљ пословања привредног друштва – само стицање добити или још нешто“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2017, 156.

<sup>381</sup> D. Busch, 69.

<sup>382</sup> K.J. Норт, 2023, 41.

<sup>383</sup> Б. Маровић, В. Његомир, 142.



заснованог претежно на поверењу у професионалност управљача ка моделу у коме се легитимност инвестиционе функције све више заснива на управљању ризиком, капиталној дисциплини и транспарентности.<sup>384</sup> Оваква еволуција потврђује став да у савременом праву осигурања добра вера више није довољна као самостални регулаторни ослонац, већ је све израженије допуњује, а делимично и потискује, транспарентност као структурни принцип.<sup>385</sup>

---

<sup>384</sup> K. Bork, M. Wandt, 125-126.

<sup>385</sup> *Ibid.*

## ГЛАВА III

### РЕЖИМ УЛАГАЊА ИМОВИНЕ ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ У СИСТЕМУ СОЛВЕНТНОСТ II

#### 3.1. Слобода улагања као полазна претпоставка пруденцијалног режима

Пре него што се приступи анализи конкретних позитивноправних ограничења слободе улагања, неопходно је разјаснити сам појам те слободе и њен нормативни статус у праву Европске уније. Иако се у економској теорији инвестициона одлука посматра као израз тржишне аутономије и рационалне алокације капитала,<sup>386</sup> у правном смислу она није апсолутна нити неограничена категорија, већ постоји у оквиру одређеног регулаторног оквира који поставља границе те аутономије.<sup>387</sup>

У класичном либералном моделу финансијског система, инвестициона одлука представља израз слободе располагања имовином. Та слобода заснива се на праву својине и слободи предузетништва, као основним елементима тржишне економије. Међутим, када се говори о финансијским тржиштима и институционалним инвеститорима, а посебно друштвима за осигурање, ситуација је битно другачија.<sup>388</sup>

Као што је већ истакнуто, осигуравач не улаже сопствена средства, већ управља акумулираним премијама осигураника, које су повезане са обавезама које је преузео по уговорима о осигурању.<sup>389</sup> Стога инвестициона слобода друштава за осигурање не може бити схваћена као неограничено субјективно право, већ као функционална слобода, она која је правом начелно допуштена, али обликована тако да се усмери ка остварењу одређене економске и друштвене функције.<sup>390</sup>

##### 3.1.1. Слобода улагања у контексту унутрашњег тржишта Европске уније

У праву Европске уније, инвестициона активност друштава за осигурање повезана је и са основним економским слободама унутрашњег тржишта. То су слобода пружања услуга и слобода кретања капитала. Међутим, те слободе нису неограничене. Уговор о функционисању Европске уније<sup>391</sup> гарантује слободно кретање капитала, али допушта ограничења која су оправдана јавним интересом и када су пропорционална циљу који се жели постићи.

У праву осигурања регулаторна ограничења оправдавају се заштитом осигураника, очувањем финансијске стабилности, спречавањем системског ризика и обезбеђивањем транспарентности тржишта. Тако слобода улагања друштава за осигурање унутар Европске уније није апсолутна, већ постоји у оквиру сложене архитектуре пруденцијалних и организационих правила, као и захтева транспарентности.<sup>392</sup>

---

<sup>386</sup> М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 258-259.

<sup>387</sup> K. Loguinova, 355-356.

<sup>388</sup> D. Szaniewski, 230-231.

<sup>389</sup> M. Dreher, 49; G. Plantin, J.-C. Rochet, 29.

<sup>390</sup> M. Dreher, 49; K. Loguinova, 355-363.

<sup>391</sup> Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, Official Journal of The European Union C 326/47, 26. 10. 2012 ( У даљем тексту: Уговор о функционисању Европске уније).

<sup>392</sup> M. Dreher, 49; K. Loguinova, 355-363.

Слобода улагања друштава за осигурање у Европској унији нормативно је артикулисана у Члану 133 Директиве Солвентност II.<sup>393</sup> Ова одредба представља један од кључних елемената савременог режима улагања у сектору осигурања, јер експлицитно утврђује начело да друштва за осигурање могу слободно да улажу своју имовину.<sup>394</sup>

Рецитал 72 Директиве Солвентност II додатно појашњава нормативну логику овог приступа. У њему се истиче да државе чланице не би требало да захтевају да друштва за осигурање улажу своју имовину у одређене категорије активе, јер би такав захтев био неспојив са слободом пружања услуга предвиђеном чланом 56 Уговора о функционисању Европске уније.

На тај начин, Директива напушта традиционални модел строгих квантитативних ограничења, образлажући увођење новог регулаторног оквира потребом обезбеђивања заштите осигураника кроз систем који адекватно одражава стварни ризични профил друштава за осигурање.<sup>395</sup> Полазећи од тога да дотадашњи регулаторни систем више није одговарао развоју финансијских тржишта, законодавац је увео нови оквир заснован на економској процени ризика и савременим принципима управљања ризицима. Тај приступ, усклађен са међународним стандардима и праксом финансијске регулације, има за циљ да подстиче друштва за осигурање да идентификују, мере и управљају ризицима, уз прецизнија правила вредновања имовине и обавеза, укључујући техничке резерве.<sup>396</sup>

Кроз овакав приступ одражава се шира трансформација регулаторне парадигме у финансијском праву, нарочито након глобалне финансијске кризе. Уместо ослањања искључиво на формална ограничења, савремени регулаторни модели све више наглашавају транспарентност, управљање ризиком и надзорну проверљивост инвестиционих одлука.<sup>397</sup> У том контексту, инвестициона слобода осигураваача постаје условљена способношћу друштва да идентификује, измери и адекватно капитализује ризике који произилазе из структуре његових улагања.<sup>398</sup>

### **3.1.2. Од формалне слободе ка нормативно условљеној аутономији**

Комбинација слободе улагања и пруденцијалних ограничења представља једну од основних карактеристика регулаторног модела Солвентности II.<sup>399</sup> Законодавац полази од претпоставке да друштва за осигурање, као професионални управљачи значајним финансијским средствима, треба да имају одређени степен аутономије у инвестиционом одлучивању. Дакле, систем полази од претпоставке инвестиционе аутономије. Осигураваач је формално слободан да бира инвестициону стратегију и структуру портфеља.<sup>400</sup>

Међутим, слобода улагања у систему Солвентности II није схваћена као апсолутна аутономија осигураваача у располагању имовином. Напротив, она остаје снажно условљена механизмима који обезбеђују заштиту осигураника и очување финансијске стабилности, као главним циљевима Директиве. Ова нормативна слобода је неодвојиво повезана са обавезом управљања ризицима и очувања солвентности.<sup>401</sup>

---

<sup>393</sup> K. Van Hulle, 2019, 360.

<sup>394</sup> D. Szaniewski, 230.

<sup>395</sup> М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 259.

<sup>396</sup> K. Van Hulle, 2019, 360-361.

<sup>397</sup> OECD, 2003, 95-96; W. Rohrbach, 2007, 13-14.

<sup>398</sup> M. Dreher, 174.

<sup>399</sup> M. Dreher, 49; K. Van Hulle, 2019, 360.

<sup>400</sup> М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 264-265.

<sup>401</sup> M. Dreher, 51; K. Van Hulle, 2019, 360; A. van den Hurk, 20246, 550-556.

Управо из тог разлога, слобода улагања формално призната чланом 133 Директиве, материјално је ограничена принципом разумног улагача из члана 132, као и капиталним захтевима и механизмима надзора и транспарентности који чине целину пруденцијалног режима.<sup>402</sup>

Ова трансформација може се повезати са широм тенденцијом у праву осигурања, према којој се традиционална улога принципа добре вере у све већој мери допуњује и делимично замењује принципом транспарентности.<sup>403</sup> У савременом регулаторном систему легитимитет пословних одлука више се не заснива искључиво на поверењу у субјекте тржишта, већ на обавези да се ризици и стратегије управљања учине видљивим, мерљивим и надзорно проверљивим.<sup>404</sup> У том смислу, инвестициона слобода у праву Европске уније не представља апсолутно право, већ институционално условљену аутономију. Њена сврха није само омогућавање ефикасне алокације капитала, већ и очување поверења у стабилност осигуравача и финансијског система у целини.<sup>405</sup>

Системски посматрано, инвестициона слобода у Солвентности II има трослојну структуру. Она је, пре свега, формално призната у члану 133, материјално ограничена принципом разумног улагача из члана 132, а економски дисциплинована капиталним захтевима који одражавају ризичност инвестиционог портфеља.<sup>406</sup> На тај начин, инвестициона стратегија осигуравача постаје неодвојива од процене ризика и адекватности капитала.<sup>407</sup>

У систему Солвентности II модел директних забрана замењен је системом економске дисциплине инвестиционе стратегије, где се слобода улагања институционално дисциплинује кроз ризик, капитал и транспарентност. Она је условљена способношћу друштва да носи ризик сопственим средствима. Тиме се инвестициони режим премешта са сфере нормативне забране у сферу економске одговорности. Слобода улагања није апсолутна и представља нормативно условљену аутономију. То подразумева да осигуравач има слободу избора, али тај избор производи капиталне, надзорне и последице транспарентности.<sup>408</sup>

### 3.1.3. Границе инвестиционе слободе

У праву осигурања, јавни интерес се пре свега испољава кроз три повезана циља, а то су:

1. заштита осигураника,
2. очување финансијске стабилности,
3. превенција системског ризика.

Заштита осигураника представља историјски најстарији и најважнији циљ регулације делатности осигурања. Стога инвестициона активност осигуравача мора бити подређена његовој основној функцији пружања заштите од ризика.<sup>409</sup> Осигураник нема непосредан утицај на инвестициону стратегију друштва, нити располаже комплетним информацијама о ризицима. Управо због те асиметрије, заштита корисника услуге осигурања се паралелно одвија на подручју уговорног права

<sup>402</sup> A. van den Hurk, 20246, 550-556.

<sup>403</sup> K. Bork, M. Wandt, 126; M. Ostrowska, 213; P. Marano, 2021, 318; A. Keglević Steffek, 347-348.

<sup>404</sup> M. Dreher, 48, 81.

<sup>405</sup> K. Loguinova, 355-363.

<sup>406</sup> M. Dreher, 49-50.

<sup>407</sup> A. van den Hurk, (20246), 550-556.

<sup>408</sup> K. Loguinova, 355-363.

<sup>409</sup> M. Копривица, J. Кочовић, P. Драгутиновић Митровић, 256.

осигурања, где се настоји да се обезбеди равнотежа права и обавеза уговорних страна и статусног и надзорног права осигурања, успостављањем система пруденцијалних правила који имају за циљ да обезбеде финансијску стабилност осигураваача.<sup>410</sup>

Улагања осигураваача представљају управљање средствима која су повезана са уговорним обавезама према трећим лицима. Законска ограничења су, у том смислу, неопходни инструмент заштите поверења осигураника у способност друштва да испуни преузете обавезе и усмерена су ка обезбеђивању услова да осигураваач у сваком тренутку може испунити доспеле обавезе.<sup>411</sup>

Из тог разлога и Директива Солвентност II поставља као свој најважнији циљ заштиту осигураника и корисника услуге осигурања.<sup>412</sup> Тај циљ се остварује кроз обезбеђивање солвентности осигураваача, који подразумева ограничења слободе улагања друштава за осигурање у виду капиталних захтева, диверсификације улагања, надзор и транспарентност.<sup>413</sup>

Затим, финансијска стабилност се истиче као секундарни циљ,<sup>414</sup> који је посебно добио на важности након глобалне финансијске кризе. Тада је регулаторни фокус проширен је са индивидуалне солвентности на системску стабилност. Величина осигураваача, њихова повезаност са финансијским тржиштима и њихова улога институционалних инвеститора дају њиховим инвестиционим одлукама потенцијалну макроекономску релевантност. Због тога инвестициона политика осигураваача има системску димензију, што додатно оправдава постојање пруденцијалних ограничења. Механизми уведени пруденцијалним оквиром, који се односе на капиталне захтеве, управљање ризиком, диверсификацију инвестиција и транспарентност и надзор имају стабилизациону функцију.<sup>415</sup> Ови механизми смањују вероватноћу пропасти осигураваача и тиме индиректно доприносе стабилности финансијског система.

У најновијој регулаторној фази, јавни интерес се више не своди искључиво на финансијску стабилност. Интеграција ризика одрживости у регулаторни оквир показује да законодавац препознаје дугорочне климатске и транзиционе ризике као факторе који могу угрозити и солвентност и економску стабилност.<sup>416</sup> Стога се јавни интерес проширује са заштите појединачног осигураника, на заштиту финансијског система, и даље ка дугорочној економској одрживости.<sup>417</sup> Ово проширење јавног интереса у делатности осигурања не укида пруденцијалну логику, већ је допуњује.

И када јавни интерес постоји, ограничења слободе улагања мора бити пропорционална том циљу.

Принцип пропорционалности захтева:

1. да ограничење буде погодно за остварење легитимног циља,
2. да буде неопходно (без блажег средства),
3. да не буде прекомерно у односу на циљ.<sup>418</sup>

У контексту Солвентности II, ово значи да капитална калибрација, концентрациони ризик и обавезе у погледу транспарентности морају бити у разумној равнотежи са степеном ризика који настоје да контролишу.<sup>419</sup> Јавни интерес се пре свега манифестује кроз заштиту осигураника и стабилност тржишта, а то се

<sup>410</sup> OECD, 2003, 9.

<sup>411</sup> *Ibid.*

<sup>412</sup> Рецитал 16 Директиве Солвентност II.

<sup>413</sup> M. Ostrowska, 214.

<sup>414</sup> Рецитал 16 Директиве Солвентност II.

<sup>415</sup> M. Ostrowska, 216.

<sup>416</sup> K. Van Hulle, 2019, 360; A. van den Hurk, 20246, 564.

<sup>417</sup> Вид. Рецитале 1-6 Делегиране уредбе (ЕУ) 2021/1256 о укључивању ризика одрживости у систем управљања друштава за осигурање и реосигурање.

<sup>418</sup> Чл. 5, ст. 4 Уговора о функционисању Европске уније.

<sup>419</sup> F. Kühnhausen, 50.

нормативно спроводи кроз принцип разумног улагача, правила управљања ризицима и капиталне захтеве.

Принцип разумног улагача (*prudent person principle*) представља кључну норму која ограничава инвестициону слободу. Она прописује да друштва морају инвестирати:

- у најбољем интересу уговарача осигурања и корисника осигурања,
- уз обезбеђивање сигурности, квалитета, ликвидности и профитабилности портфеља,
- уз адекватну диверсификацију и избегавање прекомерне концентрације ризика.

Овде се јавни интерес материјализује кроз заштиту осигураника, што је основни јавнополитички циљ пруденцијалне регулације.

### **3.1.4. Закључна разматрања о инвестиционој слободи у режиму Солвентности II**

Узимајући у обзир претходну анализу, може се закључити да инвестициона слобода у праву Европске уније није статична категорија. Њен обим и садржина мењају се у складу са регулаторном еволуцијом.

- у ранијим фазама била је ограничена формалним квантитативним лимитима;
- у посткризном периоду условљена је капиталним захтевима и управљањем ризиком;
- у најновијој фази повезана је и са захтевима транспарентности и одрживости.

Стога се инвестициона слобода може описати као нормативно конструисана и динамички ограничена аутономија, чије границе произилазе из баланса између тржишне рационалности и јавног интереса.<sup>420</sup>

Кључна карактеристика савременог финансијског права јесте то што се инвестициона одлука више не посматра као искључиво акт пословне политике, већ као потенцијално системски релевантна активност. Институционални инвеститори располажу значајним количинама капитала, а њихове одлуке могу имати утицај на стабилност тржишта, финансирање реалне економије и дугорочне макроекономске трендове. У том контексту, ограничења слободе улагања не представљају изузетак од правила, већ структурни елемент регулаторног модела. Она се не могу се разумети без анализе њиховог нормативног оправдања.

У праву Европске уније, свака интервенција у економску аутономију мора бити заснована на легитимном циљу и усклађена са принципом пропорционалности. Тај легитимни циљ овде представља јавни интерес. Из ширег концепта јавног интереса у финансијској регулацији, где он делује као коректив приватне аутономије, произилазе ограничења слободе улагања у систему Солвентности II.

Стога се питање улагања друштва за осигурање не може се свести на интерни корпоративни интерес. Као институционални инвеститори, носиоци дугорочног капитала и значајни учесници на тржиштима капитала, друштва за осигурање имају шире друштвене функције. Из тог разлога је неопходно кроз адекватну регулацију обезбедити њихову солвентност. Иако емпиријска истраживања показују да развој осигурања позитивно утиче на економски раст, посебно кроз мобилизацију штедње и управљање ризиком, истовремено се сматра да недовољна капитална дисциплина може имати системске последице.

Из претходне анализе произлази да инвестициона слобода у праву Европске уније није апсолутна категорија, већ аутономија која постоји у оквиру пруденцијалног регулаторног система. Директива Солвентност II формално напушта традиционални

---

<sup>420</sup> K. Loguinova, 355-363.

модел квантитативних инвестиционих ограничења и признаје слободу улагања осигуравача, али истовремено успоставља механизме који ту слободу дисциплинују кроз управљање ризиком, капиталне захтеве и надзор. Управо у том оквиру треба посматрати конкретна нормативна решења која уређују инвестициону политику друштава за осигурање.

Због тога је у наставку потребно детаљно анализирати режим улагања имовине у систему Солвентност II, почев од принципа разумног улагача из члана 132 Директиве, затим капиталних захтева заснованих на тржишном ризику у оквиру Потребног солвентног капитала (SCR), Сопствене процене ризика и солвентности (ORSA) и режим транспарентности, као кључне елементе који обликују инвестициону стратегију осигуравача.

### 3.2.Режим улагања имовине друштава за осигурање у систему Солвентност II

Полазећи од оваквог схватања инвестиционе слободе, односно да је инвестициона слобода у праву осигурања *условљена слобода* – слобода која се остварује унутар јавноправног оквира солвентности и заштите осигураника, у наставку се приступа анализи конкретних механизма којима право Европске уније обликује и ограничава инвестициону активност друштава за осигурање. Посебна пажња биће посвећена пруденцијалним ограничењима у оквиру система Солвентност II, као и механизмима капиталне адекватности, управљања ризиком и транспарентности, који заједно чине нормативни оквир унутар кога се слобода улагања остварује.

Регулаторни оквир улагања друштава за осигурање у праву Европске уније уређен је кроз систем успостављен Директивом Солвентност II. Као што је већ истакнуто, он представља суштинску тачку преобликовања европског права осигурања где се напушта концепција нормативно утврђених лимита и уводи систем заснован на ризику.<sup>421</sup>

Ова промена начина регулисања улагања имовине друштава за осигурање означава померање тежишта са формалне контроле портфеља ка надзору заснованом на процени ризика. Уместо да *ex ante* прописује тачно одређене категорије дозвољених улагања, европски законодавац поставља опште стандарде сигурности, квалитета, ликвидности и профитабилности, док избор конкретних инструмената препушта друштву за осигурање.

Будући да осигуравач премију наплаћује пре него што настане обавеза исплате штете, постоји потреба да се његово инвестиционо понашање правно усмери и ограничи како би се заштитили осигураници и очувала финансијска стабилност.<sup>422</sup> У систему Солвентност II капитални захтеви служе остваривању овог циља. Они представљају начин ограничења инвестиционе стратегије осигуравача и средство превенције прекомерног преузимања ризика.<sup>423</sup>

Уместо класичне нормативне технике у виду затворених листа дозвољене активе и строгих лимита, систем Солвентност II гради сложенији, функционално оријентисан оквир у којем се инвестициона аутономија дисциплинује кроз три слоја: квантитативне захтеве (Потребни солвентни капитал као капитална адекватност), управљање (Сопствена процена ризика и солвентности и систем управљања

<sup>421</sup> M. Dreher, 100; M. Сокић, 2015, 43. О свеобухватном приступу управљању ризиком као кључном захтеву Директиве Солвентност II вид. више В. Његомир, 20096, 289-293.

<sup>422</sup> K. Van Hulle, 2017, 5-12; G. Plantin, J.-C. Rochet, 97-98.

<sup>423</sup> K. Van Hulle, 2019, 235-240.

ризицима) и транспарентност (надзорно извештавање и јавна обелодањивања).<sup>424</sup> Управо та три слоја чине нормативни простор унутар кога се инвестициона стратегија може сматрати правно легитимном. Они не делују као независна ограничења, већ као јединствена нормативна конструкција у оквиру које је инвестициона стратегија дозвољена само ако је ризик капитално покривен, управљачки оправдан и екстерно проверљив.<sup>425</sup>

### 3.2.1. Принцип разумног улагача (*Prudent Person Principle*)

Централна одредба режима улагања у систему Солвентност II налази се у члану 132 Директиве. Уместо модела заснованог на таксативном набрајању дозвољених инвестиција и квантитативним ограничењима, Директива успоставља општи стандард разумног улагача,<sup>426</sup> чија су основа, садржина и домаћај већ детаљно анализирани.

Нормативна техника је, дакле, отворена и функционална. Законодавац не дефинише у шта се сме улагати, већ под којим условима, чиме се постиже да инвестициона слобода бива интегрисана у систем управљања ризицима и капиталне адекватности.<sup>427</sup> Принцип разумног улагача оправдава се потребом флексибилног прилагођавања инвестиционе политике променљивим економским и финансијским условима.<sup>428</sup> За разлику од крутих законских ограничења, овај приступ омогућава стручну процену сигурности, профитабилности и нових инвестиционих могућности, уз уважавање развојних потреба тржишта и захтева конкуренције.<sup>429</sup>

Како је већ наглашено, принцип разумног улагача треба да обезбеди да инвестициони портфолио у целини испуњава критеријуме сигурности, квалитета, ликвидности и профитабилности.<sup>430</sup> Појединачна улагања која не испуњавају све наведене карактеристике могу бити укључена у портфолио само у разумним и прудентним оквирима, који зависе од укупног ризичног профила друштва и његове политике управљања ризицима. Посебна пажња мора се посветити одређеним категоријама активе, јер је код нестандартних инвестиција неопходна претходна процена њиховог ризичног профила и потенцијалног утицаја на целокупни портфолио, уз анализу њихове усклађености са интересима осигураника и обавезама друштва.<sup>431</sup>

Овим се режим улагања у Солвентности II концепцијски приближава фидуцијарним стандардима познатим у корпоративном праву и праву инвестиционих фондова. Истовремено, он се надовезује у шири пруденцијални оквир у којем је аутономија осигуравача условљена заштитом осигураника и очувањем финансијске стабилности.<sup>432</sup>

Овде је кључна формулација „портфељ у целини“ што упућује на закључак да регулација се не фокусира на појединачну активу, већ на укупни ризични профил.<sup>433</sup>

Аналитички посматрано, члан 132 има двоструку правну природу:

1. он делује као материјални инвестициони стандард;
2. истовремено функционише као мост ка капиталним захтевима, јер се свака инвестициона одлука одражава на Потребни солвентни капитал.

<sup>424</sup> K. Van Hulle, 2017, 319; K. Van Hulle, 2019, 43, 369.

<sup>425</sup> M. Dreher, 41-51.

<sup>426</sup> M. Dreher, 139; I. Rokas, 64.

<sup>427</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 139-143.

<sup>428</sup> М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 259.

<sup>429</sup> OECD, 2003, 96; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 259.

<sup>430</sup> A. van den Hurk (20246), 552-557.

<sup>431</sup> За више вид. М. Grazia Starita, I. Malafronte, 137-143.

<sup>432</sup> A. van den Hurk, 2023, 276.

<sup>433</sup> I. Rokas, 62.



Члан 132 делује као правни стандард (*open-ended standard*). То значи да његова примена зависи од:

- процене управе,
- надзорне интерпретације,<sup>434</sup>
- повезаности са механизмом Потребног солвентног капитала.

### 3.2.2. Потребни солвентни капитал (SCR) као имплицитно ограничење улагања

Иако Солвентност II формално омогућава широку инвестициону слободу,<sup>435</sup> та слобода је економски ограничена структуром Потребног солвентног капитала (*Solvency Capital Requirement* - SCR).<sup>436</sup> Осигуравач може израчунати Потребни солвентни капитал применом стандардне формуле прописане Директивом или коришћењем интерног модела, који подлеже одобрењу надзорног органа. У оба случаја, Потребни солвентни капитал се утврђује на основу приступа заснованог на ризику.<sup>437</sup>

Директива повезује потребан капитал са ризицима којима је осигуравач изложен. Уместо формалног приступа, њен режим се заснива на свеобухватној процени ризика. У обзир се узимају сви релевантни ризици који могу утицати на финансијски положај осигуравача, укључујући и оне који се не могу у потпуности квантификовати.<sup>438</sup>

Као најзначајнији квантитативни захтев у оквиру Солвентности II друштва за осигурање у Европској унији, Потребни солвентни капитал је уско повезан са техничким резервама осигуравача<sup>439</sup> и утврђује се применом приступа заснованог на ризику,<sup>440</sup> који полази од неколико основних принципа.

Прво, компоненте Потребног солвентног капитала се процењују у складу са циљем очувања солвентности осигуравача,<sup>441</sup> што обухвата техничке резерве, имовину која покрива те резерве, као и друге обавезе и сопствена средства друштва. Техничке резерве морају бити обрачунате на разуман, поуздан и објективан начин да би могле да покрију обавезе према корисницима услуга осигурања.<sup>442</sup>

Друго, прави се разлика између квантитативно мерљивих и немерљивих ризика. Квантитативни ризици су они чија се вероватноћа настанка и потенцијални утицај могу идентификовати и измерити, док се код немерљивих ризика то не може поуздано утврдити. Потребни солвентни капитал треба да обезбеди покриће за све мерљиве ризике које осигуравач преузима.<sup>443</sup>

Треће, у обзир се узимају механизми ублажавања ризика, као што су реосигурање, корелације између различитих врста ризика, ефекти диверсификације

---

<sup>434</sup> Овај режим претпоставља снажно корпоративно управљање, развијену културу управљања ризицима и ефикасан надзор ради заштите интереса осигураника. Истовремено, надзор заснован на овом принципу захтева значајне ресурсе, јер подразумева детаљну процену инвестиционих политика и система управљања ризицима сваког осигуравача, уз могућност изрицања мера као што су капитални додаци или ограничења улагања. Вид. М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 259-260.

<sup>435</sup> I. Rokas, 64.

<sup>436</sup> Чл. 100 Директиве Солвентност II.

<sup>437</sup> Рецитал 64 Директиве Солвентност II. Ова директива повезује потребан капитал са ризицима којима је осигуравач изложен. Уместо формалног приступа, њен режим се заснива на свеобухватној процени ризика. У обзир се узимају сви релевантни ризици који могу утицати на финансијски положај осигуравача, укључујући и оне који се не могу у потпуности квантификовати. K. Van Hulle, 2017, 317. Исто M. Dreher, 104.

<sup>438</sup> Рецитал 64 Директиве Солвентност II; K. Van Hulle, 2017, 317; M. Dreher, 104-105.

<sup>439</sup> K. Van Hulle, 2023, 373.

<sup>440</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 30.

<sup>441</sup> Рецитал 62 Директиве Солвентност II.

<sup>442</sup> Чл. 77 и 78 Директиве Солвентност II; K. Van Hulle, 2023, 373.

<sup>443</sup> K. Van Hulle, (2019), 244.

унутар група или финансијских конгломерата, као и способност апсорпције губитака кроз техничке обавезе, дискреционе бенефите и одложене порезе.<sup>444</sup>

То практично значи да ризичнија имовина проузрокује већу волатилност и стога је потребан већи Потребни солвентни капитал, који у крајњем исходу захтева већа сопствена средства.<sup>445</sup>

Потребни солвентни капитал тако постаје:

- индиректни регулатор инвестиционог понашања,
- инструмент тржишне дисциплине,
- економски лимит улагања.<sup>446</sup>

На овај начин Солвентност II трансформише експлицитне нормативне лимите у имплицитну капиталну дисциплину.<sup>447</sup> Ова трансформација је у складу са савременим тенденцијама у финансијској регулацији, где се тежиште са формалних забрана помера ка надзору заснованом на ризику (*risk-based supervision*).<sup>448</sup>

### **3.2.3. Чланови 100–104 – Потребни солвентни капитал као капитално ограничење инвестиционе стратегије**

Док Члан 132 Директиве поставља општи стандард инвестиционог понашања кроз принцип разумног улагача, Чланови 100–104 разрађују квантитативни механизам ограничења путем Потребног солвентног капитала.

Приликом утврђивања Потребног солвентног капитала могу се користити два приступа:

- примена стандардне формуле,
- употреба интерног модела уз одобрење надзорног органа.<sup>449</sup>

Стандардна формула има за циљ утврђивање капиталних захтева (Потребног солвентног капитала - SCR и Минималног капиталног захтева - MCR) који су усклађени са општим циљевима Солвентности II и заснивају се на „типичном“ профилу ризика, при чему су правила хармонизована на нивоу Европске уније. Насупрот томе, интерни модел омогућава осигуравачима да капиталне захтеве прилагоде сопственом профилу ризика, што пружа већу флексибилност, посебно за велике или специјализоване осигураваче, и доприноси унапређењу пракси управљања ризицима.<sup>450</sup>

Члан 101 дефинише Потребни солвентни капитал као ниво капитала неопходан да друштво апсорбује значајне губитке у једногодишњем периоду, док Чланови 102–104 разрађују методологију његовог израчунавања.

---

<sup>444</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte 3-4; K. Van Hulle, (2019), 259-269. Слично томе, код активе која стоји у основи *unit-linked* и *index-linked* уговора неопходно је обезбедити директну повезаност између инвестиционе стратегије и обелодањених инвестиционих циљева, уз посебно управљање ризицима ликвидности. Код неликвидних или сложених инструмената потребно је применити адекватне методе вредновања и процедуре управљања ризиком, док се деривати могу користити искључиво ради повећања ефикасности управљања портфолиом или смањења ризика. Секјуритизовани инструменти захтевају додатне контроле, укључујући анализу структуре основне активе и интереса њеног емитента. За више вид. M. Grazia Starita, I. Malafronte, 139-143.

<sup>445</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 4; M. Dreher, 115-121; M. Сокић, 2015; 44, K. Van Hulle, 2023, 368.

<sup>446</sup> „Његова „мисија“ је да покуша да одговори ово питање: колико је капитала неопходно да би се избегла несолвентност осигуравача и обезбедила заштита интереса корисника осигурања“. M. Grazia Starita, I. Malafronte, 285. K. Van Hulle, 2023, 368, A. van den Hurk, 20256, 557.

<sup>447</sup> Ван Хуј истиче да потребно је избегавати сувише уско тумачење овог захтева, јер би се тиме занемарила по својој природи волатилна природа Потребног солвентног капитала, која произлази из тржишно усаглашене процене имовине и обавеза, и посредно би се увео нови захтев – одржавање коефицијента солвентности трајно изнад 100%. Вид. K. Van Hulle, 2019, 244.

<sup>448</sup> M. Dreher, 28; N. Gatzert, H. Wesker, 541.

<sup>449</sup> Чл. 100 ст. 2 Директиве Солвентност II.

<sup>450</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 3-4.

Стандардна формула заснива се на модуларној структури ризика,<sup>451</sup> на параметрима које прописује Европска комисија и намењена је осигуравачима који не располажу сопственим моделима за процену ризика, док интерни модели омогућавају прецизније прилагођавање специфичном профилу ризика друштва, али под строгим контролом надзорног органа.<sup>452</sup>

Нормативни значај ових одредби је у томе што инвестициону слободу преводе из сфере формалне допуштености у сферу економске одговорности, чија је суштина да ризик није забрањен, али се мора платити капиталом.<sup>453</sup> Другачије речено, чак и када је поједино улагање формално допуштено, његова ризичност се преводи у капитални захтев,<sup>454</sup> чиме слобода улагања постаје економски условљена.

### 3.2.4. Члан 101 – Дефиниција Потребног солвентног капитала

Потребни солвентни капитал представља ниво капитала који осигуравачу омогућава да испуни своје обавезе из уговора о осигурању и обезбеди разумну сигурност осигураницима да ће обавезе бити испуњене у моменту њихове доспелости, односно да ће штете бити покривене. У складу са приступом заснованим на ризику, он одређује ниво капитала који је довољан да апсорбује значајне и непредвиђене губитке у одређеном временском периоду.<sup>455</sup>

Рецитал 66 Директиве Солвентност II. наглашава да ради доброг управљања ризицима Потребни солвентни капитал треба одредити као економски капитал заснован на стварном ризичном профилу друштва. То значи да се капитал израчунава у складу са конкретном структуром ризика. На тај начин се регулаторни захтеви усклађују са праксом управљања ризицима у индустрији, а капитал постаје одраз реалне изложености друштва, а не само нормативно прописан минимум.

Потребни солвентни капитал одређује се тако да обухвати све мерљиве ризике којима је друштво за осигурање изложено. Он покрива како постојеће пословање, тако и нове послове за које се очекује да ће бити закључени у наредних дванаест месеци. У погледу постојећег пословања, Потребни солвентни капитал обухвата искључиво неочекиване губитке.<sup>456</sup>

Потребни солвентни капитал одговара Вредности при ризику (*Value-at-Risk – VaR*) основних сопствених средстава друштва за осигурање, утврђеној на нивоу поузданости од 99,5% током једногодишњег временског хоризонта,<sup>457</sup> што представља кључну карактеристику режима заснованог на ризику (*risk-based*).<sup>458</sup> Применом технике Вредности при ризику (*VaR*) одређује се ниво сопствених средстава који омогућава да осигуравајуће друштво са вероватноћом од 99,5% остане солвентно у временском хоризонту од једне године.<sup>459</sup>

---

<sup>451</sup> Рецитал 65 Директиве Солвентност II наглашава да је стандардну формулу за израчунавање потребног солвентног капитала нужна да друштва за осигурање могу да процене свој економски капитал на уједначен и упоредив начин. Структура те формуле заснива се на модуларном приступу: у првој фази процењује се изложеност појединачним категоријама ризика, а затим се ти резултати агрегирају у јединствени капитални захтев. М. Dreher, 104.

<sup>452</sup> М. Grazia Starita, I. Malafronte, 4.

<sup>453</sup> М. Dreher, 127.

<sup>454</sup> F. Kühnhausen, 50.

<sup>455</sup> М. Grazia Starita, I. Malafronte, 31.

<sup>456</sup> Чл. 101, ст. 3 тач. 1 Директиве Солвентност II.

<sup>457</sup> Чл. 101, ст. 3 тач. 2 Директиве Солвентност II.

<sup>458</sup> Рецитал 66 Директиве Солвентност II; М. Dreher, 99.

<sup>459</sup> М. Grazia Starita, I. Malafronte, 3-4, М. Kawiński, 53. Његомир истиче да моделирање ризика кључни корак процеса свеобухватног управљања ризиком. Значај моделирања ризика додатно је наглашен у Солвентности II, која подстиче примену савремених метода управљања ризицима. Наиме, управљање ризицима у осигурању заснива се на примени математичких и статистичких метода, посебно Закона

У инвестиционом контексту то значи да свака инвестициона одлука која повећава ризик портфеља аутоматски повећава капитални захтев.<sup>460</sup> Тако се инвестициона слобода ограничава не директном забраном, већ теретом повећаног капитала који прати ризичнију структуру активе.<sup>461</sup> Управо овде постаје видљива суштинска последица по инвестиционој стратегији, јер свака одлука која повећава тржишни ризик портфеља, по правилу, увећава и Потребни солвентни капитал, а тиме и капитални терет који осигуравач мора да носи.<sup>462</sup> Капитал, дакле, делује као цена преузетог ризика и као индиректни регулатор инвестиционог понашања.<sup>463</sup>

Потребни солвентни капитал мора узети у обзир све мерљиве ризике којима је изложено друштво за осигурање,<sup>464</sup> а мора покривати најмање преузети ризик неживотног осигурања, преузети ризик животног осигурања, преузети ризик здравственог осигурања, тржишни ризик, кредитни ризик и оперативни ризик.<sup>465</sup>

### 3.2.5. Члан 102 – Учесталост израчунавања Потребног солвентног капитала

Друштва за осигурање и реосигурање дужна су да најмање једном годишње израчунају Потребни солвентни капитал и резултат доставе надзорном органу, уз обавезу да у сваком тренутку располажу прихватљивим сопственим средствима која га у потпуности покривају.<sup>466</sup> Истовремено, друштва су обавезна да континуирано прате однос сопствених средстава и капиталног захтева и да, у случају значајне промене ризичног профила, без одлагања поново израчунају Потребни солвентни капитал и о томе обавесте надзорни орган. Надзорни орган је овлашћен да такво поновно израчунавање захтева и по сопственој иницијативи када утврди постојање индиција о битној промени ризичног профила.<sup>467</sup>

Овакво нормативно решење јасно одражава динамички концепт солвентности заснован на који је карактеристичан за систем Солвентност II. Солвентност се више не посматра као статично испуњење формално прописаног капиталног минимума, већ као

---

великих бројева, који омогућава процену ризика и одређивање премија осигурања. Савремени приступ подразумева примену различитих квантитативних метода, као што су анализа варијансе и стандардне девијације, CAPM модел и модел Вредности при ризику (VaR), који омогућавају процену потенцијалних губитака и њиховог утицаја на пословање. Ипак, ризици као што су оперативни ризик или ризик репутације се тешко могу квантитативно измерити, па је неопходно комбиновати квантитативне моделе са квалитативним проценама. Вид. В. Његомир, 20096, 293-295. Према Сокићу Вредност при ризику (VaR) представља процену максималног губитка који неће бити премашен у одређеном временском периоду и уз одређени ниво поузданости, при чему омогућава поређење ризичности различитих финансијских инструмената и портфеља. Будући да се заснива на статистичким моделима и претпоставкама, Вредност при ризику (VaR) даје само процену потенцијалног губитка при непромењеној структури портфеља и у оквиру дефинисаног временског хоризонта. Због ограничења овог приступа, осигураваачи га допуњују стрес тестовима, који омогућавају процену утицаја екстремних тржишних услова и обезбеђују поузданију анализу ризика. Избор одговарајућег метода израчунавање Вредности при ризику (VaR) зависи од конкретне инвестиционе политике осигураваача. Вид. М. Сокић, „Унапређење управљања ризицима у осигуравајућој компанији“, *Токови осигурања* 4/2016, 45-47.

