

УНИВЕРЗИТЕТ СИНГИДУМУ

Департман за последипломске студије

**МОГУЋНОСТ КОРИШЋЕЊА АЛТЕРНАТИВНИХ ИЗВОРА
ФИНАНСИРАЊА ПРИВРЕДНОГ РАЗВОЈА СРБИЈЕ**

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

МЕНТОР:

Проф. др Зоран Јеремић

КАНДИДАТ:

Мр Никола Макојевић

БЕОГРАД, 2011. година

Комисија за одбрану докторске дисертације:

1. Проф. др Зоран Јеремић, ментор
2. Проф.др Горан Питић, члан Комисије
3. Проф.др Петар Веселиновић, члан Комисије

САДРЖАЈ

Апстракт	7
Abstract	8
УВОД	9

ПРВИ ДЕО

РАСПОЛОЖИВИ ИЗВОРИ ФИНАНСИРАЊА У НАЦИОНАЛНОЈ ЕКОНОМИЈИ

1. РАЗВОЈ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА У НАЦИОНАЛНОЈ ЕКОНОМИЈИ	14
1.1. Настанак и развој Београдске берзе.....	15
1.2. Анализа пословања Београдске берзе у периоду 2006 –2010. година	17
1.3. Београдска берза као извор финансирања економског раста и развоја.....	23
2. БАНКАРСКИ СЕКТОР КАО ИЗВОР ФИНАНСИРАЊА У НАЦИОНАЛНОЈ ЕКОНОМИЈИ	30
2.1. Почетак трансформације банкарског сектора (2001-2005.година).....	30
2.2. Период експанзије банкарског сектора (2006 – 2009. година)	33
2.3. Услови финансирања привредних активности од стране банкарског сектора	38
2.3.1. Анализа понуде банкарског сектора за финансирање привредних активноти.....	39
3. ДРЖАВА КАО ИЗВОР ФИНАНСИРАЊА ПРИВРЕДНОГ РАСТА И РАЗВОЈА НАЦИОНАЛНЕ ЕКОНОМИЈЕ	43
3.1. Национални инвестициони план – извор финансирања привредних активности.....	44
3.2. Фонд за развој – кредитирање и подршка економским активностима	48
3.3. Агенција за мала и средња предузећа – извор финансирања најдинамичнијег сектора привреде.....	51

ДРУГИ ДЕО

ПОЈМОВНО ОДРЕЂЕЊЕ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА

1. ПОЈАМ И ДЕФИНИСАЊЕ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА	55
1.1. Појам Фондова заједничког улагања	55
1.2. Историјски развој индустрије Фондова заједничког улагања	60

1.3. Експазивна фаза индустрије Фондова заједничког улагања	61
1.4. Савремена кретања индустрије Фондова заједничког улагања	64
2. ВРСТЕ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА	67
2.1. Подела фондова према организационој структури	67
2.2. Подела Фондова заједничког улагања према фази улагања	69
2.3. Подела Фондова заједничког улагања према индустријама у које улажу	73
3. ГЛАВНЕ ФАЗЕ У ФУНКЦИОНИСАЊУ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА	75
3.1. Фаза прикупљања капитала – иницијалана фаза Фонда заједничког улагања	76
3.2. Фаза улагања – креирање и увећање вредности изабране компаније	80
3.3. Фаза изласка – остваривање профита Фонда заједничког улагања	85

ТРЕЋИ ДЕО

АНАЛИЗА ПРИВРЕДНИХ СЕКТОРА КАО МОГУЋНОСТ ОСТВАРИВАЊА ПРОФИТА ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА

1. ПОЉОПРИВРЕДНА ПРОИЗВОДЊА КАО ИЗВОР ПРОФИТА ФОНДОВА	90
1.1. Основне карактеристике пољопривреде Србије	90
1.2. Финансирање пољопривредне производње	96
1.3. Компаративна анализа расположивих и ФЗУ као могућих извора финансирања пољопривреде	99
2. РАЗВОЈ АЛТЕРНАТИВНИХ ИЗВОРА ЕНЕРГИЈЕ	104
2.1. Распоживи енергетски извори у Србији	107
2.2. Мини хидро централе – шанса Србије на тржишту ЕУ	109
3. ГРАЂЕВИНАРСТВО КАО МОГУЋНОСТ ОСТВАРИВАЊА КОНТИНУИРАНЕ СТОПЕ ПРОФИТА ФОНДОВА	115
3.1. Развој тржишта некретнина у Србији од 2000. до 2009. године	115
3.2. Фондови заједничког улагања као нови извор финансирања стамбене изградње	119
4. ЗНАЧАЈ ПРИВЛАЧЕЊА КАПИТАЛА ФЗУ ЗА НАЦИОНАЛНУ ЕКОНОМИЈУ	124
4.1. Стране директне инвестиције у Србији у периоду 2001-2009. година	124
4.2. Однос страног капитала и кретања бруто домаћег производа	126

4.3. Фондови заједничког улагања и утицај на кретање запослености и развој технологије.....	129
---	-----

ЧЕТВРТИ ДЕО

ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ ПРЕТПОСТАВКЕ РАЗВОЈА ИНДУСТРИЈЕ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА

1. УЛОГА ДРЖАВЕ У НАСТАНКУ И РАЗВОЈУ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА.....	133
1.1. Значај државних програма за развој индустрије ФЗУ.....	133
1.2. Искуства САД као пионира у развоју индустрије ФЗУ	135
1.3. Европски инвестициони фонд (ЕИФ) као помоћ у изградњи европске индустрије ФЗУ.....	137
1.4. Развој индустрије ФЗУ у Канади и Аустралији	142
1.5. YOZMA – пример успешног програма подршке развоју индустрије ФЗУ.....	144
2. ПРОМЕНА ИНСТИТУЦИОНАЛНОГ ОКВИРА КАО ПРЕДУСЛОВ ЗА УБРЗАНИ РАЗВОЈ ФЗУ.....	147
2.1. Институционални оквир националне економије као препрека привлачењу страног капитала	148
2.2. Промене Законских решења приликом регистрације ФЗУ.....	151
2.3. Промена пореске политике и царина као подстицај развоју ФЗУ	155
2.4. Усклађивање са институционалним оквиром Европске уније као предуслов за привлачење ФЗУ.....	158
2.4.1. Регистрација и правила функционисања фондова.....	159
2.4.2. Прикупљање средстава и управљање инвестиционим портфолиом.....	161
3. ФИНАНСИЈСКА ПОДРШКА РАЗВОЈУ ИНДУСТРИЈЕ ФЗУ	163
3.1. Државни инвестициони фонд – подршка развоју индустрије ФЗУ	164
3.2. Универзитетски spin-off-ови као база за јачање иновативног капацитета привреде	168
4. ЦЕНА КОШТАЊА КАПИТАЛА ФЗУ – ОЧЕКИВАНИ ПРОФИТ АНГАЖОВАНИХ ФОНДОВА У СРБИЈИ	172
4.1. Цена капитала ФЗУ на развијеним тржиштима	172
4.2. Цена коштања капитала ФЗУ у Србији	176

5. АТРАКТИВНОСТ НАЦИОНАЛНЕ ЕКОНОМИЈЕ ЗА УЛАГАЊЕ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА.....	180
5.1. Методологија приватних инвеститора за процену атрактивности тржишта.....	180
5.2. Методологија Европског инвестиционог фонда за процену могућности развоја индустрије ФЗУ.....	184
 ЗАКЉУЧАК	 189
 Литература	 192

Апстракт

Тренутна економска и финансијска криза ставља пред креаторе економске политике веома важан задатак у земљама у којима средства за финансирање привредног развоја долазе из банкарског сектора. Овај задатак произилази из потребе да се пронађе довољно средстава како би се обезбедило несметано финансирање раста и развоја националне економије. У овим земљама не постоје алтернативни извори капитала као што су финансијска тржишта или инвестициони фондови. У условима непостојања конкуренције, банкарски сектор није мотивисан да снижава каматне стопе нити да развија партнерски однос са компанијама и предузетницима.

У раду ће се анализирати тренутни извори финансирања, са аспекта њиховог учешћа у укупном финансијском потенцијалу, услова финансирања и односа према другим изворима финансирања. Рад ће се бавити анализом потребе да се унутар националне економије створе институционалне претпоставке за развој новог облика финансирања – Фондова Заједничког улагања који ће поред капитала са собом донети и технологију, искуство и контакте. Како би се схватио значај ФЗУ, у раду ће бити направљена компаративна анализа тренутних и могућег извора финансирања привредних сектора који могу бити од значаја за будући привредни раст и развој.

Кључене речи: Економски раст и развој, Извори финансирања, Фондови заједничког улагања, Привредни сектори, Институционални оквир, Конкурентност привреде,

Abstract

The current economic and financial crisis has put a serious task in front of the economic policy makers, especially in the countries that are relying on banking sector. This task concerns how to find enough money to support steady economic development in future. Most of these countries do not have alternative sources of capital such as capital markets or venture capital funds. In the absence of competition, banking sector is not motivated either to decrease interest rates or to become a partner through investment with entrepreneurs.

The paper will analyse current sources for financing economic development, starting from financial potential, conditions for financing and relationship among financial institutions.

The paper will show that there is a need for developing institutional framework for attracting new source for financing economic development – Venture capital funds. Venture capital funds are institutional investors with money, but what is more important, with experience and contacts. In order to understand importance of VC, comparative analysis between sources for financing prospective sectors will be made.

Key words: *Economic growth and developemnt, Sources for finanancing, Venture capital funds, Sectors, Institutional framework, Compentivness,*

УВОД

Савремени услови функционисања националних економија указују на неопходност развијања више извора финансирања са циљем обезбеђивања средства за динамичке стопе економског раста и развоја. У економској теорији и пракси позната су три извора којима се, посредно преко финансирања појединачних пословних активности, финансира економски раст и развој: банкарски сектор, финансијска тржишта и професионални инвеститори. Такође, као изор финансирања може се јавити и држава али велики број истраживања указује да држава није добар инвеститор и да су њени програми, углавном, ненаменско трошење новца и ремећење тржишних правила. Све развијене привреде се труде да у својим оквирима развију сва поменуте изворе финансирања због њиховог значаја за поједине фазе развоја пословних активности и подухвата. Сваки од наведених извора је карактеристичан по расположивим средствима, нивоу аверзије према ризику и очекиваној стопи оствареног профита. Питање финансирања економског раста и развоја је нарочито значајно узимајући у обзир чињеницу да се у овом тренутку свет налази у глобалној економској кризи и да је потребно радити на јачању и проширењу базе распложивих извора финансирања.

Банкарски сектор има најстабилније изворе капитала, највишу авресију према ризику али и најмање стопе профита у односу на друга два извора финансирања. Овакве карактеристике банкарског сектора указују да се послови банака, у изворном облику, односе на финансирање постојећих, стабилних пословних активности са високим нивоом покривености дуга имовином.

Финансијска тржишта представљају могућност ангажовања великог потнецијала са аспекта финансирања имајући у виду да одговарајућа институционална решења могу довести до масовне мобилизације капитала. Како би се финансијско тржиште јавило као значајан извор капитала у оквиру националне економије, потребно је створити услове за организовање иницијалних понуда капитала кроз примарну емисију акција. Овим поступком могуће је прикупити значајна средства за финансирање оних пројеката који због своје специфичности или одсуства колатерала нису у могућности да користе услуге банкарског сектора. Овај вид финансирања прихвата виши ниво ризика, али зато очекује и више стопе остварених профита.

Последњу групу извора финансирања привредног раста и развоја представљају професионални инвеститори, прилично широка и хетерогена група према нивоу прихватљивог ризика и очекиваних профитних стопа. Унутар ове групе налазе се инвеститори који трагају за стабилним инвестицијама које имају ниске профитне стопе (попут пензионих фондова и осигуравајућих кућа), али и инвеститори који су заинтересовани за улагања која са собом носе велики ризик али и високе стопе профита (попут Приватних инвестиционих фондова и Фондова заједничког улагања).

Докторска дисертација је структурирана тако да се, пре свега, бави анализом тренутних извора финансирања привредних активности, односно дефинисањем позиције финансијског тржишта и банкарског сектора у оквирима националне привреде. Основно питање је на који су начин финансијско тржиште и банкарски сектор присутни у сфери економских активности, у чему су њихове разлике, сличности и каква је тренутна њихова позиција са аспекта учешћа у финансирању. Анализираће се однос пласираних средстава привреди кроз иницијалну понуду акција и банакарске кредите чиме ће се добити одговор на питање како се данас финансира привреда Србије. Одговор на ово питање је од великог значаја имајући на уму разлике у изворима финансирања као и њихов допринос остваривању стопа економског раста и развоја.