<sup>460</sup> М. Kawiński, 53.

<sup>461</sup> K. Van Hulle, 2019, 236-240.

<sup>462</sup> М. Kawiński, 55.

<sup>463</sup> K. Van Hulle, 2023, 383.

<sup>464</sup> Чл. 101, ст. 3, тач. 1 Директиве Солвентност II.

<sup>465</sup> Чл. 101, ст. 4 Директиве Солвентност II; K. Van Hulle, 2019, 244-245.

<sup>466</sup> Чл. 102. ст. 1 и 2 Директиве Солвентност II. Смисао одредбе је у Рециталу 63 Директиве Солвентност II и њоме се настоји се обезбеди да друштва за осигурање и друштва за реосигурање располажу прихватљивим сопственим средствима која на трајној основи покривају потребни солвентни капитал, узимајући у обзир све промене у њиховом ризичном профилу. Поред обавезе израчунавања потребног солвентног капитала најмање једном годишње друштва за осигурање морају и да га континуирано прате и поново израчунају сваки пут када дође до значајне промене ризичног профила.

<sup>467</sup> Чл. 102, ст. 3-5 Директиве Солвентност II.

променљива категорија која зависи од стварног ризичног профила друштва. Обавеза континуираног праћења и поновног израчунавања капитала у случају значајних промена ризика показује да је солвентност интегрисана у текуће управљање пословањем, а не сведена на периодичну административну проверу. На тај начин капитални захтев постаје инструмент активног управљања ризицима и основ за благовремену надзорну интервенцију, што представља суштинску разлику у односу на раније, формулистичке моделе регулације.

### 3.2.6. Чланови 103 – 108 - Стандардна формула и модулarna структура

Стандардна формула представља нормативно унапред дефинисан метод израчунавања Потребног солвентног капитала,<sup>468</sup> заснован на модуларној структури ризика.<sup>469</sup> Она је обавезна полазна тачка и примењује се уколико осигуравач не добије одобрење за интерни модел.<sup>470</sup> Њена сврха је да обезбеди јединствен, упоредив и надзорно контролисан приступ мерењу ризика на нивоу целог тржишта.<sup>471</sup>

У стандардној формули Потребни солвентни капитал је конципиран модуларно, где се укупни Потребни солвентни капитал састоји од више појединачних модула. То су модули ризика преузетог у неживотном, животном и здравственом осигурању, затим тржишног ризика и ризика неиспуњења обавеза друге уговорне стране.<sup>472</sup> Она омогућава да се поједини извори ризика посебно идентификују и квантификују, али и да се узме у обзир њихова међусобна повезаност, при чему је за инвестиције пресудан тржишни ризик (*market risk module*).<sup>473</sup>

За израчунавање основног потребног капитала сваки од ових модула даље се разлаже на подмодуле, (нпр. премијски и резервни ризик, ризик смртности и дуговечности, каматни и акцијски ризик, валутни ризик и др.)<sup>474</sup> На тако добијени основни капитал додаје се капитални захтев за оперативни ризик, који обухвата ризике настале услед неадекватних унутрашњих процеса, људских грешака, система или спољних догађаја, а који нису већ укључени у друге модуле.<sup>475</sup>

Укупни Потребни солвентни капитал одређује се на основу корелације између различитих категорија ризика које осигуравач преузима.<sup>476</sup> Из тога произилази да

---

<sup>468</sup> Према чл. 103 Директиве Солвентност II, Потребни солвентни капитал израчунат применом стандардне формуле представља збир три елемента: основног потребног солвентног капитала, капитала за оперативни ризик и корекције која одражава способност техничких резерви и одложених пореза да апсорбују губитке.

<sup>469</sup> M. Dreher, 104.

<sup>470</sup> Ван Хуј закључује да би у режиму солвентности заснованом на ризику, логично било да сва друштва израчунавају Потребни солвентни капитал на основу интерног модела, будући да само такав модел омогућава потпуно уважавање специфичног ризичног профила појединачног осигуравача. Међутим, имајући у виду значај реформе, као и чињеницу да већину тржишта чине мала и средња друштва, истовремено наглашава да би било неразумно захтевати да сва друштва обрачунавају Потребни солвентни капитал на основу интерних модела. Даље објашњава да, иако моделирање ризика у осигурању има дугу традицију, тек је ограничен број, углавном великих (ре)осигуравајућих група, располагао искуством у развоју потпуних интерних модела у време израде Директиве. Поред тога, ни надзорни органи нису имали довољно искуства ни ресурса за њихово одобравање и примену. Вид. K. Van Hulle, 2019, 252, 328.

<sup>471</sup> *Ibid.*, 252.

<sup>472</sup> Вид. чл. 104, ст. 1 и чл. 105 Директиве Солвентност II, а детаљно о сваком наведеном модулу вид. K. Van Hulle, 2019, 273-320.

<sup>473</sup> Чл. 105, ст. 5 Директиве Солвентност II; F. Regele, 54; K. Van Hulle, 2019, 291.

<sup>474</sup> Чл. 105 и 106 Директиве Солвентност II; F. Regele, 27-28.

<sup>475</sup> Чл. 107 Директиве Солвентност II.

<sup>476</sup> При утврђивању Потребног солвентног капитала осигуравач мора узети у обзир све ризике који се могу квантитативно измерити, док се неквантитативни ризици обухватају квалитативним захтевима другог стуба Солвентности II. Потребни солвентни капитал обухвата кључне мерљиве ризике, као што су

Потребни солвентни капитал представља у суштини циљани ниво капитала и да истовремено представља систем раног упозорења надзорним органима.<sup>477</sup>

### **3.2.7. Члан 112 - Интерни модели и надзор као услов аутономије**

Интерни модели, са друге стране, омогућавају друштвима да сопствени ризични профил квантификују прецизније и у складу са специфичностима свог пословања. Они могу бити потпуни или делимични,<sup>478</sup> али њихова примена условљена је строгим одобрењем надзорног органа и испуњењем захтева у погледу валидности, транспарентности и интегрисаности у систем управљања ризицима.<sup>479</sup> На тај начин, флексибилност је допуштена, али је под снажном надзорном контролом.<sup>480</sup>

Могућност коришћења интерних модела формално проширује аутономију осигураваача, јер омогућава прилагођавање капиталног захтева специфичном ризичном профилу и инвестиционој стратегији појединачног друштва. Међутим, та аутономија је нормативно условљена, па се индивидуализована стратегија не изузима из регулаторног оквира, већ напротив улази у простор интензивнијег надзора.<sup>481</sup>

Увођењем интерних модела систем Солвентност II додатно наглашава индивидуализацију капиталних захтева, јер висина потребног капитала зависи од стварног ризичног профила конкретног друштва. Тиме се капитални захтев још непосредније повезује са структуром улагања, степеном диверсификације и квалитетом управљања ризицима, што инвестициону политику чини централним елементом пруденцијалне оцене солвентности.<sup>482</sup>

Изузетно, примена делимичног или потпуног интерног модела биће обавезна уколико се ризични профил друштва значајно разликује од претпоставки на којима се заснива стандардна формула. У таквим случајевима, надзорни орган може наложити употребу интерног модела, што је у складу са логиком Солвентности II.<sup>483</sup>

### **3.2.8. Члан 128 - Минимални капитални захтев - адекватност Потребног солвентног капитала у односу на стварни ризични профил и дисциплинујућа функција надзора**

---

осигуравајући ризици (животни, неживотни и здравствени), кредитни ризик, тржишни ризик, ризици повезани са нематеријалном имовином и оперативни ризик. Укупни Потребни солвентни капитал утврђује се агрегирањем појединачних ризика уз уважавање њихових међусобних корелација и ефеката техника ублажавања ризика, међу којима посебно место имају реосигурање, деривати и алтернативни механизми трансфера ризика. Вид. M. Grazia Starita, I. Malafronte, 32.

<sup>477</sup> K. Van Hulle, 2019, 242.

<sup>478</sup> Делимични интрени модели су уведени да би се друштва за осигурање подстакла да унапреде управљање ризицима. K. Van Hulle, 2019, 346.

<sup>479</sup> Вид. Рецитал 68 Директиве Солвентност II. Чл. 112 Директиве прецизира да унутрашњи модел може бити потпун, када обухвата целокупни ризични профил друштва, или делимичан, када се примењује само на поједине ризичне модуле, оперативни ризик или одређене сегменте пословања, а одобрење се издаје само ако друштво документовано докаже да модел поуздано идентификује, мери и прати ризике, да је интегрисан у систем управљања ризицима и да испуњава прописане стандарде у погледу методологије, калибрације и квалитета података.

<sup>480</sup> Чињеница да Директива Солвентност II не садржи дефиницију интреног модела је у складу са њеним основним приступом да друштва за осигурање треба да самостално унапређују управљање ризицима. Овакав приступ омогућава велику флексибилност и друштву за осигурање и надзорном органу, што представља велику предност у овом смислу. Вид. K. Van Hulle, (2019), 330.

<sup>481</sup> Више о интерним моделима и надзорном одобрењу као услову индивидуализоване квантификације ризика вид. K. Van Hulle, 2019, 328-353.

<sup>482</sup> M. Dreher, 127.

<sup>483</sup> Чл. 119 Директиве Солвентност II; K. Van Hulle, (2019), 394.

Солвентност II инсистира да Потребни солвентни капитал мора одражавати стварни ризични профил друштва. Ако стандардна формула не одражава адекватно ризике конкретне ризике портфеља или пословног модела, активирају се заштитни механизми у систему надзора осигурања. У том циљу Директива Солвентност II садржи два нивоа капиталних захтева, од којих сваки има посебну функцију. Потребни солвентни капитал и Минимални капитални захтев (*Minimal Capital Requirement* – MCR) представљају крајње тачке лествице надзорне интервенције (*ladder of intervention*). То значи да уколико расположиви капитал падне испод Потребног солвентног капитала, надзорни органи предузимају сразмерне корективне мере, које постају строже са даљим смањењем капитала, док пад капитала испод граница Минималног капиталног захтева доводи до примене најстрожих надзорних мера.<sup>484</sup>

Минимални капитални захтев представља доњу, критичну границу финансијске одрживости друштва.<sup>485</sup> Друштва за осигурање морају располагати прихватљивим основним сопственим средствима која у сваком тренутку покривају овај износ.<sup>486</sup> Методологија његовог утврђивања заснива се на комбинацији једноставности израчунавања и усклађености са Потребним солвентним капиталом.<sup>487</sup>

Док Потребни солвентни капитал обезбеђује да осигуравач може да испуни све обавезе према осигураницима и другим корисницима осигурања, Минимални капитални захтев представља доњу границу капиталне адекватности.<sup>488</sup> Његово непоштовање доводи до интервенције надзорног органа. Наиме, надзорни орган у оквиру надзорног процеса може захтевати корекције и додатне мере, укључујући капитални додатак (*capital add-on*)<sup>489</sup> као привремени инструмент, будући да се капитал испод нивоа Минималног капиталног захтева сматра неприхватљивим са становишта заштите осигураника, чак и у кратком року. Како има функцију крајње заштитне границе, Минимални капитални захтев се сматра кључним механизмом заштите осигураника у систему Солвентности II.<sup>490</sup>

### **3.2.9. Тржишни ризик као централни инструмент ограничења инвестиционе слободе**

У оквиру Потребног солвентног капитала, тржишни ризик представља језгро инвестиционе регулације.<sup>491</sup> Управо он материјализује идеју да се инвестициони ризик не забрањује, већ капитализује. Овај модул представља кључни механизам кроз који се инвестициона политика повезује са солвентношћу.<sup>492</sup>

<sup>484</sup> K. Van Hulle, 2019, 353, 356-360; K. Van Hulle, 2023, 374; детаљније вид. K. Van Hulle, 2019, 391-393.

<sup>485</sup> M. Dreher, 105; K. Van Hulle, 2019, 243.

<sup>486</sup> Чл. 128 Директиве Солвентност II.

<sup>487</sup> Према чл. 129 Директиве Солвентност II Минимални капитални захтев се израчунава на једноставан и проверљив начин, као линеарна функција одређених величина пословања (техничких резерви, премија, ризиком пондерисаног капитала, одложених пореза и административних трошкова), нето од реосигурања. Он је калибрисан на нивоу ризичне вредности сопствених средстава са степеном поузданости од 85% у једногодишњем хоризонту. Истовремено, Минимални капитални захтев је ограничен доњом и горњом границом: не сме бити мањи од 25% нити већи од 45% израчунатог Потребног солвентног капитала, уз прописане апсолутне минималне износе у зависности од врсте друштва. Друштва су дужна да Минимални капитални захтев израчунавају најмање квартално и достављају резултате надзорном органу. Вид. M. Grazia Starita, I. Malafronte, 5.

<sup>488</sup> K. Van Hulle, 2019, 240; B. Његомир, 2012, 93.

<sup>489</sup> Вид. чл. 37 Директиве Солвентност II.

<sup>490</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 5, 31; D. Szaniewski, 232.

<sup>491</sup> D. Szaniewski, 231-233; M. Копривица, J. Кочовић, P. Драгутиновић Митровић, 265.

<sup>492</sup> За више вид. D. Höring, 250-272; M. Копривица, J. Кочовић, P. Драгутиновић Митровић, 265-266; B. Szüle, „On the Relationship between Investment Risk and Insurance Solvency Optimum“, *Periodica Polytechnica Social and Management Sciences* 29/2021, 84-91.

Друштво за осигурање дужно је да врши идентификацију, мерење и процену појединачних тржишних ризика, међу којима се издвајају ризик од ценовне неконкурентности и нелојалне конкуренције, ризик од неадекватног прилагођавања захтевима корисника услуга осигурања и ризик од неконкурентности у погледу обима покрића, затим девизни ризик, ризик од промене каматних стопа, ризик од промене цена хартија од вредности и ризик од немогућности реализације средстава обезбеђења, као и ризик од промене цена непокретности. Ови ризици могу значајно утицати на профитабилност, ликвидност и вредност портфеља осигураваача, због чега је неопходно њихово систематско идентификовање, мерење и управљање, уз примену принципа диверсификације и усклађености активе и пасиве.<sup>493</sup>

Ако се члан 132 може сматрати нормативном основом инвестиционе политике, онда тржишни ризик представља њену оперативну конкретизацију.<sup>494</sup> Док Члан 132 поставља општи стандард разумног улагања, управо се кроз тржишни ризик утврђује како ће се ризик поједине активе одразити на капитални захтев.<sup>495</sup> Управо кроз овај механизам инвестициона структура постаје директно повезана са висином капиталног захтева.<sup>496</sup>

Инвестициона структура се преводи у капиталну обавезу кроз подмодуле који одговарају типичним тржишним изложеностима (каматни, акцијски, концентрацијски и валутни модул).<sup>497</sup> Отуда се у Солвентности II ограничење инвестиција не исцрпљује у питању *врсте* дозвољене активе, већ постаје питање њене капиталне цене унутар архитектуре Потребног солвентног капитала.<sup>498</sup>

Тржишни ризик директно одражава структуру и ризичност инвестиционог портфеља, јер најдиректније одражава последице инвестиционих одлука на висину капитала.<sup>499</sup> Он не прописује шта је дозвољено, али одређује цену ризика, односно колики капитал мора стајати иза преузетог ризика и на тај начин претвара инвестициону одлуку у капиталну обавезу и тиме интегрише тржишну стратегију у стандард разумног улагача (*prudential* оквир). У том смислу, он функционише као централни механизам дисциплиновања инвестиционог понашања.<sup>500</sup>

Оваква конструкција има јасну правну последицу: инвестициона слобода је материјално ограничена кроз механизам који структуру портфеља директно претвара у капиталну обавезу и тиме утиче на економику стратегије.<sup>501</sup> Регулатор не забрањује одређене инвестиције, већ одређује колики капитал мора стајати иза њих.<sup>502</sup> На тај начин инвестициона одлука постаје правно релевантна јер утиче на капиталну позицију друштва.<sup>503</sup>

---

<sup>493</sup> М. Сокић, 2016, 53-54.

<sup>494</sup> F. Regele, 4.

<sup>495</sup> В. Његомир, 2009б, 289.

<sup>496</sup> Истовремено, његова калибрација показује границе регулаторне технике: превелика осетљивост може довести до процикличности, док превелика флексибилност може угрозити солвентност. Вид. М. Dreher, 121.

<sup>497</sup> Анекс IV ст. 4 Директиве Солвентност II.

<sup>498</sup> D. Szaniewski, 230-233.

<sup>499</sup> Сокић истиче да ефикасно управљање овим ризицима подразумева континуирано праћење економских, регулаторних и тржишних фактора, као и прикупљање релевантних информација ради доношења адекватних пословних одлука и очувања солвентности. Посебан значај имају кретања каматних стопа, девизног курса и цена финансијских инструмената, која директно утичу на инвестиционе приносе и финансијску стабилност друштва. Више о тржишним ризицима вид. М. Сокић, 2016, 53-57.

<sup>500</sup> D. Szaniewski, 231.

<sup>501</sup> О капиталној „цени“ инвестиционе стратегије и економским ефектима на понашање осигураваача вид. K. Loguinova, 344-351.

<sup>502</sup> K. Van Hulle, 2023, 367-368.

<sup>503</sup> F. Regele, 27.



Тржишни ризик се разлаже на подмодуле који одговарају типичним инвестиционим изложеностима:

- ризик промене каматне стопе (*interest rate risk*) ,
- ризик промене цена акција (*equity risk*),<sup>504</sup>
- ризик негативне промене цена некретнина (*property risk*),
- ризик промене кредитног распона (*credit spread risk*),<sup>505</sup>
- валутни ризик (*currency risk*),
- ризик тржишне концентрације (*market concentration risk*).<sup>506</sup>

Оваква модуларна структура омогућава прецизну квантификацију различитих извора тржишне изложености. На пример, повећана изложеност акцијама или високо-ризичним обвезницама доводи до већег „шока“ у стандардној формули и, сходно томе, до повећања капиталног захтева. Слично томе, концентрација улагања у ограничен број привредних субјеката активира посебан концентрациони модул, чиме се додатно капитализује ризик недовољне диверсификације.

Модуларна структура омогућава прецизну квантификацију ових ризика, чиме се инвестициона структура директно преводи у капиталну обавезу. Отуда се у Солвентности II инвестициона слобода не ограничава *ex ante* листом дозвољених инструмената, већ се дисциплинује *ex post* кроз капиталну квантификацију ризика портфеља. Управо кроз овај механизам Солвентност II остварује индиректну регулацију инвестиција. Законодавац не прописује које активе су дозвољене или забрањене, али кроз капиталне „тежине“ економски условљава инвестициону стратегију. Што је актива волатилнија или кредитно ризичнија, то је већи капитални терет који осигуравач мора да носи.<sup>507</sup>

Делегираном уредбом Комисије 2015/35 од 10. октобра 2014. године о допуни Директиве 2009/138/ЕЗ Европског парламента и Савета о оснивању и обављању делатности осигурања и реосигурања (Солвентност II), конкретизује се методологија обрачуна Потребног солвентног капитала, техничких резерви и тржишног вредновања.<sup>508</sup> Ова уредба даје детаљну методологију за вредновање активе по тржишној вредности, формулу за ризик промене цена акција (*equity shock*), ризик промене кредитног распона (*spread shock*) и метод прозирности (*look-through approach*) код улагања у инвестиционе фондове.<sup>509</sup> Уредба предвиђа и повољнији третман за одређене дугорочне инфраструктурне инвестиције, што показује регулаторну свест о потреби финансирања реалне економије.

Метод прозирности има посебан значај, јер се њиме обезбеђује да се капитални третман одређује према стварној структури активе, а не према формалном облику улагања.<sup>510</sup> На тај начин се спречава прикривање ризика путем посредничких

<sup>504</sup> Улагања у акције и некретнине захтевају знатно веће резерве капитала у односу на обвезнице. Вид. Б. Маровић, В. Његомир, 80.

<sup>505</sup> Ризик промене кредитног распона представља ризик од промене вредности нето активе услед варијација разлике између приноса на ризичне финансијске инструменте и безризичне каматне стопе. Овај ризик се односи на инструменте као што су обвезнице, хипотекарни зајмови, кредитни деривати и структурирани кредитни производи. Б. Маровић, В. Његомир, 78.

<sup>506</sup> Чл. 105, ст. 5 Директиве Солвентност II; Б. Маровић, В. Његомир, 78.

<sup>507</sup> К. Loguinova, 344-351.

<sup>508</sup> Делегирана уредба Комисије (ЕУ) 2015/35 од 10. октобра 2014. године о допуни Директиве 2009/138/ЕЗ Европског парламента и Савета о приступању и обављању делатности осигурања и реосигурања (Солвентност II), Службени лист Европске уније, L 12, 17. 1. 2015 (*Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 of 10 October 2014 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)*), OJ L 12, 17.1.2015, чл. 164 - 188 (у даљем тексту: Делегирана уредба 2015/35).

<sup>509</sup> Чл. 84 Делегиране уредбе 2015/35.

<sup>510</sup> OECD, 2003, 89.

структура, односно да се ризик „сакрије“ кроз улагање фондове.<sup>511</sup> Ако осигуравач улаже у инвестициони фонд, капитални третман се одређује према стварној структури активе фонда, а не према формалном облику улагања. Спречавањем прикривања ризика посредством посредничких инвестиционих структура, регулација прати економску суштину инвестиције, а не њену правну форму.<sup>512</sup> што је директни показатељ да систем Солвентност II не регулише само форму улагања, већ његову економску суштину.

Систем тржишног ризика тако представља централну тачку у којој се инвестициона политика, управљање ризиком и капитална адекватност спајају у јединствен пруденцијални механизам. Инвестиције више нису неутрална финансијска активност, већ нормативно структурисани извор капиталних обавеза. Једноставно речено, структура портфеља директно утиче на капитални захтев, тако да ризичније активе носе већи капитални терет.

### **3.2.10. Концентрациони ризик (*Concentration risk*) као структурно ограничење инвестиционе слободе**

Концентрациони ризик представља структурно ограничење инвестиционе слободе у систему Солвентност II. Он не прописује које активе су дозвољене, већ онемогућава да било која од њих доминира портфељем до степена који би могао угрозити солвентност, превodeћи концентрацију у капиталну цену ризика. Управо из тог разлога диверсификација улагања ограничава овај ризик.<sup>513</sup> Ограничења изложености, постављена у зависности од степена сигурности и ликвидности појединих облика улагања, имају за циљ спречавање прекомерне концентрације капитала у једном финансијском инструменту, односно спречавају осигуравача да „стави сва јаја у исту корпу“.<sup>514</sup>

Нормативна основа концентрационог ризика налази се у члану 132 Директиве, који прописује обавезу избегавања прекомерне изложености појединачним издаваоцима и групама повезаних лица.<sup>515</sup> Док је у том члану реч о општем стандарду разумног улагања, концентрациони ризик у оквиру стандардне формуле Потребног солвентног капитала представља његову квантификовану и капитално операционализовану форму.<sup>516</sup>

За разлику од режима Солвентност I, Солвентност II не прописује строге квантитативне лимите улагања по класама активе. Међутим, захтев диверсификације остаје суштински елемент инвестиционог режима.<sup>517</sup>

Иако је смештен унутар модула тржишног ризика, његов значај превазилази техничку калибрацију. Он не регулише врсту активе, већ степен њене изложености појединачним издаваоцима, чиме задире у саму структуру инвестиционе аутономије осигуравача. Диверсификација одувек била основни принцип осигурања и управљања ризиком, али тек у систему Солвентности II она по први пут добија експлицитно место

---

<sup>511</sup> K. Van Hulle, 2019, 257.

<sup>512</sup> K. Van Hulle, 2019, 258.

<sup>513</sup> K. Van Hulle, 2019, 270. Више о диверсификацији вид. Insurance Core Principles, ICP 15.2.17 - ICP 15.2.20.

<sup>514</sup> OECD, 2003, 80; Insurance Europe, 8.

<sup>515</sup> Чл. 132, ст. 4, тач. 2 Директиве Солвентност II.

<sup>516</sup> M. Dreher, 50.

<sup>517</sup> A. Battista, A. Paltrinieri, „Life Insurance and Bancassurance After Solvency II: A Market and Management Perspective“, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*, (eds. P. Marano, M. Siri), Palgrave MacMillan, 2017, 369. Више о диверсификацији из економске перспективе вид. С Муминовић, „Диверсификација портфолија – предност или заблуда“, *Рачуноводство* 7-8/2008 44-54.

у регулаторном моделу, будући да се њени ефекти формално признају у оквиру израчунавања капиталних захтева.<sup>518</sup>

Диверсификација захтева да портфељ не сме бити прекомерно изложен:

- појединачном издаваоцу,
- групи повезаних лица,
- одређеној класи имовине,
- одређеној географској области.

Овим се диверсификација трансформише из економске препоруке у правно релевантан регулаторни параметар.<sup>519</sup> Она више није питање инвестиционе мудрости, већ нормативно утврђена обавеза чије непоштовање има директне капиталне последице.<sup>520</sup>

Делегирана уредба 2015/35 концентрациони ризик третира као додатни капитални захтев који настаје када изложеност према појединачном издаваоцу или групи повезаних лица пређе прописане прагове. Реч је о механизму који санкционише прекомерну зависност портфеља од једног извора ризика, независно од општег тржишног ризика те активе. Наиме, сматра се да чак и релативно квалитетна актива може постати пруденцијално проблематична уколико доминира портфељем и ствара структурну рањивост.

На овај начин се инвестициона структура директно преводи у капиталну обавезу. Осигуравач је формално слободан да концентрише портфељ, али та одлука повлачи повећање Потребног солвентног капитала, потребу за већим сопственим средствима, утицај на повраћај на капитал и потенцијално појачан надзорни интерес.<sup>521</sup> Европски законодавац не прописује апсолутну забрану, већ уводи економску дестимулацију. Инвестициона слобода остаје очувана, али постаје условљена капиталном ценом концентрације.<sup>522</sup>

Нормативна суштина концентрационог ризика је двострука.

Прво, концентрација се третира као самостални извор рањивости портфеља. Чак и када је појединачна инвестиција сама по себи стабилна, њена прекомерна тежина у портфељу може угрозити солвентност.

Друго, уместо класичног приступа заснованог на правилима (*rule-based*) са фиксним лимитима, Солвентност II примењује регулацију засновану на стандардима (*standard-based*) путем капиталне квантификације ризика. Тиме се постиже да право не забрањује инвестицију, већ је чини скупљом онда када производи неприхватљиву зависност од појединачних издаваоца.

Иако Солвентност II није примарно макропруденцијални режим, механизам концентрационог ризика има и ширу стабилизациону функцију. У условима финансијске глобализације и сличних позиција институционалних инвеститора, прекомерна концентрација може појачати тржишне шокове кроз ефекте наглог пада вредности и принудних продаја. Концентрациони ризик у оквиру Потребног солвентног капитала делује превентивно већ на микропруденцијалном нивоу, смањујући вероватноћу настанка рањивих портфељских структура које би могле имати шири системски одјек.

Концентрациони ризик представља један од најјаснијих примера како Солвентност II трансформише инвестициону слободу у економски условљену аутономију. Он:

- конкретизује принцип диверсификације из Члана 132,
- преводи структурни ризик у капитални захтев,

<sup>518</sup> A. Battista, A. Paltrinieri, 2017, 369.

<sup>519</sup> Чл. 13, ст. 37 Директиве Солвентност II.

<sup>520</sup> K. Van Hulle, 2019, 269.

<sup>521</sup> M. Dreher, 398.

<sup>522</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 139-140.

- спречава прекомерну зависност од појединачних извора ризика,
- интегрише инвестициону стратегију у пруденцијални оквир солвентности.<sup>523</sup>

У теоријском смислу, концентрациони ризик показује да савремена пруденцијална регулација не делује само на нивоу врсте активе, већ и на нивоу структуре портфеља. Инвестициона стратегија није ограничена само питањем шта се улаже, већ и колико се улаже у појединачну позицију.<sup>524</sup>

### 3.2.11. Дугорочна капитална улагања (*Long-term equity*) – условно ублажавање ограничења

У оквиру тржишног ризика, посебну улогу има третман дугорочних капиталних улагања, који по правилу носи један од највиших капиталних шокова у стандардној формули Потребног солвентног капитала.<sup>525</sup> Наиме, Солвентности II фаворизује улагања у обвезнице због њихове мање волатилности, бољег усклађивања са дугорочним обавезама и стабилних новчаних токова.<sup>526</sup> Тако су и пре доношења Директиве, многа осигуравајућа друштва значајно су смањила улагања у акције, како услед финансијске кризе, тако и у очекивању примене нових правила.<sup>527</sup>

Стога је политика Европске комисије је још од 2015. године усмерена ка подстицању дугорочних инвестиција, нарочито у сектору осигурања, што представља део шире стратегије јачања тржишта капитала у Европској унији.<sup>528</sup> Она настоји да подстакне дугорочна улагања друштава за осигурање кроз више измена Делегиране уредбе 2015/35, уводећи повољнији капитални третман за одређене инвестиције.<sup>529</sup>

Посебан значај има диференциран третман секјуритизација,<sup>530</sup> а повлашћени третман проширен је и на одређене инвестиционе фондове, укључујући Европске фондове за социјално предузетништво (*European social entrepreneurship funds* – EuSEF) Европске фондове ризичног капитала (*European Venture Capital Funds* – EuVECA) и Европске дугорочне инвестиционе фондове (*European long-term investment funds* – ELTIF), као и на поједине алтернативне инвестиционе фондове и инфраструктурне

<sup>523</sup> *Ibid.*

<sup>524</sup> У теорији се поставља питање да ли концентрациони ризик подстиче прекомерну конзервативност. Иако је концентрациони ризик оправдан са становишта заштите солвентности, поставља се питање да ли његова капитална калибрација може довести до превише опрезне инвестиционе политике. Пошто повећана изложеност појединачном издаваоцу или сектору аутоматски повећава капитални захтев, осигуравачи су економски подстакнути да избегавају такве позиције, чак и онда када би таква стратегија била рационална са дугорочног становишта. Са правног аспекта, кључно питање је да ли овакво решење остаје у границама принципа пропорционалности. Уколико капитални терет практично онемогућава стратешко улагање у одређене секторе, као што су улагања у инфраструктуру или одрживу енергију, може се поставити питање да ли регулаторни механизам индиректно сузбија инвестициону слободу више него што је неопходно ради заштите стабилности. С друге стране, Солвентност II не забрањује концентрацију, већ захтева да она буде покривена адекватним капиталом. Стога се може закључити да концентрациони ризик не намеће формалну конзервативност, већ преноси трошак повећаног ризика на самог осигуравача. Да ли ће то у пракси довести до превише опрезних портфеља зависи пре свега од калибрације капиталних захтева и тржишних услова, а не од саме нормативне логике система. Вид. K. Van Hulle, 2019, 367.

<sup>525</sup> K. Van Hulle, 2019, 293.

<sup>526</sup> Б. Маровић, В. Његомир, 65; I. Rokas, 64; K. Van Hulle, 2019, 293; D. Szaniewski, 240.

<sup>527</sup> K. Van Hulle, 2019, 293.

<sup>528</sup> K. Van Hulle, 2019, 297-298; Акциони план за изградњу Уније тржишта капитала (*European Commission, Action Plan on Building a Capital Markets Union*), COM(2015) 468 final, Брисел, 30. септембар 2015, 28.

<sup>529</sup> K. Van Hulle, 2019, 143.

<sup>530</sup> Делегирана уредба 2015/35 у чл.177 и 178 води поделу између секјуритизација типа 1 и типа 2, при чему се секјуритизацијама типа 1 признаје повољнији режим капиталних захтева. Секјуритизације су финансијски инструменти који настају тако што се потраживања (нпр. кредити, хипотеке) претварају у хартије од вредности и продају инвеститорима. Вид. A. Jobst, „What is securitization?“, Finance & Development, 2008. Више о улози секјуритизације у осигурању вид. J. Лабудовић Станковић, 2013, 169-183.

обвезнице. У случају инструмената који су у потпуности гарантовани од стране међународних финансијских институција, предвиђено је и изузеће од одређених капиталних захтева.<sup>531</sup>

Већ се 2016. године, изменама Делегиране уредбе 2015/35<sup>532</sup> даље проширује повољнији капитални третман за улагања у инфраструктуру и на инвестиције осигураваача у Европске дугорочне инвестиционе фондове, као и у друге европске фондове.<sup>533</sup> Овај тренд се наставља увођењем додатних могућности за ублажавање капиталних захтева за дугорочна капитална улагања,<sup>534</sup> препознајући да краткорочна тржишна волатилност не мора бити пресудна за институције чије су обавезе по својој природи дугорочне.<sup>535</sup>

Повољнији третман дугорочних улагања има за циљ да смањи процикличне ефекте стандардног модула тржишног ризика и омогући осигураваачима да као институционални инвеститори стабилније финансирају реалну економију кроз дугорочне инвестиције.<sup>536</sup> Посебно политика одрживог развоја Европске уније има значајне последице по пруденцијални оквир у циљу да осигураваачи укључе одрживост у своју инвестициону политику.<sup>537</sup> Он међутим није општа привилегија, већ је условљено одступање од општег режима, који подразумева да одлука о улагању припада друштву за осигурање, а не регулатору.<sup>538</sup> Стога је он доступан само под строгим критеријумима који доказују да друштво:

---

<sup>531</sup> За више вид. K. Van Hulle, 2019, 144-145.

<sup>532</sup> Делегирана уредба Комисије (ЕУ) 2016/467 од 30. септембра 2015. године о измени Делегиране уредбе Комисије (ЕУ) 2015/35 у погледу обрачуна регулаторних капиталних захтева за поједине категорије имовине коју држе друштва за осигурање и реосигурање (*Commission Delegated Regulation (EU) 2016/467 of 30 September 2015 amending Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 concerning the calculation of regulatory capital requirements for several categories of assets held by insurance and reinsurance undertakings*) OJ L 85, 1.4.2016.

<sup>533</sup> I. Rokas, 64; K. Van Hulle, 2019, 148.

<sup>534</sup> Делегирана уредба Комисије (ЕУ) 2019/981 од 8. марта 2019. године о измени Делегиране уредбе (ЕУ) 2015/35 о допуни Директиве 2009/138/ЕЗ Европског парламента и Савета о приступању и обављању делатности осигурања и реосигурања (Солвентност II) (*Commission Delegated Regulation (EU) 2019/981 of 8 March 2019 amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of insurance and reinsurance (Solvency II)*), OJ L 161, 18 June 2019; K. Van Hulle, (2019), 149-155.

<sup>535</sup> Овај посебан третман је уведен из разлога јер су управо дугорочна капитална улагања доводила до значајног повећања капиталних захтева у стандардној формули. Изменама уведеним Делегираном уредбом (ЕУ) 2016/467 установљена је посебна категорија имовине за инфраструктурна улагања, која обухвата квалификована дугорочна улагања. У случају *equity* инвестиција, ова категорија је првобитно била ограничена на пројекте реализоване путем посебних правних лица (*special purpose vehicles* - SPV), што је довело до њене релативно уске примене. Вид. F. Regele, 29.

<sup>536</sup> Рецитал 3 Ревизије Директиве Солвентност II; K. Van Hulle, 2019, 300; I. Rokas, 64. Третман акција у оквиру модула тржишног ризика често се доводи у везу са питањем процикличности. Висока калибрација *equity* шока значи да у периодима тржишних турбуленција долази до наглог повећања капиталног захтева, што може подстаћи осигуравааче да продају ризичнију активу управо у тренутку пада цена. Будући да акције носе релативно висок капитални „шок“, у условима пада тржишта може доћи до повећања капиталних захтева управо у тренутку када вредност портфеља опада. Таква динамика може појачати тржишне осцилације и довести до тзв. „*fire-sale*“ ефеката. У том смислу, *equity* третман у Солвентности II одражава напетост између два циља: осетљивости на ризик и стабилности система. То може створити притисак на осигуравааче да смањују изложеност ризичнијој активи у неповољном тржишном тренутку. На тај начин, систем који је осмишљен ради заштите стабилности може, у одређеним околностима, допринети продубљивању тржишних осцилација. Увођење категорије дугорочних инвестиција, као и механизми прилагођавања, представљају покушај да се овај ефекат ублажи. Регулатор тиме признаје да краткорочне флукутације не морају увек бити пресудне за институције које послују са дугорочним обавезама. За више вид. K. Van Hulle, 2019, 292-301.

<sup>537</sup> K. Van Hulle, 2019, 300; Акциони план за финансирање одрживог раста, 9.

<sup>538</sup> Ван Хуј је истицао 2019. године да у погледу инфраструктурних улагања постоји додатни изазов у виду недовољног броја инвестиционих прилика у Европској унији, али је предвиђао да би тај проблем

- има стварну намеру дугорочног држања инвестиције,
- може поднети краткорочне тржишне осцилације без угрожавања солвентности,
- располаже стабилном капиталном позицијом и адекватним системом управљања ризиком.<sup>539</sup>

Нормативно посматрано, то значи да се ризик и даље капитализује, али се у обзир узима његова временска димензија, где дугорочна природа обавеза и инвестиција постаје релевантна при калибрацији капиталног захтева.

Ово решење представља пример контролисаног ублажавања ограничења слободе улагања унутар исте пруденцијалне архитектуре. Регулатор не релативизује ризик, већ га процењује у односу на временски контекст и институционалну способност носиоца да тај ризик апсорбује.<sup>540</sup> Тако се у систему Солвентности II потврђује да капитална регулација није статичан механизам, већ инструмент који уважава економску реалност и структуру обавеза.