Након анализе тренутних извора финансирања дисертација ће се, у оквиру другог дела, бавити специфичним обликом институционалних инвеститора који су у економској литератури познати под називом *Venture capital funds*¹. У изради дисертације биће коришћен израз "Фондови заједничког улагања" као потреба да се нагласак стави на сарадњу и напор који чине и инвеститор и власник у остваривању циља, а то је јачање компаније и увећавање њене тржишне вредности. Циљ анализе је да се укаже да је за националну економију у овом тренутку од великог значаја да привуче овакав извор капитала из, најмање, два разлога. Први разлог је што поред капитала, у виду новца, Фондови врше трансфер знања, технологије, искуства и контаката. Други разлог је јасна порука која се шаље другим инвеститорима да је Србија земља у којој је капитал сигуран и где је могуће остварити профит и што произилази из чињенице да су Фондови заједничког улагања јако осетљиви на промене у институционалном оквиру.

¹ Превод у домаћој литератури се креће од: "Приватни инвестициони фондови", преко "Фондови ризичних улагања" до "Високо ризични фондови" и углавном апострофирају висок ниво ризика занемарујући изградњу партнерског односа између улагача и предузећа у које се улаже

Посебан део дисертације посвећен је анализи улагања у поједине секторе економије који могу бити интересатни са аспекта улагања Фондова, али који уједно могу бити значајан извор остваривања динамичких стопа привредног раста и развоја. Анализа обухвата оне секторе који имају потенцијал раста, који су извозно оријентисани и којима је, сем капитала, потребно организационо и технолошко реструктурирање, као што су: пољопривреда, енергетика и грађевинарство. Ова три сектора, према анализама, су сектори који испуњавају услове за привлачење Фондова заједничког улагања. Пољопривреда је у више стратегија развоја апострофирана као грана која има огроман потенцијал са аспекта могућег обима производње и извозних могућности. Уједно као главна препрека остваривању значајних резултата у пољопривредној производњи јесте недостатак капитала, одсуство технологије и непостојање стратешког планирања. У протекле две године Србија је изгубила близу 1 милијарде евра јер је скоро 300 000 хектара плодне земље остало необрађено.

Сектор енергетике, нарочито производња из алтернативних извора, је сектор који је такође интересантан са аспекта улагања Фондова, имајући у виду чињеницу да Фондови имају велико искуство у развоју алтернативних извора енергије широм света. Ограниченост традиционалних извора енергије ставља јасан задатак пред сваку националну економију у виду проналажења алтернативе у снабдевању енергијом. Соларна, енергија ветра, енергија воде, енергија из биомасе су покушаји да се необновљиви извори замене обновљивим и на тај начин обезбеди даљи економски и шире друштвени напредак. Досадашња истраживања у овој области сугеришу да пажњу треба усмерити ка енергији добијеној из малих хидро централа и енергији добијеној из биомасе. Анализе су показале да улагања у ове изворе енергије могу бити исплатива имајући у виду расположиве ресурсе и тренутне цене струје на међународном тржишту енергената. Када је реч о малим хидро централама, у Србији постоји близу 900 мерних места на којима је исплативо изградити овај тип произвођача енергије. О произвоњи енергије из биомасе довољно је подсетити се необрађених а плодних површина које се могу искористити за производњу репроматеријала.

Последњи сектор који би био интересантан са аспекта исплативости је сектор грађевине, од стамбене изградње до инфраструктурних пројеката. Фондови заједничког улагања могу свој интерес пронаћи кроз инвестирање у станоградњу али и у велике инфраструктурне пројекте при чему је потребна коренита промена законског оквира. Знајући да постоји значајна разлика између реалне тражње и тражње дефинисане према потребама садашњих инвеститора(чиме се оправдава нереално висока цена), појава Фондова би могла довести до масовне изградње станова,

подизања квалитета и обарање цене чиме би се ојачао читав сектор. У оквиру овог дела биће урађена компаративна анализа финансирања пројеката из тренутно расположивих извора финансирања и финансирања из Фондова заједничког улагања, чиме ће се указати на специфичности и предности оваквог типа финансирања.

Последњи део дисертације посвећен је анализи постојећег и изградњи одговарајућег институционалног оквира, односно законских решења којим ће се обезбедити несметано функционисање Фондова заједничког улагања. Досадашња пракса и анализа важећих прописа показује да постоје велики проблеми у функционисању оваквог типа инвеститора, почевши од регистрације, процеса улагања и продаје удела у компанијама. Постојећа законска регулатива не препознаје овакав тип институционалних инвеститора, што представља проблем већ на самом старту функционисања. Промене институционалног оквира морају кренути од измена Закона о инвестиционим фондовима, Закона о страним улагањима, Закона о пензионим фондовима чиме би се решили проблеми обезбеђивања додатних извора капитала за Фондове али и могућност да се власнички удели у компанијама продају другим институционалним инвеститорима. Део институционалног оквира који регулише порезе, доприносе такође мора бити измењен у правцу давања олакшица Фондовима који су спремни да свој новац уложе у компанију и да раде на подизању њене технолошке опремљености и управљачком реструктурирању.

ПРВИ ДЕО

***РАСПОЛОЖИВИ ИЗВОРИ ФИНАНСИРАЊА
У НАЦИОНАЛНОЈ ЕКОНОМИЈИ***

1. РАЗВОЈ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА У НАЦИОНАЛНОЈ ЕКОНОМИЈИ

Један од водећих извора финансирања економских активности у развијеним економијама су финансијска тржишта на којима се врши селекција успешних и неуспешних пословних пројекта, уз константну алокацију капитала ка профитабилним економским активностима². У најширем смислу финансијско тржиште представља организовано место на коме се суочавају понуда и тражња за финансијском активом, при чему се формира цена активе³. Финансијско тржиште подразумева све институције, поступке и правила којима се купци и продавци финансијских инструмената повезују у процесу размене новца за финансијске инструменте различите природе. Финансијско тржиште подразумева несметану циркулацију новчаних средстава и капитала у финансијске инструменте који могу донети највећу профитну стопу. У једној економији финансијска тржишта чине интегрални део укупног тржишног амбијента заједно са тржиштем радне снаге, тржиштем роба и тржиштем услуга.

Финансијска тржишта настала су у тренутку када се јавила потреба за спољним извором финансирања, односно када је било потребно трансферисати капитал од субјеката коју су били у суфициту ка субјектима који су били у капиталном дефициту. Тако да је основни задатак финансијских тржишта да обезбеди брзи проток капитала, да капитално-дефицитни субјекти наставе своју пословну активност а да капитално-суфицитни субјекти остваре зараду пласманом сопствених средстава⁴. Степен развијености финансијског тржишта, његова дубина и стабилност су од великог значаја за успешно функционисање привредног система и важан су показатељ развијености економије у односу на окружење.

Подела финансијских тржишта се може урадити према: географском подручју на коме се трговина обавља, основним врстама финансијских инструмената, редоследу емисија, аспектима плаћања и испоруке финансијске активе, месту на коме се обавља трговина и према року доспећа⁵. Посматравши финансијска тржишта као вид прикупљања капитала, подела према редоследу емисија на примарна и секундарна тржишта је од великог значаја. Примарна тржишта су она на којима се спроводи иницијална понуда акција као основни облик прикупљања капитала, односно врши се трансфер од суфицитних ка дефицитним субјектима унутар једне економије. На тај начин

² Bodie,Z., Kane, A., Marcus, A.J., Investments, McGraw Hill, Singapore,2008., стр. 5

³ Брзаковић,Т., Тржиште капитала, теорија и пракса, Чугура принт, Београд, 2007., стр. 22

⁴ Bodie,Z., Kane, A., Marcus, A.J., Investments, McGraw Hill, Singapore,2008., стр. 7

⁵ Брзаковић,Т., Тржиште капитала, теорија и пракса, Чугура принт, Београд, 2007., стр. 23

мобилишу се средства потребна за финансирање раста поједних привредних субјеката али и економије у целини.

1.1. Настанак и развој Београдске берзе

Као почетак развоја финансијског тржишта у националној економији узима се 1886.година кад је донет Закон о јавним берзама, чиме је створен институционални оквир за организовану трговину. У почетку, на берзи се трговало тада актуелним пољопривредним производима кроз сучељавање понуде и тражње како би се формирале цене на домаћем тржишту. Временом, берза је развила и трговину девизном ефективом која је врло брзо добила на приматуб.

Београдска берза је са мањим прекидима радила са успехом до почетка Првог светског рата када је престала са радом. Одмах по завршетку, у новој држави Краљевини Југославији, Београдска берза је обновила свој рад, уз појачану конкуренцију јер су у држави постојале још Загребачка, Новосадска, Љубљанска, Сомборска и Скопљанска.

У периоду између два рата, Београдска берза је постала водећа берза на Балканском полуострву чији је најинтензивнији период развоја био између 1923. и 1930. године. У том периоду Београдска берза је предњачила по обиму и висини трансакција нарочито у трговини девизама, чија је вредност вишеструко надмашивала све друге трансакције које су се на Берзи реализовале⁷. Крајем тридесетих година дошло је до промене у односима у међународној трговини чиме је пословање било отежано. Почетак рата 1941.године уједно је означио и други престанак рада Београдске берзе. Последњи састанак одржан је 28.марта 1941.године.

Након Другог светског рата долази до промена у дефинисању политичког и привредног система, што је проузроковало да се Београдска берза као "једна од основних полуги капитализма" угаси 1953. године одлуком Владе Републике Србије.

Обнова финансијског тржишта, а самим тим и Београдске берзе, започета је институционалним променама крајем осамдесетих година које су значиле усвајање веома важних закона почев од Закона о предузећима, Закона о Народној банци Југославије, Закона о хартијама од вредности до Закона о тржишту новца и тржишту капитала, Закона о санацији, стечају и

⁶ Дугалић, В., Штимац, М., Основе берзанског пословања, Стубови културе, Београд, 2007., стр.370

⁷ Исто, стр.374

ликвидацији банака и других финансијских институција и Закона о Агенцији федерације за осигурање депозита и санацију банака. Усвојени закони представљали су оквир за реконструкцију финансијског система на једном новом друштвено - политичком уређењу.

Народна банка Југославије дала је дозволу за почетак рада Тржишта новца и краткорочних хартија од вредности 7. новембра 1989. године а дозвола за почетак рада тржишта капитала је издата двадесет дана касније тако да је Југословенско тржиште капитала почело са радом 27.децембра 1989.године у Београду.

Након две године берза, из познатих ралога, мења име у "Београдска берза" и почиње са радом у изузетно тешким околностима. Иако је представљала пионира међу осталим транзиторним економијама, када је реч о обнови и развоју финансијских тржишта, Србија није искористила почетну предност. Грађански рат, санкције и хиперинфлација су само од неких узрока који су довели да пионир у обнови остане на зачељу када је реч о финансијским тржиштима.

Почетак процеса транзиције и промене у политичком систему након 2000.године поново су отвориле могућности за развој берзе што је подржано доношењем одговарајућих законских решења. Донешени су Закон о тржишту хартија од вредности, Закон о привредним друштвима, Закон о Народној банци Србије, Закон о приватизацији, Закон о рачуноводству и ревизији, Закон о стечају и ликвидацији чиме је заокружен институционални оквир за развој Београдске берзе. Новим прописима дефинисани су основни задаци берзе:⁸

- Организовање иницијалних понуда акција,
- Пружање информација о понуди, тражњи и ценама хартија којима се тргује,
- Креирање и објављивање дневних извештаја о дневном обиму трговања којима се пружају информације о обиму трговине, цени и променама у цени за одређену хартију од вредности,
- Друге активности прописане Законом

⁸ Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, Скупштина Републике Србије, Преглед, Бр. 47/2006

1.2. Анализа пословања Београдске берзе у периоду 2006 –2010. година

Анализа пословања финансијског тржишта обухвата прикупљање података који се тичу укупног обима трговине хартијама од вредности, броја остварених трансакција, укупне тржишне капитализације и кретања тржишних индекса. Оваква анализа има за циљ пружање одговора на питање колико је тржиште развијено, односно каква је понуда хартија од вредности и каква је ликвидност расположивих хартија од вредности.