Режим дугорочних капиталних улагања (*Long-term equity*) стога не означава слабење ограничења инвестиционе слободе, већ њихову прецизнију диференцијацију, јер се слобода се не проширује апсолутно, већ условно,<sup>541</sup> под претпоставком да је временска стабилност инвестиције доказива и институционално одржива.

### **3.2.12. Ограничења кроз Сопствену процену ризика и солвентности - ORSA: интеграција инвестиционе стратегије и управљања ризиком**

Док су претходно анализирана спољашња, капитална и нормативна ограничења, кроз анализу Сопствене процене ризика и солвентности разматра се унутрашње, управљачко ограничење инвестиционе стратегије.<sup>542</sup>

У оквиру Солвентност II система, функција управљања ризицима има кључну улогу у обезбеђивању стабилности осигуравача.<sup>543</sup> Управљачке и контролне функције, укључујући управни одбор, виши менаџмент, функцију управљања ризицима, интерне контроле и актуарску функцију, морају испуњавати тзв. захтеве стручности и подобности (*fit and proper*), који подразумевају одговарајуће стручне квалификације, искуство и поузданост.<sup>544</sup> Истовремено, надзорни органи морају располагати овлашћењима да надгледају солвентност осигуравача, прикупљају релевантне информације о управљању ризицима и интерним контролама, као и да, уколико је потребно, захтевају повећање капиталних захтева ради заштите интереса осигураника у складу са механизмом надзорне интервенције.<sup>545</sup>

Ово представља једну од кључних новина новог режима јер се значајно већи степен слободе даје осигуравајућим друштвима.<sup>546</sup> Али тиме се преноси и одговорност на осигураваче за организацију система управљања ризицима, избор инвестиционе стратегије и одржавање адекватног нивоа капитала који одражава њихову стварну

---

могао бити ублажен уколико транзиција ка одрживој економији добије већи политички значај. Вид. K. Van Hulle, 2019, 300.

<sup>539</sup> Чл. 171 Делегиране уредбе 2015/35.

<sup>540</sup> K. Van Hulle, 2019, 98-99.

<sup>541</sup> I. Rokas, 64.

<sup>542</sup> Чл. 44 и 45 Директиве Солвентност II. У Рециталу 36 Директиве наглашава се да друштва за осигурање и реосигурање треба да имају сопствену процену укупних потреба за солвентношћу у светлу свог специфичног ризичног профила, пословне стратегије и система управљања ризиком, што представља концептуалну основу за Сопствену процену ризика и солвентности, касније нормативно разрађену у члану 45 Директиве. Вид. K. Van Hulle, 2023, 384.

<sup>543</sup> K. Van Hulle, 2019, 431.

<sup>544</sup> M. Dreher, 151; K. Van Hulle, 2019, 409-413.

<sup>545</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 2014, 33.

<sup>546</sup> M. Dreher, 160.

изложеност ризицима.<sup>547</sup> Надзорни органи више не прописују детаљно све аспекте пословања и стога овај приступ захтева интензивнију комуникацију и сарадњу између осигуравача и органа надзора.<sup>548</sup>

### **3.2.13. Усклађеност активе и пасиве (*asset-liability management* - ALM) као структурни захтев**

Анализа односа између ризика и капитала у оквиру другог стуба Солвентности II подразумева процену система интерних контрола, оквира управљања ризицима, инвестиционих активности и управљања активом и пасивом, јер све ове функције утичу на солвентност осигуравача.<sup>549</sup> Интерне контроле и управљање ризицима омогућавају идентификацију и процену ризика, као и утврђивање нивоа толеранције на ризик, док инвестиционе активности и Усклађеност активе и пасиве имају за циљ усклађивање инвестиционог портфела са обавезама из уговора о осигурању и карактеристикама техничких резерви.<sup>550</sup>

У том контексту, ефикасно управљање друштвом за осигурање подразумева јасан систем корпоративног управљања, у оквиру којег управни одбор утврђује стратегију ризика и капиталну стратегију, виши менаџмент спроводи одговарајуће политике и процедуре, а оперативни нивои идентификују, управљају и контролишу ризике.<sup>551</sup> Систем управљања ризицима мора бити усклађен са природом и обимом ризика којима је осигуравач изложен, што се посебно процењује у оквиру Сопствене процене ризика и солвентности. Истовремено, инвестициона политика и Усклађеност активе и пасиве имају значајан утицај на профил ризика и финансијску стабилност осигуравача, јер обезбеђују усклађеност између инвестиција, техничких резерви и обавеза према осигураницима.<sup>552</sup>

Концепт Усклађености активе и пасиве је усмерен је на координацију одлука које се односе на имовину и техничке резерве, имајући у виду да кретања на финансијским тржиштима и понашање осигураника могу утицати на економску вредност активе и пасиве у кратком, средњем и дугом року.<sup>553</sup> На тај начин стратегија управљања активом и пасивом постаје саставни део инвестиционе стратегије осигуравача.<sup>554</sup>

Усклађеност активе и пасиве представља структурну спону између правила управљања ризицима и инвестиционог режима. Члан 44 Директиве изричито предвиђа да систем управљања ризицима мора обухватити управљање имовином и обавезама друштва, чиме се Усклађеност активе и пасиве поставља као централни елемент интерног управљања ризицима. Истовремено, Члан 132, који уводи принцип разумног улагача, захтева да се средства инвестирају узимајући у обзир природу и трајање обавеза осигурања и реосигурања.<sup>555</sup> Тумачећи ове одредбе заједно, оне показују да инвестициона политика у Солвентности II није самостална пословна одлука, већ део

<sup>547</sup> У складу са овом логиком, чл. 45 Директиве Солвентност II није разрађен даље актима о спровођењу Директиве, остављајући то у надлежност самим друштвима за осигурање. Вид. K. Van Hulle, 2019, 431-432.

<sup>548</sup> K. Van Hulle, 2017, 319,328.

<sup>549</sup> Б. Маровић, В. Његомир, 60-62.

<sup>550</sup> Члан 44 Директиве, којим је уређен концепт Усклађености активе и пасиве прописује да систем управљања ризицима мора обухватити управљање имовином и обавезама друштва. Ова одредба захтева да осигуравач координисано управља структуром активе и обавеза, узимајући у обзир ризике каматних стопа, валуте, ликвидности и концентрације. Усклађеност активе и пасиве је тиме постављен као кључни елемент система управљања ризицима који повезује инвестициону политику, техничке резерве и капиталне захтеве. Вид. K. Van Hulle, 2019, 367, 419.

<sup>551</sup> K. Van Hulle, 2019, 403.

<sup>552</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 35.

<sup>553</sup> K. Van Hulle, (2023), 368.

<sup>554</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 134.

<sup>555</sup> M. Dreher, 164.

интегрисаног система управљања ризицима у коме структура активе мора бити усклађена са структуром обавеза и укупним профилем ризика друштва.<sup>556</sup>

### **3.2.14. Сопствена процена ризика и солвентности (ORSA) као структурни елемент Другог стуба Солвентности II**

Сопствена процена ризика и солвентности представља један од кључних механизма Другог стуба Солвентности II који се односи се на квалитативне захтеве и заснива се на повезаности квантитативних и квалитативних правила у процени солвентности осигураваача.<sup>557</sup>

За разлику од Потребног солвентног капитала, који као регулаторна мера „споља” капитализује ризике кроз стандардну формулу или интерни модел, Сопствена процена ризика и солвентности интегрише ризик „изнутра” у управљачку архитектуру друштва.<sup>558</sup> Наиме, успоставља се режим квантитативних капиталних захтева у оквиру којег се узимају у обзир сви релевантни ризици и њихова међусобна повезаност, али истовремено полази од тога да се поједини ризици могу на адекватан начин контролисати једино посредством захтева који се односе на корпоративно управљање и систем управљања, односно да делотворан систем управљања представља суштински предуслов за адекватно вођење друштва за осигурање, као и за ефикасно функционисање регулаторног оквира.<sup>559</sup> Стога Солвентност II Директива садржи више одредаба усмерених на успостављање система управљања који обухвата и систем интерних контрола, организован око четири кључне функције.<sup>560</sup>

Нормативна обавеза спровођења Сопствена процена ризика и солвентности значи да осигураваач мора самостално идентификовати и проценити све материјалне ризике, укључујући оне који нису адекватно обухваћени стандардном формулом,<sup>561</sup> тестирати осетљивост на стрес сценарије и анализирати усклађеност капитала са дугорочном стратегијом узимајући у обзир специфичности свог пословног модела.<sup>562</sup> Сопствена процена ризика и солвентности представља интерну и континуирану процену укупног ризичног профила и адекватности капитала друштва, која се спроводи у оквиру система управљања ризицима и чини саставни део пословне стратегије. Она обухвата процену укупних потреба за солвентношћу у односу на специфични профил ризика и стратегију друштва, проверу континуиране усклађености са капиталним захтевима и техничким резервама, као и анализу одступања стварног ризичног профила од претпоставки стандардне формуле или интерног модела.<sup>563</sup>

Сопствена процена ризика и солвентности мора спроводити редовно и при свакој значајној промени ризичног профила, а резултати се морају достављати надзорном органу, при чему она не служи за формално утврђивање Потребног

---

<sup>556</sup> M. Dreher, 50. Детаљније односу Усклађености активе и пасиве и принципа разумног улагача вид. M. Grazia Starita, I. Malafronte, 134-139, K. Van Hulle, 2023, 374.

<sup>557</sup> У том контексту посебан значај има процена односа између профила ризика осигураваача и капитала потребног за испуњење захтева солвентности, као и надзорни преглед који се спроводи кроз Процес надзорног прегледа. Вид. M. Grazia Starita, I. Malafronte, 33.

<sup>558</sup> K. Van Hulle, (2023), 384.

<sup>559</sup> M. Dreher, 160-164.

<sup>560</sup> Рецитал 29 Директиве Солвентност II; P. Marano, „The System of Internal Controls under Solvency II: An Overview“, *Модерно право осигурања: текућа питања и трендови, Зборник радова*, Удружење за право осигурања Србије, Палић 2014, 19.-20. Више о кључним функцијама управљања у друштвима за осигурање у оквиру режима Солвентности II вид. M. Dreher, 217 и даље; И. Тошић, 2022, 57 и даље.

<sup>561</sup> M. Dreher, 160; D. Jurić, „Sustav upravljanja u društvima za osiguranje prema Zakonu o osiguranju iz 2015. godine u Republici Hrvatskoj“, *Европска ревија за право осигурања*, 2/2015, 54.

<sup>562</sup> M. Dreher, 2015, 125.

<sup>563</sup> Чл. 45 Директиве Солвентност II.



солвентног капитала, већ као управљачки инструмент процене стварне капиталне адекватности.<sup>564</sup>

Отуда следи важна последица за инвестициону слободу: чак и када је портфељ формално усклађен са принципом разумног улагача и капитално „покривен” у оквиру Потребног солвентног капитала, инвестициона стратегија мора бити интерно оправдана, документована и стратешки усаглашена са ризичним апетитом друштва.<sup>565</sup> Другим речима, питање више није само да ли је инвестиција дозвољена и капитално квантификована, већ да ли је одржива и разумна у светлу сопствене процене ризика. Инвестициона слобода овде добија нову димензију: одлука мора бити стратешки и документовано образложена, а не само технички дозвољена.<sup>566</sup>

Посебно је значајно да Сопствена процена ризика и солвентности није техника „поновног рачунања” Потребног солвентног капитала.<sup>567</sup> Њена функција је да осигурава сам открије релевантна одступања од претпоставки регулаторне формуле, да идентификује ризике који су потцењени или структурно невидљиви у стандардном приступу, и да укаже на потребу корекције стратегије, структуре портфеља или нивоа капитала. Другим речима, осигуравач мора сопственим методама да процени да ли је, у светлу сопствене инвестиционе структуре и ризика, његов капитал заиста адекватан.<sup>568</sup> У контексту Сопствена процена ризика и солвентности, инвестициона политика престаје да буде изолована финансијска функција и постаје саставни део укупног управљања ризиком.<sup>569</sup>

Важно је истаћи да за је Сопствену процену ризика и солвентности одговорност изричито поверена управи друштва за осигурање.<sup>570</sup> То значи да инвестициона стратегија постаје питање управљачке одговорности, а не искључиво техничке одлуке инвестиционог сектора.

Управни орган мора да:

- одобри процес Сопствене процене ризика и солвентности,
- разуме кључне инвестиционе ризике и њихову динамику,
- обезбеди усклађеност инвестиционе политике са ризичним апетитом и дугорочним обавезама, и
- потврди да су резултати Сопствене процене ризика и солвентности интегрисани у пословно одлучивање.<sup>571</sup>

На тај начин, инвестициона слобода се у Солвентности II трансформише у управљачку дужност: она је допуштена, али само као слобода која је управљачки контролисана и нормативно одговорна. Сопствена процена ризика и солвентности показује да пруденцијална регулација не функционише искључиво кроз бројчане капиталне формуле. Она ствара културу управљања ризиком у којој инвестициона стратегија мора бити свесна, документована, оправдана и усклађена са дугорочним обавезама.<sup>572</sup>

---

<sup>564</sup> *Ibid.*

<sup>565</sup> M. Dreher, 176.

<sup>566</sup> I. Rokas, 62.

<sup>567</sup> K. Van Hulle, 2019, 433. A. van den Hurk, 2024a, 387.

<sup>568</sup> K. Van Hulle, 2019, 433-434.

<sup>569</sup> M. Dreher, 28, 126; K. Bork, M. Wandt, 126.

<sup>570</sup> Чл. 45. ст. 1 Директиве Солвентност II прописује да административни, управљачки или надзорни орган сноси коначну одговорност за усклађеност са одредбама о Сопственој процени ризика и солвентности. Ова одговорност се надовезује на члан 41 Директиве, којим се утврђује да управни орган има крајњу одговорност за успостављање и функционисање ефикасног система управљања, у чијем је оквиру Сопствена процена ризика и солвентности интегрисана као кључни елемент управљања ризицима.

<sup>571</sup> M. Dreher, 127-129.

<sup>572</sup> K. Van Hulle, 2023, 380-381.

У том смислу, Сопствена процена ризика и солвентности представља мост између пруденцијалне логике и логике управљања (*governance*). Инвестициона слобода постаје питање корпоративне одговорности.<sup>573</sup> Док Потребни солвентни капитал делује као спољашње капитално ограничење, односно капитална „цена“ ризика, Сопствена процена ризика и солвентности функционише као унутрашње, структурно ограничење инвестиционе аутономије захтевајући континуирану процену, стратешко образложење и доказ да је капитал адекватан у односу на стварни ризични профил.<sup>574</sup>

Иако Сопствена процена ризика и солвентности представља интерни управљачки инструмент, њена адекватност подлеже надзорном прегледу у оквиру процеса надзорне оцене.<sup>575</sup> Уколико надзорни орган утврди значајне недостатке у процесу Сопствене процене ризика и солвентности, односно одступања ризичног профила од претпоставки на којима се заснива Потребни солвентни капитал или озбиљне слабости у систему управљања, овлашћен је да наложи корективне мере, а у крајњем случају и да изрекне додатни капитални захтев у складу са Чланом 37 Директиве.<sup>576</sup> На тај начин Сопствена процена ризика и солвентности, иако формално интерна процена, постаје нормативно релевантна категорија чија неадекватност може имати директне капиталне последице.

Мора се истаћи и да резултати Сопствене процене ризика и солвентности нису искључиво интерна управљачка документација. Они морају бити транспарентни.<sup>577</sup> Документација се доставља надзорном органу у оквиру редовног надзорног извештавања,<sup>578</sup> док се основне информације о Сопствене процене ризика и солвентности на општем нивоу одражавају и у јавним објавама. На тај начин Сопствена процена ризика и солвентности функционише као везивни механизам између Стуба II, који се односи на управљање и интерну контролу ризика и Стуба III као основе транспарентности и тржишне дисциплине.<sup>579</sup>

### 3.2.15. Ограничења слободе улагања кроз транспарентност

У савременом праву Европске уније транспарентност више није схваћена као пука обавеза информисања већ као регулаторна техника којом се утиче на понашање тржишних актера.<sup>580</sup> За разлику од класичних забрана и дозвола, транспарентност делује индиректно: субјекат остаје формално слободан у избору стратегије, али је изложен обавези обелодањивања која омогућава надзор, поређење и реакцију, а у крајњој линији и санкцију - надзорну или тржишну.

У систему Солвентности II, ова логика је институционализована кроз Трећи стуб, који се односи на надзор и тржишну дисциплину. Он обухвата два основна облика обелодањивања: извештавање осигуравача надзорним органима (*supervisory reporting*) и јавно обелодањивање информација (*public disclosure*).<sup>581</sup>

Овај систем обавезног објављивања података омогућава тржишним учесницима боље разумевање финансијског положаја осигуравача и ствара додатни механизам

---

<sup>573</sup> M. Dreher, 129.

<sup>574</sup> K. Van Hulle, 2023, 384.

<sup>575</sup> Чл. 36 Директиве Солвентност II; M. Dreher, 160.

<sup>576</sup> D. Jurić, 54.

<sup>577</sup> M. Dreher, 194.

<sup>578</sup> D. Jurić, 54.

<sup>579</sup> K. Van Hulle, 2019, 493-496; K. Van Hulle, 2023, 384; L. Bouvery, „Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of France“, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*, (eds. P. Marano, K. Noussia), Springer, 2021, 101-102; K. Bork, M. Wandt, 126.

<sup>580</sup> M. Wandt, 22; K. Bork, M. Wandt, 123.

<sup>581</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 182, 217-218.

тржишне дисциплине.<sup>582</sup> Инвестициона политика осигуравача тиме престаје да буде искључиво интерна пословна ствар: она постаје јавноправно видљива.<sup>583</sup> Овде посебно треба нагласити да корисници услуга осигурања, као потрошачи на финансијском тржишту, често немају довољно знања, информација ни ресурса да самостално процене финансијску стабилност осигуравача или правилно протумаче његова обелодањивања. Управо због ове информационе асиметрије, правила о јавном обелодањивању и пруденцијални надзор имају кључну улогу у систему Солвентности II.<sup>584</sup> Управо та видљивост представља њен нормативни оквир легитимности.<sup>585</sup>

Кључни документ у оквиру обавеза транспарентности јесте Извештај о солвентности и финансијском стању (*Solvency and Financial Condition Report -SFCR*). Он представља јавно доступан извештај који садржи податке о финансијском положају, ризицима, капиталној позицији и управљању ризиком.<sup>586</sup> Циљ Извештаја о солвентности и финансијском стању је да повећа транспарентност тржишта осигурања и да уклони информациону неравнотежу.<sup>587</sup> Његов нормативни ефекат није ограничен на информисање јавности, већ у стварању механизма тржишне дисциплине.<sup>588</sup> Осигуравач који води ризичнију или агресивнију инвестициону стратегију неће бити аутоматски „забрањен“, али ће морати да:

- прикаже њене ризике,
- образложи однос ризика и капитала,
- покаже утицај на солвентност и ликвидност,
- објасни усклађеност са ризичним апетитом.

Инвестициона стратегија тако постаје предмет процене не само надзорног органа, већ и рејтинг агенција, институционалних инвеститора, пословних партнера и шире јавности. Транспарентност овде делује као индиректни механизам дисциплиновања: она не ограничава избор, али повећава цену репутационог и тржишног ризика.

Поред Извештаја о солвентности и финансијском стању, Солвентност II успоставља и обиман режим надзорног извештавања,<sup>589</sup> који настоји да реши проблем асиметрије информација: надзор мора имати увид у структуру портфеља и ризични профил да би могао да реагује благовремено.<sup>590</sup> Инструменти надзорног извештавања имају пре свега пруденцијалну функцију: омогућавају надзорном органу детаљан увид у структуру портфеља, концентрације, ликвидност, корелације ризика и потенцијалне рањивости.<sup>591</sup>

<sup>582</sup> M. Dreher, 80-82; K. Van Hulle, 2019, 478; M. Wandt, 21-22.

<sup>583</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 179-180; M. Dreher, 80-82.

<sup>584</sup> *Ibid.*

<sup>585</sup> Рецитал 38 Директиве Солвентност II.

<sup>586</sup> Чл. 51 Директиве Солвентност II.

<sup>587</sup> M. Dreher, 81.

<sup>588</sup> K. Van Hulle, 2019, 482.

<sup>589</sup> Чл. 35 Директиве Солвентност II. прописује обавезе редовног извештавања надзорним органима који се материјализује кроз Регуларни надзорни извештај (*Regular Supervisory Report - RSR*) предвиђен чл. 52 Директиве и Квантитативне извештајне шаблоне (*Quantitative Reporting Templates -QRT*), који се детаљно регулишу чл. 304–312 Делегиране уредбе 2015/35. За разлику од јавно доступног Извештаја о солвентности и финансијском стању, Регуларни надзорни извештај има поверљив карактер и омогућава надзорном органу дубински увид у систем управљања, ризични профил, капиталну позицију и резултате процеса Сопствене процене ризика и солвентности, чиме се обезбеђује ефективан надзор и превентивна стабилност система.

<sup>590</sup> M. Dreher, 80-82; M. Ostrowska, 217.

<sup>591</sup> Солвентност II проширује дискрециона овлашћења надзорног органа кроз Процес надзорне ревизије. Према чл. 36 Директиве Солвентност II, надзорни орган:

- редовно преиспитују стратегије, процесе и извештаје друштва,
- оцењују усклађеност са захтевима Директиве,
- анализирају ризични профил, систем управљања и капиталну позицију,
- утврђују евентуалне слабости и могу наложити корективне мере.

Систем надзора осигурања у Солвентности II заснива се на три кључна принципа: оријентацији ка ризику, заснованости на принципима и пропорционалности. Процена се врши према ризичном профилу друштва, уз флексибилност у начину постизања регулаторних циљева, док се захтеви прилагођавају величини и сложености ризика, како би се избегло прекомерно оптерећење мањих друштава.<sup>592</sup> Процес надзорне ревизије је, дакле, централни механизам надзорне интервенције, који повезује сва три стуба Солвентности II.<sup>593</sup>

Правни значај овог режима је двострук:

- јача се превентивна функција надзора,
- смањује се простор за нетранспарентне или прекомерно комплексне инвестиционе структуре.

Ово је посебно релевантно код сложених финансијских инструмената, алтернативних инвестиција, структурираних производа или трансакција са повећаним ризиком ликвидности и концентрације. Транспарентност овде делује као механизам ране детекције ризика.<sup>594</sup>

У контексту претходних одељака, постаје јасно да се инвестициона слобода у систему Солвентности II ограничава кроз три међусобно повезана механизма:

1. Капитално ограничење – Потребни солвентни капитал капитализује ризик и преводи инвестициону структуру у капиталну цену.
2. Управљачко ограничење – Сопствена процена ризика и солвентности интернализује ризик у процес управљања и захтева стратешко оправдање инвестиционе политике.
3. Информационо ограничење – Извештај о солвентности и финансијском стању и надзорни извештаји чине инвестициону стратегију јавно и институционално видљивом.

Транспарентност, дакле, не делује као материјална забрана, већ као нормативни притисак.<sup>595</sup> Она мења услове легитимности инвестиционе одлуке: стратегија није само капитално дозвољена и управљачки оправдана, већ мора бити и јавно објашњива и упоредива.

На тај начин, систем Солвентности II успоставља интегрисани модел регулације у коме се инвестициона слобода не укида, већ се условљава капиталом, управљањем и транспарентношћу. У таквом окружењу, тржиште активно реагује на доступне информације, што транспарентности даје важну корективну функцију у односу на инвестиционе одлуке институционалних инвеститора.<sup>596</sup>

### **3.2.16. Одрживост као еволуција граница инвестиционе аутономије**

У најновијој фази регулаторне еволуције тежи се томе да се ризици одрживости систематски интегришу у инвестиционе стратегије друштава за осигурање.<sup>597</sup>

---

Више о Процесу надзорне ревизије вид. М. Dreher, 30-67.

<sup>592</sup> F. Kühnhausen, 50, K. Van Hulle, 2023, 379.

<sup>593</sup> K. Van Hulle, 2023, 372.

<sup>594</sup> Са друге стране Дрехер критикује ово решење Директиве истичући да недостатак транспарентности у погледу захтева солвентности и система њиховог надзора поставља изазове у области супервизије осигуравајућих друштава. Комбинација правних правила и економских процена на којима се заснивају капитални захтеви често је недовољно јасна и тешко разумљива чак и за стручњаке који нису непосредно укључени у овај систем, а још мање за осигуранике и кориснике осигурања. Ова регулаторна сложеност у супротности је са истовременим захтевом да осигуравајућа друштва у извештају о солвентности и финансијском стању јавно објављују детаљне информације о својим капиталним захтевима и нивоу њихове покривености сопственим средствима. Вид. М. Dreher, 109-110.

<sup>595</sup> M. Ostrowska, 216-2017.

<sup>596</sup> K. Van Hulle, 2019, 478-479.

<sup>597</sup> M. Kawiński, 49; A. van den Hurk, 2023, 274-275.

Инвестициона стратегија више није искључиво питање профитабилности и капиталне адекватности, већ обухвата и обавезу препознавања климатских и транзиционих ризика, као и њиховог укључивања у процесе доношења инвестиционих одлука.<sup>598</sup> У том контексту, осигуравајућа друштва могу допринети одрживости на два начина. Прво, кроз сопствено пословање и управљање ризицима, односно кроз процену утицаја сопствених активности на економију и друштво. Друго, кроз своју ширу улогу у економији, јер могу подстицати и усмеравати развој одрживих пракси у другим секторима.<sup>599</sup>

Стога се намеће потреба да се испита позиција фактора одрживости у оквиру постојеће структуре Солвентности II. Питање више није да ли су фактори одрживости релевантни, већ на који начин се они уклапају у постојећу капиталну, управљачку и извештајну структуру система. У том погледу, фактори одрживости не функционишу као засебан регулаторни стуб, већ се интегришу у постојеће механизме: кроз процену ризика у Потребни солвентни капитала, кроз интерну анализу у оквиру Сопствене процене ризика и солвентности, као и кроз обавезе транспарентности и надзорне извештаје. На тај начин, одрживост се не уводи као паралелни режим, већ као елемент материјалне процене ризика унутар већ успостављене пруденцијалне структуре.<sup>600</sup>

На овај начин се демонстрира да еволуција система не подразумева радикалну промену његове архитектуре, већ постепено проширење појма ризика и одговорности у оквиру постојећих инструмената ограничења инвестиционе слободе. У том смислу, одрживост постаје нова, суптилна граница инвестиционе аутономије. Она не делује као забрана, већ као проширење појма материјалног ризика.<sup>601</sup>

Прва значајна измена система Солвентности II, у погледу укључивања стандарда одрживости уведена је Делегираном уредбом (ЕУ) 2021/1256 о укључивању ризика одрживости у систем управљања друштава за осигурање и реосигурање. Она се односи на принцип разумног улагача. Члан 132 Директиве Солвентност II прописује основна правила улагања имовине друштава за осигурање, полазећи од тога да одсуство формалних инвестиционих лимита не значи и неограничену слободу улагања, већ обавезу поступања у складу са начелом разумног улагача и интересима осигураника.<sup>602</sup>

Наведеном уредбом у Делегирану уредбу (ЕУ) 2015/35 унет је нови члан 275а, којим се ризици одрживости изричито интегришу у примену принципа разумног улагача. Према том решењу, друштва за осигурање и реосигурање дужна су да приликом идентификације, мерења, праћења, управљања и контроле инвестиционих ризика узимају у обзир ризике одрживости. Поред тога, приликом доношења инвестиционих одлука морају се ценити и дугорочни ефекти инвестиционе стратегије на факторе одрживости, а када је то релевантно, инвестициона политика треба да одражава и преференције клијената у погледу одрживости утврђене у поступку одобравања производа.<sup>603</sup> На тај начин, принцип разумног улагача добија шири садржај, који поред финансијске сигурности обухвата и ESG димензију инвестиционог управљања.<sup>604</sup>

<sup>598</sup> C. Pugnetti, 303.

<sup>599</sup> *Ibid.*

<sup>600</sup> A. van den Hurk, 2023, 276-279.

<sup>601</sup> Интеграција фактора одрживости у савременим условима пословања све више посматра као саставни део система управљања ризицима осигуравајућих друштава. С обзиром да управљање ризицима представља основну функцију делатности осигурања и кључни елемент његовог пословног модела, осигуравачи, као значајни институционални инвеститори и преузимаоци ризика, имају потенцијал да утичу на развој одрживих пословних пракси у ширем економском окружењу. Вид. Н. Петровић Томић, 2024, 384-387.

<sup>602</sup> Рецитал 6 Делегирана уредба (ЕУ) 2021/1256 о укључивању ризика одрживости у систем управљања друштава за осигурање и реосигурање; A. van den Hurk, 2023, 279-280; C. G. Corvese, 2024, 217-218.

<sup>603</sup> Дефиниција фактора одрживости из члана 275а(2) упућује на дефиницију садржану у Уредби о обелодањивању информација о одрживом финансирању (SFDR), где се под факторима одрживости подразумевају се еколошки, социјални и радноправни аспекти, поштовање људских права, као и питања

Изменама и саме Директиве Солвентност II из 2024. године проширен је принцип разумног улагача на ризике одрживости. Осигуравачи сада при формулисању инвестиционе стратегије морају узети у обзир макроекономска кретања, кретања на финансијским тржиштима и ризике одрживости, укључујући њихове дугорочне ефекте. На захтев надзорног органа, дужни су да у своје одлуке укључе и макропруденцијалне аспекте, нарочито у погледу потенцијалног системског ризика.<sup>605</sup>

Поред макропруденцијалних измена, ревизија Солвентности II усклађује се и са циљевима Европског зеленог договора. У оквиру Сопствене процене ризика и солвентности изричито се уводи обавеза процене изложености климатским ризицима и спровођења сценарио анализа климатских промена.<sup>606</sup> На тај начин, ризици одрживости постају интегрални део система управљања ризицима и примене принципа разумног улагача, чиме се Солвентност II постепено развија од класичног микропруденцијалног режима ка ширем оквиру који обухвата и макропруденцијалне и ESG циљеве.<sup>607</sup>

У савременом контексту, појам сигурности се више не може свести на стабилност у кратком року. Она мора подразумевати и отпорност на климатске и транзиционе ризике, регулаторне промене и технолошке и структурне трансформације привреде. У том смислу, кључни изазов друштава за осигурање огледа се у проналажењу равнотеже између пружања услуге осигурања, очувања финансијске стабилности и обезбеђивања одрживости пословања.<sup>608</sup>

До сада, европски законодавац није изменио калибрацију тржишног ризика на основу ESG критеријума, задржавајући техничку неутралност система. Међутим, кроз климатске стрес тестове, надзорну праксу и интеграцију климатских сценарија у процесу Сопствене процене ризика и солвентности, ESG фактори постепено постају релевантни за процену материјалног ризика. Развој надзорне праксе, укључујући смернице Европске агенције за надзор осигурања и пензијских фондова (European Insurance and Occupational Pensions Authority – у даљем тексту EIOPA) о климатским сценаријима у оквиру Сопствене процене ризика и солвентности, потврђује овакво тумачење.<sup>609</sup> Тако се отвара суштинско питање будућег развоја: да ли пруденцијална регулација треба да остане строго ризично неутрална или да преузме активнију улогу у подстицању одрживих инвестиција.<sup>610</sup> Прекомерна интеграција ESG критеријума у капиталне формуле могла би угрозити техничку објективност система, док би игнорисање дугорочних климатских ризика било у супротности са логиком принципа разумног улагача.<sup>611</sup>

---

борбе против корупције и подмићивања. Посебно је значајно да се, када је реч о ризицима одрживости, изричито обухватају и ризици управљања (*governance risks*), док у дефиницији фактора одрживости ова компонента није изричито наведена, већ се, поред еколошких и социјалних елемената, истиче шири круг релевантних фактора. Вид. A. van den Hurk, 2024b, 568.

<sup>604</sup> Рецитал 6 Делегиране уредбе (ЕУ) 2021/1256 о укључивању ризика одрживости у систем управљања друштава за осигурање и реосигурање; A. van den Hurk, 2023, 279-280; A. van den Hurk, 2024b, 567; C. G. Corvese, 2024, 217-218.

<sup>605</sup> Чл. 54 Ревизије Директиве Солвентност II.

<sup>606</sup> A. van den Hurk, „Revision of the Solvency II Directive: An Overview of the Main Changes“, 26. конференција *Право осигурања и корпоративно управљање*, Зборник радова, Удружење за право осигурања Србије, Златибор 2025, 195-197.

<sup>607</sup> A. van den Hurk, 2025, 195-197.

<sup>608</sup> В. Његомир, Ј. Демко Рихтер, 101.

<sup>609</sup> A. van den Hurk, 2024a, 386-390.

<sup>610</sup> Европска агенција за надзор осигурања и пензијских фондова (EIOPA), Смернице за спровођење процене материјалности климатских промена и употребу климатских сценарија у оквиру сопствене процене ризика и солвентности (ORSA) (*Application guidance on running climate change materiality assessment and using climate change scenarios in the ORSA*), 2. август 2022.

<sup>611</sup> D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünwald, 10.

<sup>611</sup> D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünwald, 10; A. van den Hurk, 2024a, 402-408.

Одрживост пословног модела осигуравача постаје релевантна за процену квалитета његове активе. У том светлу, Члан 132 као правни стандард омогућава адаптацију инвестиционе стратегије где ESG фактори престају да буду спољашњи етички параметар и постају нова категорија дугорочних ризика и део материјалне процене ризика.<sup>612</sup> Уважавање ESG стандарда све се више посматра као део стандарда пажње доброг стручњака, посебно у секторима који постављају стандарде одрживог пословања<sup>613</sup>

У постојећем режиму Солвентности II не постоји посебан „зелени“ капитални режим. Капитални захтев се и даље одређује према ризичним карактеристикама активе, а не према њеној ознаци одрживости. То одражава начело ризичне неутралности. Међутим, одрживост постепено утиче на процену дугорочног ризика кроз, климатске стрес тестове, интеграцију климатских сценарија у Сопствену процену ризика и солвентности, надзорну праксу и повећану транспарентност. На тај начин ESG фактори не делују као формални капитални захтев, већ као елемент процене будуће стабилности портфеља. Одрживост постаје део пруденцијалних разматрања, чак и када није засебно квантификована у формули.

Међутим, питање концентрације добија нову актуелност у контексту ESG стратегија. Уколико осигуравач, вођен циљевима одрживости, значајно усмери портфељ ка одређеним секторима, као што су обновљиви извори енергије или одређеним „зеленим“ инфраструктурним пројектима, може доћи до секторске концентрације.<sup>614</sup> У том случају активира се концентрациони подмодул у оквиру модула тржишног ризика. ESG стратегија, дакле, не суспендује принцип диверсификације, већ се мора реализовати унутар постојећих капиталних ограничења. Чак и одржива инвестиција постаје пруденцијално проблематична ако доведе до прекомерне изложености једном сектору или групи повезаних издавалаца. На тај начин се показује да одрживост не укида дисциплину диверсификације, већ је поставља у нови контекст.<sup>615</sup>

И у оквиру Трећег стуба Солвентности II, транспарентност постепено проширује свој домен и постаје средство интеграције одрживости у пруденцијалну логику система. Инвестиционе одлуке се више не процењују искључиво кроз призму тржишног ризика и формалне капиталне покривености, већ и према њиховој дугорочној стабилности. Одрживост се тако афирмише као критеријум легитимности инвестиционе политике и постаје нови ниво ограничења инвестиционе слободе. Улагања треба да буду усклађена са дугорочним обавезама осигуравача, да узимају у обзир климатске и транзиционе ризике и да буду јасно образложена у оквиру система управљања ризиком и извештавања.

Транспарентност се може описати као механизам који инвестициону слободу претвара у одговорну слободу: слободу која опстаје, али која мора бити образложена, видљива и контролисана. У савременим условима, овај стандард омогућава и укључивање дугорочних ризика, укључујући климатске и транзиционе факторе, у оквир процене „сигурности“ и „квалитета“ инвестиција.

У том смислу, одрживост постаје нова, суптилна граница инвестиционе аутономије.<sup>616</sup> Она не делује као забрана, већ као проширење појма ризика.

---

<sup>612</sup> На основу економских анализа може се закључити да регулаторни оквир Солвентност II делује као подстицај за развој ESG оријентисаних инвестиција, указујући на њихов све већи значај у осигуравајућој индустрији. Вид. S.Schlütter, E. Senyo Fianu, H. Gründl, 76.

<sup>613</sup> Н. Петровић Томић, 2024, 373.

<sup>614</sup> S.Schlütter, E. Senyo Fianu, H. Gründl, 55.

<sup>615</sup> K. Van Hulle, 2019, 367.

<sup>616</sup> За мишљење да се у секторима као што је финансијски, концепт одрживости пре свега повезује са дугорочном заштитом интереса корисника финансијских услуга и да стога приоритет треба дати интересима корисника услуга у односу на интересе других заинтересованих страна вид. K. J. Норт,

Инвестициона слобода остаје, али је условљена способношћу осигуравача да управља дугорочним, системским и транзиционим ризицима. Тако се у савременој фази развоја Солвентности II инвестициона слобода трансформише у одрживу инвестициону аутономију, а одрживост постаје централни нормативни критеријум њене легитимности. Нормативно гледано, ESG делује као „четврти слој“ дисциплиновања инвестиционе политике: осигуравач може бити формално у складу са капиталним захтевима, али ће морати да покаже како управља ризицима који су дугорочни, структурни и потенцијално системски.