Тржишна капитализација представља индикатор којом се приказује величина тржишта, и израчунава се тако што се укупан број акција помножи са одговарајућом ценом. Када је реч о значају који тржишна капитализација има са аспекта анализе пословања Београдске берзе, може се рећи да се тржишном капитализацијом може посматрати степен развијености берзе кроз број расположивих хартија од вредности. Следећа табела показује кретање тржишне капитализације Београдске берзе за период 2005. до 2010.године у милионима УС долара:

Табела 1. Тржишна капитализација Београдске берзе, 2005 – 2010., у милионима УС долара

Година	Висина тржишне капитализације	Број хартија од вредности
2005.	5 408	900
2006.	10 985	1204
2007.	24 056	1710
2008.	12 165	1848
2009.	11 054	1833
2010.	9 754	1762

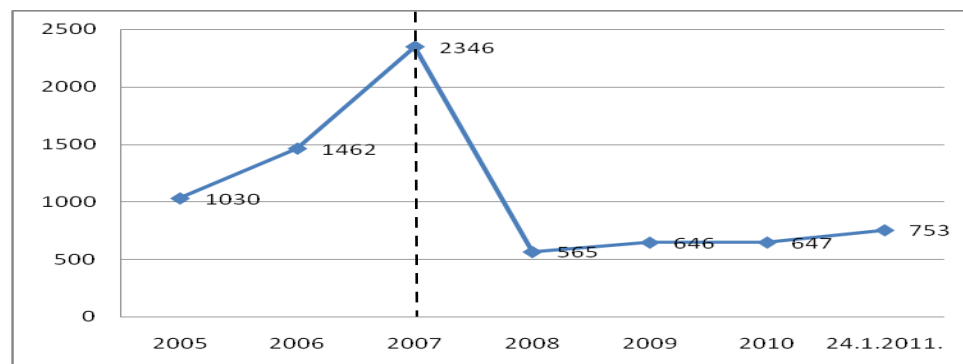
Извор: <http://www.kbcsecurities.rs/live/Serbian-capital-market>

Подаци из табеле показују да се тржишна капитализација Београдске берзе увећавала од 2005.године до 2007. када је доживела свој врхунац. Након 2007. тржишна капитализација бележи констатант пад. Знајући да тржишна капитализација представља укупну тржишну вредност свих листираних хартија од вредности, Београдска берза свој раст дугује не повећању броја понуђених хартија већ расту цена. Број хартија од вредности имао је значајан скок само 2006. у односу на 2005. годину док је у осталим годинама тај раст био скроман.

Како би се имао прави увид у кретања цена на Београдској берзи потребно је пратити индексе Београдске берзе, *BELEXLine* или *BELEX15*. Индекс је алат који користе инвеститори како би добили информације о кретањима на тржишту, односно анализирали и(ли) доносили одлуке о начину и тренутку инвестирања. Јако значајну улогу индекси имају у техничкој анализи, током које инвеститори проучавају кретања индекса у прошлости, покушавајући да пронађу законитости у кретању. Откривање законитости, према техничкој анализи, олакшава доношење инвестиционих одлука у будућности⁹.

BELEX15 је позициониран као водећи индекс Београдске берзе који описује кретања цена најликвиднијих српских акција и рачуна се у реалном времену. *BELEX15* је узорак посебно одабране групе акција, при чему је основни критеријум ликвидност, односно учесталост трговања и одржавање висине промета тих акција. Дакле, индекс обухвата 15 најликвиднијих акција на Београдској берзи, и на тај начин пружа информацију инвеститорима о тренутном тренду на тржишту. *BELEX15* је индекс пондерисан тржишном капитализацијом, која се не прилагођава за исплаћене дивиденде и није заштићен од дилутационог ефекта који се јавља услед исплате дивиденди. *BELEX15* је пондерисан искључиво тржишном капитализацијом која се налази у слободном промету (free float) и састоји се од акција којим се тргује методом континуираног трговања и које су испуниле критеријуме за улазак у индексну корпу. Тежина компоненти у индексу ограничена је на максималних 20% у односу на укупну тржишну капитализацију индекса на датум ревизије¹⁰.

График бр.1 Кретање максималних вредности *BELEX15* индекса, 2007-2011.године



Извор: <http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belex15/istorijski>

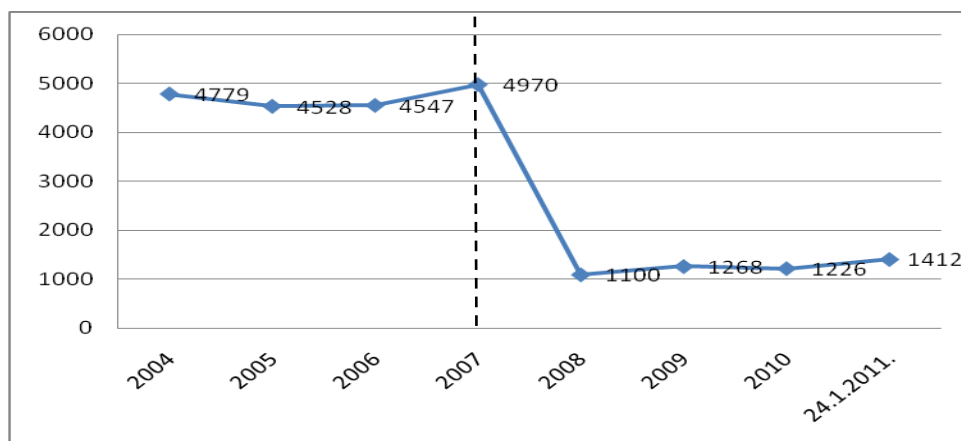
⁹ Видети опширније код Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J., (2008) Investments, McGraw Hill, Singapore

¹⁰ Видети опширније на: http://www.belex.rs/files/trgovanje/BELEX15_metodologija.pdf

BELEXline је позициониран као општи “benchmark” индекс Београдске берзе са циљем да се опишу кретања на домаћем тржишту капитала. *BELEXline* је индекс пондерисан тржишном капитализацијом која се налази у слободном промету (free float), који се не прилагођава за исплаћене дивиденде и није заштићен од дилутационог ефекта који се јавља услед исплате дивиденди. *BELEXline* се састоји од акција којима се тргује на тржиштима Београдске берзе и које су испуниле критеријуме за улазак у индексну корпу¹¹. Намена индекса јесте да мери промене цена акција које се налазе на Београдској берзи али и да опише укупна тржишна кретања чиме може полужити као подлога за креирање структурираних производа и деривата на домаћем и иностраном тржишту.

Кретање *BELEXline* може се посматрати на следећем графику на којем се налазе максималне вредности индекса у периоду од 2004. до 2007.године:

График бр.2 Кретање максималних вредности *BELEXline* индекса, 2004-2011.године



Извор: <http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belexline/istorijski/3y>

Претходни графици (број 1 и 2), који се односе на максимално остварене вредности индекса, показује да су индекси до 2007.године имали константне стопе раста које су биле резултат не економских већ политичких разлога и превеликог очекивања инвеститора. Једноставно када се погледа број акција и њихов квалитет (табела бр. 1) закључује се да у 2007.години (а ни пре) није

¹¹ Видети опширније на: http://www.belex.rs/files/trgovanje/BELEXline_metodologija.pdf, на дан 31.12.2010., акције 75 компанија улазиле у састав индекса

било значајних емисија акција, обвезница или других хартија од вредности које би биле интересантне да се велики број инвеститора укључи у трговину и активности на берзи појачају.

Подаци, презентовани у претходна два графика, показују постојање два периода у кретању индекса на Београдској берзи. Први период, до 2008.године, био је карактеристичан по расту вредности индекса и достизању историјских максимума, и други период, након 2008.године, у којем су индекси изгубили скоро 70% своје вредности. Након 2007.године, долази до драстичног пада вредности индекса, што се може оправдати чињеницом да је тада почела светска финансијска криза, која је настала на финансијском тржишту САД, и тако допринела појави и расту неповерења.

Најбољи пример реакције Београдске берзе јесте поређење кретања индекса у два временска тренутака, једном када је биран председник Скупштине Србије и другом, када је продат Моби63 норвешком Теленору. Имајући у виду да су ово два потпуно одвојена догађаја, један политички а један економски реално би било очекивати да берза одреагује различито. Односно да страна директна инвестиција од преко 1,5 милијарде евра значајније утиче на кретања берзанских индекса. Кретање индекса *BELEXLine* у тренуцима који су поменути можемо посматрати на следећа два графика:

График бр.3 Кретање BELEXLine индекса приликом избора председника Скупштине Србије

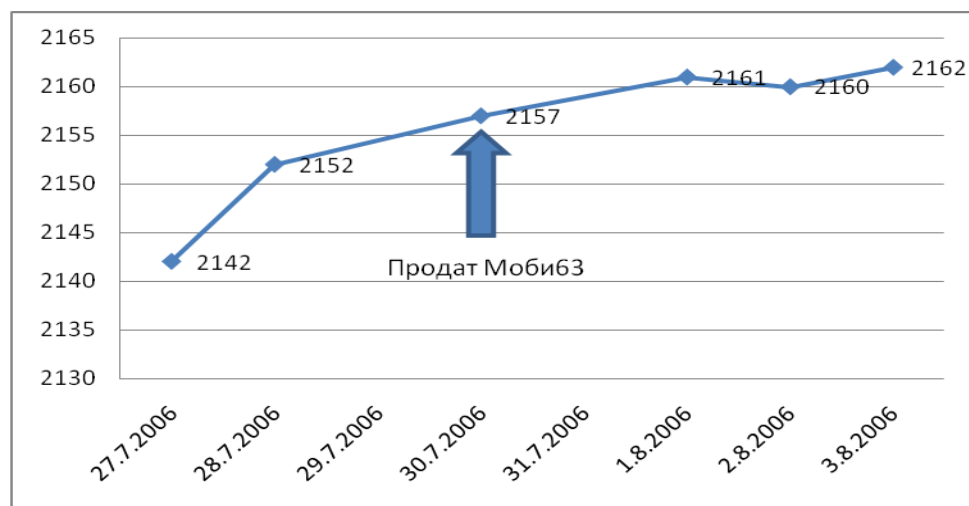


Извор: <http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belexline/istorijski/>

Претходни график показује кретање индекса у периоду 8.05. до 15.05.2007. када су вођени интензивни преговори око формирања проевропске владе. У тренутку избора "неевропске" опције у Народној Скупштини индекс је забележио пад од 251 индексна поена или 5,25%. Када је постало јасно да је тај избор неодржив(политички)¹², индекс је кренуо са растом да би на дан смене износио читавих 4970, што је значио раст од 442 индекса поена или готово 10%.

Када се погледа следећи график на коме се прати кретање индекса у временском оквиру који се обухвата преговоре и продају Моби63, мобилног оператора, добија се потпуно другачија слика.

График бр. 4 Кретање BELEXLine индекса приликом продаје Моби63 Теленору



Извор: <http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belexline/istorijski/>

Информације о кретању индекса на графику број 3 не указују на битније промене у висини индекса без обзира што је реч о једној од највећих инвестиција у Србији. Индекс је у дану када је продат Моби забележио раст од свега 3 индекса поена или 0,13%.

Имајући на уму две претходне ситуације можемо рећи да је, на жалост, на овом примеру показана апсолутна доминација политике над економским активностима, односно да је системски ризик веома изражен и да у тим условима није могуће извршити диверсификацију улагања на

¹² Реч је о избору Томислава Николића за председника Народне Скупштине Републике Србије

берзи. Једна политичка одлука је допринела више у кретању индекса него инвестиција од 1.5 милијарде евра.

Табела бр.2 Кретање обима трговине на Београдској берзи, 2004 – 2010.година

Година	Вредност трансакција (у ЕУР)	Број трансакција
2004.	556 635 879	138 842
2005.	581 464 086	173 545
2006.	1 210 439 480	141 494
2007.	2 059 769 522	301 210
2008.	882 454 957	119 001
2009.	441 976 426	77 215
2010.	222 475 934	725 550

Извор: <http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belexline/istorijski/>

Ниво развијености Београдске берзе се може пратити и путем података који се односе на обим трговања у протеклом периоду (Табела број 2). Иако је број хартија од вредности остао мање-више непоремењен након 2006.године, на Београдској берзи дошло је до интензивирања трговине ХоВ у периоду 2006-2008.година. Уколико се посматра општи оквир, односно макроекономски трендови, у којем је Београдска берза пословала може се говорити о превеликим очекивањима односно својеврсном "bubble"-у који је као израз постао познат као ознака за тржишта која своја кретања више базирају на очекивањима а мање на реалним показатељима развијености¹³.

Подаци који произилазе из макроекономске анализе указују да је период од 2006. до 2010. године био изузетно изазован за економију имајући на уму проблеме са којима се суочавала: растући дефицит, растућа незапосленост, пад стопе раста националног ДБП-а и успорена активност у области страних директних инвестиција. Уз то, од 2008.године национална економија се суочила и са светском економском кризом која је битно утицала на економска кретања. Узимајући у обзир ове податке било би за очекивати да Београдска берза не забележи значајније активности на пољу трговине ХоВ, кретању цена и укупне тржишне капитализације.

¹³ Schiller, R., Irrational exuberance, Currency Doubleday, New York, 2005., str.5

1.3. Београдска берза као извор финансирања економског раста и развоја

Један од основних задатака сваке берзе јесте да омогући несметан проток капитала и његову алокацију тако да се постигне његова најефикаснија употреба. Имајући на уму овакав задатак можемо финансијска тржишта поделити на: примарна, на којима се врши иницијална емисија хартија од вредности и секундарна, на којима се тргује већ емитованим хартијама од вредности.

Када говоримо о примарном тржишту капитала главни учесници су емитентни хартија од вредности, финансијски посредници и крајњи инвеститори. Свако од поменутих учесника има дефинисан интерес због којег учествује у иницијалној емисији хартија од вредности. Емитент, који се јавља на почетку процеса емисије, заинтересован је за прикупљање капитала алтернативним изворима финансирања желећи да део ризика пословања пренесе на потенцијалне улагаче. Из тог разлога, емитент је спреман да део свог власништва пренесе на улагаче чиме се не одриче само дела власништва већ и потенцијалног профита. Финансијски посредници који организују читав процес, од издавања до коначне продаје ХоВ интерес налазе у процени заинтересованости тржишта за конкретну ХоВ. Наиме, посредници ће ући у процес емитовања само уколико им се учини да компанија има перспективу раста и да као таква може бити интересантна тржишту. Последњи, у овом ланцу, јесу инвеститори који се одлучују за куповину ХоВ која се нуди кроз иницијалну понуду акција уколико процене да ће имати одговарајућу добит. Та добит може бити резултат плаћања одговарајућих дивиденди или раста цене купљене хартије. Значајну улогу у развоју примарног тржишта капитала, са аспекта институционалног оквира, има држава која мора омогућити транспарентну понуду са аспекта потпуних информација како би се заштитили инвеститори. На овај начин држава шири базу инвеститора, стварајући могућност да се финансијско тржиште јави као алтернативни извор капитала.

Београдска берза као извор капитала није дала никакве резултате јер током последњих десет година није организована ниједна иницијална понуда акција као могућности да се прикупи додатан капитал. То је веома лош сигнал који се шаље потенцијалним инвеститорима из два разлога:

1. Прво, непостојање иницијалне понуде акција проузрокује недостатак поверења у развијеност тржишта јер се иницијална понуда везује за тржишта која су у могућности да мобилишу шири круг инвеститора и
2. Друго, одсуство иницијалне понуде може да доведе до закључка о нетранспарентности и недостатку информација које су потребне да би се инвеститори укључили у примарну куповину акција.

Усамљени пример покушаја прикупљања капитала путем тржишта јесте корпорација "Тигар", која је у садејству са државом имала намеру да организује иницијалну понуду акција. Након покушаја да се процедура спроведе према закону дефинисаној процедури и правилима који важе на развијеним тржиштима, корпорација је одустала због немогућности да заживи механизам "book building"-а, односно процедуре током које се истражује капацитет потенцијалног тржишта, са аспекта дефинисања количине и цене ХоВ. Након неколико месеци припреме и уторшених пола милиона евра на услуге различитих консултанских кућа, "Тигар" корпорација је одустала¹⁴.

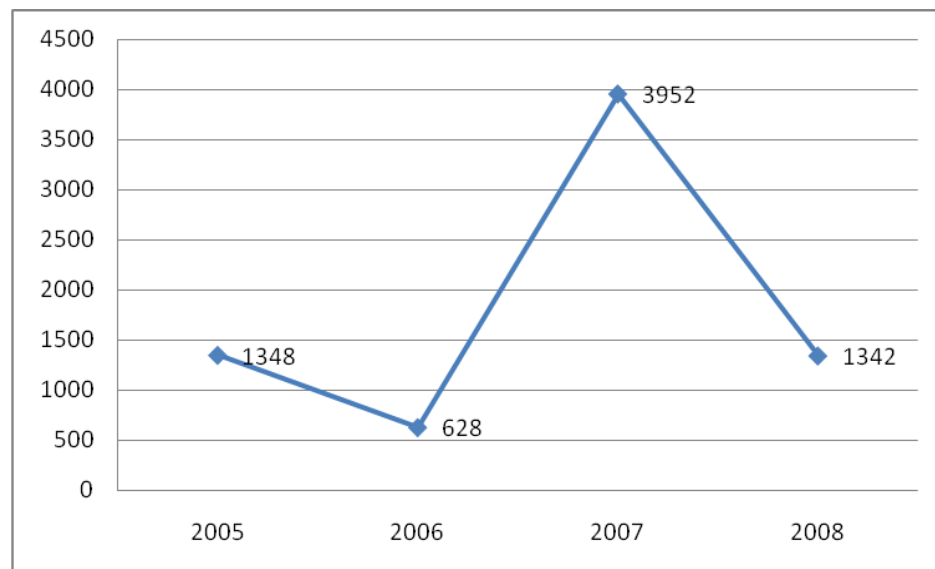
Поред неуспеха да се прикупи додатан капитал на домаћем финансијском тржишту, обесхрабрује чињеница да је, према неким изјавама креатора економске политике, држава припремала иницијалну понуду акција профитабилне компаније из сектора телекомуникација на иностраној берзи¹⁵. Овакво понашање државе недвосмислено утиче на понашање инвеститора на националној берзи и њихово одређење да се само у кратком року задрже и кроз спекулативне активности остваре профит. Пример из суседства, на прави начин указује како домаће профитабилне компаније треба искористити за јачање берзе кроз иницијалну понуду акција. Хрватски "Телеком", који је у већинском власништву немачке телекомуникационе компаније, понудио је 32% капитала, који је остао у власништву државе, финансијском тржишту односно Загребачкој и Лондонској берзи. Понуда је креирана тако да 25% било намењено становницима Хрватске а 7% институционалним инвеститорима чиме је било јасно да држава жели да мотивише широк инвестициони потенцијал и капитал преусмери из штедње ка инвестицијама у оквирима националне економије. Резултат је био више него очекиван, прикупљено је близу 670 милиона евра.

¹⁴ Стевановић, В., Нема одбране од пада берзе, Економист, ЕМГ Група, Београд, бр. 437, 6.10.2008., стр.21

¹⁵ Крајнц, А., Спемање за Лондон, Економист, ЕМГ група, бр.430, 18.08.2008.год., стр.28

Развијеност финансијских тржишта, гледано кроз организовање иницијалних понуда, је различита међу земљама које су се раније декларисале као социјалистичке. Неке од њих су успеле да кроз период транзиције изграде препознатљива тржишта капитала на коме су организоване иницијалне понуде компанија које нису резиденти у тим земљама. Најдаље у развијању финансијског тржишта као извора капитала отишла је Пољска у којој су у 2008.години кроз процес иницијалне понуде акција компаније прикупиле близу 1 милијарде и 350 милиона евра капитала.

График бр. 5 Капитал прикупљен иницијалном понудом акција, Пољска, 2005 – 2008.



Извор: http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=4&i=/zrodla/spolkigieldowe/debiuty/debiuty2009en.html&sky=1

Нешто мање успешни у организовању иницијаних понуда акција били су Чеси који су у укупном износу, за период од 2005. до 2008.године прикупили близу 2 милијарде евра, затим Румунија где су компаније за исти период прикупиле близу 200 милиона евра и Мађарска у којој је вредност иницијалних понуда акција премашила цифру од 1 милијарде евра захваљујући државној нафтној компанији МОЛ и сектору телекомуникација.

Иницијална понуда акција представља покушај компанија да се пруступи алтернативним изворима финансирања јер је у појединим ситуацијама класично, кредитно, финансирање недоступно. Уз то у условима кредитне кризе или неповољних економских кретања, компаније су принуђене да плаћају високе каматне стопе што може угрозити њихово функционисање. Одлука компаније да организује иницијалну понуду акција може бити мотивисана следећим разлозима:

- a) избегавање ограничења у кредитном финансирању,
- b) повољна преговарачка позиција са кредиторима,
- c) већа ликвидност акција и
- d) рекламни ефекат

Посматрајући домаће тржиште капитала, кроз призму иницијалне понуде акција, може се говорити о њеном потпуном одсуству у процесу прикупљања капитала. Основне разлоге треба тражити у недостатку одговарајућег институционалног оквира који није у потпуној мери прилагођен потребама. Проблеме треба тражити у Закону о хартијама од вредности и Закону о привредним друштвима који се односе на проблеме у финансијском извештавању без чије транспарентности и истинитости није могуће озбиљније рачунати на прикупљање капитала на финансијском тржишту. Како би организација иницијалне понуде акција била успешна, компанија која планира да емитије акције мора публиковати извештаје који у правом смислу осликавају њено финансијско стање и резултате пословања. Проблем са иницијалном понудом акција јесте и немогућност организовања *"book building"* јер домаће законодавство не познаје распон цена који се формира овом процедуром а која је резултат анализе тржишта. Наиме, поменута процедура се користи током истраживања тржишта, које спроводи инвестициони посредник у прикупљању капитала. Инвестициони посредник организује презентације и посете могућим купцима путем којих покушава да дође до одговора како тржиште доживљава компанију и сходно томе која је то количина акција која се може продати и по којој цени. Резултат овакве процедуре јесте распон цене који инвестициони посредник предлаже компанији-емитенту унутар кога је могуће акције понудити тржишту.

Када се говори о Београдској берзи и њеној улози у алокацији капитала мора се поменути и процес докапитализације који представља облик прикупљања капитала. Наиме, у последњих неколико година на Београдској берзи значајан износ капитала је прикупљен кроз један вид емитовања акција и то од стране предузећа која су, по Закону из деведесетих година, имала статус акционарског друштва. Према сада важећем Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената¹⁶ могуће је организовати понуду акција путем: јавне понуде и без јавне понуде и то унапред познатим купцима.

¹⁶ Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, Службени гласник Републике Србије, бр. 47/06

Јавна понуда акција са собом изискује процедуру која обухвата објављивање проспекта за издавање хартија од вредности и упућивање јавног позива за упис и уплату хартија од вредности. У другом случају када се акције нуде унапред познатим инвеститорима и без јавне понуде, процедура је далеко једноставнија односно није потребно имати одобрен проспект већ само одобрење Комисије за хартије од вредности. Кад се пореде подаци у протекле четири године јасно је да су ХоВ углавном нуђене без јавне понуде и унапред познатим инвеститорима. Тако, на пример у 2005.години организовано је емитовање акција јавном понудом у 30 случајева док је без јавне понуде емитовано 114 хартија од вредности. Међутим, иако је по Закону реч о понуди акција јавном понудом, није могуће добити информацију коме су акције продате као и колики је проценат успешности понуде. Такође реч је о компанијама које се у том тренутку нису налазиле на А листи Београдске берзе па се поставља питање на основу којих информација су инвеститори донели одлуку о куповини акција.

Ситуација се није променила ни у периоду између 2006. и 2008. године у коме је дошло до смањивања понуде акција иницијалном понудом, уз смањење ХоВ које су се нудиле познатим инвеститорима. Податке о кретању понуђених ХоВ могу се видети на следећем графикону:

График бр.6 Број понуђених ХоВ према начину издавања, 2005-2010.године

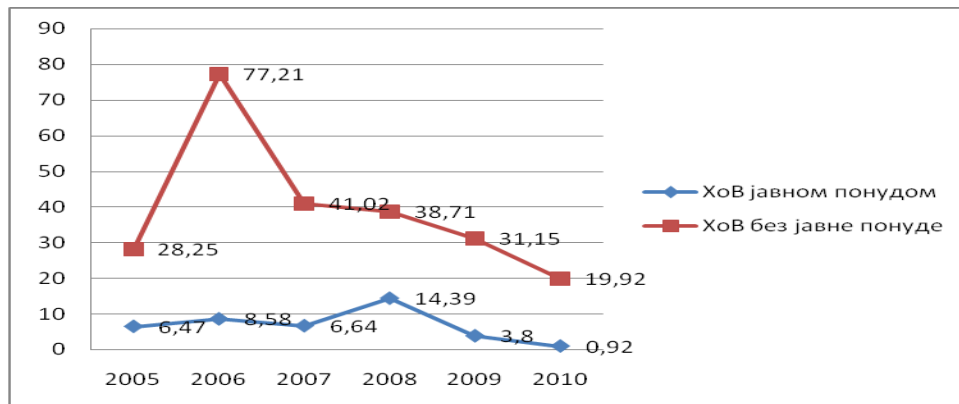


Извор: Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на организованом тржишту хартија од вредности у Републици у периоду 2005-2008., Комисија за хартије од вредности, Београд, 2005-2008.године

Како график показује, долази до пада понуде ХоВ без обзира на који начин су дистрибуиране тако да је у 2010.години понуђено свега 4 ХоВ јавном понудом, а директном

продајом инвеститорима тек 14 (у поређењу са 114 из 2005. године). Истовремено долази до смањивања прикупљеног капитала путем обе процедуре што приказује следећи график:

График бр.7 Прикупљени капитал путем јавне понуде и директном продајом



Извор: Извештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије и кретањима на организованом тржишту хартија од вредности у Републици у периоду 2005-2008., Комисија за хартије од вредности, Београд, 2005-2008.године

Подаци који се могу видети на претхдном графику јасно показују да је доминатну позицију приликом прикупљања капитала имала продаја акција познатом инвеститору чиме је практично дестимулисан остатак тржишта да ангажује свој капитал. Уколико се пажљиво погледају извештаји Комисије види се да је реч о докапитализацији компанија које су спроведене од стране везаних компанија било да говоримо о банкарском сектору, сектору осигурања или производном сектору¹⁷. Свега две докапитализоване компаније су се налазиле на А листи берзе, док је остатак листиран на ванберзанском тржишту што значи да нису у законској обавези да објаве финансијске извештаје што повлачи закључак да је добар део одлука о инвестирању кроз процес докапитализације био инспирисан тзв. "унутрашњим" информацијама. То је израз којим се објашњава чињеница да поједини инвеститори располажу информацијама које нису доступне широј јавности и да на основу тога доносе инвестиционе одлуке. Овакав вид инвестиционог понашања је строго забрањен у развијеним економијама, док код нас је законом забрањен 2009.године али до данас ниједан случај није процесуиран.