Кроз развој одрживе економије Европска унија настоји да ојача улогу осигуравача као институционалних инвеститора. Али се мора имати у виду да то не зависи само од регулаторног оквира већ и од постојања адекватних инвестиционих могућности. У сваком случају, диверсификација портфеља друштава за осигурање мора остати у оквирима принципа разумног улагача и не сме угрозити интересе осигураника и других корисника услуга.<sup>617</sup>

### 3.2.17. Границе универзалности Солвентност II модела

Иако Солвентност II представља најразвијенији облик пруденцијалне регулације у осигурању, његова нормативна архитектура почива на одређеним структурним претпоставкама. То су постојање дубоког и ликвидног тржишта капитала, широког спектра инструмената и институционалних капацитета за примену сложених моделских техника. Приступ заснован на ризику, капитална калибрација и интерни модели имају пуну регулаторну снагу тек у окружењу које омогућава реалну диверсификацију и динамичко управљање портфељем.

У том смислу, Солвентност II није само технички напреднији модел, већ и модел који претпоставља одређени ниво тржишне зрелости. Његова логика да се инвестициона слобода не ограничава листама забрана, већ да се дисциплинује кроз ризик, капитал и транспарентност представља врхунац смене парадигме у праву осигурања. Међутим, та парадигма своју пуну функционалност остварује тек у условима у којима постоји стварна могућност избора и диверсификације, што указује да нормативна сложеност мора бити пропраћена адекватним тржишним условима.<sup>618</sup>

Солвентност II свакако представља квалитативни искорак у односу на претходни режим Солвентности I. Ипак, та нормативна сложеност отвара питање његове универзалне применљивости. Док је Солвентности I био заснован на релативно једноставним, квантитативним формулама и минималним капиталним захтевима који су се одређивали превасходно у зависности од обима премије и штета, Солвентност II уводи свеобухватну, ризиком вођену архитектуру која повезује капитал, управљање, интерне процесе и транспарентност.<sup>619</sup>

Солвентност I систем је имао мање амбиције које је пратила мања униформност. Зато је на почивао концепту минималне хармонизације и формалне финансијске стабилности. Капитални захтев је био заснован на једноставним капиталним формулама и био је унапред дефинисан, релативно предвидив и административно лако применљив.<sup>620</sup> Такав модел није захтевао сложене интерне системе управљања ризиком нити развијене тржишне инструменте за диверсификацију.

---

„Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy“, *European Business Organization Law Review*, 1/2021, 13-27; Н. Петровић Томић, 2024, 384.

<sup>617</sup> K. Van Hulle, 2019, 36.

<sup>618</sup> M. Kawiński, 65.

<sup>619</sup> В. Његомир, 20096, 278-279.

<sup>620</sup> Солвентност I представљао је добро познат и дуго примењиван регулаторни систем, заснован на вишегодишњем искуству, јасно развијеним правилима и широко прихваћеним оперативним процедурама. A. Battista, A. Paltrinieri, 364.



Његова предност била је управо у једноставности и применљивости у различитим тржишним условима.<sup>621</sup> Међутим, његов недостатак лежао је у томе што није узимао у обзир стварни ризични профил појединачног осигуравача, нити структуру његових улагања. Солвентност је била мерена формулом, а не стварном изложеношћу ризику.<sup>622</sup>

Солвентност II, напротив, полази од претпоставке да се ризик може прецизније квантификовати, да постоји довољна диверсификација инструмената и да осигуравачи и надзорни органи располажу адекватним техничким и институционалним капацитетима. Модуларна структура Потребног солвентног капитала, могућност интерних модела, Сопствена процена ризика и солвентности и проширене обавезе транспарентности чине систем суштински комплексним.<sup>623</sup>

Упоредно посматрано, може се закључити да је Солвентност I, иако концептуално мање софистициран, био функционално прилагодљивији различитим тржишним структурама. Солвентност II, са друге стране, представља нормативно напреднији, али структурно захтевнији модел, чија ефикасност зависи од развијености тржишта, институција и интерних система управљања.<sup>624</sup>

Ипак, поређење Солвентности I и Солвентности II не треба сводити на дихотомију „застарело vs модерно“. Солвентност I је обезбеђивао формалну стабилност уз ниске административне трошкове, али уз ограничену осетљивост на ризик. Солвентност II омогућава прецизнију процену ризика и интеграцију управљања и транспарентности, али по цену значајне комплексности.<sup>625</sup> Стога се питање граница универзалности Солвентности II не односи на његову концептуалну супериорност, већ на његову практичну применљивост у различитим тржишним контекстима.<sup>626</sup>

Управо ту се појављује питање пропорционалности. Ако је Солвентност II конципиран за развијена и дубока финансијска тржишта, његова пуна примена у мањим или структурно ограниченим системима може довести до диспропорционалног регулаторног оптерећења. Комплексност модела не мора нужно произвести већу стабилност у окружењу где су могућности диверсификације ограничене.<sup>627</sup>

### **3.2.18. Принцип универзалности – „Један модел покрива све“ (*One size fits all*) у Солвентности II**

---

<sup>621</sup> OECD, 2003, 45. Ово је од посебног значаја на тржиштима у развоју, где су надзорни капацитети често ограничени. Вид. М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 260.

<sup>622</sup> K. Van Hulle, 2017, 315.

<sup>623</sup> M. Dreher, 111-112; F. Kühnhausen, 50.

<sup>624</sup> М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 257-262.

<sup>625</sup> K. Van Hulle, 2017, 360.

<sup>626</sup> У економској теорији квантитативна ограничења портфеља се критикује јер могу ометати оптималну алокацију имовине и довести до нижих приноса уз неповољнији однос ризика и добити. Она ограничавају усклађивање активе и пасиве, примену савремених техника управљања ризицима, диверсификацију и међународно инвестирање, а друштва за осигурање подстичу да инвестиционе одлуке прилагођавају законским лимитима уместо економској рационалности. Таква правила могу повећати трошкове пословања, успорити развој тржишта капитала и довести до неефикасне расподеле капитала у привреди.

Насупрот томе, принцип разумног улагача омогућава већу флексибилност, јер тежиште ставља на диверсификацију, интерне контроле, корпоративно управљање и надзор заснован на процени ризика, а не на формалним лимитима улагања. Ипак, квантитативна ограничења могу бити оправдана у мање развијеним или нестабилним финансијским системима, где су тржишта плитка, регулатори и управљачи недовољно искусни, а ризик злоупотреба израженији. У таквим условима она могу служити као привремени механизам заштите солвентности, очувања поверења и спречавања прекомерног ризика, али би са развојем тржишта требало постепено либерализовати регулаторни режим. Вид. Е. Р. Davis, 11-14; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 257-262.

<sup>627</sup> I. Rokas, 65; Insurance Europe, 12.

Солвентност II је конципиран као свеобухватан, интегрисани пруденцијални оквир који успоставља јединствен систем надзора за унутрашње тржиште Европске уније.<sup>628</sup> Основна логика овог режима јесте висок степен хармонизације,<sup>629</sup> где се исти концепт солвентности, исти капитални стандарди, иста структура управљања ризицима и исти основни захтеви транспарентности примењују се на друштва за осигурање широм Европске уније.<sup>630</sup> Та униформност има јасну нормативну сврху, а та сврха је спречавање регулаторне арбитраже, уједначавање нивоа заштите осигураника и обезбеђивање стабилности финансијског система.<sup>631</sup>

Међутим, управо у томе лежи и потенцијална тензија *one size fits all* приступа.<sup>632</sup> Ако је регулаторна архитектура у основи јединствена и високо техничка, поставља се питање да ли је она једнако примерена различитим тржишним структурама, различитим величинама осигуравача и различитим институционалним капацитетима.<sup>633</sup>

Из тог разлога и сама Директива Солвентност II изричито признаје принцип пропорционалности.<sup>634</sup> Он се појављује као хоризонтално начело које захтева да се регулаторни захтеви примењују у складу са природом, обимом и сложеностју ризика конкретног друштва.<sup>635</sup> Законодавац полази од тога да исти регулаторни терет не треба примењивати на субјекте који због ограниченог обима пословања не представљају значајан ризик за тржиште и кориснике осигурања, посебно имајући у виду да степен техничке и административне сложености често превазилази капацитете мањих тржишта или мањих друштава.<sup>636</sup>

Према овом принципу квантитативни захтеви (капитални захтеви солвентности) и квалитативни захтеви (систем управљања ризицима и надзор) прилагођавају природи, обиму и сложености пословања осигуравача.<sup>637</sup> Сходно томе, карактеристике система управљања ризицима зависе од врсте осигурања, величине

---

<sup>628</sup> Рецитал 11 Директиве Солвентност II.

<sup>629</sup> Рецитал 2 Директиве Солвентност II.

<sup>630</sup> M. Dreher, 4-10, 19.

<sup>631</sup> Вид. Рецитале 14 и 16 Директиве Солвентност II.

<sup>632</sup> З. Ђурић, З. Јовановић, 12.

<sup>633</sup> Ван Хуј, анализирајући развој Солвентности II, показује да је управо током законодавног процеса постојала свест о потреби да се избегне прекомерно оптерећење мањих осигуравача, али да је финални текст задржао амбициозну и технички комплексну архитектуру, ослањајући се на пропорционалност као корективни механизам. Вид. K. Van Hulle, 2019, 68-75. Ови ставови подржавају критичку тезу да Солвентност II није у потпуности „*one size fits all*“, али ни у потпуности диференциран систем. P. Marano, 2017, 14; A. Gale St. John, 385. Иако Солвентност II обезбеђује јединствен регулаторни оквир за све државе чланице Европске уније, његова примена у пракси показује одређене разлике између развијенијих тржишта и тржишта семаља СЕЕ. У земљама СЕЕ региона ESG концепт је неразвијен, јер је снажно повезан за ниским развојем тржишта капитала. M. Kawiński, 65.

<sup>634</sup> Рецитал 19 Директиве Солвентност II јасно потврђује да је начело пропорционалности структурни елемент целокупног режима: „Директива не би требало да намеће несразмерно регулаторно оптерећење малим и средњим друштвима за осигурање. Остваривање тог циља заснива се на доследној примени начела пропорционалности, које се примењује како на материјалне захтеве постављене пред друштва за осигурање и реосигурање, тако и на начин вршења надзорних овлашћења.“ Како је овај принцип изричито предвиђен у чл. 5, ст. 4 Уговора о функционисању Европске уније, он представља једно од основних начела права Европске уније.

<sup>635</sup> Дрехер указује да је пропорционалност Солвентности II хоризонтални принцип који прожима целокупни режим и који треба да спречи механичку примену правила без обзира на реалне околности. Међутим, он истовремено указује на ризик правне несигурности: ако пропорционалност није довољно прецизно артикулисана, друштва могу бити изложена неизвесности у погледу обима обавеза, посебно у домену извештавања и управљања. Вид. M. Dreher, 141-144.

<sup>636</sup> K. Van Hulle, 2019, 161; P. Marano, „The Governance of Small and Non-Complex Insurance Undertakings under the Solvency II Review“, 26. конференција Право осигурања и корпоративно управљање, Зборник радова, Удружење за право осигурања Србије, Златибор 2025, 152-153.

<sup>637</sup> Рецитал 19 и чл. 29, ст. 3 Директиве Солвентност II.

осигуравача и сложености његовог пословног модела. На основу тога, осигуравач може изабрати одговарајући приступ за израчунавање капиталних захтева у складу са сопственим профилем ризика.<sup>638</sup>

Основни критеријум за примену овог начела јесте индивидуални профил ризика друштва за осигурање. Оно се примењује на све одредбе Директиве и мере за њено спровођење, без обзира на то да ли је изричито наведено у појединој норми. Притом, пропорционалност се цени према кумулативном дејству три елемента: природи, обиму и сложености ризика, што је у складу са ризично заснованим приступом Солвентности II, при чему сама величина друштва није одлучујући критеријум.<sup>639</sup>

Више одредаба Делегиране уредбе 2015/35 одражавају примену начела пропорционалности. Оне, између осталог, предвиђају поједностављене методе за обрачун техничких резерви и захтева за солвентни капитал. Поред тога, омогућена су одступања од примене Међународних рачуноводствених стандарда (*International Financial Reporting Standards* – IFRS)<sup>640</sup> стандарда при вредновању имовине и обавеза за друштва која их иначе не примењују у финансијском извештавању.<sup>641</sup>

Принцип пропорционалности се даље огледа у могућности обједињавања кључних управљачких функција под одређеним условима, као и у поједностављеним захтевима извештавања за мања друштва за осигурање. У том смислу, квартално извештавање може бити ограничено на основне податке, уз могућност да надзорни органи делимично или у потпуности ослободе друштва од појединих извештајних обавеза или да учесталост извештавања смање на период од три године.<sup>642</sup>

Начело пропорционалности се најпре огледа у искључењу врло малих друштава за осигурање из подручја примене Директиве. Она се изузимају из пуног режима Солвентности II, али им се истовремено оставља могућност добровољног приступа режиму јединственог одобрења.<sup>643</sup> На тај начин се постиже равнотежа између заштите осигураника и избегавања прекомерног регулаторног оптерећења малих субјеката.<sup>644</sup>

Затим се начело проширује и на мала и средња друштва за осигурање, са циљем олакшавања и поједностављивања њиховог пословања.<sup>645</sup> Законодавац изричито наглашава да Директива не сме прекомерно оптерећивати мала и средња друштва за осигурање.<sup>646</sup> То се пре свега огледа у допуштању примене поједностављених формула

---

<sup>638</sup> M. Grazia Starita, I. Malafronte, 24.

<sup>639</sup> P. Marano, 2014, 22.

<sup>640</sup> На глобалном нивоу, примена Међународних рачуноводствених стандарда (IFRS) није универзално обавезна, већ зависи од националног регулаторног оквира, при чему се најчешће захтева од јавних друштава, док се осталим субјектима омогућава примена националних рачуноводствених стандарда или поједностављених IFRS режима. Вид <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/>, 28.02.2026.

<sup>641</sup> K. Van Hulle, 2019, 143.

<sup>642</sup> K. Van Hulle, 2019, 143.

<sup>643</sup> Директива Солвентност II не примењује се на мала друштва за осигурање ако истовремено испуњавају следеће услове: годишња бруто премија не прелази 5 милиона евра, укупан износ техничких резерви не прелази 25 милиона евра, ако друштво припада групи, укупан износ техничких резерви групе, не прелази 25 милиона евра, пословање друштва не обухвата делатности (ре)осигурања које покривају ризике одговорности, кредита и гаранција, пословање друштва не укључује послове реосигурања који прелазе 0,5 милиона евра бруто премије или 2,5 милиона евра техничких резерви, односно више од 10% бруто премије или 10% техничких резерви. Рецитал 5 и Члан 4 Директиве Солвентност II, K. Van Hulle, (2019), 161.

<sup>644</sup> *Ratio legis* изузимања друштава за осигурање који немају сложене ризичне профиле од примене правила Директиве Солвентности II је несразмерност финансијског терета тумачења, примене и контроле усклађености са европским прописима били несразмерни циљевима које Директива жели да постигне, те да би примена строгих правила могла умањити њихову способност да понуде производе и услуге прилагођене специфичностима националног тржишта. Вид. З. Ђурић, З. Јовановић, 12-13.

<sup>645</sup> D. Jurić, 54.

<sup>646</sup> Рецитал 66 Директиве указује да је, ради уважавања специфичног положаја малих и средњих друштава за осигурање, потребно предвидети поједностављене приступе израчунавању потребног

за израчунавање потребног солвентног капитала у оквиру стандардне формуле када је то оправдано природом и сложеностју ризика којима је друштво изложено. Затим се као структурно начело система огледа кроз регулисање надзора, који мора да се врши узимајући у обзир природу, обим и сложеност ризика друштва.<sup>647</sup> Слично томе, захтева се да систем управљања буде прилагођен тим карактеристикама,<sup>648</sup> као и да се Сопствена процена ризика и солвентности спроводи на пропорционалан начин.<sup>649</sup> Начело пропорционалности примењује се и у области транспарентности, где се омогућавају одређена изузећа у погледу обелодањивања информација.<sup>650</sup> На тај начин, пруденцијални захтеви остају усмерени ка заштити осигураника и стабилности тржишта, али се прилагођавају природи, обиму и сложености пословања појединих друштава.

Ревизијом Солвентности II из 2024. године додатно је институционализована примена пропорционалности увођењем нових одредаба о малим и несложеним друштвима (*small and non-complex undertakings* – SNCU),<sup>651</sup> којима се омогућава примена поједностављених регулаторних, управљачких и извештајних захтева када је то оправдано профилем ризика субјекта.<sup>652</sup> Као резултат наведених измена, тростубна структура Солвентности II, усклађена је са тростепеном класификацијом друштава за осигурање заснованом на принципу пропорционалности. На основу те класификације, поједина друштва за осигурање подлежу пуном, делимично поједностављеном или изузетом регулаторном режиму.<sup>653</sup> Ови критеријуми треба да допринесу успостављању софистициранијег режима, који уважава разноликост осигураваача на тржишту.<sup>654</sup>

Начело пропорционалности у систему Солвентности II функционише као коректив нормативне ригидности капиталне архитектуре.<sup>655</sup> Оно омогућава да се регулаторни захтеви примењују у складу са природом, обимом и сложеностју ризика појединачног друштва.<sup>656</sup> Циљ је да се избегне несразмерно оптерећење, посебно за мања и мање сложена друштва, уз истовремено очување основних пруденцијалних

---

солвентног капитала у оквиру стандардне формуле. Ово начело је нормативно конкретизовано у чл. 109 Директиве, који омогућава примену поједностављених метода израчунавања када је то оправдано природом, обимом и сложеностју ризика.

<sup>647</sup> Чл. 29 Директиве Солвентност II.

<sup>648</sup> Чл. 41, ст. 2 Директиве Солвентност II.

<sup>649</sup> Чл. 45 Директиве Солвентност II.

<sup>650</sup> Чл. 56 Директиве Солвентност II.

<sup>651</sup> чл. 29а–29д Директиве Солвентност II; Р. Marano, 2025, 154–155.

<sup>652</sup> Рецтали 14 и 15 Ревизије Директиве Солвентност II и чл. 29а Директиве Солвентност II. За више вид. Н. Малета, „Прилагодба регулаторног оквира Солвентност II новим ризицима и изазовима савременог корпоративног управљања“, *Токови осигурања* 4/2024, 883.

<sup>653</sup> Р. Marano, 2025, 153.

<sup>654</sup> Основне погодности овог статуса огледају се у поједностављеним обрачунима капиталних захтева, флексибилнијим правилима корпоративног управљања, прилагођеним системима управљања ризицима и смањеним обавезама извештавања. Циљ ових мера јесте смањење административних и финансијских оптерећења, уз очување заштите осигураника и финансијске стабилности. Истовремено поједностављени капитални модели могу довести до потцењивања стварне изложености ризицима, нарочито у условима тржишних поремећаја, већа флексибилност у организацији управљања може ослабити интерне контроле и довести до сукоба интереса, док смањене обавезе извештавања могу умањити транспарентност и отежати благовремену реакцију надзорних органа. Стога успех овог режима ће увелико зависити од пажљиве примене принципа пропорционалности, кроз јасне критеријуме секундарног законодавства и смерница ЕИОРА уз континуирани надзор, како би се постигла равнотежа између регулаторног растерећења мањих осигураваача и очувања високих пруденцијалних стандарда. Вид. Р. Marano, 2025, 155–158.

<sup>655</sup> F. Kühnhausen, 50.

<sup>656</sup> Детаљно о принципу пропорционалности у Директиви Солвентност II са тачним навођењем примера примене принципа у сваком од три стуба Солвентности II вид. K. Van Hulle, 2019, 171–186.

циљева – заштите осигураника и стабилности система.<sup>657</sup> На тај начин се обезбеђује равнотежа између ефикасног надзора и разумног регулаторног оптерећења.<sup>658</sup>

Практична примена пропорционалности у великој мери зависи од ЕИОРА инструмената. Чињеница да је начело пропорционалности морало бити додатно разрађивано кроз накнадне надзорне смернице, мишљења и техничке савете указује да је првобитна нормативна конструкција система била високо захтевна за мања друштва. Управо због тога је примена пропорционалности постепено прецизирана кроз регулаторну праксу и акте ЕИОРА. Смернице о систему управљања<sup>659</sup> и Смернице о надзорном процесу<sup>660</sup> експлицитно наглашавају пропорционалан приступ надзору, док је у оквиру Ревизије Солвентност II из 2024. године Техничким саветом о спровођењу новог оквира пропорционалности у оквиру Солвентности II Европска агенција за надзор осигурања и пензијских фондова даље наставила да усклађује примену принципа пропорционалност са ризиком заснованим приступом надзору.<sup>661</sup>

Овај развој указује на структурну карактеристику система: Солвентност II није првобитно био конципиран као флексибилан скуп алтернативних регулаторних режима, већ као јединствени регулаторни оквир (*single rulebook*) чија се флексибилност постепено развијала кроз надзорну праксу и накнадне регулаторне интервенције у зависности од ризичног профила и сложености пословања појединих субјеката.

### 3.3. Завршна разматрања о режиму улагања у Солвентности II

У коначном исходу, Солвентност II представља најразвијенији нормативни израз савремене пруденцијалне парадигме у осигурању, јер слободу улагања, а тиме и облике улагања друштава за осигурање, више не ограничава формалним забранама. Слобода улагања се сада дисциплинује кроз интегрисани систем ризика, капитала, управљања и транспарентности.

Ако Потребни солвентни капитал капитализује инвестициони ризик кроз регулаторни обрачун, Сопствена процена ризика и солвентности га интернализује кроз управљачки процес. Заједно, ова два механизма стварају двоструки оквир ограничења инвестиционе аутономије: спољашњи (капитални) и унутрашњи (стратешко-управљачки). Инвестициона стратегија у Солвентности II стога није само дозвољена, већ мора бити и капитално покривена и управљачки оправдана, уз могућност надзорне

---

<sup>657</sup> K. Van Hulle, 2019, 171-173.

<sup>658</sup> Вид. Рецитале 19-23 Директиве Солвентност II; I. Rokas, 65; D. Jurić, 54.

<sup>659</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), Guidelines on system of governance, EIOPA-BoS-14/253, 28. јануар 2015. Посебно су релевантне Смерница 1 – Принцип пропорционалности (*Guideline 1 – Proportionality principle*) и Смерница 2 – Систем управљања (*Guideline 2 – System of governance*) у којима ЕИОРА наглашава да систем управљања мора бити организован у складу са природом, обимом и сложености ризика, што представља практичну примену принципа пропорционалности из члана 41 Директиве.

<sup>660</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), Guidelines on the supervisory review process, EIOPA-BoS-14/259, 28. јануар 2015, разрађују члан 36 Директиве 2009/138/EЗ који уређује надзорни процес (*Supervisory Review Process*). У њима се наглашава да надзор треба да буде заснован на ризику (*risk-based*) и да се спроводи у складу са начелом пропорционалности, односно да биде прилагођен природи, обиму и сложености ризика којима је друштво изложено. Посебно су релевантне Смерница 1 (*Guideline 1 - Risk-based and proportionate supervision*) и Смерница 3 (*Guideline 3 - Supervisory review*).

<sup>661</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), Technical Advice on the Implementation of the New Proportionality Framework under Solvency II, EIOPA-BoS-24-590, 30. јануар 2025.

реакције када интерна процена или надзорни увид покажу да ризици превазилазе претпоставке на којима почива регулаторни капитал.

Уколико тржишни ризик у оквиру Потребног солвентног капитала представља квантитативни механизам капитализације инвестиционог ризика, Сопствена процена ризика и солвентности делује као његова квалитативна контрола. Док модул тржишног ризика преводи структуру портфеља у капитални захтев, Сопствена процена ризика и солвентности захтева да друштво критички преиспита да ли та квантификација заиста одражава сопствени ризични профил, пословни модел и дугорочне обавезе. На тај начин, ограничење инвестиционе слободе добија двоструку димензију: спољашњу, у виду капиталне „цене” ризика, и унутрашњу, у виду управљачке одговорности да се тај ризик стратешки процени и оправда.

Тако се тржишни ризик и Сопствена процена ризика и солвентности надовезују као комплементарни механизми исте пруденцијалне логике. Први дисциплинује инвестиције кроз капитал, а други кроз структуру управљања и процес доношења одлука. Инвестициона политика је стога истовремено предмет квантитативне регулације и квалитативне процене, што представља суштину интегрисаног приступа Солвентности II.

Ипак, управо та униформна и високо техничка архитектура открива границе своје универзалности. Иако формално ублажен принципом пропорционалности, модел није једнако функционалан у свим тржишним контекстима, јер његова делотворност зависи од степена развијености финансијског система и институционалних капацитета. Солвентност II стога не треба разумети као универзално примењив образац, већ као нормативни идеал чија пуна ефективност захтева одговарајуће структурне предуслове, што отвара простор за критичку оцену његове примене изван зрелих и дубоких тржишта.

## ГЛАВА IV

### ПРАВНИ РЕЖИМ УЛАГАЊА ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ У СРБИЈИ

Улагање имовине друштава за осигурање у Републици Србији не може се разумети изоловано од ширег тржишног и институционалног контекста у коме ова друштва делују. Осигуравачи представљају једну од основних врста институционалних инвеститора, али њихова инвестициона политика у великој мери зависи од структуре финансијског система, доступности финансијских инструмената и регулаторног оквира који уређује деловање професионалних управљача капиталом.

За разлику од развијених финансијских система у којима институционални инвеститори имају значајну улогу у алокацији капитала и развоју тржишта капитала, финансијски систем у Србији карактерише изразита доминација банкарског сектора и релативно ограничена дубина тржишта капитала.<sup>662</sup> Ове структурне карактеристике непосредно утичу на инвестиционе стратегије институционалних инвеститора и одређују дomet диверсификације, управљања ризиком и транспарентности инвестиционе политике.<sup>663</sup>

Полазећи од наведеног, анализа правног режима улагања друштава за осигурање у Србији захтева претходно сагледавање ширег институционалног оквира. У том смислу, у овом поглављу најпре ће бити анализирани основне карактеристике финансијског тржишта у Србији и положај институционалних инвеститора у домаћем систему. Након тога биће размотрен правни режим инвестиционих фондова, као једног од кључних сегмената институционалног инвестирања, а затим и нормативни оквир улагања друштава за осигурање. На крају ће бити приказана анализа тржишта осигурања у Србији и упоредна анализа домаћег режима у односу на принципе и механизме система Солвентности II, како би се на основу тога дали конкретни предлози за унапређење регулаторног оквира улагања имовине друштава за осигурање у Србији.

Оваквим приступом настоји се да се покаже да инвестициона политика осигуравача није условљена искључиво нормативним решењима, већ и структуром финансијског тржишта у коме се та правила примењују. Мора се имати у виду да ефикасна финансијска тржишта представљају важан предуслов за пословање друштава за осигурање јер омогућавају приступ одговарајућим инвестиционим инструментима и механизмима управљања ризицима.<sup>664</sup>

#### 4.1. Финансијско тржиште у Србији – структура и институционални контекст

Нормативни оквир финансијског тржишта у Републици Србији заснива се на више секторских закона који уређују различите сегменте финансијског система. Међу најзначајнијим прописима издвајају се Закон о тржишту капитала, Закон о отвореним инвестиционим фондовима са јавном понудом, Закон о алтернативним инвестиционим фондовима, Закон о осигурању, Закон о добровољним пензијским фондовима, Закон о

<sup>662</sup> А. Момчиловић, 21, 92; М. Сокић, 2015, 50.

<sup>663</sup> С. Муминовић, 2008, 53.

<sup>664</sup> Insurance Core Principles, 17.

банкама и Закон о платним услугама.<sup>665</sup> Ови прописи уређују институционалну структуру финансијског тржишта, услове пословања финансијских институција, правила управљања ризиком, као и механизме заштите инвеститора и очувања финансијске стабилности.

Истовремено, значајан део домаћег нормативног оквира развијен је у процесу постепеног усклађивања са правом Европске уније, што се посебно огледа у области тржишта капитала, инвестиционих фондова и осигурања.<sup>666</sup> Обавеза усклађивања домаћег законодавства са правом Европске уније произлази из Споразума о стабилизацији и придруживању, посебно из чл. 72, који предвиђа постепено приближавање законодавства Републике Србије са *acquis communautaire* Европске уније. Поред тога, одредбе чл. 91 и 92 Споразума посебно се односе на област финансијских услуга и пруденцијалног надзора, што обухвата и сектор осигурања и тржиште капитала. Хармонизација са европским регулаторним стандардима има за циљ јачање стабилности финансијског система, унапређење транспарентности тржишта и постепено приближавање домаћег финансијског система институционалним и пруденцијалним принципима који карактеришу европски регулаторни модел.

Поред нормативног оквира, функционисање финансијских тржишта условљено је и институционалним системом надзора. Надзор над појединим сегментима финансијског система врше Народна банка Србије и Комисија за хартије од вредности, које имају кључну улогу у обезбеђивању стабилности финансијског система и транспарентности тржишта.

Међутим, ефекти овог регулаторног оквира не зависе искључиво од законских решења, већ и од структуре и степена развијености домаћег финансијског система. Управо у том контексту посебан значај има анализа улоге институционалних инвеститора, чија инвестициона активност представља важан фактор у функционисању и развоју тржишта капитала.

#### 4.1.1. Основне карактеристике финансијског система у Србији

Финансијски систем у Србији карактерише изразита доминација банкарског сектора у структури финансијског посредовања. Банке представљају централне институције финансијског система и главни канал кроз који се одвија финансирање привреде и становништва.<sup>667</sup> У таквом институционалном оквиру, небанкарски сегмент финансијског система који обухвата тржиште капитала, инвестиционе фондове, добровољне пензијске фондове и друштва за осигурање, има знатно мању улогу у мобилизацији и алокацији капитала.<sup>668</sup>

---

<sup>665</sup> Вид: Закон о тржишту капитала, (Службени гласник РС, бр. 129/2021 и 109/2025); Закон о отвореним инвестиционим фондовима са јавном понудом, (Службени гласник РС, бр. 73/2019 и 94/2024); Закон о алтернативним инвестиционим фондовима, (Службени гласник РС, бр. 73/2019-73, 94/2024-404, 109/2025-115); Закон о осигурању (Службени гласник РС, бр. 139/2014 и 44/2021); Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима, (Службени гласник РС, бр. 85/2005 и 31/2011); Закон о банкама, (Службени гласник РС, бр. 107/2005, 91/2010, 14/2015 и 19/2025), Закон о платним услугама, (Службени гласник РС, бр. 139/2014, 44/2018 и 64/2024).

<sup>666</sup> Република Србија преузела је обавезу постепеног усклађивања свог законодавства са правом Европске уније (*acquis communautaire*) потписивањем и ратификацијом Споразума о стабилизацији и придруживању између Европских заједница и њихових држава чланица и Републике Србије, који је у домаћем правном систему потврђен Законом о потврђивању Споразума о стабилизацији и придруживању (Службени гласник РС – Међународни уговори, бр. 83/2008).

<sup>667</sup> А. Момчиловић, 21, 92; М. Сокић, 2015, 50; Н. Војводић Миљковић, М. Цветковић, М. Лукић, 558.

<sup>668</sup> М. Балабан, Б. Коренак, „Значај развоја тржишта капитала за осигуравајућа друштва као институционалне инвеститоре у Републици Србији“, Токови осигурања 4/2024, 988.



Ова структурна карактеристика представља једно од кључних обележја финансијског система у Србији и значајно утиче на улогу институционалних инвеститора. Док у развијеним финансијским системима институционални инвеститори имају важну функцију у финансијској интермедијацији кроз тржиште капитала, у Србији је та улога и даље ограничена релативно малом дубином и ликвидношћу финансијског тржишта.<sup>669</sup>

Поред доминације банкарског сектора, финансијски систем у Србији карактерише и релативно низак степен развијености тржишта капитала.<sup>670</sup> Иако постоји институционална инфраструктура која обухвата берзу, централни депозит хартија од вредности и регулаторна тела, обим трговања и број активних емитената остају ограничени. Последица такве структуре јесте да тржиште капитала у пракси има мању улогу у финансирању привреде у односу на банкарске кредите.

У таквом окружењу, инвестиционе могућности институционалних инвеститора, укључујући друштва за осигурање и инвестиционе фондове, у великој мери су условљене доступношћу ликвидних и поузданих финансијских инструмената. Ограничена понуда корпоративних хартија од вредности, као и релативно мали број великих емитената на домаћем тржишту, доводе до тога да институционални инвеститори значајан део својих портфеља усмеравају ка инструментима ниског ризика, пре свега државним хартијама од вредности и банкарским депозитима.<sup>671</sup>

Оваква структура финансијског система има непосредне импликације на инвестициону улогу институционалних инвеститора. Уместо да делују као активни покретачи тржишта капитала и носиоци дугорочног финансирања привреде, они се често прилагођавају постојећим ограничењима тржишта. Стога се инвестициона политика институционалних инвеститора у Србији не може анализирати искључиво кроз нормативни оквир који уређује њихово пословање, већ и кроз структурне карактеристике финансијског система у коме делују.

#### **4.1.2. Тржиште капитала: ограничена ликвидност и уска структура инструмената**

Иако у Србији постоји институционално организовано тржиште капитала, његова улога у финансирању привреде је и даље скромна. Домаће тржиште капитала и даље се налази у релативно раној фази развоја, упркос извесним институционалним и нормативним унапређењима од његовог поновног успостављања почетком деведесетих година. На то указују показатељи као што су ниска ликвидност, ограничена разноврсност финансијских инструмената, повећан ниво тржишних ризика, као и недовољан степен транспарентности и конкурентности.<sup>672</sup>

Због ограниченог броја инструмената који имају реалну инвестициону употребљивост за институционалне инвеститоре, тржиште капитала не представља стабилан и дубок извор финансирања корпоративног сектора, нити простор за широку алокацију капитала институционалних инвеститора.<sup>673</sup>

Структура инструмената на тржишту капитала додатно указује на ограничену диверсификацију. Посебно је значајна доминација државних хартија од вредности, које представљају најликвидније и најпоузданије инструменте доступне

<sup>669</sup> М. Сокић, 2015, 50; М. Балабан, Б. Коренак, 987-990.

<sup>670</sup> Н. Жарковић, М. Лисов, Д. Мркшић, "Investments of Serbian Insurance Companies", *Economic Research*, 4/2012, 124.

<sup>671</sup> *Ibid.*, 1118; М. Балабан, Б. Коренак, 987-990.

<sup>672</sup> Р. Совиљ, 2021, 150.

<sup>673</sup> М. Балабан, Б. Коренак, 988.

институционалним инвеститорима. Управо из тог разлога оне често чине значајан део портфеља осигуравача, пензијских фондова и инвестиционих фондова.<sup>674</sup>

Оваква структура тржишта има двоструки ефекат. Са једне стране, државне хартије од вредности омогућавају институционалним инвеститорима релативно сигуран и ликвидан облик улагања, што је посебно важно за институције које управљају средствима трећих лица и које морају водити рачуна о стабилности и очувању капитала. Са друге стране, доминација ових инструмената смањује простор за диверсификацију портфеља и ограничава улогу институционалних инвеститора у финансирању корпоративног сектора.

Иако друштва за осигурање, добровољни пензијски фондови и инвестициони фондови у Србији имају формални статус институционалних инвеститора, њихова практична улога као носилаца дугорочног капитала је ограничена. Доминирајућа оријентација ка државним хартијама од вредности и депозитима, уз релативно мање учешће корпоративних инструмената, доводи до високог степена конзервативности портфеља, повећане изложености сувереном ризику, ограниченог простора за дугорочне инвестиције у реалну економију, и тиме ограничене улоге у развоју тржишта капитала.<sup>675</sup>

Неопходно је нагласити да конзервативна структура портфеља институционалних инвеститора не произлази искључиво из регулаторних ограничења. Она је у значајној мери условљена структурним карактеристикама домаћег финансијског тржишта. У ситуацији када је понуда ликвидних инвестиционих инструмената ограничена, диверсификација као кључни механизам управљања ризиком постаје објективно сузбијена.

#### **4.1.3. Ограничен домет транспарентности и тржишне дисциплине**

У условима релативно плитког тржишта капитала, транспарентност има другачију функцију него у развијеним финансијским системима. Транспарентност не остварује исту функцију као у развијеним финансијским системима. Док у Европској унији обелодањивање информација делује као важан механизам тржишне дисциплине, у Србији је њен практични домет често ограничен пре свега на однос између институционалних инвеститора и надзорних органа.

Иако је транспарентност прописана као нормативна обавеза, њен утицај на инвестиционо понашање тржишних актера остаје ограничен. Разлог томе лежи у чињеници да домаће финансијско тржиште још увек нема довољан степен дубине, ликвидности и аналитичке инфраструктуре који би омогућили да објављене информације изазову ширу тржишну реакцију. У таквом окружењу, транспарентност функционише пре свега као инструмент надзорне контроле, а у мањој мери као механизам тржишне корекције инвестиционог понашања.

Ова околност указује на важну структурну разлику у функционисању савремених регулаторних модела. Док у развијеним тржишним системима транспарентност може деловати као инструмент институционализације поверења и као фактор тржишне дисциплине, у условима мање развијеног тржишта њен ефекат остаје ограничен на институционални и надзорни ниво.

#### **4.1.4. Структурне границе институционалног инвестирања у Србији**

---

<sup>674</sup> Н. Жарковић, М. Лисов, Д. Мркшић, 1118.

<sup>675</sup> М. Балабан, 996.

Анализа финансијског тржишта у Србији показује да га карактерише релативно ограничена дубина и изражена доминација државних хартија од вредности.<sup>676</sup> Оваква структура тржишта непосредно утиче на инвестициону улогу институционалних инвеститора, чије су могућности диверсификације портфеља и активнијег учешћа у финансирању корпоративног сектора у значајној мери условљене понудом доступних инвестиционих инструмената.<sup>677</sup> Томе се може додати и неупућеност становништва у овај облик штедње и инвестирања, као и финансијска (не)писменост становништва.<sup>678</sup>

У таквом институционалном и тржишном контексту, регулаторни модели засновани на управљању ризиком, као и транспарентност као механизам тржишне дисциплине, не могу производити исте ефекте као у развијеним финансијским системима Европске уније. Њихова ефикасност у значајној мери зависи од степена развијености тржишта капитала, ширине инвестиционог универзума и присуства активних тржишних актера који су у стању да реагују на објављене информације.