¹⁷ http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_remository&Itemid=47&func=startdown&id=1499

Посматрајући Београдску берзу у њеној новијој историји, првој деценији двадесетог века, могу се уочити два периода која се суштински нису разликовала када је реч о основном задатку сваке берзе: трансфер капитала од суфицитарних ка дефицитарним једницама који би тај капитал производно ангажовале. Иако је могуће разликовати период експанзије до почетка 2008.године и период пада који и даље траје, уколико се погледају подаци о прикупљеном капиталу, јасно је да озбиљних трансфера и производног ангажовања капитала није било. Постоји велики број разлога, неки од њих су институционалне природе, неки економске али су сви они резултирали у томе да Београдска берза на почетку 2011.године буде далеко од могућег извора финансирања привредног раста и развоја.

Институционални разлози произилазе из недовршеног законодавног оквира који оставља превише могућности за остваривање високих профита, нарочито у периоду експанзије, а који нису у директној вези са потенцијалима и могућностима раста појединачних компанија. Пример недовршености законодавног оквира је постојање ванберзанског тржишта на коме се тргује Хов компанија које нису вољне да своје финансијске извештаје објављују јавности. На овај начин, шаље се индиректна порука инвеститорима, да су на том тржишту присутне "унутрашње" информације на основу којих се доносе одлуке. Овакав начин пословања јасно обесхрабрује ангажовање шире капиталне базе јер ниједан инвеститор не улази у процес улагања уколико није обезбедио потребне информације. Такође, држава својим нерезумним потезима утиче на слабљење берзе јер ниједна продаја државних компанија није спроведена коришћењем ресурса берзе, чиме се урушава њен углед и потенцијал раста.

2. БАНКАРСКИ СЕКТОР КАО ИЗВОР ФИНАНСИРАЊА У НАЦИОНАЛНОЈ ЕКОНОМИЈИ

Пре отпочињања процеса транзиције банкарски сектор у Србији био је карактеристичан по високом степену неликвидности и несолвентности што је био резулат чињенице да су банке биле у друштвеном власништву. Наиме, државна и друштвена предузећа у бакарском сектору су се јављала као власници банака, корисници кредита и главни депоненти што је довело до привилегованог позајмљивања новца и концентарције кредитног ризика. У исто време није постојала јака судска заштита поверилаца тако да је осигурање од ризика закаснеле исплате обавеза било јако ниско. Из тог разлога, током деценија таквог пословања формирао се висок удео ненаплативих потраживања банака од државе и привреде. У ситуацији када је банакарски сектор био одсечен од међународног финансијског тржишта а домаћи извори краткорочни и нестабилни банкарски сектор није имао могућности за корените промене чиме је само продубљивана кризна позиција. Ситуација се додатно компликовала чињеницом да је каматна стопа држана испод стопе инфлације што је угрожавало депозитну базу али и пласирана средства. Све ово је јасно указивало да банкарски сектор пре 2000.године није се могао посматрати као извор финансирања већ као додатни бласт ионако већ оптерећене привреде.

2.1. Почетак трансформације банкарског сектора (2001-2005.година)

Повратак земље у међународну финансијку заједницу започео је обнављањем сарадње са међународним финансијским организацијама које су условле чланство преузимањем обавеза које су проистикале из ранијег периода. Обавезе према билатералним инокредиторима износиле су 4,6 милијарди долара, према Париском клубу 4,39 милијарди, према Лондонском клубу 2,3 милијарде долара док су обавезе према Европској банци за обнову и развоја износиле близу 1,8 милијарди долара¹⁸.

Сам почетак трансформације банкарског сектора, кроз структурне реформе, имао је два паралелна процеса: први спајање и консолидацију домаћих банака и други, избор стратешких партнера за докапитализацију. Наведене припреме су се одвијале у складу са тадашњом најавом

¹⁸ Подаци преузети са сајта Народне банке Србије: <http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/50/index.html>

Народне банке да се Законом прописан минимум акционарског капитала од 10 милиона евра мора достићи до 30.06.2001.године.

У том тренутку у земљи је пословала 81 банка, а након независне анализе ревизорске куће и одвајања "здравих" од "проблематичних" банака 18 банака је изгубило дозволу за рад док су 2 банке стављене под стални надзор Народне банке Србије. Агенција за санацију банака преузела је 9 банака од којих су, након Студије о оправданости спровођења санације, 4 ликвидирале јер је установљено да су укупни трошкови ликвидације нижи од трошкова санације. То је практично значило да је на крају 2001.године остало да послује 55 банака, уз појаву представништва 16 страних банака.

Након значајних промена структуре банкарског сектора током 2001. и почетком 2002. године, када је затворен већи број банака, укључујући и највеће у земљи, а основано неколико нових банака, углавном у већинском или потпуном власништву иностраних банака, током 2002. године број банака се није значајније променио. Разлике у односу на почетак године односе се на својинску трансформацију групе банака, од којих је већина раније била у друштвеној својини, трансформацију Поштанске штедионице у банку универзалног типа, као и на улазак још једне стране банке на тржиште, откупом већинског пакета акција једне од раније основаних домаћих банака.

У 2003.години долази до даље реформе банкарског сектора, имајући у виду да банке преузимају послове платног промета од Службе друштвеног књиговодства која се гаси. Започиње процес приватизације унутар банкарског сектора продајом Јубанке грчкој АЛФА групи чиме се интензивира конкуренција у банкарском сектору. Појава страних банка враћа поверење у банкарски сектор и стимулише се штедња грађана као основ за јачање капиталне базе банака.

У периоду 2003. – 2005. година пажња је била усмерена првенствено на консолидацију банака у државном власништву и поступак њихове приватизације, одузимање дозвола за рад несолвентним банкама, спајање или припајање мањих, подкапитализованих банака, као и на ригорозну оцену бонитета потенцијалних стицалаца акција банака. У овом периоду извршена је и детаљна анализа власничке структуре банкарског сектора, до крајњих власника, физичких лица – акционара банке.

Најзначајније промене власничке структуре банкарског сектора догодиле су се као последица уласка страног капитала. У 2003. години страни капитал је преузео већинско

власништво у 5 приватних банака а у 2005. години је на овај начин финализирана приватизација 3 државне банке, као и докапитализација и преузимање 4 приватне банке. Као резултат ових промена, 17 страних банака учествује са 66,0% у билансној суми и са 49,6% у капиталу банкарског сектора. Државне банке (11 банака), како се процес њихове приватизације приводио крају, смањиле су своје учешће на једну четвртину, док приватне банке (12 банака), преузимањем од стране иностраних акционара, такође смањују учешће (10,1% учешћа у билансној суми и 24,5% у капиталу банкарског сектора).

Табела бр.3 Укупни депозити у банкарском сектору, 2001-2005.година (у млрд. динара)

Година	2002.	2003.	2004.	2005.
Износ	173,495	223,226	313,256	484,684
Укупна актива¹⁹	-	-	510 092	775 413
Укупан износ кредита	-	269 795	386 667	422 540
Добит банкарског сектора²⁰	-	-	8 661(32)	11 298(32)
Губици банкарског сектора²¹	-	-	13 651(11)	4 026(8)

Извор: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/index.html>

Претходна табела, показује кретање величина које нам могу помоћи да донесемо одређене закључке о стању у банкарском сектору. Кретање укупних депозита, као индикатор степена поверења клијената, показују да је овај период карактеристичан по константном увећању депозитне базе што се може тумачити као обнављање поверења у банакрски сектор Србије. Посматрајући конкретне цифре кретања депозитне базе запажа се раст од преко 380% што је у значајној мери оснажило банке. Истовремено, долази до јачања кредитне активности банкарског сектора, што произилази из готово удвострученог износа одобрених и реализованих кредита у периоду 2003-2005.година. Што се тиче профитабилности банкарског сектора, у овом периоду банке су оствариле добит од близу 30 милијарди динара, док су губици били близу 20 милијарди. Део губитака се може оправдати инвестиционим улагањима, проширењем мреже експозитура као и трошковима приватизације или куповине домаћих банака.

¹⁹ Информације о нивоу aktive исказане су у милионима РС динара

²⁰ У милионима динара, у загради је број банака које су оствариле добит

²¹ У милионима динара, у загради је број банака које су оствариле губитке

На крају 2005. године банкарски сектор у Републици Србији броји 40 банака. Реформа банкарског система, као петогодишњи процес консолидације и реструктурирања, улази у своју експанзивну фазу.

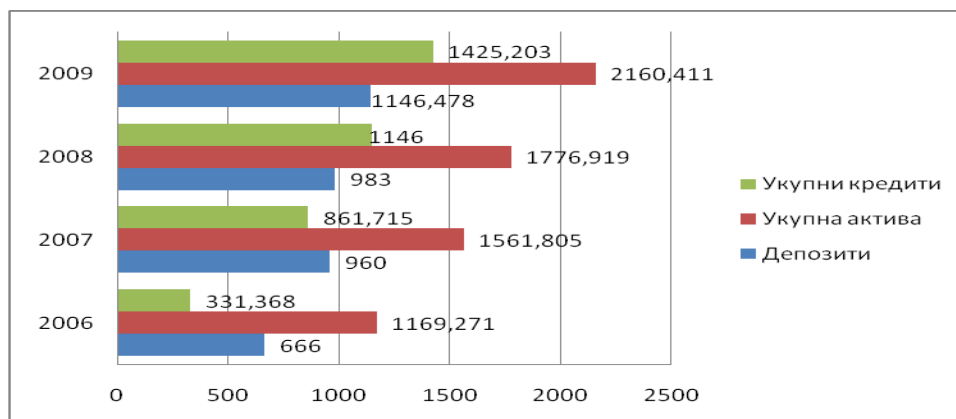
2.2. Период експанзије банкарског сектора (2006 – 2009. година)

Период од 2006. до 2009. године може се посматрати као експанзивна фаза развоја банкарског сектора, која је уследила након периода консолидације, концентрације и реструктурирања. Оснажен растом депозита и охрабрен растом кредитних активности банкарски сектор шири своју инфраструктурну мрежу, запошљава нову радну снагу и повећава свој удео у друштвеном бруто производу. Период експанзије завршава се средином 2009. године због ефеката светске економске кризе која је утицала на повлачење депозита, смањену тражњу за кредитима и раст ненаплативих обавеза.

Током 2006. године банкарски сектор је успео да оствари основне циљеве као што су висока ликвидности и адекватна капитализованост, што је помогло остваривању раста сектора и бележењу позитивних финансијских резултата (добит у 2006. била је увећана за 127% у односу на 2005.)²². Сви релевантни индикатори исказали су раст, од активе која је достигла 1,1 билон динара, увећања динарских кредита привреди за 52 милијарде до увећања кредита у динарима становништву за 71 милијарду. Током 2006. године долази до пораста депозитне базе за 48% у односу на претходни период док се истовремено девизна штедња приближила износу од 4 милијарде евра. Укупан број запослених на крају године био је 28 092 што је било за 9.4% више него у претходној години.