Ове околности потврђује и Стратегија за развој тржишта капитала у Републици Србији за период 2021–2026. године.<sup>679</sup> Она је усвојена 2021. године у складу са глобалним трендовима и указује на потребу постепене трансформације домаћег финансијског система. Њом се предвиђа унапређење домаћег тржишта капитала, развој нових финансијских инструмената и постепено усклађивање са иницијативама Европске уније у области одрживог финансирања.<sup>680</sup> Стратегија представља важан корак ка јачању улоге тржишта капитала у финансирању зелене транзиције и подршци одрживом економском расту.<sup>681</sup> Полазећи од чињенице да тржиште капитала у Србији не врши у довољној мери своју основну функцију ефикасне алокације финансијских ресурса, она поставља као кључни циљ развој функционалног, ликвидног и диверсификованог тржишта које ће деловати као допуна банкарском финансирању и омогућити дугорочно финансирање привреде.

Истовремено, она препознаје да је инвестициона активност институционалних инвеститора, укључујући друштва за осигурање, условљена не само регулаторним оквиром, већ и ограниченом понудом инвестиционих инструмената, ниском дубином тржишта и недовољно развијеном финансијском писменошћу и инвестиционом културом становништва.<sup>682</sup> Ова стратегија представља и важан корак ка јачању улоге тржишта капитала у финансирању зелене транзиције и подршци одрживом економском расту.<sup>683</sup>

Међутим, регулаторна еволуција институционалног инвестирања у Србији не може се посматрати искључиво као нормативни процес, већ као постепена институционална трансформација која је условљена развојем тржишта капитала, јачањем институционалних капацитета и постепеним формирањем културе управљања ризиком и транспарентности инвестиционе политике.

---

<sup>676</sup> Вид. Н. Жарковић, М. Лисов, Д. Мркшић, 1124.

<sup>677</sup> *Ibid.*

<sup>678</sup> Грозданић анализира студије које се односе на хрватско тржиште капитала у којима се посебно наглашава значај финансијске едукације за повећање учешћа становништва на финансијским тржиштима и за промену перцепције о штедњи, улагањима и финансијским институцијама. Као једно од могућих решења наводи се систематско увођење финансијске писмености у образовни систем, како би се знања о финансијским инструментима стицала већ у раним фазама образовања. Ово несумњиво важи и за српско тржиште капитала и финансијску писменост становништва у Србији. Вид. V. Grozdanić, 99-100; В. Његомир, 2024, 74-92, 76; Г. Кожетинац, „Важност и потреба за финансијском писменошћу“, *Рачуноводство*, 11-12/2009, 44.

<sup>679</sup> *Службени гласник РС*, бр. 102/2021.

<sup>680</sup> Р. Совиљ, 2022, 342-345.

<sup>681</sup> *Ibid.*

<sup>682</sup> Ј. Кочовић *et al.*, „Правци развоја тржишта осигурања“, *Токови осигурања* 3/2024, 545; М. Балабан, Б. Коренак, 991.

<sup>683</sup>

#### **4.1.5. Институционални инвеститори Србији – нормативни оквир и тржишни контекст**

У српском праву институционални инвеститори су друштва за осигурање, добровољни пензијски фондови, инвестициони фондови, као и друге професионални учесници на тржишту капитала који управљају средствима трећих лица. Заједничка карактеристика ових институција јесте акумулација финансијских ресурса и њихово инвестирање на финансијском тржишту.

Инвестициони фондови у Србији регулисани су Законом о отвореним инвестиционим фондовима са јавном понудом и Законом о алтернативним инвестиционим фондовима, као и подзаконским актима Комисије за хартије од вредности. Нормативни оквир у великој мери је усклађен са европским регулаторним стандардима и предвиђа различите типове фондова и механизме управљања ризиком. Он обухвата постојање отворених инвестиционих фондова заснованих на UCITS моделу и алтернативних инвестиционих фондова и прописује лимите диверсификације и концентрације инвестиција, као и обавезе извештавања и транспарентности.

Међутим, практични домет ових институција на домаћем финансијском тржишту остаје релативно ограничен.<sup>684</sup> Укупна актива инвестиционих фондова је и даље скромна у поређењу са банкарским сектором, док су инвестиционе стратегије фондова у значајној мери усмерене ка државним хартијама од вредности и другим инструментима ниског ризика.<sup>685</sup> Таква структура инвестиција указује на раскорак између нормативног оквира и економске реалности домаћег тржишта. Док регулаторни модел полази од претпоставке диверсификованог и динамичног тржишта капитала, ограничена понуда ликвидних инвестиционих инструмената у пракси сужава простор за шире диверсификовање портфеља и активнију алокацију капитала.<sup>686</sup>

Иако осигуравачи и инвестициони фондови имају различите економске функције, њихова инвестициона логика у српском финансијском систему показује одређене сличности. Осигуравачи инвестирају средства пре свега ради покрића техничких резерви, при чему је примарни циљ очување стабилности и ликвидности портфеља. Инвестициони фондови, са друге стране, настоје да остваре што већи принос у интересу инвеститора, уз поштовање прописаних правила диверсификације и управљања ризиком. Ипак, ограничена дубина и диверсификација домаћег финансијског тржишта утичу на то да у пракси оба типа институција показују сличну структуру портфеља. Она се пре свега огледа у доминацији државних хартија од вредности, релативно скромном учешћу корпоративних инструмената и ограниченој изложености алтернативним класама активе.

Ова околност указује на важну структурну карактеристику домаћег финансијског система. Иако институционално инвестирање у Србији постоји као правна категорија, његов економски домет остаје скроман у поређењу са развијеним финансијским тржиштима.<sup>687</sup> За разлику од Европске уније, где институционални инвеститори имају значајну улогу у стабилности финансијског система и финансирању

---

<sup>684</sup> М. Сокић, 2015, 50.

<sup>685</sup> М. Балабан, Б. Коренак, 999.

<sup>686</sup> Р. Совиљ, (2022), 342-345.

<sup>687</sup> Р. Совиљ, „Тржиште обвезница катастрофе- нормативни оквир и перспективе развоја“, *Право и привреда* 2/2021, 149.

дугорочних и одрживих инвестиција, у Србији њихова инвестициона улога у великој мери остаје условљена структуром тржишта на коме делују.<sup>688</sup>

#### **4.2. Улагања друштава за осигурање у Републици Србији – позитивноправни оквир и ограничења инвестиционе слободе**

Ово поглавље анализира режим улагања имовине друштава за осигурање у Републици Србији као позитивноправни оквир који, полазећи од заштите осигураника и стабилности сектора, обликује инвестициону активност осигураваача превасходно кроз квантитативна ограничења, категорије подобне активе и трајну надзорну контролу. У фокусу су улагања средстава техничких резерви, јер се управо преко њих обезбеђује извршење будућих уговорних обавеза.

Позитивноправни оквир улагања друштава за осигурање у Републици Србији обележен је комбинацијом законских правила и изразито развијене подзаконске регулативе коју доноси Народна банка Србије као надзорни орган. Ова структура извора није само техничка карактеристика домаћег система, већ уједно открива и његову регулаторну филозофију сходно којој се улагања осигураваача третирају се као област у којој је потребан појачан јавноправни надзор, јер је реч о средствима која су функционално везана за испуњење обавеза према осигураницима и очување финансијске стабилности друштва.

##### **4.2.1 Извори права и надзорни модел: закон као оквир, подзаконска регулација као нормативно језгро**

Полазна тачка је Закон о осигурању, којим се регулишу услови за оснивање и пословање друштава за осигурање и друштава за реосигурање, обављање послова посредовања у осигурању и реосигурању, обављање послова заступања у осигурању, вршење надзора над обављањем делатности осигурања, заштита права осигураника, уговараача осигурања, корисника осигурања и трећих оштећених лица, као и обављање у Републици делатности осигурања лица из држава чланица Европске уније и страних држава<sup>689</sup> Њиме је прецизирано да делатност осигурања чине послови осигурања, укључујући и саосигурање, послови реосигурања, послови посредовања у осигурању и послови заступања у осигурању.<sup>690</sup>

Својим Основним одредбама Закон установљава обавезу друштва за осигурање да обезбеди заштиту корисника услуге осигурања,<sup>691</sup> док је Глава V посвећена регулисању имовина, обавезе, капитал и пословање друштава за осигурање.<sup>692</sup>

Закон поставља основне категорије улагања и његов оквир тако што:

1) одређује имовину која се може прибављати средствима техничких резерви,<sup>693</sup>

<sup>688</sup> М. Сокић, 2015, 50.

<sup>689</sup> Чл. 1 Закона о осигурању, у даљем тексту Закон.

<sup>690</sup> Чл.2 Закона.

<sup>691</sup> Чл. 15, ст. 1 Закона који гласи: „Друштво за осигурање, друштво за посредовање у осигурању, друштво за заступање у осигурању, заступник у осигурању и правна лица из члана 98. став 2. овог закона која обављају послове заступања у осигурању на основу претходне сагласности Народне банке Србије (у даљем тексту: правна лица из члана 98. став 2. овог закона) дужни су да обезбеде заштиту права и интереса осигураника, уговараача осигурања, корисника осигурања и трећих оштећених лица (у даљем тексту: корисник услуге осигурања), у складу с прописима, правилима струке и добрим пословним обичајима.“

<sup>692</sup> Чл.114-146 Закона.

<sup>693</sup> Чл. 131 Закона: Средствима техничких резерви обрачунатим у складу са овим законом прибавља се имовина која служи за покриће будућих обавеза по основу осигурања, као и евентуалних губитака због ризика који произлазе из послова осигурања које обавља друштво за осигурање. Средствима техничких

- 2) прописује општа правила инвестирања тих средстава,<sup>694</sup>
- 3) уводи посебна правила за инвестирање математичке резерве<sup>695</sup> и
- 4) делегира Народној банци Србије нормативно овлашћење да прописује ограничења и ближе услове инвестирања.<sup>696</sup>

Тако се већ на законском нивоу успоставља кључна идеја према којој слобода улагања у делу који се односи на средства техничких резерви постоји, али је унапред усмерена критеријумима ликвидности, сигурности, профитабилности и дисперзије ризика.<sup>697</sup> Напротив, слобода улагања није формално ограничена када се односи на имовину која се може прибављати осталим средствима осигурања.<sup>698</sup> Она формално могу бити инвестирана слободно у све облике имовине утврђене инвестиционом политиком друштва за осигурање.

Нормативни „центар гравитације“ режима се затим помера у подзаконску сферу где Одлука Народне банке Србије о инвестирању средстава осигурања<sup>699</sup> има централно место. Њом се прописују конкретна ограничења и детаљни услови улагања средстава техничких резерви. Овим актом законски принципи добијају прецизан садржај одређујући дозвољене класе активе, лимите изложености и услове диверсификације. Одлука тако преводи диверсификацију у класичну технику лимита, где ограничења по класама активе и по појединим категоријама емитената дејствују као структурна забрана да један сегмент ризика (осим државног) доминира портфељем.

Наиме, према Одлуци о инвестирању средстава осигурања, једино улагање у најсигурније категорије хартија од вредности, односно државне хартије од вредности и друге високо квалитетне дужничке инструменте, може се вршити без квантитативних ограничења. Насупрот томе, сва остала улагања подлежу изричитим лимитима и правилима диверсификације. То се пре свега односи на улагања у корпоративне обвезнице и друге хартије од вредности приватних емитената, у акције, уделе у правним лицима, инвестиционе јединице инвестиционих и алтернативних

---

резерви могу се прибављати следећи облици имовине: 1) хартије од вредности и инструменти тржишта новца које су издали Република, државе чланице Европске уније или Организације за економску сарадњу и развој, централне банке држава чланица Европске уније или држава чланица наведене организације, односно за које гарантује неки од наведених субјеката; 2) хартије од вредности које издају међународне финансијске организације чији је Република члан; 3) дужничке хартије од вредности које издају аутономне покрајине и јединице локалне самоуправе, као и дужничке хартије од вредности за које гарантује неки од наведених субјеката; 4) дужничке хартије од вредности којима се тргује на тржишту хартија од вредности у складу са законом; 5) дужничке хартије од вредности којима се не тргује на тржишту хартија од вредности ако је њихов издавалац правно лице које има седиште у Републици; 6) акције којима се тргује на тржишту хартија од вредности у складу са законом; 7) акције којима се не тргује на тржишту хартија од вредности ако је њихов издавалац правно лице које има седиште у Републици; 8) власнички удели привредних друштава која имају седиште у Републици; 9) инвестиционе јединице инвестиционих фондова; 10) непокретности и друга стварна права на непокретностима – ако су уписане у земљишне, односно друге јавне књиге у Републици, ако доносе принос, ако је њихова куповна цена одређена на основу процене овлашћеног процењивача и ако су без терета. Средства техничких резерви могу се депоновати код банака које имају седиште у Републици или држати у готовини у благајни и на рачуну друштва за осигурање. Имовина из ст. 2, тач. 9 овог члана може се прибављати само средствима техничких резерви животних осигурања из чл. 8, ст. 1, тач. 5 овог закона.

<sup>694</sup> Чл. 132. ст. 2 Закона.

<sup>695</sup> Чл. 133 Закона, док је чл. 121, ст. 1 Закона математичка резерва дефинисана као техничка резерва друштва за осигурање намењена измирењу садашње вредности будуће обавезе по основу уговора о животном осигурању и по основу вишегодишњих уговора о неживотном осигурању код којих се кумулирају средства штедње или средства за покриће ризика у каснијим годинама и на које се примењују таблице вероватноће и обрачуни као код животних осигурања.

<sup>696</sup> Чл. 134 Закона.

<sup>697</sup> Чл. 132 став 2 Закона.

<sup>698</sup> Чл. 136 Закона.

<sup>699</sup> *Службени гласник РС*, бр. 55/2015, 111/2017, 149/2020, 137/2022, 82/2024 и 31/2025.

инвестиционих фондова, непокретности, као и на депозите код банака и новчана средства. За ове облике имовине прописани су како укупни лимити у односу на средства техничких резерви, тако и ограничења изложености према појединачном емитенту или повезаним лицима.<sup>700</sup>

Одлука Народне банке Србије о инвестирању средстава осигурања конкретизује правила кроз проценатне лимите. Посебно је индикативно да су државне хартије Републике Србије, као и хартије држава ЕУ/ОЕЦД и међународних финансијских институција, третиране као регулаторно најподобнија актива (у пракси без кочећих лимита који би „одвраћали“ од доминације у портфељу), док се код других класа активе прописују лимити који су знатно рестриктивнији: за дуг локалних самоуправа је предвиђен лимит (нпр. до 35%), за дужничке хартије од вредности којима се тргује лимит (нпр. до 60%), за нетрговани дуг домаћих правних лица лимит (нпр. до 25%); за акције којима се тргује лимит (нпр. до 25%), за нетрговане акције домаћих емитената лимит (нпр. до 5%); за инвестиционе јединице фондова (код животних осигурања) лимит (нпр. до 5%); за непокретности лимити (нпр. до 30% код неживотних и до 20% код животних).<sup>701</sup>

Оваква нормативна конструкција указује на изразито рестриктиван и конзервативан карактер инвестиционог режима осигураваача, у којем је слобода инвестирања подређена захтевима сигурности, ликвидности и контроле ризика.

Важно је нагласити да се овај подзаконски оквир често ажурира, што показује да је инвестициона регулација у Србији у значајној мери „жив“ режим који се фино подешава у односу на тржишне околности и надзорне приоритете.

Додатни ниво ограничења представља правило да се средства осигурања инвестирају у Републици, уз изузетак да је могуће је улагање у иностранству, али само у дозвољене облике имовине и на основу претходне сагласности НБС за свако улагање, при чему је укупно улагање у иностранству ограничено на 25% релевантног износа.<sup>702</sup> Овде се показује да српски режим, поред пруденцијалне, има и функционално-економску димензију. Он тежи да средства техничких резерви остану превасходно у домаћем финансијском систему, а „извоз капитала“ је дозвољен условно и контролисано.<sup>703</sup>

Из перспективе инвестиционе слободе, ова комбинација закона и детаљне секундарне регулативе производи јасан нормативни резултат, где инвестициона аутономија осигураваача није постављена као широк принцип уз накнадну контролу, већ је унапред ограничена унутар дозвољених класа активе и прописаних лимита.<sup>704</sup> У том смислу, српски модел улагања друштава за осигурање се остварује као класични

---

<sup>700</sup> Чл. 3 Одлуке Народне банке Србије о инвестирању средстава осигурања.

<sup>701</sup> *Ibid.*

<sup>702</sup> Чл. 137 Закона и чл. 10 Одлука Народне банке Србије о инвестирању средстава осигурања.

<sup>703</sup> Слобода пружања услуга на тржишту Европске уније једна од основних слобода, која користи националним економијама држава чланица, јер доприноси развоју домаћег тржишта осигурања и омогућава корисницима осигурања бољи избор могућности заштите од ризика, бољи квалитет услуга и повољнију цену. Иако либерализација може донети бројне предности, као што су јача конкуренција, већи избор и квалитетније услуге за осигуранике, као и подстицај економском развоју и страним инвестицијама, српски законодавац још увек чврсто бира затворено тржиште осигурања уз строго контролисане изузетке. Дакле, постоји монопол домаћих друштава за осигурање, уз корпоративно присуство страног капитала у осигурању. Више: П. Шулејић, „Осигурање и страна улагања“, *Право и привреда* 5-8/1998, 403-404. Ј. Славнић, „Право осигурања – између заштите монопола и тржишта осигурања“, *Анали Правног факултета у Београду* 4-6/96, 79. П. Шулејић, 2005, 127. Ј. Пак, 165.

<sup>704</sup> У српском праву прекорачење прописаних лимита улагања не доводи до аутоматског капиталног ефекта као у систему Солвентност II, већ се третира као повреда правила о управљању средствима техничких резерви. У том случају Народна банка Србије може применити надзорне мере из чл. 197-203 Закона о осигурању, укључујући налог за отклањање неправилности и усклађивање инвестиционог портфеља, док су за повреду ових обавеза предвиђене и прекршајне санкције из чл. 264-266 Закона.

квантитативни приступ са листама и ограничењима, за разлику од концепту заснованог на стандарду разумног улагача, који доминира у праву Европске уније.<sup>705</sup>

Посебно треба истаћи да надзорна улога Народне банке Србије није ограничена на доношење правила.<sup>706</sup> Она се наставља кроз систем извештавања, праћење структуре техничких резерви и инвестиционог портфеља сектора. Тако надзорни модел Народне банке Србије, уз нормативну функцију, има и изражену „оперативну“ димензију. Кроз извештавање и публикације о сектору осигурања Народне банке Србије одржава трајну видљивост структуре улагања, што режиму даје информациону компоненту ограничења. Тиме је дисциплински механизам постављен кроз широки надзор инвестиционе политике.<sup>707</sup>

#### 4.2.2. Техничке резерве као предмет инвестиционе регулације

У српском праву, улагања друштава за осигурање најјасније су регулисана управо онда када се односе на средства техничких резерви. Нормативно оправдање оваквог приступа налази се у чињеници да техничке резерве представљају средство обезбеђења будућих обавеза по основу осигурања, те њихово улагање има карактер *управљања имовином која је функционално везана за права осигураника*. Закон изричито предвиђа да се средствима техничких резерви прибавља имовина која служи за покриће будућих обавеза и евентуалних губитака из ризика послова осигурања, а затим таксативно набраја облике имовине у које се та средства могу пласирати.<sup>708</sup>

Оваква конструкција прави јасну разлику између општег режима располагања имовином привредног друштва и режима „имовине за покриће“. Средства која чине техничке резерве имају посебан правни статус јер се не сматрају обичним средствима пословања, већ су функционално везана за испуњење обавеза према осигураницима. Из тог разлога и инвестициона политика улагања техничких резерви, није слободна у истом смислу као код осталих средстава, јер је правно уоквирена јавним интересом заштите осигураника. То се додатно појачава општим правилима инвестирања. Средства техничких резерви морају бити уложена у инвестициони портфолио који испуњава критеријуме ликвидности, сигурности и профитабилности друштва за осигурање, измирење његових будућих обавеза, као и дисперзију ризика.

Овде се може закључити да српско право показује исти регулаторни импулс као Солвентност II, јер се инвестиције осигуравача се третирају као јавноправно релевантна активност онда када обезбеђују извршење обавеза према корисницима услуге осигурања. Али, иако Закон са једне стране поставља материјалне критеријуме

<sup>705</sup> М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 253-254.

<sup>706</sup> Пак истиче да се надзор над улагањима осигуравајућих друштава може се заснивати на два приступа. Први је квантитативни приступ, који подразумева прописивање лимита за улагања према врсти имовине, дужнику, валути или земљи инвестирања, чија је предност је једноставност примене и лакша контрола од стране надзорних органа, али може довести до мање ефикасних улагања због ограничене флексибилности. Други приступ је такозвани принцип „пажљивог привредника“ (*prudent person approach*), који осигуравачима оставља већу слободу у инвестиционим одлукама и омогућава боље прилагођавање тржишним условима, али истовремено отежава надзорним органима процену исправности инвестиционих одлука. Ј. Пак, 166. Савремени развој у Европској унији ипак се определио за други приступ, јер обухвата све ризике који могу утицати на солвентност друштва за осигурање и препустио је велику слободу у управљању ризицима самим друштвима за осигурање, док је реформом надзора над пословањем друштава за осигурање унапредио комуникацију између друштава за осигурање и надзорних органа, уз увођење транспарентности као додатни елемент процене исправности инвестиционих одлука.

<sup>707</sup> Ј. Пак, 166.

<sup>708</sup> Закон у одредбама које се односе на формирање и одржавање техничких резерви (чл. 116–123 Закона) поставља обавезу да осигуравач континуирано располаже адекватним средствима за покриће преузетих обавеза. Вид. чл. 131 и 132, ст. 2 Закона.



улагања (ликвидност, сигурност, профитабилност и дисперзију ризика), са друге стране, таксативно дозвољеним класама активе унапред усмерава инвестициону стратегију друштава за осигурање. Затим препушта конкретизацију тих критеријума надзорном органу, чиме се настоји да се инвестициона регулација динамички прилагођава тржишним околностима.<sup>709</sup>

Кроз чл. 132, ст. 3-5 законодавац настоји да повеже инвестициону политику друштава за осигурање са управљањем ризицима. Закон захтева да се имовина формирана средствима техничких резерви усклади са природом осигуравајућих обавеза, како би се ризици тржишних промена, посебно ризик каматних стопа и валутни ризик, свели на најмању могућу меру. Поред тога, прописана су правила валутне усклађености активе и обавеза, као и обавеза континуираног прилагођавања инвестиционог портфеља променама на финансијским тржиштима. На тај начин закон јасно указује да улагање средстава техничких резерви није слободна пословна одлука осигураваача, већ активност која мора бити усмерена на контролу и ограничење инвестиционих ризика.

Системски ефекат овакве архитектуре је јасан јер подстиче портфеље да се „природно“ групишу око државних хартија и депозита, као најједноставније регулаторно усагласиве активе, док друге класе остају маргиналне због кумулативних лимита, услова и концентрационих ограничења. Овај изразито квантитативни приступ подразумева да су дозвољене категорије активе су таксативно набројане, а улагање изван тог оквира није могуће. На овај начин је слобода улагања унапред ограничена избором инструмената који се сматрају компатибилним са захтевом сигурности техничких резерви.<sup>710</sup>

Периодични прегледи сектора осигурања потврђују ову праксу. На пример, у Извештају Народне банке Србије за први квартал 2025. године констатује се да су у структури улагања техничких резерви доминантне државне хартије од вредности: код неживотних осигурања око 65,4%, а код животних око 90% (уз остале категорије као што су депозити/готовина и сл.). Ови подаци су двоструко важни: (1) емпиријски потврђују да квантитативно-листни режим производи системску конзервативност, и (2) показују да надзорна транспарентност није само формалност, већ механизам „меке дисциплине“: видљивост портфеља олакшава Народној банци Србије да интервенише пре него што проблеми ескалирају, а уједно гради наратив стабилности сектора.<sup>711</sup>

Поред избора инструмената, прописују се и лимити изложености по појединим класама активе и појединачним емитентима. Ова ограничења имају функцију спречавања прекомерне концентрације ризика и представљају квантитативну манифестацију принципа диверсификације. Правно посматрано, лимити не делују само као техничка мера управљања ризиком, већ као експлицитна граница инвестиционе аутономије, јер друштво за осигурање не може, чак ни у условима повољних тржишних очекивања, прећи прописани праг изложености. Додатна ограничења могу се односити на валутну структуру улагања или географску расподелу активе. И овде се инвестициона политика не препушта искључиво тржишној процени, већ се уређује у складу са ширим стабилизационим и монетарним разлозима. У целини посматрано, подзаконски режим улагања у Србији показује нормативну оријентацију ка превентивној контроли. Ограничења су постављена *ex ante*, кроз листе дозвољених инструмената и лимите, а не кроз накнадну процену ризичног профила.<sup>712</sup>

---

<sup>709</sup> Ј. Пак, 164-165.

<sup>710</sup> Ј. Костић, 2018, 465.

<sup>711</sup> Народна банке Србије, Извештај за први квартал 2025. године, [https://www.nbs.rs/sr\\_RS/finansijske-institucije/osiguranje/poslovanje/](https://www.nbs.rs/sr_RS/finansijske-institucije/osiguranje/poslovanje/), 25.05.2026.

<sup>712</sup> Ј. Костић, 2018, 465.

Квантитативни режим улагања, који се састоји од листе дозвољених инструмената и лимита изложености, је по својој дефиницији превентиван. Међутим, питање које се овде отвара није да ли такав приступ смањује ризик, јер је то његов очигледан циљ, већ да ли он, у конкретним тржишним условима Србије, доводи до системске конзервативности која превазилази границе нужне заштите осигураника и солвентности, односно да ли у пракси „закључава“ портфеље у уски круг инструмената.

Емпиријски подаци Народне банке Србије су у том погледу упечатљиви: у извештајима о сектору осигурања уочава се да се техничке резерве, посебно у животном осигурању, у изразито високом проценту пласирају у државне хартије од вредности. У првом кварталу 2025. године је то износило око 90% за животно осигурање, док код неживотних осигурања такође доминирају државни папири (око две трећине), уз осетан удео депозита и готовине.<sup>713</sup> Ови подаци су двоструко важни: (1) емпиријски потврђују да квантитативно-листни режим производи системску конзервативност, и (2) показују да надзорна транспарентност није само формалност, већ механизам „меке дисциплине“: видљивост портфеља олакшава Народној банци Србије да интервенише пре него што проблеми ескалирају, а уједно гради наратив стабилности сектора.

Оваква структура сама по себи не доказује прекомерну конзервативност, али јесте индикатор да систем подстиче инвестициону политику која је пре свега оријентисана ка сигурности и ликвидности, а мање ка диверсификацији ризика и дугорочној алокацији у ширем спектру активе.

Кључни нормативни механизам који производи овај исход није једна појединачна забрана, већ комбиновани ефекат. Таксативно одређивање дозвољених класа активе и условљавање улагања квалитетом инструмента, те лимитирање концентрације по емитенту/класама активе у оквиру унапред дефинисаних процената, што у пракси сужава простор за „стратешке“ позиције. Одлука о инвестирању средстава осигурања, као подзаконски стуб режима, управо у томе има кључну улогу, јер се њеним изменама и допунама режим редовно прилагођава, али остаје у истој архитектури квантитативног ограничења.

Са правног становишта, конзервативност може бити проблематична у два смисла.

Прво, постоји ризик да се заштита од тржишног ризика делимично „замени“ изложеношћу према једном доминантном извору ризика - сувереном ризику и ризику каматних стопа државних хартија од вредности. Другим речима, нормативни циљ диверсификације може у пракси резултирати, као што и резултира, концентрацијом у инструменатима који су регулаторно најлакши за држање, а не нужно и најбољи у смислу ризичне расподеле на дужи рок.<sup>714</sup>

Друго, конзервативност може имати ефекат на економску функцију осигураваача као институционалних инвеститора. У литератури која се бави српским тржиштем осигурања већ је примећено да су инвестициони резултати осигураваача током кризних периода били релативно стабилни управо због конзервативног приступа, али се истовремено указује да таква стратегија није неутрална у погледу развојне улоге и дубине тржишта капитала.<sup>715</sup> Отуда се поставља питање да ли режим који систематски фаворизује ограничен спектар инструмената, дугорочно смањује простор за диверсификацију, алтернативне класе активе и нове облике улагања, укључујући инфраструктуру и одрживе пројекте.<sup>716</sup>

<sup>713</sup> Народна банке Србије, Извештај за први квартал 2025. године.

<sup>714</sup> Insurance Core Principles, ICP 15.1.8.

<sup>715</sup> А. Момчиловић, 92-99.

<sup>716</sup> *Ibid.*; Insurance Core Principles, ICP 15.1.9.

Нормативна оцена мора бити уравнотежена, јер конзервативност није само последица норме, већ и последица структуре домаћег финансијског тржишта, чије су главне одлике плиткост секундарних тржишта, ограничена понуда дугорочних инструмената ограничена ликвидност појединих категорија активе и валутни и кредитни ризици корпоративног сектора. У том контексту, квантитативни модел делује као механизам компензације структурних ограничења тржишта и компензује недостатак тржишне дисциплине. Он штити осигуранике у условима где би „пуни“ модел инвестиционе слободе могао производити ризике које ни надзор ни тржишна дисциплина не би лако апсорбовали.<sup>717</sup>

Зато је прецизније закључити да српски квантитативни режим не ствара конзервативност као случајну последицу, већ је нормативно пројектован да производи стабилност кроз унапред ограничену инвестициону дискретност. Кључна дилема је, међутим, пропорционалност тог исхода. Наиме, у мери у којој режим „закључава“ портфеље у доминантно државне хартије и депозите, он може ограничити диверсификацију и дугорочни принос, што се индиректно може одразити и на квалитет покрића обавеза у условима инфлације и дуготрајно ниских реалних приноса.

#### **4.2.3.Управљање ризицима у друштвима за осигурање у српском праву**

Управљање ризицима у српским друштвима за осигурање уведено је кроз Главу VI Закона као израз тежње осавремењивања регулаторног оквира у складу са системом Солвентност II. Закон полази од обавезе друштва да обезбеди постојање и функционисање ефикасног система управљања, који обухвата управљање ризицима, систем интерних контрола, интерну ревизију и актуарство.<sup>718</sup> Истовремено, изричито се захтева да овај систем буде усклађен са величином и организационом структуром друштва, обимом активности и врстама осигурања које друштво обавља,<sup>719</sup> чиме се уводи начело пропорционалности.

Основна сврха увођења управљања ризицима у нормативни оквир је да друштва за осигурање успоставе ефикасан систем управљања ризицима којима су изложена или би могла бити изложена у свом пословању. Тај систем састоји се од стратегија, процеса и процедура за континуирано идентификовање, мерење, праћење и контролу ризика, као и за извештавање о појединачним и укупним ризицима, укључујући и њихову међузависност.<sup>720</sup> Закон при томе посебно наглашава да систем управљања ризицима обухвата преузимање ризика у осигурање и резервисање, управљање имовином и обавезама, инвестиције, ликвидност, концентрацију ризика, оперативне ризике, реосигурање и друге начине умањења ризика.<sup>721</sup>

Обавеза друштава за осигурање да обезбеде систем управљање ризицима у домаћем праву изражава усклађеност са једним од кључних елемената савременог приступа управљања у друштвима за осигурање, нарочито са системом Солвентност II.<sup>722</sup>

Као и у погледу регулисања улагања имовине друштава за осигурање, тако се и овде ово законско решење даље разрађује и конкретизује кроз подзаконске акте Народне банке Србије.<sup>723</sup> Одлука о систему управљања у друштву за осигурање/реосигурање<sup>724</sup> полази од тога да систем управљања обухвата исте кључне

<sup>717</sup> М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 254.

<sup>718</sup> Чл. 147, ст. 1 Закона.

<sup>719</sup> Чл. 147, ст. 2 Закона.

<sup>720</sup> Чл. 148, ст. 1 Закона.

<sup>721</sup> Чл. 148, ст. 2 Закона.

<sup>722</sup> Т. Јевремовић Петровић, 291.

<sup>723</sup> Чл. 150, ст. 3 Закона.

<sup>724</sup> *Службени гласник РС*, бр. 51/2015-46, 29/2018-102, 84/2020-50, 94/2022-337, 82/2024-68.

функције као и Закон, али истовремено инсистира на јасној подели овлашћења и одговорности, као и на спречавању сукоба интереса. Надзорни одбор је означен као орган одговоран за успостављање ефикасног система управљања и надзор над његовим функционисањем.<sup>725</sup>

У погледу врста ризика, Одлука о систему управљања у друштву за осигурање/реосигурање, поред ризика осигурања, изричито предвиђа обухватање тржишног ризика, ризика неиспуњења обавеза друге уговорне стране, ризик ликвидности, оперативни ризик, правни ризик, као и друге значајне ризике, међу којима су посебно наведени репутациони, стратешки и ризици који настају поводом нових производа или поверавања послова трећим лицима.<sup>726</sup> Оваквим решењем српско право већ у потпуности усваја приступ интегрисаног управљања ризицима Европског законодавца.

У том контексту нарочито је важно што је у домаћем праву управљање ризицима повезано са управљањем имовином и обавезама, инвестицијама и ликвидношћу. Ризик ликвидности обухвата, између осталог, и ризик неадекватног управљања активом и пасивом (ALM), као и ризик рочне неусклађености средстава и њихових извора, посебно у делу усклађености средстава техничких резерви и техничких резерви. Истовремено, тржишни ризик се више не своди само на промене каматних стопа, девизног курса или цена хартија од вредности, већ укључује и ризик конкуренције и ризик неадекватног прилагођавања захтевима корисника услуга осигурања.

Поред тога, српско право је прихватило и један од кључних концепта Солвентности II, а то је Сопствена процена ризика и солвентности (ORSA). Према Одлуци о систему управљања у друштву за осигурање/реосигурање, Сопствена процена ризика и солвентности је саставни део пословне стратегије друштва и мора бити укључена у доношење стратешких одлука и управљање адекватношћу капитала. Она обухвата процену укупно потребне солвентности, континуиране испуњености услова који се односе на адекватност капитала и техничких резерви, као и одступања ризичног профила друштва од прописаних капиталних захтева.<sup>727</sup>

Овим се јасно потврђује да се домаћи режим више не задовољава статичком контролом испуњености појединачних законских услова, већ тежи антиципативној, интерној и стратешкој процени ризичног профила друштва.<sup>728</sup>

Систем управљања ризицима у српским друштвима за осигурање тесно је повезан и са системом интерних контрола. Овај систем обухвата административне, рачуноводствене и друге процедуре и механизме чији је циљ спречавање прекомерне изложености ризицима, незаконитости и неправилности у пословању.

Посебно значајно место интерне ревизије. Закон наглашава захтевом да она буде самостална и независна, да за свој рад непосредно одговара надзорном одбору и да врши сталну и свеобухватну ревизију свих активности из пословања друштва.<sup>729</sup> Њени задаци обухватају континуирано праћење, проверу и унапређење система рада у друштву, оцену система управљања ризицима, оцену адекватности и поузданости система интерних контрола и давање препорука за отклањање уочених неправилности.<sup>730</sup> Посебно је значајна законска обавеза интерне ревизије да, у случају опасности од неликвидности, несолвентности или угрожавања права осигураника, о томе без одлагања обавести управу друштва за осигурање, а ако она не предузме

<sup>725</sup> Чл. 2 и 3 Одлуке о систему управљања у друштву за осигурање/реосигурање.

<sup>726</sup> Чл. 5-12 Одлуке о систему управљања у друштву за осигурање/реосигурање.

<sup>727</sup> Чл. 16-22 Одлуке о систему управљања у друштву за осигурање/реосигурање.

<sup>728</sup> Више о имплементацији Директиве Солвентност II у Србији у погледу четири кључне функције управљања у друштвима за осигурање вид. И. Тошић, 2022, 46-49.

<sup>729</sup> Чл. 154 Закона.

<sup>730</sup> Чл. 155, ст. 1 Закона.

одговарајуће мере, и Народну банку Србије.<sup>731</sup> На тај начин, интерна ревизија у друштвима за осигурање у српском праву има не само унутрашњу контролно-саветодавну, већ и ширу заштитну функцију.

Актуарска функција такође представља важан елемент система управљања ризицима. Иако Закон о осигурању формално говори о овлашћеном актуару, подзаконска правила и Стратегија за имплементацију Солвентности II у Републици Србији<sup>732</sup> показују да је његова улога у домаћем праву већ значајно приближена актуарској функцији из Солвентности II. Она се не исцрпљује у техничком обрачуна резерви, већ обухвата и допринос управљању ризицима, посебно у вези са маргином солвентности и процесом сопствене процене ризика и солвентности.<sup>733</sup>

#### 4.2.4. Надзор и транспарентност у делатности осигурања у српском праву

У правном систему Републике Србије, надзор над друштвима за осигурање има централну улогу у обезбеђивању стабилности сектора и заштите осигураника. Вршење надзора је у надлежности Народне банке Србије<sup>734</sup> која има широка надзорна овлашћења.<sup>735</sup>

Дакле, надзорни модел у Србији карактерише широк круг овлашћења надзорног органа, који обухвата не само контролу законитости пословања, већ и оцену финансијског положаја, ризичног профила и инвестиционе политике друштава за осигурање. Народна банка Србије има овлашћења да захтева достављање детаљних података, спроводи непосредне контроле, налаже отклањање неправилности, као и да предузима различите надзорне мере, укључујући ограничења у пословању и одузимање дозволе за рад као крајњу меру.<sup>736</sup>

Надзор није усмерен искључиво на коначне резултате пословања, већ и на унутрашње системе управљања, укључујући управљање ризицима, интерне контроле и актуарске процесе. У том смислу, надзорни орган врши континуирану процену адекватности стратегија и процедура друштава за осигурање, што има за резултат појачану улогу надзорног органа у пословању ових субјеката.