²² Народна Банка Србије, Извештај о стању у финансијском систему Републике Србије за 2006.годину, 2007., Београд, стр. 1

График бр.8 Билансне позиције банкарског сектора, 2006-2009.,(у млрд.динара)



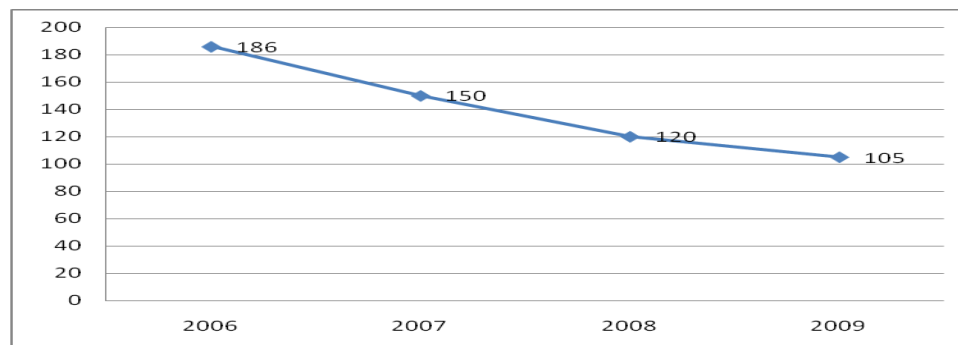
Извор: <http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/50/index.html>

Претходни график приказује кретање основних билансних позиција унутар банкарског сектора на основу којих се може закључити да расте поверења у исти, уз истовремено јачање капиталне базе. Депозити имају изразит раст током 2007. године, нешто умеренији у 2008. због панике коју су произвеле последице светске економске кризе. Наиме, током 2008. године банкротства великих светских финансијских институција су пољуљала поверење у национални финансијски систем. Банкарски сектор одговорио је низом стимулативних мера које су, уз помоћ државе, не само зауставиле одлив депозита већ и довела до даљег раст депозитне базе која је у 2009.години износила читавих 1.146 милијарду динара.

Банкарски сектор у 2007.години наставља раст, пре свега, као резултат кредитне експанзије али и проширења услуга. Настављена кредитна експанзија је праћена снажном докапитализацијом, јачањем депозитне базе и ослањањем сектора на домаће изворе капитала. Банке задржавају доминантну позицију на финансијском тржишту Србије управљајући са 90,4% укупне финансијске aktive док други сегменти тржишта бележе незнатне промене. Билансна сума банака током 2007. године се увећала за 34% што је сигнал јачања финансијског сектора али и очувања високог релативног учешћа банака у истом. Банке су трећу годину за редом оствариле профит, што је уз добру капитализацију довело до високе отпорности на ризике. Такође, наставља се значајно учешће финансијског посредовања у оствареном расту БДП, тако да у 2007. години он

износи 1.3%²³. На крају 2007. године у банкарском сектору ради 30 246 запослених, што је увећање за 2 154 новозапослених у односу на претходну годину.

График бр. 9 Задуживање у иностранству банкарског сектора, 2006-2009 (у млрд. динара)



Извор: <http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/50/index.html>

График број 9 приказује кретање задуживања укупног банкарског сектора у периоду 2006-2009. година на коме се јасно види да се инострано задуживање смањује и да се банкарски сектор окреће домаћим изворима капитала. Међутим, треба бити свестан чињенице да је пад иностраних средстава почео средином 2007. године, истовремено са финансијском кризом у свету. То значи да део смањивања није била стратешка одлука банака у Србији већ одлука њихових матичних кућа да се концентришу на одбрану домицилних тржишта. Тако је, током 2008. године, један број банкара указивао на основни проблем који банкарски сектор има а који се базира на подацима Кредитног бироа. Укупна актива банака износи 13,88 милијарди евра а депозити 11,72 миларде евра што указује да постоји геп од близу две милијарде евра што може бити озбиљан проблем за банкарски сектор.

Наредна 2008. година била је веома изазовна за банкарски сектор Србије, имајући у виду да су се ефекти светске економске кризе полако почели осећати и у националној економији. Први сигнал јесте слабљене кредитне активности банкарског сектора која је забележила раст од свега 10% у првих девет месеци. Истовремено, јачање капиталне базе од 27,2% за првих десет месеци 2008. није послужило за праћење кредитних активности већ за стварање сигурносних резерви за евентуалне касније потресе. Посебна пажња се посвећује адекватности капитала која у 2008.

²³ Народна Банка Србије, Извештај о стању у финансијском систему Републике Србије за 2007.годину, 2008., Београд, стр. 56

години чини 23,4% што је далеко више од праксе финансијских институција у развијеним привредама где је та стопа око 12%. Што се тиче профитабилности, у 2008. години, банкарски сектор је захваљујући широкој кредитној маржи и улагању у репо операције, остварио позитиван финансијски резултат од преко 20 милијарди динара само у првом полугодишту²⁴.

График бр. 10 Кредитна активност банкарског сектора Србије(у млрд. динара)



Извор: <http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/50/index.html>

Као што се на претходном графику види доминатну позицију у оквиру кредитног пласмана банкарског сектора чине кредити привреди, од 391 милијарде у 2006. до 850 милијарди динара на крају 2009.године. На другом месту се налази кредитна активност усмерена ка становништву, где је са 200 милијарди динара у 2006. укупан кредитни пласман достигао скоро 420 милијарди на крају 2009.године. Банкарски сектор на крају посматраног периода имао је значајан пораст кредитног пласмана ка држави и то за само годину дана кредити држави нарасли су за скоро десет пута.

Активност банкарског сектора везана за државу може се посматрати и кроз део банкарске aktive која се односи на улагање у ХоВ Народне банке Србије. Банке улажу у ове хартије због обезбеђивања ликвидности али и високе каматне стопе која је у 2008. години износила 17.75%. Поредeћи два основна извора прихода банкарског сектора, кредитна активност и улагање у ХоВ, можемо рећи да се банкарски сектор одлучио да значајни износ средстава усмери ка ХоВ имајући на уму да разлика у камати од 3-4% није довољна да се преузме ризик и средства пласирају кроз

²⁴ Народна Банка Србије, Извештај о стању у финансијском систему Републике Србије за 2008.годину, 2009., Београд, стр. 58

кредитне активности. Укупна средства која су уложена у ХоВ државе чинила су у 2008.години 32% активе банака, док је у 2009. години тај проценат порастао за 1,2%. У неким суседним државама као што је Хрватска износ који банке пласирају у државне ХоВ је испод 20%²⁵.

У 2009.години банкарски сектор је био стабилан, упркос бројним ризицима изазваним смањеном ликвидношћу и преливањем финансијске кризе на реални сектор и сектор становништва. Ликвидност банкарског сектора је појачана у првим месецима 2009. године али ризици по девизну ликвидност су постојали и даље услед изостанка опоравка девизне базе и ниске глобалне ликвидности. Сектор банака у Србији је од иностраних извора зависио много мање него други банакрски системи у Европи, односно преко 75% укупних обавеза банака долази из домаћих извора. Ипак, у условима опадања глобалне ликвидности и наглих промена на светским новчаним тржиштима депозитне базе постају рањивије. Извори средстава у 2009.години су се у великој мери ослањали на јачање домаће депозитне базе и ограниченог приступа иностраним изворима финансирања који су уз то скуп и краткорочни. Из тог разлога забележен је континуирани раст пасивних капматних стопа како би се додатно оснажила капитална база. Последица кризе јесте и пад кредитне активности нарочито у сектору становништва, док у сектору привреде захваљујући мерама Владе Републике Србије, долази до благог опоравка. Услед проблема у макроекономским кретањима, долази и до погоршања бакарске активе нарочито због валутно индукованог кредитног ризика. Међутим, јасне и проактивне мере НБС, добра капитализованост и позитивни финансијски резултати из претходног период били су сигурна одбрана од дестабилизације банакрског сектора.

Табела бр.4 Профитабилност банкарског сектора Србије (у млрд.динара)

Година	2006.	2007.	2008.	2009.
Укупна добит	22,194(28)	29,802(26)	44,145(26)	33,129(20)
Укупни губици	5,664(9)	6,329(9)	9,189(8)	13,104(14)
Бруто приходи/билансна актива	39,5	42,3	60,2	36,8
Нето приходи од камата/ билансна актива	4,1	4,0	5,4	4,7
ROE²⁶	9,7	8,5	9,3	4,6
ROA²⁷	1,7	1,7	2,1	1,0

Извор: Народна банка Србија, Извештаји о стању финансијског сектора(2006-2009.)

²⁵ http://www.nbs.rs/internet/cirilica/50/50_7/index.html

²⁶ ROE – return on equity

²⁷ ROA – return on assets

Претходна табела показује кретање укупне добити у банкарском сектору у периоду експанзије, 2006-2009. година, и може се закључити да долази до континуираног раста. Изражена потреба за кредитима, становиштва и привреде, и недостатак конкуренције учинили су да банкарски сектор забележи овакве резултате. Уз то, ако се погледа каматна маржа, као разлика између активне и пасивне каматне стопе, добија се још јаснија слика на који начин је банкарски сектор остварио овако високе резултате. Наиме, разлика између активне и пасивне каматне стопе се кретала од 9,6 до 11% што је значајно више у односу на земље у окружењу или развијене земље²⁸.

2.3. Услови финансирања привредних активности од стране банкарског сектора

Имајући на уму да је за остваривање привредног раста и развоја неопходно обезбедити финансијска средства, од великог значаја је податак да је српски финансијски сектор банкоцентричан чиме се отвара питање услова финансирања. Банкоцентричност финансијског сектора упућује на значај анализе понуде банкарског сектора у области инвестиционих кредита, кредита за набавку опреме, кредите за мала и средња предузећа, односно све производе који се односе на финансирање пословних активности.

Банкарски сектор у Србији чине 34 банке које не учествују у истом односу на тржишту јер, према подацима НБС, 18 банака у Србији има тржишно учешће мање од 2%. Водеће банке, односно оне чије је учешће веће од 5 % су: Banca Intesa са тржишним учешћем од 14,83%, Комерцијална са 9,96%, Raiffeisen са 9,36%, Нуро са 6,35% и Eurobank EFG која заузима 6,08% тржишног учешћа и оне збирно чине 46,58% укупног банкарског (а тиме и финансијског) сектора у Србији²⁹.

Анализа понуде банкарског сектора указује да постоји мала разлика унутар исте групе производа, односно да се каматне стопе на исте или сличне производе разликују веома мало, свега неколико процената. Тако, на пример, ако се посматра сектор малих и средњих предузећа понуда банкарског сектора је прилично унифицирана. Кредити који су краткорочни, до 12 месеци, имају обавезно осигурање и индесирани су у еврима. Каматна стопа се креће у распону од 11,52%

²⁸ У Хрватској разлика се креће у распону 4,44-5,65%, према подацима Хрватске народне банке, доступим на: <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>

²⁹ http://banke.online.rs/banke_u_srbiji.htm

уколико је кредит у еврима, до 30,79% уколико је кредит у динарима³⁰. Код сектора малих и средњих предузећа интересно је да поједине банке имају отворене кредитне линије из иностранства али истраживања су показала да се ти производи не нуде клијентима због конкурентних услова под којима се одобравају. Подаци показују да се кредити за сектор МСП, из различитих програма, могу обезбедити са каматом од 5,79% до 3м ЕУРИБОР + 4%. Такође, у понуди бакарског сектора налазе се и кредити за финансирање МСП уз субвенционисање државе чија каматна стопа иде од 6,26% до 8,14% уз веома компликовану процедуру и дужи период обраде и одобравања чиме се корисници дестимулишу да покрену процедуру.

2.3.1 Анализа понуде бакарског сектора за финансирање привредних активности³¹

Анализа понуде банкарског сектора односи се на истраживање понуде финансирања пословних активности од стране банака са највећим тржишним учешћем. Анализом су обухваћене: Banca Intesa, Комерцијална банка, Raiffeisen банка, Eurobank EFG, Unicredit и Societe General.

Посматрано појединачно, Banca Intesa као банка са највећим тржишним учешћем у банкарском сектору је своје пословање према привреди поделила на краткорочне и дугорочне кредитне аранжмане³². Краткорочни кредити се односе на обезбеђивање ликвидности и обртних средстава при чему је рок до 12 месеци. Обавезна је хипотека а каматна стопа се креће у распону од 19-28%. У понуди за кредитирање привреде налазе се и дугорочни кредити за које банка даје посебне услове који зависе од клијента а чије се камате крећу од 3м ЕУРИБОР + 9,5% до 3м ЕУРИБОР + 14% уз плаћање једнократног трошка обраде у распону од 1-3% на одобрен износ кредита. Поред стандардних понуда, банка је у могућности да клијентима понуди кредите италијанске владе за подршку МСП који имају рок отплате до 72 месеца, обавезан колатерал и ефективну каматну стопу од 5,79%. У понуди банке се налазе и субвенционисани кредити за развој МСП чија каматна стопа износи 6,26%.

³⁰ http://banke.online.rs/banke_u_srbiji.htm,

Извештај НБС на: http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/50/rlinks/uslovi_kreditiranja_msp.pdf

³¹ Подаци о кредитним понудама банака произилазе из анкете са запосленима који су задужени за активности банке у сектору привреде, у периоду 22.03-25.03.2010.године, а које је обавио кандидат

³² <http://www.deltabanka.co.yu/code/navigate.aspx?Id=126>

Комерцијална банка у својој понуди разликује сектор МСП и велике компаније и сходно томе дефинише услове и ценовник својих услуга у области кредитног финансирања. И ова банка у својој понуди има широку лепезу кредитних линија које под повољним условима кредитирају пословне активности, почевши од кредита ЕБРД, кредита немачке владе до кредита банака из нама суседних држава. Информације о кретању каматних стопа није било могуће добити путем коришћења сајта Комерцијалне банке, сајта НБС а ни путем непосредне анкете службеника банке.

Банка која се према тржишном учешћу налази на трећем месту, Raiffeisen банка, у области кредитирања привредних активности сегментира тржиште по два основа: према величини клијента и према дужини отплате кредита. Поменута банка у оквиру кредитне подршке привредним активностима нуди производе чија се цена креће у распону од 6,5% до 18%. Када је реч о сектору малог бизниса, банка одобрава краткорочна средства, до једне године, по каматној стопи од 15% за обртна и 18% за необртна средства. Уколико је реч о дужем временском интервалу, од 3 до 7 година, банка нуди позајмице по каматној стопи од 14,5 до 16,5%. У сектору средњих предузећа се не врши се сегментација према намени коришћења средстава већ висина каматне стопе зависи од дужине временског периода за повраћај средстава. Унутар сегмента средњих предузећа, каматне стопе за кредите до 1 године крећу се у распону од 8,5 до 9%, а за период од 3 до 7 година каматне стопе се крећу у распону од 10,5 до 11,5%. У сегменту великих корпорација, каматне стопе на краткорочне кредите износе у просеку 7,85%, док на дугорочне каматна стопа износи близу 7%. Висина камате и услови кредитирања зависе од клијента, његове кредитне способности, кредитне историје и висине колатерала који може да обезбеди. У овом тренутку Raiffeisen банка своју кредитну активност базира искључиво на сопственим средствима.

Eurobank EFG своју кредитну активност базира на средствима Европске инвестиционе банке јер је преко 50% реализованих кредита у 2010. години управо пласирано из тих средстава. Кредити се одобравају за обртна средства до 120 месеци уз каматну стопу од 14%, за опрему и трајна средства до 144 месеци уз каматну стопу од 13%. Трошкови обраде се крећу, у зависности од клијента, од 1-3 % одобреног износа. Из сопствених средстава банке могуће је добити краткорочне кредите уз каматну стопу од 23%, обавезну хипотеку и поменуте трошкове обраде. Дугорочни, инвестициони, кредити за привреду се могу добити на максималан период од 180 месеци, уз плаћање каматне стопе од 18,5% и обезбеђен колатерал.

У Unicredit банци своју понуду банкарских производа базирају на разликовању сектора МСП од сектора великих корпорација. За сектор МСП, из сопствених извора, банка је нуди две

опције: 3м ЕУРИБОР + 16% у еврима и 3м БЕЛИБОР + 8% за кредите у динарима. Поред сопствених средстава банка нуди и средства Европске инвестиционе банке у еврима по каматној стопи од 5% и субвенционисане (од стране државе) кредите по каматној стопи од 4,4% (за евре) и 8% (за динаре). Најскупљи кредит у овој банци јесте "најбржи кредит у динарима" који се одобрава по каматној стопи од 30,79%. У сектору великих корпорација каматне стопе из сопствених средстава крећу од 6,5% и у великој мери зависе од бонитета клијената, намене коришћења кредита и временског периода за који се узимају средства.

Societe General Србија, као банка која своје активности у значајној мери усмерева ка привреди, има јако велику понуду кредита намењених сектору предузећа која се базира на сопственим средствима, субвенционисаним кредитима и средствима Европске инвестиционе банке. Средства Европске инвестиционе банке се нуде по каматној стопи од 4% + 3м ЕУРИБОР, уз трошкове обраде кредита који се крећу у распону од 0,5 до 1,5% на одобрен износ. Сопствена средства банке могуће је ангажовати за основна и обртна средства, у износима испод и изнад 50 000 евра, према различитим каматним стопама које зависе од временског рока повраћаја. Тако на пример, за средства испод 50 000 евра која се користе као обртна у предузећима каматна стопа на рок од 12 месеци износи 3м ЕУРИБОР + 12% док за износ преко 50 000 каматна стопа износи 3м ЕУРИБОР + 9% или је могуће изабрати кредит са фиксном каматном стопом од 12,82%. За средства која се користе у дужем временском интервалу каматне стопе се крећу у распону од 3м ЕУРИБОР + 9,20% до 3м ЕУРИБОР +13,75% и то за износе веће од 50 000 евра. Посебна понуда за сектор МСП односи се на куповину пословног простора где се плаћа каматна стопа од 12,89% и кредити за инвестиције чија је цена коришћења 15,05%.

Подаци који су изнети у претходној анализи говоре о јако малом степену конкурентности унутар банкарског сектора са аспекта цене коришћења услуга, односно нивоа каматних стопа. Знајући за податак НБС према коме је 94% финансијске активе концентрисано у банкарском сектору привреда Србије нема много избора када је потребно обезбедити додатни капитал.

Посматрајући банкарски сектор као извор финансирања привредних активности унутар националне економије, приметно је одсуство конкуренције, високе каматне стопе и одсуство савремених банкарских производа. Систем финансирања националне економије изузетно банкоцентричан, јер готово преко 90% финансијске активе је сконцентрисано унутар банкарског сектора. Сама понуда за кредитирање привредних активности унутар банкарског сектора се разликује тек за неколико процената и не представља средство којим банке привлаче или одбијају

клијенте. Разлози за овакво понашање могу се пронаћи у слабом макроекономском окружењу, ниском кредитном рејтингу земље али и недостатку домаћих дугорочних извора финансирања банака.

Национална економија се, у последње четири године, суочава се са озбиљним макроекономским пробелемима попут инфлације, раста спољнотрговинског дефицита, пада бруто домаћег производа, раста јавне потрошње и растућег буџетског дефицита. Имајући на уму наведене проблеме, банке своју пословну политику креирају према прогнозама које се односе на будућа економска кретања. Проблем представља чињеница да креатори економске политике нису, до сада, поштовали дефинисане макроекономске циљеве што изазива несигурност и појачану заштиту у пословању банкарског сектора. Најбољи пример о непоштовању дефинисаног циља јесте таргетирање инфлације на годишњем нивоу, што је од суштинског значаја за банкарски систем. Последње две године (2009. и 2010.) и поред таргетирања, инфлација је премашила очекивања остављајући део привреде да се избори са неочекиваним губитком. Овако понашање креатора економске политике не оставља пуно избора банкарском сектору, до сопствене анализе о макроекономским кретањима и сходно томе дефинисању политике каматних стопа. Поред недоречене економске политике, на висину каматне стопе утиче и кредити рејтинг који Србија има код међународних рејтинг агенција. У овом тренутку, Србија је земља са "умереним" ризиком пословања што значајно поскупљује новац које банке, са седиштем у Србији, позајмљују на међубанкарским тржиштима у развијеним економијама. Разлози за високе каматне стопе банкарског сектора могу се пронаћи и код самих банака које се понашају као свака профитна организација, која у одсуству конкуренције, тежи да заузме што веће тржиште и оствари што већу профит.

3. ДРЖАВА КАО ИЗВОР ФИНАНСИРАЊА ПРИВРЕДНОГ РАСТА И РАЗВОЈА НАЦИОНАЛНЕ ЕКОНОМИЈЕ

Период транзиције је период власничке трансформације националне економије када кроз процес приватизације држава остварује значајне приходе продајом своје имовине и смањивањем издатака из буџета. Држава се, продајом своје имовине, ослобађа дела плаћања које се односе на плате радника, трошкове одржавања и инвестициона улагања.

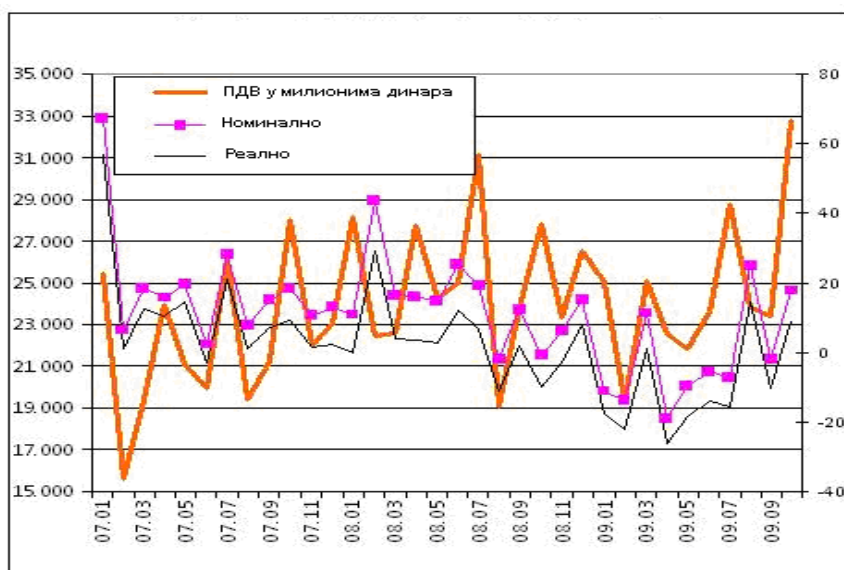
Агенција за приватизацију је крајем 2009. године изашла са анализом³³ која се односила на укупно остварене приватизационе приходе у периоду 2001-2008. година у којој је вредност укупно приватизоване имовине износио 2,7 миларди евра и да је у буџет Републике Србије уплаћено 1,55 милијарди евра. Агенција, даље, сапоштава да је на њен рачун уплаћено 2,15 милијарди евра док се 0,55 милијарди односи на предузећа која су продата на рате и за обавезнице старе девизне штедње. Од новца који је уплаћен на рачун Агенице намирени су повериоци у износу од 244 милиона евра, затим трошкови консултатнтских услуга, трошкови оглашавања и провизија Агенције у укупном износу од 86,7 милиона евра. Такође, плаћени су и расходи по основу курсних разлика и продаје обавезница старе девизне штедње у износу од 13,8 милиона евра. Агенција је у свом извештају нагласила да 258,3 милиона евра још увек није расподељено али да та средства неће бити уплаћена у буџет већ ће се искористити за намиривање поверилаца фирме. Акцијски фонд је на тржишту капитала продао мањинске пакете у приватизованим фирмама и тај новац је директно уплаћен у буџет Републике Србије. Приходи од продаје предузећа у стечају били су близу 620 милиона евра, од чега је 360 милиона добијено продајом робних кућа "Београд" и читав износ је уплаћен на рачун Агенције.

Уз то држава је у периоду 2005-2008. година остварила значајне приходе од продаје свог удела у компанијама, банкама и осигуравајућим компанијама, и која није обавезана према Закону о приватизацији. Ради се о продаји МОБИ 63 за 1,5 милијарди евра, затим продаја шест државних банака за 780,5 милиона евра и Нафтне индустрије Србије за 400 милиона евра. Узимајући напред изнете податке Агенције долази се до закључка да је приватизацијом у Србији остварен приход од близу 5 милијарди евра.

³³ Доступан на сајту Агенције за приватизацију Републике Србије:
http://www.priv.yu/publikacije/pdf/rezultat_privatizacije.pdf

Поред прихода од приватизације држава је значајне приходе почела да остварује и сређивањем пореског ситета у правцу јачања контроле и наплате пореза. Кључну улогу у сређивању пореског система била је одлука о увођењу ПДВ-а чиме је приходна страна буџета у значајној мери порасла. Као што наредни график показује стопа наплативости ПДВ-а као и његов апсолутни износ су расли из године у годину, јачајући буџет Републике Србије и стварајући могућност за инвестиционе активности државе.

График бр. 9 Месечна наплата ПДВ-а и међугодишња стопа раста, у милионима динара и %



Извор: Пореска управа Србије

3.1. Национални инвестициони план – извор финансирања привредних активности

Национални инвестициони план настао је 2006. године када је Влада Републике Србије изашла са предлогом да се део приватизационих прихода утроши за подизање нивоа инфраструктурне опремљености, смањење незапослености и јачање социјалне слике државе. Тадашња Влада и надлежни министар је потребу за националним инвестиционим планом образложио чињеницом да је нужно током 2006. и 2007. године расподелити близу 1 милијарде и 600 милиона евра на пројекте од националног значаја, при чему у том тренутку није било јасно дефинисаних критеријума према којима пројекат може добити статус "национално значајан".