Међутим, овај модел снажног надзора није праћен једнако развијеним механизмима транспарентности у смислу тржишне дисциплине. У томе се може упоредити са системом Солвентност I, који није био обележен високом нивоом транспарентности.<sup>737</sup> Обавезе извештавања подразумевају редовно извештавање Народне банке од стране друштава за осигурање, затим тромесечно извештавање, као и извештавање на захтев Народне банке, док она сама прописује садржину тих извештаја.<sup>738</sup>

Упознавање јавности са радом друштава за осигурање је јако рестриктивно, јер се своди на јавно доступан регистар података који води Народна банка<sup>739</sup> као и на јавно објављивање информација у случају када се утврди да је друштво за

---

<sup>731</sup> Чл. 160 Закона.

<sup>732</sup> Народна банке Србије, Стратегија за имплементацију Солвентности II у Републици Србији, Мај 2021. године, у даљем тексту Стратегија за имплементацију Солвентности II.

<sup>733</sup> За више вид. V. Ranaldi, J. Костић, „Risk management in insurance vs discrimination“, *Проузроковање штете, накнада штете и осигурање*, Институт за упоредно право, Београд 2023, 382; З. Ђурић, З. Јовановић, 14.

<sup>734</sup> Чл. 13 и 187 Закона.

<sup>735</sup> Вид. чл. 188 Закона.

<sup>736</sup> Вид. чл. 188-217 Закона.

<sup>737</sup> K. Van Hulle, 2019, 477.

<sup>738</sup> Чл. 177, 178, 180 и 181 Закона.

<sup>739</sup> Чл. 16 Закона.

осигурање поступало незаконито или у супротности са правима и интересима корисника осигурања.<sup>740</sup>

Практични ефекат оваквог законског решења је да транспарентност не функционише као механизам тржишне корекције инвестиционог понашања, већ пре свега као инструмент надзорне контроле. Објављене информације имају значај углавном у односу између друштва за осигурање и надзорног органа, док је њихов утицај на понашање других тржишних актера ограничен. Снажна улога надзорног органа резултира смањењем простора за пословну аутономију и повећањем зависности друштава од надзорне процене, док ограничен домет транспарентности умањује потенцијал развоја тржишне дисциплине као комплементарног механизма контроле.

#### **4.2.5. Имплементација Солвентности II у српском праву**

При анализи имплементације Солвентности II у српско право мора се поћи од закључка да два система полазе од заједничког нормативног циља, а то су заштита осигураника и очување солвентности, али да до тог циља долазе различитим регулаторним техникама и различитим схватањем инвестиционе слободе.<sup>741</sup>

Имплементација Директиве Солвентност II у правни систем Републике Србије представља међународно преузету и законску обавезу Република Србија у складу са Споразумом о стабилизацији и придруживању. У том контексту, Закон већ садржи одредбе које преузимају нека решења Солвентности II, које се односе на управљање друштвима за осигурање и на увођење система управљања ризицима. Примена других одредби Закона које се односе на усклађивање у сегменту слободе обављања делатности и слободе пружања услуга на нивоу Европске уније одложена је до приступања Србије Европској унији.<sup>742</sup>

Кроз подзаконску регулативу Народне банке Србије се врши постепено усклађивање са режимом Солвентности II при чему се оно нарочито односи на продубљивање законских одредби које се односе на квалитативне захтеве, док у погледу квантитативних захтева и транспарентности процес усклађивања је у великом заостатку.

Велики значај у овом процесу има Стратегија за имплементацију Солвентности II у Републици Србији, која се заснива се на постепеном и фазном приступу усклађивања домаћег регулаторног оквира са савременим пруденцијалним стандардима Европске законодавства. Полазећи од чињенице да је домаће право већ делимично усклађено са захтевима Солвентности I и појединим елементима Солвентности II, Стратегија

---

<sup>740</sup> Чл. 200 Закона који гласи: Народна банка Србије може јавно објавити информације о неизвршавању или неблаговременом извршавању обавеза друштва за осигурање или о његовом пословању супротном прописима, на терет тог друштва, ако је контролом утврђено да је друштво у свом пословању поступало супротно прописима, односно на начин који би могао знатно угрозити права и интересе осигураника и других корисника осигурања. Прво, ово у крајњој линији значи негативни публицитет, јер се о позитивним резултатима друштава за осигурање јавност не обавештава. Друго, Народна банка Србије кроз извештавање и публикације о сектору осигурања не одржава трајну видљивост структуре улагања. Ово режиму даје информациону ограниченост, где се надзорна видљивост може тумачити као дисциплински механизам.

<sup>741</sup> Иако Закон не садржи програмску одредбу која би, попут Рецитала 16 Директиве Солвентност II, изричито дефинисала заштиту осигураника као главни циљ регулаторног режима, овај циљ је индиректно постављен у његовом чл. 15. Њиме је прописана је обавеза свих учесника на тржишту осигурања да обезбеде заштиту права и интереса осигураника, уговарача осигурања, корисника осигурања и трећих оштећених лица. Док чл. 27 Директиве Солвентност II када говори о надзору, изричито ставља надзор над друштвима за осигурање у функцију главног циља заштите осигураника, из одредби Закона о надзору Народне банке Србије (чл. 187–219 Закона) само индиректно произлази да је основна функција надзорног режима заштита интереса осигураника и корисника осигурања.

<sup>742</sup> Вид. чл. 238–255 Закона. За критику овог решења вид. В. Чоловић, „Положај страних осигуравајућих друштава у Србији у вези са одредбом члана 84 Устава Републике Србије“, *Constitutio lex superior: ceћање на професора Павла Николића*, Институт за упоредно право, Београд 2021, 66, (20216).

предвиђа даљу трансформацију ка систему заснованом на управљању ризицима, адекватности капитала и транспарентности.<sup>743</sup>

Процес усклађивања организован је кроз три међусобно повезане фазе. Прва фаза обухвата анализу усклађености домаћег правног оквира са захтевима Солвентности II, при чему се идентификују нормативни и институционални недостаци, као и области у којима је потребно извршити измене закона и подзаконских аката. Ова анализа показује да, иако су поједини квалитативни захтеви већ имплементирани, пуна усклађеност захтева даље прилагођавање, нарочито у делу који се односи на квантитативне захтеве и свеобухватни приступ управљању ризицима.

Друга фаза подразумева процену ефеката имплементације, која се спроводи путем квантитативних студија утицаја. Ове студије омогућавају тестирање примене нових правила, посебно у погледу адекватности капитала и обрачуна техничких резерви, као и процену спремности друштава за осигурање да преузму захтеве Солвентности II. Кроз ову фазу се омогућава постепено увођење сложених регулаторних стандарда уз очување стабилности сектора осигурања.

Трећа фаза обухвата усклађивање регулаторног оквира, које подразумева измене и допуне Закона о осигурању и релевантних подзаконских аката, ради потпуног преузимања решења Солвентности II. Ова фаза је тесно повезана са процесом приступања Европској унији и подразумева не само нормативне измене, већ и институционално јачање надзорних капацитета, као и прилагођавање праксе осигуравања новим пруденцијалним захтевима.<sup>744</sup>

С обзиром на комплексност и трајање процеса, предност Стратегије за имплементацију Солвентности II је усвајање флексибилног приступа, у складу са којим је у зависности од нових околности, а посебно у зависности од процеса приступања Европској унији и препорука Европске комисије, предвиђено редовно преиспитивање и прилагођавање стратегије.

Значајно је и укључивање у рад на имплементацији и релевантних институција и учесника тржишту, као и на укључивању шире јавности кроз јавне расправе и објављивање информација, чиме се обезбеђује транспарентност и постепено прилагођавање новим регулаторним захтевима.<sup>745</sup>

Из овако конципираног процеса имплементације јасно произлази да је домаћи законодавац кроз Закон и подзаконске акте, преузео знатан део квалитативних захтева другог стуба Солвентности II. То се нарочито односи на кључне функције управљања друштвима за осигурање, Сопствену процену ризика и солвентности, поверавање послова трећим лицима и развој надзора заснованог на процени ризика. Стратегија истовремено потврђује да је даље усклађивање и даље у току и да ће пуна имплементација зависити од анализе ефеката на домаће тржиште, квантитативних студија утицаја и даљег прилагођавања регулаторног оквира.

Полазећи од свега наведеног, може се закључити да српска друштва за осигурање већ послују у правном оквиру који у значајној мери прихвата основну логику Солвентности II у њеном квалитативном делу.<sup>746</sup> Управљање ризицима више није само питање техничке организације пословања, већ централни елемент корпоративног управљања, капиталне адекватности, инвестиционе политике и заштите осигураника.<sup>747</sup>

Овакав приступ указује да усклађивање са Солвентношћу II не представља једнократну реформу, већ постепен и фазни процес. Иако су основни концепти већ

<sup>743</sup> Стратегија за имплементацију Солвентности II, 8.

<sup>744</sup> *Ibid.* 8-9.

<sup>745</sup> *Ibid.* 10.

<sup>746</sup> И. Тошић, 2022б, 162-165.

<sup>747</sup> И. Тошић, 2022б, 161.

преузети, пуна нормативна и методолошка усаглашеност још није достигнута, посебно у погледу улагања имовине и транспарентности, односно Првог и Трећег стуба Солвентности II.<sup>748</sup> У складу са Стратегијом за имплементацију Солвентности II, у српском праву се тек очекује прелаз ка приступу заснованом на процени ризика и принципу разумног улагача, уз истовремено јачање транспарентности као механизма тржишне дисциплине.

#### 4.2.6. ESG димензија у контексту српског квантитативног режима

Посебно питање које се намеће у савременом контексту јесте да ли домаћи квантитативни режим улагања уопште оставља простор за интеграцију одрживих инструмената, попут „зелених“ обвезница или других ESG оријентисаних финансијских производа. Нормативно посматрано, српски режим не познаје посебну категорију одрживих инвестиција, нити предвиђа повољнији третман инструмената који имају квалификацију одрживости. Улагање у такве инструменте могуће је само у мери у којој они формално спадају у неку од већ прописаних класа активе и испуњавају захтеване услове кредитног квалитета, ликвидности и лимита изложености.

То значи да „зелена“ обвезница, у правном смислу, није засебна категорија, већ обвезница која мора задовољити исте критеријуме као и било који други дужнички инструмент.<sup>749</sup> Одрживост, као таква, нема самосталан нормативни значај у инвестиционом режиму. Она није ни фактор ублажавања капиталног оптерећења, нити критеријум обавезне процене ризика. У том смислу, домаћи модел остаје у потпуности неутралан према ESG квалификацијама инструмената.

Међутим, практични простор за одрживе инвестиције ипак постоји, уколико се на домаћем или страном тржишту појаве инструменти који задовољавају прописане услове сигурности и ликвидности. Ограничење, дакле, није формална забрана ESG инструмената, већ структурна чињеница да режим не препознаје одрживост као засебну нормативну категорију. За разлику од права Европске уније, где се ESG интегрише кроз транспарентност, управљање ризиком и постепено укључивање климатских сценарија у пруденцијални оквир, у Србији одрживост за сада нема статус регулаторног параметра у инвестиционом режиму осигуравача.

Одрживост се у Србији може посматрати и у историјском контексту јер у условима социјалистичког друштвеног уређења, у оквиру којег су пословали домаћи привредни субјекти, укључујући и друштва за осигурање, нагласак је био стављен на остваривање ширих друштвених циљева, који су често били постављени испред профита као примарног циља оснивања и пословања привредних субјеката. Насупрот томе, током транзиционог периода дошло је до значајне промене у приступу пословању, коју је обележило готово потпуно занемаривање друштвених циљева и изразита оријентација ка остваривању профита.<sup>750</sup>

<sup>748</sup> М. М. Марковић, „Изазови тржишта осигурања у Србији на путу ка Солвентности II“, *Токови осигурања* 2/2024, 347–348.

<sup>749</sup> Док су у Европској унији зелене обвезнице део ширег регулаторног оквира одрживих финансија, у Србији је тржиште зелених обвезница још увек у раној фази развоја, али се постепено интегрише у глобалне трендове одрживих финансија. Ипак, даљи развој овог тржишта у Србији зависи од јачања институционалног и регулаторног оквира, развоја домаћег тржишта капитала и усклађивања са европским стандардима одрживих финансија. У том контексту, зелене обвезнице могу представљати значајан инструмент мобилизације капитала за финансирање еколошке транзиције и приближавање Србије европским климатским и одрживим циљевима. Д. Стојковић, М. Јовановић-Крањец, М. Луковић, „Улога и значај зелених обвезница на савременом финансијском тржишту“, *Теме* 2/2021, 621–637.

<sup>750</sup> В. Његомир, З. Петровић, 112–114.



Ипак, под утицајем права Европске уније и упоредног права, принципи одрживог корпоративног управљања постају све значајнији и у корпоративном управљању српских друштава за осигурање. Иако нису изричито прописани, они се укључују у обавезу поступања у најбољем интересу друштва и подразумевају интеграцију ESG стандарда. У том смислу, значај одрживог корпоративног управљања све више расте, што указује да ће његова даља интеграција представљати један од кључних праваца развоја права осигурања.<sup>751</sup>

Ово указује да евентуална будућа еволуција домаћег система неће зависити само од формалне измене лимита или листе инструмената, већ од шире регулаторне одлуке да ли ће одрживост бити препозната као елемент процене ризика и јавног интереса у осигурању.<sup>752</sup> До тада, ESG остаје могућност унутар постојећих категорија, али не и нормативно обавезујући оквир инвестиционе политике.

#### **4.3. Тржиште осигурања у Србији – структурна ограничења и значај регулаторног оквира за његов развој**

Тржиште осигурања у Републици Србији се карактерише недовољним степеном развијености и суочава се са бројним структурним ограничењима. И у периоду пре Другог светског рата било је једно од најнеразвијенијих у Европи.<sup>753</sup> Оно је дуго било оптерећено последицама економских и политичких поремећаја из деведесетих година, укључујући ратове, међународну изолацију и дубоку финансијску кризу праћену хиперинфлацијом, који су оставили су трајне негативне последице на његову структуру, поверење корисника и укупни ниво развијености.<sup>754</sup>

Тек након усвајања Закона о осигурању 2004. године делатност осигурања почиње нагло да се развија. Иако се уочавају позитивни трендови у његовом развоју, сектор осигурања у Републици Србији је и даље релативно слабо развијени. То се огледа пре свега у ниској премији по становнику, недовољној заступљености животних осигурања у структури укупне премије, као и у малом учешћу премије у бруто домаћем производу у поређењу са просеком Европске уније. Главни индикатори слабе развијености су доминација обавезних осигурања, пре свега осигурање од ауто-одговорности.<sup>755</sup>

Један од значајних показатеља развијености тржишта осигурања јесте учешће премије осигурања живота у укупној премији осигурања.<sup>756</sup> Да би се сматрало да је тржиште осигурања развијено, премија осигурања живота треба да чини 50%<sup>757</sup> укупне премије. У Републици Србији, међутим, у структури укупне премије осигурања у 2022. години доминирало је неживотно осигурање са учешћем од 78,6%, док је учешће премије животних осигурања смањено са 22,7% у 2021. години на 21,4% у 2022. години.<sup>758</sup> Током трећег тромесечја 2025. године настављена је доминација

---

<sup>751</sup> Т. Јевремовић Петровић, 300.

<sup>752</sup> *Ibid.*

<sup>753</sup> В. Његомир, 2011б, 12.

<sup>754</sup> С. Остојић, 86-87; В. Његомир, 2011б, 3.

<sup>755</sup> В. Његомир, „Анализа стања и трендова сектора осигурања у Србији“, *Токови осигурања* 3/2011, 14, V. Ranaldi, J. Костић, „Financial stability and insurance companies in the context of proposed amendments of the Directive 2009/138/EC“, XXV Међународна научна конференција Проузроковање штете, накнада штете и осигурање, Институт за упоредно право, Београд 2022, 450.

<sup>756</sup> Н. Војводић Миљковић, М. Цветковић, М. Лукић, 549.

<sup>757</sup> *Ibid.*

<sup>758</sup> Народна банка Србије, Сектор за надзор над обављањем делатности осигурања, *Сектор осигурања у Републици Србији – Извештај за 2022. годину*, Београд, 2023, 13.

неживотних осигурања у структури укупне премије. Према подацима Народне банке Србије, учешће премије неживотних осигурања износило је чак 83,3%, док је учешће премије животних осигурања смањено са 17,7% у трећем тромесечју 2024. године на 16,7% у истом периоду 2025. године, што указује на наставак тренда релативног смањења удела животних осигурања у укупној премији.<sup>759</sup>

Поред ниског степена економске развијености, посебан проблем представља недовољно изграђена култура осигурања и низак ниво поверења корисника у овај вид заштите од ризика. Неразвијеност тржишта осигурања, осим обавезних осигурања, одржава се и на вишу цену појединих врста осигурања, чиме се додатно сужава круг потенцијалних корисника.<sup>760</sup> Неадекватна структура улагања домаћих осигуравача доводи до мањег обима прикупљених средстава. Тиме се умањује њихов инвестициони потенцијал, чиме се додатно ограничава њихова улога на финансијском тржишту.<sup>761</sup>

Развој сектора осигурања у Србији захтева не само ширење делатности, нарочито животног осигурања и акумулацију математичких резерви, већ и реструктурирање активе осигуравача у правцу већег улагања и у друге хартије од вредности, као и у инвестиционе фондове и дугорочне пројекте. На тај начин осигуравачи би могли да постану значајни носиоци тражње на финансијском тржишту, што би подстакло развој и диверсификацију финансијских инструмената.<sup>762</sup>

Истовремено, овај процес подразумева и примену савременог режима солвентности, заснованог на управљању ризицима, као и трансформацију осигуравача у институционалне инвеститоре који своје портфеље усклађују са структуром и роковима обавеза. Статичност квантитативних правила ограничава њихову прилагодљивост променама на финансијским тржиштима. Осигуравачи могу бити онемогућени да користе нове инвестиционе могућности, када измена приписа не прати иновације финансијских инструмената.<sup>763</sup> Неопходно је уважити чињеницу да су развој осигурања и финансијских тржишта међусобно условљени, јер без стабилне тражње институционалних инвеститора не може доћи до одрживе експанзије финансијских инструмената, док развој осигурања без адекватног тржишта доводи до неефикасне алокације средстава.<sup>764</sup>

Мора се имати у виду да поред основне делатности осигурања, инвестициона делатност представља један од кључних извора прихода друштава за осигурање. Многоструки значај улагања имовине друштава за осигурање огледа се у одржавању ликвидности и профитабилности друштва, уз истовремено јачање сигурности корисника услуга осигурања и добит друштва. Непосредним утицајем на финансијске резултате друштва, инвестициона политика посредно утиче и на ниво поверења корисника услуга осигурања, и тиме последично и на њихову спремност да купе услугу осигурања. Међутим, као и сама делатност осигурања и инвестициона делатност друштава за осигурање у Србији је и даље недовољно развијена.<sup>765</sup>

Инвестициона политика друштава за осигурања условљена је низом фактора, укључујући структуру преузетих обавеза, нормативни оквир, макроекономско

---

<sup>759</sup> Народна банка Србије, Сектор за надзор над обављањем делатности осигурања, Сектор осигурања у Републици Србији – Извештај за треће тромесечје 2025. године, Београд, 2026. 5.

<sup>760</sup> И. Тошић, 2022б, 166. Маши истиче да је у земљама у развоју премија осигурања је знатно виша него у развијеним економијама, јер институционалне слабости и недовољно поверење у тржиште осигурања доводе до недовољне заступљености осигурања. Вид. Р. Masci, 2012, 27.

<sup>761</sup> V. Ranaldi, J. Костић 2022, 450.

<sup>762</sup> М. Сокић, 2015, 49.

<sup>763</sup> М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 261.

<sup>764</sup> М. Сокић, 2015, 49; Б. Маровић, В. Његомир, 142; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 261-262.

<sup>765</sup> V. Ranaldi, J. Костић, 2022, 448.

окружење и доступност инвестиционих инструмената.<sup>766</sup> Такође, структура њихових обавеза разликује се у зависности од врсте осигурања којим се баве. Код друштава за животно осигурање доминирају дугорочне обавезе, док су за друштва која се баве неживотним осигурањем карактеристичне обавезе краткорочног карактера. Ова разлика има непосредан утицај на инвестициону политику осигураваача, посебно у погледу избора финансијских инструмената и управљања ликвидношћу.<sup>767</sup>

Према подацима за треће тромесечје 2025. године, код неживотних осигурања средства техничких резерви претежно су улагана у државне хартије од вредности (65,9%), банкарске депозите и готовину (14,2%), као и средства техничких резерви на терет саосигураваача, реосигураваача и ретроцесионара (13,2%). У односу на крај 2024. године, повећано је учешће државних хартија од вредности, потраживања по основу премије осигурања и непокретности, док је смањено учешће банкарских депозита и готовине, као и средстава техничких резерви на терет саосигураваача, реосигураваача и ретроцесионара. Истовремено, током 2025. године појавио се и нови облик улагања – инвестиционе јединице отворених инвестиционих фондова, које су, иако су чиниле свега 0,25% техничких резерви неживотних осигурања, показатељ постепеног ширења инвестиционог спектра друштава за осигурање.<sup>768</sup>

Код животних осигурања није дошло до значајнијих промена у структури улагања. Највећи део средстава техничких резерви и даље је био пласиран у државне хартије од вредности (88,0%), док је учешће банкарских депозита и готовине повећано на 6,0%.<sup>769</sup>

Структура имовине домаћих друштава за осигурање показује доминацију државних обвезница, нарочито у животном осигурању, као и значајно учешће других дозвољених облика имовине, пре свега потраживања од саосигураваача и реосигураваача у неживотним осигурањима. Истовремено, велики део законом дозвољених могућности улагања остаје неискоришћен, јер су инструменти као што су муниципалне и корпоративне обвезнице, акције, удели инвестиционих фондова и инструменти тржишта новца готово занемарљиво заступљени, док је улагање у непокретности далеко испод прописаног максимума. То указује да квантитативна портфељска ограничења у пракси нису пресудан фактор у формирању инвестиционих портфеља српских осигураваача, већ су главна ограничења последица недовољне развијености домаћег тржишта капитала.<sup>770</sup>

Треба имати у виду да неадекватна структура улагања домаћих осигуравајућих друштава доводи до недовољног искоришћавања њиховог инвестиционог потенцијала, чиме се умањује значај и ефекат акумулираних финансијских средстава.<sup>771</sup>

Истовремено, на инвестиционе одлуке учесника на тржишту капитала, па тиме и инвестиционе одлуке друштава за осигурање утиче и држава, кроз различите регулаторне и економске мере. Те мере могу имати за циљ усмеравање капитала ка одређеним секторима или врстама финансијских инструмената,<sup>772</sup> било путем директних ограничења, било путем подстицајних механизма, чиме се инвестициона активност ставља у функцију остваривања ширих економских и јавнополитичких циљева. Иако улагања у државне хартије од вредности имају значајну улогу у финансирању буџетског дефицита, од посебног значаја за јавни интерес јесте и усмеравање инвестиција ка инфраструктурним пројектима.

<sup>766</sup> А. Момчиловић, 22.

<sup>767</sup> Ј. Костић, 2018, 464; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 270.

<sup>768</sup> Народна банка Србије, Сектор за надзор над обављањем делатности осигурања, Сектор осигурања у Републици Србији – Извештај за треће тромесечје 2025. године, Београд, 2026. 10-11.

<sup>769</sup> *Ibid.*

<sup>770</sup> М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 272.

<sup>771</sup> М. Сокић, 2015, 54-55.

<sup>772</sup> А. Момчиловић, 22.

Квантитативна ограничења српског права прописана су пре свега ради заштите домаћег тржишта осигурања и очувања финансијске стабилности.<sup>773</sup> Као резултат оваквог решења, структурна оријентација портфеља друштава за осигурање остаје преваходно усмерена ка државним хартијама од вредности. Разлози за то леже у њиховој ликвидности, релативно ниском ризику и усклађености са регулаторним захтевима.<sup>774</sup>

С друге стране, улагање у корпоративне инструменте, посебно корпоративне акције, као и инфраструктурне пројекте је занемарљиво, иако могу донети веће приходе. Разлог таквог приступа лежи у неразвијености тржишта капитала и неповерења у стабилност привредног система, пре свега у улагање у хартије од вредности.<sup>775</sup>

#### **4.3. Предлози за унапређење регулаторног оквира улагања друштава за осигурање у Србији**

И поред неразвијености српског тржишта осигурања, његова стабилност и профитабилност могу представљати солидну основу за његов развој.<sup>776</sup> Управо због тога се намеће потреба за даљим унапређењем и реструктурирањем сектора осигурања, како би он могао да одговори захтевима који се од њега очекују у савременом финансијском систему и преузме активнију улогу на финансијском тржишту.<sup>777</sup>

Стога посебан значај има адекватно и свеобухватно правно уређење ове области, које треба да обезбеди виши степен заштите корисника услуга осигурања и допринесе јачању поверења у систем. Истовремено, унапређење регулаторног оквира сектора осигурања има потенцијал да позитивно утиче на финансијску стабилност и његову постепену интеграцију у европско тржиште.<sup>778</sup> што наглашава потребу да се кроз законску регулативу ојача њихов положај као институционалних инвеститора.

Међутим, законске измене морају пре свега обухватити увођење веће слободе улагања друштава за осигурање по угледу на решење Директиве Солвентност II.

Пре свега, задржавањем квантитативних лимита српско право је у потпуној супротности са полазним становиштем европског законодавца, где се изричито забрањује прописивања улагања имовине друштава за осигурање у одређене категорије имовине, јер није у складу са слободом кретања капитала.<sup>779</sup> У праву Европске уније, систем Солвентност I и квантитативна ограничења нису задржани ни као алтернативни режим за друштва за осигурање на које се не примењује Директива Солвентност II, јер се сматра да више не одговарају сврси регулативе.<sup>780</sup>

Без реформе начина улагања друштава за осигурање не може се очекивати промена инвестиционог понашања друштава за осигурање.<sup>781</sup> Наиме, она морају имати већу слободу у избору инвестиционе стратегије, јер само постојање других облика улагања имовине, као што су корпоративне или муниципалне обвезнице и хартије од

<sup>773</sup> J. Костић, 2018, 473-475; М. Копривица, J. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 260.

<sup>774</sup> J. Костић, V. Ranaldi, 2021, 322-323.

<sup>775</sup> J. Костић, 2018, 473-475.

<sup>776</sup> V. Ranaldi, J. Костић, 2022, 450.

<sup>777</sup> С. Остојић, 86-87.

<sup>778</sup> И. Тошић, 2022б, 166.

<sup>779</sup> Рецитал 72 Директиве Солвентност II.

<sup>780</sup> K. Van Hulle, 2019, 161.

<sup>781</sup> Insurance Core Principles, ICP 15.1.9.

вредности неће бити довољан мотив за улагање у њих и довести до суштинске промене структуре инвестиционих портфеља.<sup>782</sup> На тај начин би се инвестициона политика јаче повезала са профилем обавеза осигураваача, развој интерних процена ризика на нивоу друштва, постепено увођење концепта „економске солвентности“, а не само формалне усаглашености са лимитима.<sup>783</sup>

То се и показало изменама Закона о тржишту капитала током 2020. године, извршеним у циљу подстицања економске активности, којима су поједностављене процедуре емисије и трговања корпоративним хартијама од вредности. Међутим, ови нормативни подстицаји нису дали жељене резултате у виду преусмеравања инвестиција ка корпоративним инструментима.<sup>784</sup>

Разлози који су постојали за увођење режима Солвентност II у право Европске уније, важе и за његово потпуно увођење у српско право. Они су вишеструки и огледају се у његовом свеобухватном утицају на пословање друштава за осигурање. Тај утицај се испољава, пре свега, у области планирања потребног капитала и резервисања, формирања премија и дизајна производа осигурања, инвестиционе политике, управљања и преноса ризика, организације друштава, транспарентности пословања, као и у јачању улоге надзорних органа. Као резултат долази до израженије индивидуализације ризика. Полазећи од чињенице да Солвентност II обухвата све ризике којима је осигуравајуће друштво изложено, висина потребног капитала непосредно одражава укупни ризични профил друштва.<sup>785</sup>

Процес усклађивања српског права осигурања са Директивом Солвентност II има непосредне импликације на инвестициону политику друштава за осигурање. Прелаз са система заснованог на квантитативним ограничењима ка моделу заснованом на ризику подразумева и промену начина на који се обликују улагања имовине осигураваача.<sup>786</sup>

Усвајање решења европског законодавца о слободи улагања кроз начело разумног улагача, нужно би имало за последицу појачано интересовање осигураваача за инвестирање на тржишту капитала, чиме би се допринело његовом развоју, јер би се дозволило улагање у активе и инструменте чије ризике друштво може да идентификује, мери, прати, управља и о којима може да извештава, при чему би нагласак био на портфељу у целини, диверсификацији и усклађености са природом и трајањем обавеза.<sup>787</sup> Али је неопходно и истовремено радити на информисању друштава за осигурање о могућностима улагања на тржишту капитала, као и на подизању њиховог поверења у националну привреду.<sup>788</sup>

Поред потпуне имплементације Првог стуба Солвентности II, нужна је и имплементација њеног Трећег стуба, односно појачане транспарентности која мора бити усмерена не само према надзору, већ и према јавности, како би се развили и тржишни механизми контроле пословања друштава за осигурање, а тиме и њихове инвестиционе делатности. Како је већ истакнуто, примена правног стандарда разумног улагача нераскидиво је повезана за високом нивоом транспарентности.<sup>789</sup>

Овде се посебно истиче значај развоја транспарентности, с обзиром на улогу коју данас има у савременим финансијским системима као механизам заштите корисника финансијских услуга. Он је нарочито изражен у осигурању, где се данас сматра да

<sup>782</sup> J. Костић, V. Ranaldi, 2021, 322-323.

<sup>783</sup> В. Његомир, 20096, 299-302.

<sup>784</sup> J. Костић, V. Ranaldi, 2021, 322-323.

<sup>785</sup> В. Чоловић, „Мере Народне банке Србије против осигуравајућег друштва у случају непоступања по правилима о управљању ризиком“, *Право – теорија и пракса* 10-12/2012, (20126) 5-6.

<sup>786</sup> Б. Маровић, В. Његомир, 78.

<sup>787</sup> В. Његомир, 20096, 299-302.

<sup>788</sup> J. Костић, 2018, 465.

<sup>789</sup> Е. Р. Davis, 11.

регулаторна и надзорна транспарентност делују комплементарно транспарентности у уговорном праву. Оне заједно служе заштити осигураника, омогућавајући им информисано одлучивање и ефективно вршење уговорних права.<sup>790</sup>

Од посебне је важности за мало и неразвијено тржиште осигурања као што је српско да примена принципа пропорционалности у области осигурања буде таква да не доведе до неоправданих административних оптерећења и нарушавања конкуренције.<sup>791</sup> Регулаторни захтеви треба да буду прилагођени ризичном профилу, обиму пословања и сложености активности појединачног осигураваача, како имплементациони захтеви не би несразмерно погодили мала и средња друштва за осигурање.<sup>792</sup> Зато је неопходна је доследна примена принципа пропорционалности и коришћење флексибилних решења предвиђених Директивом Солвентност II.<sup>793</sup>

Иако постепена имплементација има своје предности за плитко тржиште капитала као што је српско, не сме се изгубити из вида да систем Солвентности II представља целину и да сва три његова стуба имају подједнако важну и комплементарну улогу и значај у остваривању циљева заштите корисника услуга осигурања и стабилности финансијског система.

Додатни проблем представља недефинисаност положаја страних друштава за осигурање. С обзиром на стратешку важност делатности осигурања за привреду једне земље, од посебног је значаја јасно уредити њихов правни положај. Управо правно дефинисање њиховог статуса представља кључно питање за стабилно функционисање тржишта осигурања у Републици Србији.<sup>794</sup> Наиме, страна друштва за осигурање могу још увек обављати делатност на домаћем тржишту само посредно, оснивањем домаћих друштава за осигурање или улагањем капитала у постојећа домаћа друштва. Непосредно присуство страних друштава за осигурање још увек није могуће, јер је условљено приступањем Србије Светској трговинској организацији и Европској унији.<sup>795</sup>

Тренутно важеће решење указује на настојање да се тржиште осигурања постепено либерализује, уз истовремено очување регулаторне контроле. Али се мора имати у виду да омогућавање директног обављања делатности од стране страних друштава доприноси јачању конкуренције и развоју тржишта осигурања.<sup>796</sup> Стога је неопходно законски прописи прецизно уреде облике и услове њиховог деловања.

Поред тога, за даљи развој тржишта осигурања, као и развој тржишта финансијских инструмената у Србији потребно је омогућити друштвима за осигурање алтернативне механизме преношења ризика на тржиште капитала.<sup>797</sup> Наиме, Закон предвиђа саосигурање и реосигурање као једине облике преношења вишка ризика, где су могућности реосигурања у иностранству постављене изузетно рестриктивно.<sup>798</sup> Приступ према управљању и преношењу ризика у режиму Солвентности II је у потпуности другачији и захтева од осигураваача да успоставе равнотежу између сопствене солвентности и ризика инвестирања, што подразумева знатно шире могућности инвестирања и преношења ризика, чиме се доприноси профитабилност и ликвидност друштва.<sup>799</sup> Сходно томе, неопходно је и либерализовати могућности

---

<sup>790</sup> Вид. фусноту 146.

<sup>791</sup> И. Тошић, „Изазови у имплементацији Директиве Солвентност II у Србији“, *Право и привреда* 7–9/2017, 2017в, 530.

<sup>792</sup> V. Ranaldi, J. Костић, 2023, 375-376.

<sup>793</sup> F. Kühnhausen, 53, З. Ђурић, З. Јовановић, 12-13.

<sup>794</sup> В. Чоловић, (2021б), 61.

<sup>795</sup> Чл. 238-248 Закона.

<sup>796</sup> В. Чоловић, (2021б), 71-72.

<sup>797</sup> Р. Совиљ, (2021), 149.

<sup>798</sup> Вид. чл. 6 и 7 Закона.

<sup>799</sup> J. Костић, 2018, 465.

улагања и реосигурања у иностранству, јер се тиме подстиче развој финансијског тржишта.<sup>800</sup>

Предуслов за развој делатности осигурања и са њом повезане инвестиционе делатности друштава за осигурање представља јачање поверења грађана у финансијски систем земље.<sup>801</sup> Иако је годинама било урушавано, оно се може изградити јачањем и развојем финансијских институција и инструмената, које је, како је већ истакнуто, у међусобној зависности са развојем делатности осигурања.<sup>802</sup>

У области осигурања поверење је кључни услов конкуренције и одрживог пословања. Оно мора бити засновано на стручности, сигурности извршења обавеза и транспарентности односа са корисницима услуга, посебно имајући у виду дугорочну природу великог броја уговора о осигурању. Изградња поверења зависи од законитог, фер и етичког поступања друштава за осигурање и свих учесника у дистрибуцији осигурања. Зато је поред формалног поштовања прописа неопходно стварање коректних односа са корисницима, за шта одговорност сnose подједнако и регулаторни органи и сама друштва за осигурање.<sup>803</sup>

Али је за јачање поверења грађана исто тако неопходно развити финансијску писменост становништа, која ће последично довести до развоја целокупног финансијског сектора. Финансијска писменост може имати значајан утицај на стабилност и ефикасност финансијског система, будући да се од добро информисаних економских субјеката очекује рационалније финансијско понашање и одговорније доношење финансијских одлука.<sup>804</sup>

И на нивоу Европске уније се финансијској едукацији становништва посвећује све већа пажња, с обзиром да она има важну улогу у савременом свакодневном животу. Финансијска писменост омогућава корисницима да боље разумеју осигуравајуће и инвестиционе производе и донесу информисане одлуке. Већи ниво финансијске писмености доприноси смањењу ризика од неадекватних улагања и јача заштиту потрошача, али и поверење у финансијско тржиште. Због тога се све више инсистира на развоју системских мера и програма финансијске едукације, прилагођених различитим групама корисника.<sup>805</sup>

Овде је незаменљива улога државе, која треба кроз различите програме да подиже свест грађана о важности и значају куповине осигуравајућег покрића, пре свега животних осигурања, као и о могућностима и облицима улагања на тржиштима капитала. Исто тако, у савременом свету је неопходно је укључити финансијску писменост у основни образовни систем.<sup>806</sup> Истовремено, осигуравајући сектор треба да кроз сопствене иницијативе активно доприноси подизању свести и разумевања финансијских производа, чиме се допуњују регулаторни механизми заштите потрошача.<sup>807</sup>

Значај одрживости и укључивања ESG стандарда у пословање друштава за осигурање данас је неспорна. Како они представљају проширење ризика у осигурању, тако је несумњив њихов утицај на улагања друштава за осигурање и њихову инвестициону стратегију. Али, тек након јачања финансијског система у целисти и потпуне имплементације система Солвентности II може се очекивати да ће стандарди

<sup>800</sup> Н. Жарковић, М. Лисов, Д. Мркшић, 1118; В. Чоловић, 2012а, 367; М. М. Марковић, 355.

<sup>801</sup> Љ. Стојковић, „Примена етичких стандарда у друштву за осигурање и начела пословања“, 25. конференција Динамика – правни оквир и трендови осигурања, Зборник радова, Удружење за право осигурања Србије, Аранђеловац 2024, 186-187.

<sup>802</sup> Р. Masci, 2012, 23; М. Сокић, 2015, 55.

<sup>803</sup> Љ. Стојковић, 187, 196.

<sup>804</sup> Г. Кожегинац, 44.

<sup>805</sup> Insurance Europe, 11.

<sup>806</sup> V. Grozdanić, 99-100, В. Његомир, 2024, 74-92, 76; Г. Кожегинац, 44.

<sup>807</sup> Insurance Europe, 11.

одрживости наћи своје место и пуну примену у правном и економском окружењу Републике Србије.<sup>808</sup>

Ипак, посебну пажњу у будућем развоју регулаторног оквира потребно је посветити стварању услова за веће учешће друштава за осигурање у финансирању инвестиција које доприносе остваривању циљева одрживог развоја. Друштва за осигурање као институционални инвеститори и носиоци дугорочног капитала, морају имати важну улогу у финансирању енергетске транзиције, инфраструктурних пројеката и других инвестиција од значаја за одрживи развој, као што су пројекти обновљивих извора енергије, енергетске ефикасности, одрживог транспорта и развоја јавне инфраструктуре, као и улагања у зелене и друге облике одрживих обвезница и инвестиционих фондова.

Због тога је неопходно постепено усклађивање домаћег регулаторног оквира са европским стандардима одрживих финансија, уз истовремено развијање одговарајућих подстицаја за улагања у одрживе пројекте. Такви подстицаји не би требало да доведу у питање примарне циљеве пруденцијалне регулације и заштите осигураника, већ да омогуће да се инвестициони потенцијал друштава за осигурање, у складу са принципом разумног улагача и захтевима адекватности капитала, постепено усмери и ка пројектима који доприносе дугорочном привредном развоју и одрживости, као пројектима од ширег привредног и друштвеног значаја.

Не сме се заборавити и значај улоге самих друштава за осигурање за развој сектора осигурања и њихову инвестициону делатност. Иако делују на веома ограниченом и плитком тржишту, не сме се занемарити њихова економска моћ и утицај који могу имати на развој привреде у целини. Стога су она та која морају у својој улози институционалних инвеститора преузети водеће место у развоју тржишта капитала Србије, пре свега улагањима у државне, муниципалне и корпоративне обвезнице.<sup>809</sup>

Затим, у складу са развојем финансијског тржишта, морају проширити спектар својих улагања и на акције и дугорочне и пројекте, одрживе инвестиције и искористити предности које дају улагања у различите врсте алтернативних инвестиционих фондова.<sup>810</sup> Овде је од посебног значаја што велики број друштава за осигурање има своја матична друштва у земљама са развијеним тржиштима капитала, тако да могу користити и њихова знања и искуства у обављању инвестиционе делатности. То доприноси развоју и унапређењу сектора осигурања кроз јачање корпоративног управљања, повећање транспарентности, подстицање конкуренције и развој нових производа.<sup>811</sup>

Даљи развој сектора осигурања у Републици Србији, као и његово приближавање стандардима Европске уније, условљени су како општим економским кретањима, тако и континуираним унапређењем регулаторног оквира и праксе осигурања. Ипак, његов даљи развој представља нужност како из разлога обезбеђивања покрића ризика као основне делатности осигурања, тако и са становишта јачања позиције друштава за осигурање на финансијском тржишту. Ова потреба је посебно изражена имајући у виду све значајнију улогу осигуравача као институционалних инвеститора, како у

---

<sup>808</sup> А. Момчиловић, 12.

<sup>809</sup> М. Сокић, 2015, 57.

<sup>810</sup> F. Škunca, 63. Више о муниципалним обвезницама и предностима које носи њихово издавање и улагање у њих вид. Д. Момировић, „Муниципалне обвезнице – новина или финансијска иновација на тржишту капитала Србије“, *Финансије* 1–6/2009, 226–255.

<sup>811</sup> М. Илић, *Утицај примене Директиве Европске уније ‘Солвентност II’ на сектор осигурања у Србији*, докторска дисертација, Универзитет у Нишу – Економски факултет, Ниш 2014, 150.



развијеним тржишним економијама, тако и у привредама у транзицији,<sup>812</sup> као и међузависности између развоја тржишта осигурања и економског раста.<sup>813</sup>

Међутим, мора се узети у обзир да механичка имплементација савремених решења европског права не би дала жељене резултате, с обзиром на структурне разлике у системима и дубини финансијских тржишта.<sup>814</sup> Док у Европској унији развијено тржиште капитала и снажни институционални капацитети омогућавају да комплексан систем какав је Солвентност II постепено прелази из нормативне амбиције у инвестициону праксу, у Србији њена пуна реализација остаје ограничена структурним карактеристикама тржишта и институционалном (не)зрелошћу система.<sup>815</sup>

Успех тог процеса зависи не само од законодавних измена, већ од развоја тржишта капитала, институционалних капацитета и културе транспарентности. Без довољне дубине тржишта капитала, диверсификованих инструмената и снажних институционалних капацитета, режим заснован на ризику не може у потпуности произвести своје ефекте.<sup>816</sup> Процес усклађивања националног законодавства са одредбама Директиве Солвентност II захтева свеобухватну процену њених ефеката на домаће тржиште осигурања, што неминовно подразумева и продужен временски оквир за адаптацију нормативног система.<sup>817</sup>

Као што је то био случај и у земљама чланицама Европске уније приликом увођења Солвентност II, тако је и у Србији један од кључних изазова за све учеснике у сектору осигурања правилно разумевање новог регулаторног оквира, док додатни изазов представљају и услови тржишта у којима се овај систем примењује. Исто тако, прелазне мере имају значајну улогу у олакшавању почетне примене Директиве Солвентност II, имајући у виду њену сложеност. Оне омогућавају друштвима за осигурање да се у одређеном временском периоду постепено прилагоде новим и комплексним регулаторним захтевима.<sup>818</sup>

Треба имати у виду да су у току увођења Директиве Солвентност II у право Европске уније промене повезане са имплементацијом новог режима надзора у области осигурања неминовно подразумева значајне организационе и техничке напоре, као и повећане административне трошкове за друштва за осигурање. Исто се свакако може очекивати и приликом потпуне имплементације Директиве Солвентност II и у домаће

---

<sup>812</sup> Вид. М. Пјанић, М. Митрашевић, С. Луковић, „State and Prospects of the Insurance Industry in the Republic of Serbia“, *XI Међународни симпозијум Инжењерски менаџмент и конкурентност*, Зрењанин 2021, 252; И. Тошић, (2022б), 161.

<sup>813</sup> М. Балабан, Б. Коренак, 4/2024, 987. Истраживања која анализирају земље региона Западног Балкана указују на постојање позитивне и статистички значајне везе између развоја тржишта осигурања и економског раста. Економетријска анализа панел-података за период 2005–2019. године показује дугорочну повезаност ових појава, као и постојање узрочно-последичне везе. Резултати посебно указују да неживотно осигурање има израженији утицај на економски раст, јер доприноси стабилности пословања и заштити имовине. На основу тога закључује се да развој тржишта осигурања може представљати значајан фактор економског развоја. Вид. Н. Лојаница, В. Станчић, С. Луковић, „Развој тржишта осигурања и економски раст: приказ земаља региона Западног Балкана“, *Теме* 2/2022, 525-540.

<sup>814</sup> М. Kawiński, 65; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 257.

<sup>815</sup> И. Тошић, 2022б, 166; М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 254.

<sup>816</sup> Широког спектар расположивих инвестиционих инструмената неопходан је како би осигуравачи могли у пуној мери да користе флексибилност коју овај приступ омогућава. На плитким и неликвидним тржиштима, осигуравачи су често приморани да концентришу портфељ у ограниченом броју доступних улагања или да преузимају додатне ризике услед недовољне диверсификације. Стога је принцип разумног улагача посебно прилагођен развијеним тржиштима осигурања, док његове предности могу бити знатно умањене на тржиштима у развоју где су стандарди корпоративног управљања, капацитети надзора и финансијска инфраструктура још увек у развоју. Вид. М. Копривица, Ј. Кочовић, Р. Драгутиновић Митровић, 260.

<sup>817</sup> Ј. Костић, 2018, 469; З. Ђурић, З. Јовановић, 13.

<sup>818</sup> F. Kühnhausen, 53.

право.<sup>819</sup> Предност у имплементацији Директиве Солвентност II коју имају српска друштва за осигурање је да је у питању модел који се већ дуже време примењује на подручју Европске уније, а друштва за осигурање која послују у са учешћем капитала из држава чланица већ користе знања и искуства из својих матичних друштава, што ће знатно олакшати овај процес.<sup>820</sup>

Ипак, имајући у виду стање тржишта осигурања у Републици Србији, које се и даље одликује недовољним степеном развијености, може се очекивати да ће процес пуне хармонизације бити си дуготрајан и сложен, имајући у виду да захтева значајне институционалне и финансијске ресурсе,<sup>821</sup> посебно у области инвестиција осигуравача.<sup>822</sup> Али мора се имати у виду да је једини одрживи пут за све учеснике на тржишту осигурања, укључујући и надзорне органе доследно поштовање правила тржишног понашања која одговарају легитимним очекивањима корисника услуга и доприносе јачању поверења у сектор осигурања.<sup>823</sup>

---

<sup>819</sup> Вид. В. Чоловић, 2012а, 371-372, F. Kühnhausen, 53.

<sup>820</sup> М. М. Марковић, 2024, 349.

<sup>821</sup> И. Тошић, 2017в, 534.

<sup>822</sup> Ј. Костић, 2018, 473-475.

<sup>823</sup> Н. Петровић Томић, М. Глинтић, 2025, 165.

## ГЛАВА V

### ЗАКЉУЧАК

Анализа регулаторног оквира улагања друштава за осигурање у праву Европске уније показује да регулаторна еволуција од Солвентности I ка систему Солвентност II Солвентност II не представља само техничку реформу капиталних захтева, већ суштинску трансформацију разумевања инвестиционе функције осигуравача.

Осигуравач се више не посматра искључиво као носилац ризика осигурања, већ као значајан институционални инвеститор чије инвестиционе одлуке имају системске и јавноправне импликације. Управо из тог разлога солвентност више није питање формалног испуњења квантитативних формула, већ резултат интеграције ризика, управљања и транспарентности. Транспарентност, у том контексту, постаје нови механизам легитимације инвестиционе политике и инструмент остваривања, где се стабилност се више не заснива на претпоставци солвентности, већ на њеној сталној проверљивости.

Ипак, потпуна имплементација ове структуре може у потпуности да заживи само ако постоје структурни предуслови које се огледају у дубини тржишта капитала, разноврсности финансијских инструмената, институционалних капацитета надзора и величине самих осигуравача. Систем заснован на ризику и комплексни механизми управљања имају пуну регулаторну снагу пре свега у окружењу које омогућава реалну диверсификацију и софистициране инвестиционе стратегије. У условима мањих тржишта или мањих осигуравача, иста нормативна конструкција може произвести несразмерно оптерећење и нежељене ефекте на тржиште осигурања, чиме се показује да трансформација солвентности није само правно питање, већ и питање економске зрелости система у коме се примењује.

У моделу Солвентности I, солвентност је била схваћена превасходно као статичка категорија, мерена формалним капиталним минимумом, док је инвестициона политика остала релативно одвојена од системске процене ризика. Солвентност II уводи другачији приступ где ризик постаје централна категорија, капитал се везује за структуру улагања, а инвестициона стратегија интегрише у систем управљања и надзора. Тиме инвестиције више нису приватна пословна одлука у оквиру корпоративне аутономије, већ јавноправно релевантна активност. Кроз принцип разумног улагача, капиталне захтеве, концентрациони ризик, механизам Сопствене процене ризика и солвентности и режим транспарентности, инвестициона слобода бива условљена солвентношћу, стабилношћу и заштитом осигураника.

Посебно значајан елемент ове еволуције представља улога транспарентности. Док је у традиционалном моделу поверење у осигуравача било засновано на формалном испуњавању прописаних услова и репутацији субјекта, савремени регулаторни систем легитимитет заснива на обавези обелодањивања и проверљивости. Поверење у способност осигуравача да управља ризиком више није засновано на формалном испуњењу квантитативних захтева, већ на обавези да се ризик учини видљивим, мерљивим и надзорно контролисаним. Транспарентност тако постаје функционални инструмент кроз које се поверење остварује где инвестициона стратегија није легитимна зато што је приватна одлука управе, већ зато што је ризички оправдана, капитално покривена и јавно проверљива.

Даља интеграција стандарда одрживости продубљује ову трансформацију. Одрживост не замењује пруденцијалну логику, већ проширује појам ризика на дугорочне, структурне и транзиционе изазове. На тај начин инвестициона функција осигураваача добија и временску димензију у којој краткорочна тржишна волатилност више није једино мерило ризика, већ се у фокус ставља дугорочна отпорност портфеља и система у целини.

Овај развој указује да будућност регулације осигурања лежи у продубљивању интеграције између ризика, капитала, транспарентности и одрживости. Управо у том простору, између тржишне логике и јавног интереса, обликује се савремено право осигурања у Европској унији.

Солвентност II интегрише инвестиције у саму структуру пруденцијалног оквира где се ризик квантификује, капитал се везује за структуру портфеља, концентрација се контролише, инвестициона стратегија се преиспитује кроз механизам Сопствене процене ризика и солвентности, а одлуке се чине јавно проверљивим кроз режим транспарентности. Инвестициона слобода тиме престаје да буде искључиво приватноправна категорија и постаје јавноправно релевантна активност. Стога се може закључити да је у систему Солвентности II слобода улагања али је институционално дисциплинована. Она је ограничена захтевима солвентности, управљања ризиком, транспарентности и одрживости.

Истовремено, трансформација пруденцијалног режима нужно утиче и на структуру инвестиционих портфеља друштава за осигурање. Док су у традиционалним системима заснованим на квантитативним ограничењима облици улагања били одређени превасходно нормативним лимитима и категоријама дозвољене имовине, систем заснован на ризику омогућава већу флексибилност у избору инвестиционих инструмената, под условом да су ризици таквих улагања адекватно идентификовани, мерени, праћени и капитално покривени.

На тај начин отвара се простор за шири спектар улагања имовине друштава за осигурање, који могу допринети бољој диверсификацији и ефикаснијем управљању ризицима. То могу бити улагања у државне, корпоративне и муниципалне обвезнице, акције, алтернативне инвестиционе фондове, инфраструктурне пројекте и друге инструменте, који нису статични, већ се напротив развијају на финансијским тржиштима у интеракцији са њиховим другим учесницима. Наиме, систем улагања имовине у Солвентности II је конципиран на тај начин да омогућава друштвима за осигурање прилагођавање текућим околностима на финансијским тржиштима. То им омогућава не само коришћење нових финансијских инструмената који се појављују на тржишту капитала, већ и њихово активно учешће у развоју и обликовању нових инвестиционих производа и механизма финансирања.

Посебан значај у том процесу добијају одржива улагања. Интеграција ESG фактора у регулаторни оквир и инвестиционе процесе не представља само нови регулаторни захтев, већ и промену начина на који се процењују инвестициони ризици и дугорочна вредност улагања. У том смислу, зелене обвезнице, обвезнице повезане са циљевима одрживости, улагања у инфраструктурне пројекте, обновљиве изворе енергије, инвестиционе фондове усмерене на одрживе инвестиције и други облици финансирања одрживог развоја све више постају део инвестиционог универзума институционалних инвеститора. Тако се инвестициона функција друштава за осигурање постепено трансформише од механизма очувања солвентности ка инструменту који, уз очување пруденцијалних циљева, треба да допринесе финансирању дугорочног привредног и друштвеног развоја о остваривању циљева одрживости.

С друге стране, анализа правног режима улагања друштава за осигурање у Републици Србији показује да је реч о хибридном моделу који је и даље у значајној мери

обележен традиционалним, формално-квантитативним приступом регулисању инвестиционе активности.

Основна карактеристика овог режима огледа се у доминацији унапред прописаних ограничења у погледу врста и обима дозвољених улагања, при чему се сигурност и ликвидност средстава постављају као примарни критеријуми. Такав нормативни приступ несумњиво има снажно утемељење у заштитној функцији осигурања и потреби обезбеђивања способности друштава за осигурање да у сваком тренутку извршавају своје обавезе према осигураницима. Међутим, управо због своје формалне природе, овај модел показује ограничену способност да адекватно одрази стварни ризични профил инвестиционог портфеља и динамику савремених финансијских тржишта.

У том смислу, може се констатовати да домаћи правни оквир у овој области још увек није у потпуности прихватио концептуални заокрет који карактерише савремено финансијско право и право осигурања, а који се огледа у преласку са режима заснованог на правилима на режим заснован на стандардима и свеобухватном управљању ризицима. Док у праву Европске уније инвестициона активност осигураваача представља интегрални део свеобухватног система процене ризика, капиталне адекватности и надзорне контроле, у српском праву она се и даље превасходно посматра кроз призму формалних ограничења и нормативно дефинисаних категорија активе.

Последица таквог приступа јесте двострука. Са једне стране, обезбеђује се релативно висок степен сигурности и предвидљивости, што је од посебног значаја у условима недовољно развијеног финансијског тржишта и ограничених могућности диверсификације. Са друге стране, овај модел доводи до структурне конзервативности инвестиционих портфеља, концентрације улагања у ограничен број финансијских инструмената и смањене способности осигураваача да ефикасно управљају ризицима и остварују оптималан однос између сигурности, ликвидности и профитабилности.

Посебан проблем представља чињеница да нормативна ригидност инвестиционог режима није праћена довољно развијеним механизмима тржишне дисциплине, транспарентности и унутрашњег управљања ризицима, који у савременим системима имају функцију супституције формалних ограничења. У том контексту, може се закључити да домаћи систем у комбинује елементе различитих регулаторних парадигми, без њихове пуне функционалне интеграције.

Ипак кроз постепено усвајање европских регулаторних решења, пре свега кроз јачање система управљања и управљања ризицима, даљи развој правног режима улагања друштава за осигурање у Републици Србији треба да буде усмерен ка постепеној еволуцији од формалних квантитативних ограничења ка функционалном, на ризику заснованом моделу регулације. Тај процес подразумева не само нормативне измене, већ и развој институционалних капацитета, тржишне инфраструктуре и надзорних механизма.

Истовремено, неопходно је нагласити да хармонизација са правом Европске уније не сме бити схваћена као механичко преузимање регулаторних решења, већ као процес који мора бити прилагођен специфичностима домаћег правног и економског окружења. У том смислу, прави изазов не лежи у избору између квантитативног и на ризику заснованом моделу, већ у њиховој оптималној комбинацији, која ће обезбедити истовремено висок ниво заштите осигураника и развој инвестиционог потенцијала осигураваача.

Наведене карактеристике регулаторног оквира непосредно се одражавају и на структуру инвестиционих портфеља друштава за осигурање у Републици Србији. Доминација квантитативних ограничења, у комбинацији са ограниченом дубином домаћег тржишта капитала, довела је до изражене концентрације улагања у државне

хартије од вредности и друге облике нискоризичне активе. Таква структура улагања несумњиво доприноси очувању сигурности и ликвидности средстава, али истовремено ограничава могућности диверсификације, развој инвестиционих стратегија и активније учешће осигуравача на тржишту капитала. Последиčno, облици улагања имовине друштава за осигурање у Србији остају условљени не само инвестиционим преференцијама самих осигуравача, већ и нормативним оквиром који фаворизује поједине категорије активе.

Са развојем тржишта капитала и постепеним приближавањем српског права праву Европске уније, може се очекивати и постепена трансформација структуре улагања друштава за осигурање. Та трансформација не подразумева једноставну замену једних финансијских инструмената другим, већ промену самог регулаторног приступа. Уместо нормативног одређивања пожељних облика улагања, тежиште би требало да буде на способностима осигуравача да процењују, мере, прате и контролишу ризике повезане са различитим облицима имовине. На тај начин омогућава се не само шире коришћење постојећих финансијских инструмената, већ и укључивање нових инвестиционих производа и механизма финансирања који се развијају на савременим финансијским тржиштима, укључујући и облике одрживих улагања који добијају све већи значај, како на глобалном нивоу, тако и у европском регулаторном оквиру.

Полазећи од резултата спроведеног истраживања, може се закључити да даљи развој тржишта капитала и процес усклађивања са правом Европске уније захтевају постепену трансформацију структуре улагања друштава за осигурање у Републици Србији. Та трансформација треба да доведе до суштинске промене регулаторног приступа улагањима имовине друштава за осигурање. Уместо нормативног одређивања пожељних облика улагања и ослањања на квантитативна ограничења, тежиште регулације треба да буде на способности друштава за осигурање да идентификују, мере, прате и контролишу ризике повезане са различитим облицима имовине. Само такав приступ може омогућити друштвима за осигурање да у потпуности остваре своју улогу институционалних инвеститора, користећи не само постојеће финансијске инструменте већ и нове облике инвестиционих производа и механизма финансирања који се развијају на савременим тржиштима капитала. Истовремено, он отвара простор за постепено укључивање одрживих улагања у инвестиционе стратегије осигуравача, у складу са савременим тенденцијама развоја одрживих финансија и европског права осигурања.

Само такав приступ може омогућити друштвима за осигурање да у потпуности остваре своју улогу институционалних инвеститора и носилаца дугорочног капитала. Уместо доминантног ослањања на државне хартије од вредности и друге традиционалне облике нискоризичних улагања, осигуравачима би требало омогућити да, у складу са својим ризичним профилем и природом преузетих обавеза, у већој мери користе улагања у корпоративне и муниципалне обвезнице, акције, инвестиционе и алтернативне инвестиционе фондове, као и у некретнине и друге инструменте тржишта капитала који доприносе диверсификацији портфеља и ефикаснијем управљању ризицима. Такав приступ истовремено отвара простор за веће учешће друштава за осигурање у финансирању инфраструктурних пројеката, енергетске транзиције, обновљивих извора енергије, одрживог саобраћаја и других инвестиција од значаја за привредни и друштвени развој.

Посебан значај у том процесу имају улагања у зелене обвезнице и друге облике обвезница повезаних са циљевима одрживости, акције друштава са развијеним ESG политикама и одрживим пословним моделима, у инвестиционе фондове усмерене на одрживе инвестиције, пројекте обновљивих извора енергије, као што су ветропаркови, соларне електране и постројења за производњу енергије из биомасе, пројекте

енергетске ефикасности у индустрији, грађевинарству и јавном сектору, пројекте одрживог саобраћаја, укључујући железничку инфраструктуру и инфраструктуру за електрична возила, социјалне обвезнице намењене финансирању здравства, образовања и социјалне инфраструктуре, као и други облици финансирања који омогућавају усмеравање капитала ка дугорочно одрживим пројектима.

На тај начин инвестициона делатност друштава за осигурање у Србији мора да превазиђе оквир своје примарне функције очувања ликвидности и солвентности и да постане инструмент ефикасне алокације капитала на финансијким тржиштима, у складу са потребама привредног и друштвеног одрживог развоја. Управо се у томе огледа савремена функција друштава за осигурање, јер она нису више само носиоци ризика, већ и значајни институционални инвеститори који посредством својих улагања доприносе развоју тржишта капитала, финансијској стабилности, финансирању привредног развоја и остваривању циљева одрживог развоја.

## Литература и извори

### Монографије, књиге, чланици

- Birds, J., Lynch, B., & Milnes, S. (2015). *MacGillivray on Insurance Law* (13 изд.). Sweet & Maxwell.
- A new Vision for Europe's capital markets, Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union. (2020). Преузето 23.02.2026 са [https://commission.europa.eu/document/download/90458952-623c-410c-8c79-9aede2d73845\\_en?filename=200610-cmu-high-level-forum-final-report\\_en.pdf](https://commission.europa.eu/document/download/90458952-623c-410c-8c79-9aede2d73845_en?filename=200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf)
- Abraham, K. (3/2013.). Four Conceptions of Insurance. *University of Pennsylvania Law Review*.
- Aguilar, L. (2013). *Institutional Investors: Power and Responsibility*. U.S. Securities and Exchange Commission. Преузето 27.02.2026 са <https://www.sec.gov/news/speech/2013-spch041913laa.htm>.
- Alfier, K. (3/2020.). Odgovorno ulaganje i održivost u sektoru finansijskih usluga Europske unije. *Hrvatski časopis za osiguranje*.
- Association of British Insurers. (updated June 2022). *Climate Change Roadmap*. Преузето са <https://www.abi.org.uk/globalassets/files/publications/public/climate-change/abi-climate-roadmap---080622.pdf>
- Balp, G., & Strampelli, G. (23/2022). Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience. *European Business Organization Law Review*.
- Bataller-Grau, J. (2025). Sustainability Reporting Regulation: A Perspective on Insurance Market. У J. Bataller-Grau, M. Kawiński, & P. Marano, *Sustainability and Insurance Market, Trends and Challenges*. Springer.
- Battista, A., & Paltrinieri, A. (2017). Life Insurance and Bancassurance After Solvency II: A Market and Management Perspective. У P. Marano, & M. Siri, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*. Palgrave MacMillan.
- Belanić, L., & Mihelčić, G. (1/2008). Promidžba i prodaja udjela i dionica u investicijskim fondovima. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*.
- Bellando, J.-L., Bigot, J., Cabrillac, S., Moreau, J., Jadaud, B., & Parleani, G. (2011). *Traité de droit des assurances – Entreprises et organismes d'assurance*. Paris: LGDJ.
- Benjamin, J. (4/2010). The Narratives of Financial Law. *Oxford Journal of Legal Studies*.
- Birds, J. (2018). Insurance Law in the United Kingdom. У H. Cousy, *International Encyclopaedia of Laws: Insurance Law*. Wolters Kluwer.
- Birds, J. (2019). *Birds' Modern Insurance Law* (11 изд.). Sweet & Maxwell.
- Bork, K., & Wandt, M. (2021). Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of Germany. У P. Marano, & K. Noussia, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*. Springer.
- Bouvery, L. (2021). Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of France. У P. Marano, & K. Noussia, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*. Springer.
- Busch, D. (1/2022). The future of EU financial law. *Capital Markets Law Journal*.
- Busch, D., Ferrarini, G., & Grünawal, S. (2024). Sustainable Finance in Europe: Setting the Scene. У D. Busch, G. Ferrarini, & S. Grünawal, *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets, second edition*. London: Palgrave Macmillan.
- Charalampos, S. (2/2022). Corporate Sustainability and ESG Factors in Greece and Cyprus: Compliance, Laws and Business Practices, Towards a Holistic Approach. *InterEULawEast*.



- Chiu, H.-Y., Lin, L., & Rouch, D. (23/2022). Law and Regulation for Sustainable Finance. *European Business Organization Law Review*.
- Cicirko, M. (2025). Sustainable Investment Challenges from the Perspective of Insurance Companies in the European and Polish Market. У J. Bataller-Grau, M. Kawiński, & P. Marano, *Sustainability and Insurance Market, Trends and Challenges*. Springer.
- Conac, P.-H. (4/2022). Sustainable Corporate Governance in the EU: Reasonable Global Ambitions? *Revue Européenne du Droit*.
- Corvese, C. (2024). The Assessment of Ecological, Social and Governance Factors in Insurance Risk in the European Union Legislation. 25. конференција Динамика – правни оквир и трендови осигурања, Зборник радова. Аранђеловац: Удружење за право осигурања Србије.
- Corvese, C. (2025). The Relevance of Corporate Sustainability Due Diligence for Insurance and Reinsurance Undertakings. 26. конференција Право осигурања и корпоративно управљање, Зборник радова. Златибор: Удружење за право осигурања Србије.
- Cousy, H. (2014). The Delicate Relationship between Law and Finance: The Classification of Credit Default Swaps. *Journal of South African Law*.
- Cousy, H. (2017). Changing Insurance Contract Law: An Age-Old, Slow and Unfinished Story. У P. Marano, & M. Siri, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*. Palgrave MacMillan.
- Cousy, H. (2017). The Ugly Duckling in the Pond? About the specificity of Insurance Law. У *Liber Amicorum in Honour of Ioannis K. Rokas*. Nomiki Bibliothiki.
- Čulinović Herc, E. (1/2010). Način postupanja investicijskih društava prema klijentima pri obavljanju investicijskih usluga i sporovi zbog povrede tih pravila. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*.
- Čulinović-Herc, E. (1/2006). Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine prema Zakonu o investicijskim fondovima. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*.
- Čulinović-Herc, E. (1/2022). Navigating the Corporate Sustainability Challenge – Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence in the EU Regulatory Arena. *Young Universities for the Future of Europe (YUFE) Law, Conference Proceedings*. Преузето са [https://scholar.google.com/citations?view\\_op=view\\_citation&hl=hr&user=PJJp3NwAAAJ&citation\\_for\\_view=PJJp3NwAAAAJ:gVv57TyPmFsC](https://scholar.google.com/citations?view_op=view_citation&hl=hr&user=PJJp3NwAAAJ&citation_for_view=PJJp3NwAAAAJ:gVv57TyPmFsC).
- Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., & Audić Vuletić, S. (1/2017). Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*.
- Davis, E. (1(2)/2002). Prudent Person Rules or Quantitative Restrictions? The Regulation of Long-Term Institutional Investors' Portfolios. *Journal of Pension Economics and Finance*.
- Derenčinović Ruk, M. (6/2020). Private equity fondovi i hrvatsko iskustvo. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*.
- Dreher, M. (2015). *Treatises on Solvency II*. Berlin - Heidelberg: Springer.
- Dufwa, B. (2017). Financial advice and the consumer. У *Liber Amicorum in Honour of Ioannis K. Rokas*. Nomiki Bibliothiki.
- European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). (n.d.). Solvency II Overview (regulatory principles and risk-based approach). Преузето са [https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/solvency-ii\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/solvency-ii_en)
- European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). (n.d.). Solvency II Overview (regulatory principles and risk-based approach). Преузето 6. фебруар 2026. са [https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/solvency-ii\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/solvency-ii_en)

- Focarelli, D. (2017). Why Insurance Regulation Is Crucial for Long-Term Investment and Economic Growth. У P. Marano, & M. Siri, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*. Palgrave MacMillan.
- Galea St. John, A. (2017). Embracing Change: The Regulatory Evolution of Captive Insurance Companies. У P. Marano, & M. Siri, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*. Palgrave MacMillan.
- Gatzert, N., & Wesker, H. (37/2012). A Comparative Assessment of Basel II/III and Solvency II. *The Geneva Papers*.
- Germain, M., & Magnier, V. (2022). *Les sociétés commerciales - Sociétés de personnes, SARL, SA, SAS, Sociétés cotées, Tome 2* (23 изд.). LGDJ.
- Gordon, J., & Judge, K. (395/2018). The Origins of a Capital Market Union in the United States. *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper*. Преузето 27.10.2025 ca <https://ssrn.com/abstract=3154676>
- Gosling, T., & MacNeil, I. (18/2023). Can Investors Save the Planet? NZAMI and Fiduciary Duty. *Capital Markets Law Journal*.
- Grozdanić, V. (7/2022). Analiza i budućnost održivih investicijskih fondova. *Hrvatski časopis za osiguranje*.
- Harris, L. (1/ 2010). A Critical Theory of Private Equity. *Delaware Journal of Corporate Law*.
- Hellwege, P. (56/2016). A Comparative History of Insurance Law in Europe. *American Journal of Legal History*.
- Hopt , K. (1/2021). Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy. *European Business Organization Law Review*.
- Hopt, K. (690/2023). Corporate Purpose and Stakeholder Value – Historical, Economic and Comparative Law remarks on the Current Debate, Legislative Options and Enforcement Problems. *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper*. Преузето 15.10.2025. ca <https://ssrn.com/abstract=4390119>
- Hörling, D. (38/2013). Will Solvency II Market Risk Requirements Bite? The Impact of Solvency II on Insurers' Asset Allocation. *The Geneva Papers*.
- Hurk, A. (2021). Transparency in Dutch Insurance Regulation and Financial Supervision. У P. Marano, & K. Noussia, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*. Springer.
- Hurk, A. (2024). Prudent person approaches and ESG. У P. Bennett, & H. v. Meerten, *EU Pensions Law: A Commentary and Practitioner's Guide*. Cheltenham – Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Hurk, A. (2024). The Role of Prudential Regulation and Supervision of Insurers in Sustainable Finance. У D. Busch, G. Ferranini, & S. Grunewald, *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets, second edition*. London: Palgrave Macmillan.
- Hurk, A. (2025). Revision of the Solvency II Directive: An Overview of the Main Changes. 26. конференција *Право осигурања и корпоративно управљање*, Зборник радова. Златибор: Удружење за право осигурања Србије.
- Hurk, A., & Klooster, v. (2024). The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives. У D. Busch, G. Ferranini, & S. Grunewald, *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets, second edition*. London: Palgrave Macmillan.
- Hurk,, A. (2023). Integration of Sustainability Risks and Factors in EU Insurance Regulation – The State of Play. *Правни и економски изазови у осигурању у динамичном окружењу*, Зборник радова. Аранђеловац: Удружење за право осигурања Србије.

- Insurance Europe. (2025). *Investing from insurers' perspective*. Преузето 03.05.2026 са <https://www.insuranceeurope.eu/mediaitem/91cc2159-69e9-4406-a6f6-5377abd7339f/Investing+from+insurers+perspective.pdf?inline=1>
- International Association of Insurance Supervisors (IAIS). (2019). *Global Insurance Market Report*. Basel.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting. *Harvard Business School Research Working Paper No. 11-100*. Преузето 07.03.2025 са <https://ssrn.com/abstract=1799589>.
- Jobst, A. (2008). What is securitization? *Finance & Development*. Преузето 02.03.2026 са <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/pdf/basics.pdf>
- Jurić, D. (2/2015). Sustav upravljanja u društvima za osiguranje prema Zakonu o osiguranju iz 2015. godine u Republici Hrvatskoj. *Европска ревија за право осигурања*.
- Kaminker, C., & Stewart, F. (2012). The Role of Institutional Investors in Financing Clean Energy. *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 23*. Преузето 13.02.2026 са [https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2012/09/the-role-of-institutional-investors-in-financing-clean-energy\\_g17a2195/5k9312v21l6f-en.pdf](https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2012/09/the-role-of-institutional-investors-in-financing-clean-energy_g17a2195/5k9312v21l6f-en.pdf)
- Kawiński, M. (2025). Sustainability of the EU Insurance Markets and Adequacy of Insurance Regulations: Solvency II and ESG. У J. Bataller-Grau, M. Kawiński, & P. Marano, *Sustainability and Insurance Market, Trends and Challenges*. Springer.
- Keglević Steffek, A. (24/2022). Trust and Transparency in Insurance Contract Law: European Regulation and Comparison of Laws. *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*.
- Koch, R. (2018). Insurance Law in Germany. У H. Cousy, *International Encyclopaedia of Laws: Insurance Law*. Wolters Kluwer.
- Krišto, J., Stojanović, A., & Pavković, A. (1-2/2024). Impact of Institutional Investors on Financial Market Stability: Lessons from Financial Crisis. *International Journal of Diplomacy and Economy*.
- Kühnhausen, F. (3/2016). Директива о Солвентности II – status quo и кораци напред. *Европска ревија за право осигурања*.
- Laby, A. (4/2025). ESG Investing and Asset Managers. *Capital Markets Law Journal*.
- Lambert-Faivre, Y., & Leveneur, L. (2017). *Droit des assurances* (14 изд.). Paris: Dalloz.
- Lange, A., List, J., & Price, M. (2007). A fundraising mechanism inspired by historical tontines: Theory and experimental evidence. *Journal of Public Economics*.
- Lappe, M.-S., & Pinkus, D. (17/2025). Plugging Europe's investment gap: understanding the pontential of leveragigng institutional investors. *Working Paper 17/2025*, Bruegel.
- Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? *NBER Working Paper*. Преузето 16.04.2026 са <https://ssrn.com/abstract=330980>.
- Lin, T. (95/2014). Reasonable Investor(s). *Boston University Law Review*.
- Loguinova, K. (2019). *A Critical Legal Study of the Ideology Behind Solvency II*. Springer.
- Marano, P. (2014). The System of Internal Controls under Solvency II: An Overview. *Модерно право осигурања: текућа питања и трендови, Зборник радова*. Палић: Удружење за право осигурања Србије.
- Marano, P. (2017). Sources and Tools of the Insurance Regulation in the European Union. У P. Marano, & M. Siri, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*. Palgrave MacMillan.
- Marano, P. (2021). A Comparative Analysis of Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of Selected European Jurisdictions. У P. Marano, & K. Noussia, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*. Sringer.

- Marano, P. (2025). The Governance of Small and Non-Complex Insurance Undertakings under the Solvency II Review. 26. конференција *Право осигурања и корпоративно управљање, Зборник радова*. Златибор: Удружење за право осигурања Србије.
- Marano, P., & Siri, M. (2021). Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of Italy. У P. Marano, & K. Noussia, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*. Springer.
- Marano, P., & Val Bolívar Oñoro, M. (2025). Rating “Social” Within the EU Law the ESG Factors: Relevance for the Insurance Industry and the Risk of “Social Washing”. У J. Bataller-Grau, M. Kawiński, & P. Marano, *Sustainability and Insurance Market, Trends and Challenges*. Springer.
- Masci, P. (1/2012). Insurance and Entrepreneurship: A Conceptual Framework. *Journal of the Washington Institute of China Studies*.
- Masci, P. (n.d.). The History of Insurance: Risk, Uncertainty and Entrepreneurship. 3/2011.
- Matek, P.-P., & Poljak, D. (1/2019). Zaštita potrošača finansijskih usluga u Europskoj uniji. *Financije i pravo, Zagreb*.
- McCahery, J., & Giudici, P. (23/2023). Alternative Investments and Institutional Investors. *European Business Organization Law Review*.
- Merkin, R. (2014). *Insurance Law: An Introduction*. London–New York : Routledge.
- Merkin, R. (2015). *Colinvaux's Law of Insurance*. Sweet & Maxwell.
- Mihelja Žaja, M., & Tica, M. (5/2021). Uloga osiguratelja na tržištu zelenih obveznica. *Hrvatski časopis za osiguranje*.
- Mijatović, N., & Špoljarić, D. (3/2011). Teorijsko određenje i pravno uređenje hedge fondova. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*.
- Noussia, K. (2021). Transparency in Insurance Regulation of England. У P. Marano, & K. Noussia, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*. Springer.
- OECD . (2025). *Institutional Investor Engagement and Stewardship*. Paris: OECD Publishing. Преузето 28.01.2026. ca <https://doi.org/10.1787/a4902cee-en>
- OECD. (2003). *Assessing the Solvency of Insurance Companies*. Paris: OECD Publications Service.
- OECD. (2013). *G20/OECD High-Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*. Преузето 28.01.2026. ca <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/financing-infrastructure/OECD-G20-principles-long-term-investment-financing-institutional-investors.pdf>.
- OECD. (2017). *Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence*. Paris: OECD Publishing.
- OECD. (2023). *OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct*. Paris: OECD Publishing.
- Oliver Wyman; Insurance Europe. (2013). *Funding the future Insurers' role as institutional investors*.
- Ostrowska, M. (2021). Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law of Poland. У P. Marano, & K. Noussia, *Transparency in Insurance Regulation and Supervisory Law, A Comparative Analysis*. Springer.
- Pantazi, T. (25/2024). The Introduction of Mandatory Corporate Sustainability Reporting in the EU and the Question of Enforcement. *European Business Organization Law Review*.
- Partiti, E. (5/2023). Addressing the Flaws of the Sustainable Finance Disclosure Regulation: Moving from Disclosures to Labelling and Sustainability Due Diligence. *European Business Organization Law Review*.
- Plantin, G., & Rochet, J.-C. (2007). *When Insurers Go Bust: An Economic Analysis of the Role and Design of Prudential Regulation*. Princeton University Press.

- Porzio, C. (2014). Foreword in Maria Grazia Starita, Irma Malafonte, Capital Requirements, Disclosure, and Supervision in the European Insurance Industry-New Challenges towards Solvency II. У М. Starita, & I. Malafronte, *Capital Requirements, Disclosure, and Supervision in the European Insurance Industry-New Challenges towards Solvency II*. Palgrave Macmillan.
- Principles for Responsible Investment – PRI. (2025). About stewardship, What is stewardship? Преузето 18.03.2026 са <https://www.unpri.org/stewardship/about-stewardship/6268.article>
- Pugnetti, C., Stricker, L., & Egli, S. (2025). The Role of Insurance in Sustainability. У P. Wollmann, D. Pemler, & M. Ndrevataj, *The Sustainable Organization - How Organizations Address the 17 UN SDGs Using the 3-P-Model*. Springer.
- Ranaldi, V., & Костић, Ј. (2022). Financial stability and insurance companies in the context of proposed amendments of the Directive 2009/138/EC. XXV Међународна научна конференција Проузроковање штете, накнада штете и осигурање. Београд: Институт за упоредно право.
- Ranaldi, V., & Костић, Ј. (2023). Risk management in insurance vs discrimination. Проузроковање штете, накнада штете и осигурање, Институт за упоредно право, Београд.
- Regele, F. (2018). *Infrastructure Investments: Regulatory Treatment and Optimal Capital Allocation under Solvency II*. Springer Gabler.
- Rohrbach, W. (2022). Одрживост и осигурање. У *Осигурање и правно-економско окружење-шири и ужи оквир*, Зборник радова. Удружење за право осигурања.
- Rohrbach, W. (3/2018). Значај историје осигурања. *Токови осигурања*.
- Rohrbach, W. (4/2007). Солвентност II – последице по осигураваче и кориснике услуга осигурања. *Ревуја за право осигурања*.
- Rokas, I. (1/2017). Директива ЕУ 2009/138 о оснивању и вођењу послова осигурања и реосигурања – општи увод у правни оквир Солвентност II. *Европска ревија за право осигурања*.
- Schanz, K.-U. (Geneva). *The Role of Insurance in Promoting Social Sustainability*. 2022: The Geneva Association.
- Schanzenbach, M., & Sitkoff, R. (72/2020). Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee“. *Stanford Law Review*.
- Schlütter, S., Senyo Fianu, E., & Gründl, H. (112/2023). Responsible investments in life insurers' optimal portfolios. *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*.
- Škunca, F. (1/2019). Analiza ulaganja osiguratelja u Solvency II svijetu. *Hrvatski časopis za osiguranje*.
- Spießhofer, B. (2024). Sustainability and ESG Aspects. У R. Veil, *Regulating EU Capital Markets Union: Volume I: Fundamentals of a European Code*. Oxford: Oxford University Press.
- Starita, M., & Malafronte, I. (2014). *Capital Requirements, Disclosure, and Supervision in the European Insurance Industry-New Challenges towards Solvency II*. Palgrave Macmillan.
- Szaniewski, D. (13/2021). Investment Activities of Polish Insurance Companies Before and After Solvency II. *Foundations of Management*.
- Szüle, B. (29/2021). On the Relationship between Investment Risk and Insurance Solvency Optimum. *Periodica Polytechnica Social and Management Sciences*.
- Tenuta, P., & Cambrea, D. R. (2022). *Corporate Sustainability - Measurement, Reporting and Effects on Firm Performance*. Springer.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI). (n.d.). About UNEP FI. Преузето 08.03.2026 са <https://www.unepfi.org/about/>
- United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI), About UNEP FI. (08.03.2026). Преузето са <https://www.unepfi.org/about/>

- United Nations, *Transforming our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development*, UN General Assembly Resolution A/RES/70/1, New York, 25 September 2015. (08.03.2026).  
Презето са  
<https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>
- Van Hulle, K. (2017). Solvency II: Reasonable Expectations. У P. Marano, & M. Siri, *Insurance Regulation in the European Union, Solvency II and Beyond*. Palgrave MacMillan.
- Van Hulle, K. (2019). *Solvency Requirements for EU Insurers: Solvency II is Good for You*. Louvain-la-Neuve: Intersentia.
- Van Hulle, K. (2023). Prudential supervision: capital standards in a risk-based solvency regime. У J. Burling, & K. Lazarus, *Research Handbook on International Law and Regulation*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar Publishing Limited.
- Van Hulle, K. (3/2020). Revizija Solvency II: Najbolje je često neprijatelj dobrog. *Hrvatski časopis za osiguranje*.
- Vercher-Moll, J. (2025). Principles for Sustainable Insurance: The European Perspective. У J. Bataller-Grau, M. Kawiński, & P. Marano, *Sustainability and Insurance Market, Trends and Challenges*. Springer.
- Wandt, M. (2012). Transparency as a General Principle of Insurance Law. *Transparency in Insurance Law*. Istanbul: AIDA.
- Wymeersch, E. (2012). The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds. У K. Brown, & D. Snyder (Ур.), *General Reports of the XVIIIth Congress of the International Academy of Comparative Law*. Springer.
- Wymeersch, E. (5/2019). Financial regulation: its objectives and their implementation in the European Union. *Working Paper Series, Financial Law Institute, Ghent University*.
- Wymeersch, E. (6/2010). The regulation of private equity, hedge funds and state funds. *Working Paper Series, Financial Law Institute, Ghent University*.
- Zetzsche, D., & Anker-Sørensen, L. (23/2022). Regulating Sustainable Finance in the Dark. *European Business Organization Law Review*.
- Балабан, М., & Коренак, Б. (4/2024). Значај развоја тржишта капитала за осигуравајућа друштва као институционалне инвеститоре у Републици Србији. *Токови осигурања*.
- Васиљевић, М. (1/2009). Корпоративно управљање и агенцијски проблеми (I део). *Анали Правног факултета у Београду*.
- Васиљевић, М. (1/2013). Друштвена одговорност компанија (од политике, преко морала, до права). *Анали Правног факултета у Београду*.
- Војводић Миљковић, Н., Цветковић, М., & Марија, Л. (3/2023). Животна осигурања везана за јединице инвестиционих фондова у функцији развоја тржишта осигурања и финансијског тржишта Р. Србије. *Токови осигурања*.
- Врачарић, В. (5–8/2009). Развој и стабилизација финансијског система. *Право и привреда*.
- Ђурић, З., & Јовановић, З. (4/2015). Изазови у примени Директиве о Солвентности II у Србији. *Европска ревија за право осигурања*.
- Ерић, Д. (2003). *Финансијска тржишта и инструменти*. Београд: Чигоја штампа.
- Жарковић, Н., Лисов, М., & Мркшић, Д. (4/2012). Investments of Serbian Insurance Companies. *Economic Research*.
- Илић, М. (2014). Утицај примене Директиве Европске уније 'Солвентност II' на сектор осигурања у Србији, докторска дисертација. Ниш : Универзитет у Нишу – Економски факултет.
- Јевремовић Петровић, Т. (2/2025). Корпоративно управљање у друштвима за осигурање. *Токови осигурања*.
- Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право*. Београд: Правни факултет.

- Јовановић, Н. (5-8/2002). Заштићени улагач на тржишту вредносних папира. *Право и привреда*.
- Јовановић, Н., Радовић, В., & Радовић, М. (2020). *Компанијско право- право привредних субјеката*. Београд: Универзитет у Београду, Правни факултет.
- Јовановић, С. (3/2022). Осигурање у Српском грађанском законикау из 1844. године – прилог историји правног регулисања уговора о осигурању у Србији. *Токови осигурања*.
- Јовановић, С., & Узелац, О. (1/2020). Традиционалне правне установе и право осигурања. *Европска ревија за право осигурања*.
- Кожетинац, Г. (11-12/2009). Важност и потреба за финансијском писменошћу. *Рачуноводство*.
- Копривица, М., Кочовић, Ј., & Драгутиновић Митровић, Р. (2025). *Innovations in insurance – from traditional to modern market*. Београд: Универзитет у Београду, Економски факултет.
- Костић, Ј., & Ranaldi, V. (2021). Investment Policy of Insurance Companies with Special Reference to the Republic of Serbia in the EU Accession Perspective. *Зборник радова / XXIV Међународни научни скуп Проузроковање штете, накнада штете и осигурање*. Београд: Институт за упоредно право.
- Костић, Ј. (2018). Инвестирање друштава за осигурање на тржишту капитала Републике Србије. *XXI Међународни научни скуп Одговорност за штету, накнада штете и осигурање*. Београд: Институт за упоредно право.
- Костић, Ј., & Ranaldi, V. (2021). Investment Policy of Insurance Companies with Special Reference to the Republic of Serbia in the EU Accession Perspective. *Зборник радова / XXIV Међународни научни скуп Проузроковање штете, накнада штете и осигурање*. Београд: Институт за упоредно право.
- Кочовић, Ј., Ракоњац-Антић, Т., Копривица, М., & Брадић, К. (3/2024). Правци развоја тржишта осигурања. *Токови осигурања*.
- Кочовић, Ј., Шулејић, П., & Ракоњац Антић, Т. (2010). *Осигурање*. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду.
- Лабудовић Станковић, Ј. (2013). Осигурање и тржиште капитала. *Право осигурања Србије у транзицији ка европском (ЕУ) праву осигурања, Зборник радова*. Београд: Удружење за право осигурања Србије.
- Лабудовић, Ј. (4/2007). Улога и значај компанија за осигурање живота као институционалних инвеститора на финансијском тржишту. *Ревиија за право осигурања*.
- Лојаница, Н., Станчић, В., & Луковић, С. (2/2022, ). Развој тржишта осигурања и економски раст: приказ земаља региона Западног Балкана. *Теме*.
- Лучић, Љ. (1-6/2008). Инвестициони фондови са освртом на Закон о инвестиционим фондовима Републике Србије. *Финансије*.
- Малета, Н. (4/2024). Прилагодба регулаторног оквира Солвентност II новим ризицима и изазовима савременог корпоративног управљања. *Токови осигурања*.
- Марковић, М. (2/2024). Изазови тржишта осигурања у Србији на путу ка Солвентности II. *Токови осигурања*.
- Маровић, Б., & Његомир, В. (2015). Осигуравајућа друштва у улози институционалних инвеститора. 26. *Сусрет осигураваача и реосигураваача Сарајево(COPC)*.
- Миловановић, Д. (5-8/2004). Регулација инвестиционих фондова. *Право и привреда*.
- Митровић, М. (1/2020). Развој правног оквира ЕУ о нефинансијском извештавању. *Право и привреда*.
- Митровић, М. (3/2023). Дужности директора у одрживом корпоративном управљању. *Право и привреда*.

- Михајловић, Б. (2/2020). Одрживо корпоративно управљање као услов дугорочног развоја привредних друштава. *Гласник права*.
- Михајловић, Б. (2024). Извештавање привредних друштава о одрживости у праву Европске уније. У С. Соковић, *Усклађивање правног система Србије са стандардима ЕУ*. Крагујевац.
- Михајловић, Б. (4-6/2017). Циљ пословања привредног друштва – само стицање добити или још нешто. *Право и привреда*.
- Момировић, Д. (1-6/2009). Муниципалне обвезнице – новина или финансијска иновација на тржишту капитала Србије. *Финансије*.
- Момчиловић, А. (2014). *Друштва за осигурање на финансијском тржишту*. Београд.
- Муминовић, С. (11/12-2007). Инвестициони фондови и други финансијски производи. *Банкарство*.
- Муминовић, С. (7-8/2008). Диверсификација портфолија – предност или заблуда. *Рачуноводство*.
- Муминовић, С., & Павловић, В. (1-6/2006). Инвестициони фондови – неискоришћени потенцијал у Србији. *Финансије*.
- Ненадић, Б. (5-8/2000). Нови облици контроле државе над радом организација за осигурање. *Право и привреда*.
- Његомир, В. (1/2024). Специфичности и значај маркетинга за успех у пословању осигуравајућих друштава. *Европска ревија за право осигурања*.
- Његомир, В. (11-12/2012). Управљање ризиком и капиталом осигуравајућих друштава: улога реосигурања. *Рачуноводство*.
- Његомир, В. (1-6/2009). Solvency II директива и њен утицај на управљање ризиком у осигуравајућим друштвима. *Финансије*.
- Његомир, В. (1-6/2011). Тржиште осигурања и улога државе: стање и перспективе финансирања катастрофа. *Финансије*.
- Његомир, В. (3/2011). Анализа стања и трендова сектора осигурања у Србији. *Токови осигурања*.
- Његомир, В. (3-4/2011). Улога финансијских деривата у управљању ризиком осигурања. *Рачуноводство*.
- Његомир, В. (5-6/2010). Осигуравајућа друштва као институционални инвеститори. *Рачуноводство*.
- Његомир, В. (9-10/2009). Управљање одштетним захтевима у осигуравајућим друштвима. *Рачуноводство*.
- Његомир, В., & Демко Рихтер, Ј. (4/2021). Друштвена одговорност предузећа као елемент стратегије осигуравајућих друштава. *Токови осигурања*.
- Његомир, В., & Петровић, З. (1/2017). Предузетништво у осигурању: значај и правни принципи друштвено одговорног пословања осигуравача. *Страни правни живот*.
- Остојић, С. (2004). Неопходност реструктурирања осигуравајућих друштава у Србији. *Привредна изградња*, 1/2.
- Пак, Ј. (2011). *Право осигурања*. Београд: Универзитет Сингидунум.
- Петровић Томић, Н. (2-3/2023). Одрживо пословање – да ли су ЕСГ стандарди стубови отпорности новог модела пословања? *Банкарство*.
- Петровић Томић, Н. (1/2020). О ограниченој и усмереној слободи уговарања у уговорном праву осигурања: Феномен „покоравања” уговора о осигурању. *Анали Правног факултета у Београду*.
- Петровић Томић, Н. (2015). *Заштита потрошача услуга осигурања*. Правни факултет Универзитета у Београду.
- Петровић Томић, Н. (2019). *Право осигурања, Систем, Књига прва*. Београд: Службени гласник.



- Петровић Томић, Н. (3/2024). Пословно право и право одрживог развоја – између профитабилности и етичности. *Право и привреда*.
- Петровић Томић, Н., & Глинтић, М. (2/2024). The Hybridization of the Regulatory Framework of Insurance Contract Law: Elements of a New Setting. *Анали Правног факултета у Београду*.
- Петровић Томић, Н., & Глинтић, М. (4/2025). Mifidization of insurance law – back to basics. *Journal of European Consumer and Market Law*.
- Пјанић, М., Митрашевић, М., & Луковић, С. (2021). State and Prospects of the Insurance Industry in the Republic of Serbia. *XI Међународни симпозијум Инжењерски менаџмент и конкурентност*. Зрењанин.
- Радовић, В. (2/2021). Циљ привредног друштва са освртом на актуелну пандемију. *Ревизија Копаоничке школе природног права*.
- Секулић, А. (3/2025). Вештачка интелигенција у функцији одрживог пословања. *Право и привреда*.
- Славнић, Ј. (4–6/96). Право осигурања – између заштите монопола и тржишта осигурања. *Анали Правног факултета у Београду*.
- Слободан, Ј. (3/2022). Осигурање у Српском грађанском закону из 1844. године – прилог историји правног регулисања уговора о осигурању у Србији. *Токови осигурања*.
- Совиљ, Р. (2/2021). Тржиште обвезница катастрофе- нормативни оквир и перспективе развоја. *Право и привреда*.
- Совиљ, Р. (2/2022). Правне последице климатских промена на редефинисање тржишта капитала – може ли тржиште капитала допринети остваривању циљева нискоугљеничног развоја? *Право и привреда*.
- Сокић, М. (4/2015). Осигуравајуће куће као институционални инвеститори у Републици Србији. *Токови осигурања*.
- Сокић, М. (4/2016). Унапређење система управљања ризицима у осигуравајућој компанији. *Токови осигурања*.
- Стојковић, Д., Јовановић-Крањец, М.-К., & Луковић, М. (2/2021). Улога и значај зелених обвезница на савременом финансијском тржишту. *Теме*.
- Стојковић, Љ. (2024). Примена етичких стандарда у друштву за осигурање и начела пословања. *25. конференција Динамика – правни оквир и трендови осигурања, Зборник радова*. Аранђеловац: Удружење за право осигурања Србије.
- Тевац, Р., Николић, А., & Цвијановић, Д. (4/2012). Значај управљања ризицима у осигурању за економски развој земље. *Теме*.
- Тешић, Н. (3/2023). Осигурање као значајан фактор одрживог развоја. *Токови осигурања*.
- Тошић, И. (2/2017). Надзор осигурања – Директива Солвентност II. *Страни правни живот*.
- Тошић, И. (2017). Утицај Директиве Солвентност II на сектор осигурања у Европи. *Годишњак факултета правних наука*.
- Тошић, И. (2022). *Усклађеност и контрола усклађености пословања у акционарским друштвима за осигурање у српском праву и по концепту Солвентност II, докторска дисертација*. Београд.
- Тошић, И. (2022). Усклађивање права осигурања Републике Србије са Директивом Солвентност II. У Ј. Ћеранић Перишић, В. Ђурић, & А. Вишекруна, *65 година од Римских уговора: Европска унија и перспективе европских интеграција Србије*. Београд.
- Тошић, И. (7–9/2017). Изазови у имплементацији Директиве Солвентност II у Србији. *Право и привреда*.

- Ђеха, М., Ђеха, Н., & Лукић, М. (1/2022). Друштвена одговорност у пословању као важан принцип савременог пословања. *Европска ревија за право осигурања*.
- Ђирић, Ј., & Његомир, В. (1/2012). Разлози слабијег успеха институционалних инвеститора на финансијском тржишту Србије. *Економске теме, Ниш*.
- Чоловић, В. (2012). Утицај примене пројекта Солвентност II (Директива ЕУ бр. 2009/138/ЕС) на осигуравајућа друштва у Србији. У *Хармонизација законодавства Републике Србије са правом Европске уније. II*. Институт за међународну политику и привреду, Институт за упоредно право.
- Чоловић, В. (2014). Ризик као основни елемент осигурања. У *Зборник радова „Владавина права и правна држава у региону“*. Источно Сарајево.
- Чоловић, В. (3/2021). Основне карактеристике тонтине осигурања. *Право и привреда*.
- Чоловић, В. (10–12/2012). Мере Народне банке Србије против осигуравајућег друштва у случају непоступања по правилима о управљању ризиком. *Право – теорија и пракса*.
- Чоловић, В. (2010). *Осигуравајућа друштва, законодавство Србије, право ЕУ, упоредно право*. Београд: Институт за упоредно право.
- Чоловић, В. (2021). Положај страних осигуравајућих друштава у Србији у вези са одредбом члана 84 Устава Републике Србије. У *Constitutio lex superior: сећање на професора Павла Николића*. Београд: Институт за упоредно право.
- Шулејић, П. (1995). Организација за осигурање у светлу новог законодавства. *Право и привреда*(3-6).
- Шулејић, П. (2005). *Право осигурања*. Београд: Савремена администрација.
- Шулејић, П. (5-8/1998). Осигурање и страна улагања. *Право и привреда*.

## Списак коришћених извора

### 1) Домаћи

#### Закони и подзаконски акти

Закон о потврђивању Споразума о стабилизацији и придруживању (*Службени гласник РС – Међународни уговори*, бр. 83/2008)

Закон о осигурању, (*Службени гласник РС*, бр. 139/14 и 44/21)

Закон о тржишту капитала, (*Службени гласник РС*, бр. 129/2021 и 109/2025)

Закон о отвореним инвестиционим фондовима са јавном понудом, (*Службени гласник РС*, бр. 73/2019 и 94/2024)

Закон о алтернативним инвестиционим фондовима, (*Службени гласник РС*, бр.73/2019-73, 94/2024-404, 109/2025-115)

Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима, (*Службени гласник РС*, бр. 85/2005 и 31/2011)

Закон о банкама, (*Службени гласник РС*, бр. 107/2005, 91/2010, 14/2015 и 19/2025)

Закон о платним услугама, (*Службени гласник РС*, бр. 139/2014, 44/2018 и 64/2024)

Одлука Народне банке Србије о инвестирању средстава осигурања, (*Службени гласник РС*, бр. 55/2015, 111/2017, 149/2020, 137/2022, 82/2024 и 31/2025)

Одлука Народне банке Србије о систему управљања у друштву за осигурање/реосигурање, (*Службени гласник РС*, бр. 51/2015-46, 29/2018-102, 84/2020-50, 94/2022-337, 82/2024-68)

Стратегија за развој тржишта капитала у Републици Србији за период 2021–2026. године, (*Службени гласник РС*, бр. 102/2021)

Народна банке Србије, Стратегија за имплементацију Солветности II у Републици Србији, мај. 2021. године.

Народна банка Србије, Сектор за надзор над обављањем делатности осигурања, *Сектор осигурања у Републици Србији – Извештај за 2022. годину*, Београд, 2023, 13

Народна банка Србије, Извештај за први квартал 2025. године, [https://www.nbs.rs/sr\\_RS/finansijske-institucije/osiguranje/poslovanje/](https://www.nbs.rs/sr_RS/finansijske-institucije/osiguranje/poslovanje/), 25.05.2026.

Народна банка Србије, Сектор за надзор над обављањем делатности осигурања, *Сектор осигурања у Републици Србији – Извештај за треће тромесечје 2025. године*, Београд, 2026

## 2) Страни

### а) Прописи и акти Европске уније

Уговор о функционисању Европске уније (*Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union*), ОЈ С 326/47, 26. 10. 2012

Директива Солвентност II - Директива 2009/138/ЕЗ Европског парламента и Савета од 25. новембра 2009. године о приступању и обављању делатности осигурања и реосигурања (Солвентност II) (*Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance – (Solvency II)*), ОЈ L 335, 17. 12. 2009

Делегирана уредба 2015/35 - Делегирана уредба Комисије (ЕУ) 2015/35 од 10. октобра 2014. године о допуни Директиве 2009/138/ЕЗ Европског парламента и Савета о приступању и обављању делатности осигурања и реосигурања (Солвентност II), (*Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 of 10 October 2014 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)*), ОЈ L 12, 17.1.2015

Делегирана уредба Комисије (ЕУ) 2016/467 од 30. септембра 2015. године о измени Делегиране уредбе Комисије (ЕУ) 2015/35 у погледу обрачуна регулаторних капиталних захтева за поједине категорије имовине коју држе друштва за осигурање и реосигурање (*Commission Delegated Regulation (EU) 2016/467 of 30 September 2015 amending Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 concerning the calculation of regulatory capital requirements for several categories of assets held by insurance and reinsurance undertakings*), ОЈ L 85, 1.4.2016

Делегирана уредба Комисије (ЕУ) 2019/981 од 8. марта 2019. године о измени Делегиране уредбе (ЕУ) 2015/35 о допуни Директиве 2009/138/ЕЗ Европског парламента и Савета о приступању и обављању делатности осигурања и реосигурања (Солвентност II) (*Commission Delegated Regulation (EU) 2019/981 of 8 March 2019 amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of insurance and reinsurance (Solvency II)*), ОЈ L 161, 18 June 2019

Делегирана уредба Комисије (ЕУ) 2021/1256 од 21. априла 2021. године о измени Делегиране уредбе (ЕУ) 2015/35 у погледу интеграције ризика одрживости у систем управљања друштава за осигурање и реосигурање (*Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1256 of 21 April 2021 amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 as regards the integration of sustainability risks in the governance of insurance and reinsurance undertakings*), ОЈ L 277, 2.8.2021

Ревизија Директиве Солвентност II - Директива (ЕУ) 2025/2 Европског парламента и Савета од 27. новембра 2024. о измени Директиве 2009/138/ЕЗ у погледу пропорционалности, квалитета надзора, извештавања, мера дугорочних гаранција, макропруденцијалних алата, ризика одрживости и надзора група и прекограничног надзора, као и о измени директива 2002/87/ЕЗ и 2013/34/ЕУ (*Directive (EU) 2025/2 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2024 amending Directive 2009/138/EC as regards proportionality, quality of supervision, reporting, long-term guarantee measures, macro-prudential tools, sustainability risks and*

*group and cross-border supervision, and amending Directives 2002/87/EC and 2013/34/EU*), OJ L, 8.1.2025

Директива о нефинансијском извештавању (NFRD) - Директива 2014/95/EУ Европског парламента и Савета о измени Директиве 2013/34/ ЕУ у погледу објављивања нефинансијских информација и информација о разноликости одређених великих предузећа и група (*Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups*) OJ L 330, 15.11.2014

Уредба о обелодањивању информација о одрживом финансирању (SFDR) - Уредба (ЕУ) 2020/852 Европског парламента и Савета од 18. јуна 2020. године о успостављању оквира за олакшавање одрживог инвестирања и изменама Уредбе (ЕУ) 2019/2088 (*Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088*), OJ L 198/13, 22. 6. 2020

Уредба о таксономији - Уредба (ЕУ) 2020/852 Европског парламента и Савета од 18. јуна 2020. године о успостављању оквира за олакшавање одрживих инвестиција и о измени Уредбе (ЕУ) 2019/2088 (*Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment*), OJ L 198, 22.6.2020

Директива о извештавању о корпоративној одрживости (CSRD) - Директива (ЕУ) 2022/2464 Европског парламента и Савета од 14. децембра 2022. године о измени Уредбе (ЕУ) бр. 537/2014, Директиве 2004/109/ЕЗ, Директиве 2006/43/ЕЗ и Директиве 2013/34/ЕУ у погледу извештавања о корпоративној одрживости (*Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting*), OJ L 322, 16.12.2022

Уредба о европским зеленим обвезницама - Уредба (ЕУ) 2023/2631 Европског парламента и Савета од 22. новембра 2023. године о европским зеленим обвезницама и добровољним обелодањивањима за обвезнице које се пласирају као еколошки одрживе и за обвезнице повезане са циљевима одрживости (*Regulation (EU) 2023/2631 of the European Parliament and of the Council of 22 November 2023 on European Green Bonds and optional disclosures for bonds marketed as environmentally sustainable and for sustainability-linked bonds*), OJ L 2023/2631, 30.11.2023

Директива (ЕУ) 2024/1760 Европског парламента и Савета од 13. јуна 2024. године о дужној пажњи у вези са одрживим пословањем привредних друштава и о измени Директиве (ЕУ) 2019/1937 и Уредбе (ЕУ) 2023/2859 (*Directive (EU) 2024/1760 of the European Parliament and of the Council of 13 June 2024 on corporate sustainability due diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 and Regulation (EU) 2023/2859*) OJ L, 2024/1760, 5.7.2024

Акциони план за изградњу Уније тржишта капитала (*European Commission, Action Plan on Building a Capital Markets Union*), COM(2015) 468 final, Брисел, 30. септембар 2015.

Акциони план за финансирање одрживог раста (*European Commission, Action Plan: Financing Sustainable Growth*) COM(2018) 97 final, Брисел, 08. март 2018

Европски зелени договор - Европска комисија, Саопштење Комисије Европском парламенту, Европском савету, Савету, Европском економском и социјалном комитету и Комитету региона (*European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – The European Green Deal*), COM(2019) 640 final, Брисел, 11. децембар 2019

Директива 2009/65/ЕЗ Европског парламента и Савета од 13. јула 2009. о усклађивању закона, других прописа и административних одредаба које се односе на субјекте за колективно инвестирање у преносиве хартије од вредности (UCITS) (*Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)* ), OJ L 302, 17.11.2009

Директива 2011/61/ЕУ Европског парламента и Савета од 8. јуна 2011. о управљачима алтернативних инвестиционих фондова и о измени директива 2003/41/ЕЗ и 2009/65/ЕЗ и уредаба (ЕЗ) бр. 1060/2009 и (ЕУ) бр. 1095/2010 (*Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010* ) OJ L 174, 1.7.2011

Европска агенција за надзор осигурања и пензијских фондова (EIOPA), Смернице за спровођење процене материјалности климатских промена и употребу климатских сценарија у оквиру сопствене процене ризика и солвентности (ORSA) ( *Application guidance on running climate change materiality assessment and using climate change scenarios in the ORSA*), 2. август 2022.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), Смернице о систему управљања (*Guidelines on system of governance*), EIOPA-BoS-14/253, 28. јануар 2015.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), Смернице о надзорном процесу (*Guidelines on the supervisory review process*), EIOPA-BoS-14/259, 28. јануар 2015

European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), Технички савет о спровођењу новог оквира пропорционалности у оквиру Солвентности II (*Technical Advice on the Implementation of the New Proportionality Framework under Solvency II*), EIOPA-BoS-24-590, 30. јануар 2025.

## б) Документи међународних организација

Принципи одговорног инвестирања - UNEP - Finance Initiative, *Principles for Responsible Investment* ( PRI), New York, 2006

Принципи одрживог осигурања - UNEP - Finance Initiative, *Principles for Sustainable Insurance* (PSI), Geneva, 2012

Париски споразум уз Оквирну конвенцију Уједињених нација о климатским променама, (*Paris Agreement under the United Nations Framework Convention on Climate Change*), Уједињене нације, Париз, FCCC/CP/2015/L.9/Rev.1, 12. децембар 2015

OECD, *G20/OECD High-Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*, 2013, <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/financing-infrastructure/OECD-G20-principles-long-term-investment-financing-institutional-investors.pdf>, 28.01.2026

OECD, Смернице за мултинационална предузећа о одговорном пословном понашању (*OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct*), OECD Publishing, Paris, 2023

G20/OECD Принципи корпоративног управљања (*G20/OECD Principles of Corporate Governance*) OECD Publishing, Paris 2023, [https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023\\_ed750b30-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en.html), 14.02.2026

Insurance Core Principles - International Association of Insurance Supervisors (IAIS), *Insurance Core Principles and Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups*, Basel 2024

## Биографија

Милена Чоркало рођена је 06. априла 1980. године у Приштини. Основну и средњу школу, као и основну музичку школу завршила је у Земуну, где је 1998. године матурирала у Земунској гимназији. Основне академске студије на Правном факултету Универзитета у Београду уписала је школске 1998/1999 године, где је дипломирала 20. новембра 2002. године са просечном оценом 8,83.

У школској 2013/2014 години уписује Мастер академске студије права на Правном факултету Универзитета у Београду, Трговинско-правни модул, које завршава 30. септембра 2014. године са просечном оценом 9,5 одбраном мастер рада „Јединствено тржиште осигурања Европске уније“ (ментор проф. др Наташа Петровић Томић).

Одмах затим, у школској 2014/2015 години уписује на Правном Факултету Универзитета у Београду Докторске студије – Пословно правна ужа научна област.

На првој години докторских студија у октобру 2015. године полаже следеће испите:

1. Методологија научноистраживачког рада и вештине, са оценом 10, пред комисијом у саставу проф. др Наташа Петровић Томић и проф. др Саша Бован.
2. Први усмени докторски испит пред комисијом проф. др Мирко Васиљевић, проф. др Небојша Јовановић и проф. др Слободан Марковић из предмета: Компанијско право (оцена 8), Трговинско право (оцена 8) и Право интелектуалне својине (оцена 8),

На другој години Докторских студија у новембру 2016. године полаже Други усмени докторски испит пред комисијом проф. др Наташа Петровић Томић и проф. др Небојша Јовановић из предмета: Право осигурања (оцена 9) и Берзанско право (оцена 8).

У новембру 2016. године успешно брани семинарски рад под називом „Обавеза саветовања при закључењу уговора о осигурању“, док у децембру 2016. године брани пројекат докторске дисертације пред трочланом комисијом у саставу проф. др Мирко Васиљевић, проф. др. Небојша Јовановић и проф. др Наташа Петровић Томић.

За потребе израде докторске дисертације, као корисник DAAD стипендије спровела је научно-истраживачки боравак на *Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht* у Хамбургу од 01. октобра до 30. новембра 2018. године. Затим је у оквиру *Erasmus+* програма Европске уније провела научно-истраживачке боравке на LUMSA University, Rome - Law Department Palermo, Italy, од јануара до јула 2019. године, и на Europa Institut, Saarland University, Saarbrücken, Germany, од октобра 2019. године до јула 2020. године.

Од априла 2003. године до фебруара 2019. године била је запослена у Републичком фонду за пензијско и инвалидско осигурање у Београду, прво на пословима стручног сарадника, затим координатора и на крају самосталног стручног сарадника – ревизора у одељењу за жалбе и ревизију Дирекције Фонда.

Затим је од марта до јула 2021 године обавила стаж у Генералном секретаријату Европске комисије у Бриселу, у одељењу надлежном за координацију политика у областима економских и финансијских послова, Банкарске уније и Уније тржишта капитала, опорезивања, регионалног развоја и кохезионе политике, запошљавања и социјалних питања, као и демографије.

Од децембра 2021. године до маја 2022. године била је запослена у Генералном секретаријату Европске комисије у Бриселу, на пословима решавања првостепених и



другостепених захтева за приступ информацијама од јавног значаја, док је од септембра 2023. године запослена у Директорату за цивилну заштиту и хуманитарну помоћ Европске комисије у Бриселу на пословима правног сарадника за јавне набавке.

Говори енглески језик („Cambridge Certificate of Proficiency in English“) и франциски језик (DELF B2), а служи се немачким и италијанским језиком. Учествовала је на бројим семинарима, конференцијама и додатним курсевима у току докторских студија.

Кандидаткиња је ауторка следећих научних чланака:

„Уговор о осигурању у Преднацрту Грађанског законика Србије у светлу хармонизације уговорног права осигурања у Европској унији“, *Право и привреда* 4–6/2015;

„Потрошач у праву осигурања“, *Анали Правног факултета у Београду* 1/2016;

„Предуговорна обавеза саветовања осигуравача“, *Право и привреда* 7-9/2017;

„Заштита радника од радне експлоатације са посебним освртом на систем социјалног осигурања“, *Правни и институционални оквир борбе против радне експлоатације – Зборник студентских радова* (ур. Марио Рељановић, Љубинка Ковачевић), ASTRA – Акција против трговине људима, Београд 2018.

## **Изјава о ауторству**

Име и презиме аутора: Милена Чоркало  
Број индекса ДС 12/2014

### **Изјављујем**

да је докторска дисертација под насловом ОБЛИЦИ УЛАГАЊА ИМОВИНЕ ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ

- резултат сопственог истраживачког рада;
- да дисертација у целини ни у деловима није била предложена за стицање друге дипломе према студијским програмима других високошколских установа;
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио/ла ауторска права и користио/ла интелектуалну својину других лица.

У Београду, 25.06.2026

Потпис аутора

Милена Чоркало

## **Изјава о истоветности штампане и електронске верзије докторског рада**

Име и презиме аутора: Милена Чоркало

Број индекса: ДС 12/2014

Студијски програм: Докторске студије, Пословноправна ужа научна област

Наслов: ОБЛИЦИ УЛАГАЊА ИМОВИНЕ ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ

Ментор: проф. др Наташа Петровић Томић

Изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла ради похрањивања у **Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Београду**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског назива доктора наука, као што су: име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

Потпис аутора

У Београду, 25.06.2026. године

Милена Чоркало

## Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

ОБЛИЦИ УЛАГАЊА ИМОВИНЕ ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ,

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Београду и доступну у отвореном приступу могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство (CC BY)
2. Ауторство – некомерцијално (CC BY-NC)
3. Ауторство – некомерцијално – без прерада (CC BY-NC-ND)
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима (CC BY-NC-SA)
5. Ауторство – без прерада (CC BY-ND)
6. Ауторство – делити под истим условима (CC BY-SA)

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци. Кратак опис лиценци је саставни део ове изјаве).

Потпис аутора

У Београду, 25.06.2026. године

Милена Чоркало

1. **Ауторство.** Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце, чак и у комерцијалне сврхе. Ово је најслободнија од свих лиценци.

2. **Ауторство – некомерцијално.** Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела.

3. **Ауторство – некомерцијално – без прерада.** Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, без промена, преобликовања или употребе дела у свом делу, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела. У односу на све остале лиценце, овом лиценцом се ограничава највећи обим права коришћења дела.

4. **Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима.** Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце и ако се прерада дистрибуира под истом или сличном лиценцом. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела и прерада.

5. **Ауторство – без прерада.** Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, без промена, преобликовања или употребе дела у свом делу, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца дозвољава комерцијалну употребу дела.

6. **Ауторство – делити под истим условима.** Дозвољаваате умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце и ако се прерада дистрибуира под истом или сличном лиценцом. Ова лиценца дозвољава комерцијалну употребу дела и прерада. Слична је софтверским лиценцама, односно лиценцама отвореног кода