На самом старту питања која су се тичала расподеле средстава решавала су се програмом који је био дефинисан до 2011. године и који је рађен према ирском моделу а начињен је као резултат предлога министарстава Владе. Тим програмом су обухваћени пројекти из 17 области који су били расподељени у седам кључних група. Реч је о пројектима у образовању, пројектима намењеним модернизацији здравственог система и заштити животне средине, пројектима који подстичу привредни развој, пројекти у станоградњи, спорту, култури, социјалној заштити и унапређењу рада државне управе, укључујући судство, полицију и војску.

Већ на самом старту функционисања, национални инвестициони план је наишао на критике које су се тичале пре свега расподеле средстава и критеријума на бази који се средства додељују. Критике су се односиле на угоржавање макроекономске стабилности, слабу буџетску контролу и да ће у тим условим изостати позитиван ефекат финансирања активности. Уколико се узме у обзир да је за краат период, једна година, предвиђено да се потроши 1,7 мијиларди евра јасно је да о озбиљној анализи и пажљивом одабиру пројекта је сувишно говорити.

Уколико се посматрају макроекономски проблеми, на почетку деловања НИП-а, мора се указати на неспех Владе у ослобађању непоходног фискалног простора гашењем мање продуктивних издатака чиме се повећава јавна тражња. Уз то добар део прихода од приватизације се одлио назад како би био плаћен повећани извоз и финансирао висок дефицит платног биланса.

Лоше планирање и контрола неизоставно воде до расипања и нерезонског трошења средстава јер се преко половине средстава усмерава не у инвестиције већ у текуће издатке (добра, услуге и субвенције) и кредите предузећима и грађанима³⁴. Велики износи државних средстава троше се веома неконтролисано под изговором "брзе имплементације" чиме се занемарују економски критеријуми и не утиче се на економски раст. Истовремено је забрињавајуће да, на самом почетку НИП-а, није могуће уочити разлику између успешних и неуспешних пројеката финансираних средствима НИП-а. Наиме у буџету за 2007. годину све позиције које су се тичале НИП-а збијене су у једну категорију чинећи немогућу било какву анализу.

Са почетком деловања НИП-а било је повезана и компликована процедира услед ограничених капацитета и лошег планирања, што је резултирало у смањеној извршивости у 2006.

³⁴ <http://poslovnimagazin.biz/vesti/moze-li-nacionalni-investicioni-plan-uspeti-1-378>

години. Било је јасно да је у будућности потребно извршити значајно редизајнирање НИП-а како би се постигао висок квалитет инвестиција које ће утицати на укупно стање у Србији.

Након избора 2007. године формира се Канцеларија за национални инвестициони план чиме је покушано јачање контроле и подизање нивоа успешности када је реч о пласираним средствима. Наредна табела приказује расподелу средства за буџетску 2007. годину према корисницима средстава:

Табела бр. 5 Расподела средстава из НИП-а, 2007.година, у млрд. Динара

Редни број	Институција	Износ
1.	Министарство за економију и регионални развој	7 064 000 000
2.	Министарство вера	255 300 000
3.	Канцеларија за НИП	100 000 000
4.	Министарство за инфраструктуру	11 015 000 000
5.	Министарство за КиМ	148 200 000
6.	Министарство за спорт и омладину	1 195 000 000
7.	Министарство за телекомуникације	500 000 000
8.	Министарство здравља	4 421 000 000
9.	Министарство културе	1 501 000 000
10.	Министарство науке	1 400 000 000
11.	Министарство одбране	2 951 000 000
12.	Министарство пољпривреде	1 380 000 000
13.	Министарство правде	1.294.450.000
14.	Министарство просвете	1 292 000 000
15.	Министарство рада и социјалне политике	1 472 000 000
16.	Министарство рударства и енеретике	2 100 000 000
17.	Министарство трговине	34 000 0000
18.	Министарство унутрашњих послова	1 100 000 000
19.	Пореска управа Србије	321 000 000
20.	Републичка дирекција за воде	593 396 000
21.	Управа царине Србије	98 000 000
УКУПНО:		40 391 346 000

Извор: Министарство за национални инвестициони план, Извештаја за 2007.год.

Средства из Националног инвестиционог плана за 2007. годину распоређена су тако да је највише усмерено ка Министарству за инфраструктуру и то у износу од 11 015 000 000 динара, затим Министарству за економију и регионални развој у износу 7 064 000 000 динара и Министарству здравља у износу од 4 421 000 000 динара. Средства усмерена ка Министарству економије и регионалног развоја расподељена су тако да 4,056 милијарди динара је усмерено ка

смањивању регионалних разлика пре свега изградњом инфраструктуре као предуслова за подстицање економског раста и развоја. Агенција за осигурање и финансирање извоза добила је 243 милиона динара како би подстакла извоз привреде Србије, док је СИЕПА за промоцију Србије, њених производа и привлачење инвеститора добила 500 милиона. Развој туризма финансиран је из НИП-а са 1,767 милијарди динара а Фонд за развој добио 497 милиона динара као средства која треба искористити за подстицај економског развоја кроз различите програме подршке и кредитирања³⁵.

Средства су расподељена одлуком Владе Републике Србије, међутим извештај о степену искоришћених средстава или резултатима коришћења није могуће пронаћи па се поставља питање где су средства завршила и какви су били ефекти. Питање коришћења средстава није питање које се односило само на 2007. годину, већ и за године које су уследиле, 2008. и 2009., у којима су донете одлуке о расподели и коришћењу средстава. Иако је дефинисана њихова употреба није могуће пронаћи извештаје, званичне, о динамици и резултатима трошења средстава.

Када се пореде 2007. и 2008. година, према НИП-у, уочљива је тенденција пада расположивих средстава са 40 на 30,8 милијарди динара али и промене у структури расподељених средстава. У 2008. години највише средстава је пребачено АП Војоводини за различите намене и то 9 милијарди динара, затим Министарству за инфраструктуру 8,938 милијарди, Министарству економије и регионалног развоја 4,344 милијарди, Министарству здравља 1,206 милијарди динара. Интересантно је да је Министарство за пољопривреду добило свега 86 милиона, а Министарство за НИП 651 милиона за пројекте који нису од економског значаја³⁶.

Уколико се погледа намена средстава и називи пројеката у презентованим одлукама Владе, којима се додељују средства, стиче се закључак да се циљеви појединих пројеката преплићу, односно да поједина министарства користе добијен новац како би остварила задатке који су у домену других министарстава. Најчешће је то случај са Министарством за економију и Министарством за инфраструктуру чија средства имају неретко исти циљ па се поставља питање сврсисходности расподељених средстава.

Национални инвестициони план као модел подршке економском расту и развоју кроз финансирање различитих пројеката након четири године показао је, још једном, тврдњу која је у

³⁵ <http://www.mnip.gov.rs/nip/Pages/Documents.aspx?DocumentTypeId=2>

³⁶ <http://www.mnip.gov.rs/nip/Pages/Documents.aspx?DocumentTypeId=2>

теорији јако дуго пристуна: да је држава неефикасан корисник средстава. У протеклим годинама значајан део средстава из НИП-а је потрошен а да није могуће утврдити ефикасност и резултате коришћења тих средстава из званичних извештаја који су доступни јавности.

3.2. Фонд за развој – кредитирање и подршка економским активностима

Институција Фонда за развој је институција са дугом традицијом у националној економији, почевши од 1972. године, која је имала доста трансформација током свог постојања. Последња у низу десила се 2009. године када је донет нови Закон о Фонду, којим је припојен Гаранцијски фонд и јасно дефинисани циљеви Фонда у наредном периоду. Новим Законом о Фонду, Фонд има својство правног лица, са свим правима, обавезама и одговорностима које Закон прописује. Фонд за своје обавезе одогуара својом имовином а као основне циљеве Фонда закон је прописао³⁷:

- подстицање равномерног регионалног развоја, укључујући и развој недовољно развијених подручја;
- подстицање пословања правних лица и предузетника у Републици Србији;
- подстицање конкурентности и ликвидности привреде Републике Србије;
- подстицање запошљавања

Средства Фонда се обезбеђују на два начина, из сопствених прихода и коришћењем буџетских средстава Републике Србије. Сопствени приходи су резултат ранијег ангажовања Фонда у кредитрању привреде када је Фонд средства која су долазила из буџета користио самостално и убирао њихове приходе. Према новом Закону то није могуће, буџетска средства која су намењена Фонду, Фонд може само да дистрибуира док приходе на име камате убира држава. Иако је дошло до промене у начину финансирања Фонд је у последње три године забележио раст средстава: у 2008. буџет Фонда је износио 6 900 000 000 динара, у 2009. 11 000 000 000 док је у 2010. години планирани буџет Фонда за развој износио 13 540 000 000 динара.

У оквиру Законом дефинисаних правила, Фонд своје активности групише у следеће активности: кредити за привредна друштва, кредити за подстицање равномерног регионалног развоја, кредити за предузетнике, кредити за почетнике и Програм Владе Републике Србије за кредитну подршку привреди и грађанству.

³⁷ Закон о Фонду за развој Републике Србије, Службени гласник бр.36/09, Београд, 2009. године

Активности у оквиру кредита за привредна друштва се односе на подршку привредним субјектима кроз одобравање краткорочних, инвестиционих и кредита за трајна обртна средства. Тако предузеће може конкурисати за краткорочне кредите који се издају по каматној стопи од 3,5% уз валутну клаузулу, и роком отплате од 3 до 12 месеци. Корисник кредита је дужан да обезбеди сопствене менице или гаранцију пословне банке, затим да не отпушта раднике и да тражени износ не буде мањи од 2 000 000 динара. Средства из овог извора није могуће користити за финансирање пољопривредне производње, изградњу инфраструктуре, развој војне индустрије и игара на срећу. Услови коришћења дугорочних кредита су јако конкурентни јер корисник плаћа каматну стопу од 4,5%, уз валутну клаузулу, и рок отплате до 5 година. Корисник је дужан да обезбеди гаранцију банке или хипотеку првог реда, при чему кредит не може да пређе 80% процењене вредности понуђене хипотеке³⁸. Кредити за трајна обртна средства су намењени набавци опреме и на њих се плаћа каматна стопа од 4,5%, уз валутну клаузулу, и рок отплате до 2 године. За све кредите из ове активности важи да су доступни оним привредним субјектима који су пословали без губитка у претходне две године.

У другу групу активности спадају кредити намењени смањивању регионалних диспропорција у Републици. Влада је у 2010. години обезбедила средства за стварање услова за подстицање и привлачење нових инвестиција као и рехабилитовање предузећа, која имају проблеме у пословању, а чије се седиште и/или организована производња налази на девастираном подручју. Циљ ове мере је покретање производње било оживљавањем постојећих неангажованих капацитета или инвестицијама у нове погоне који ће повећати запосленост и допринети развоју девастираних подручја. Средства се одобравају преко Фонда, у виду дугорочних инвестиционих кредита за изградњу нових објеката, проширење капацитета постојећих објеката (реконструкцију и модернизацију), набавку опреме и кредите за трајна обртна средства за програме улагања на девастираним подручјима³⁹. У оквиру овог програма, Влада је дефинисала два облика подршке регионалном развоју: кроз подршку развоја индустрије и кроз подршку развоја предузетништва. Развој индустријских грана у неразвијеним подручјима биће подржано кредитима по каматној стопи од 2% фиксно, роком отплате до 8 година и гаранцијама које могу бити: банкарске, хипотека, залог на купљене машине и јемство. Овај вид кредитирња доступан је: компанијама које своје стратешке партнере налазе у неразвијеним подручјима, постојећим и новоформираним компанијама које утичу на подизање ефикасности у коришћењу ресурса

³⁸ http://www.fondzarazvoj.gov.rs/files/uslovi_rekonstrukcija.pdf

³⁹ http://www.fondzarazvoj.gov.rs/files/uslovi_nerazvijena_preduzeca.pdf

неразвијених подручја. Други вид подршке јесте кредитирање развоја предузетништва у оквиру којег је могуће добити средства по каматној стопи од 2% до 3,5% у зависности од подручја⁴⁰ и обезбеђивање колатерала.

Кредити за предузетнике су намењени свим предузетницима регистрованим у Агенцији за привредне регистре. Средства се одобравају за кредитирање предузетника, производних и услужних делатности. Максимални износ кредита износи 3 000 000 динара, а минимални 500 000 динара. Висина кредита зависи од бонитета предузетника, оцене програма и квалитета инструмента обезбеђења кредита. Услови коришћења кредита су: каматна стопа од 4,5%, уз валутну клаузулу, и рок отплате до 4 године. За коришћење ове кредитне линије неопходно је обезбедити колатерал у виду хипотеке првог реда над непокретностима, јемство другог правног лица и гаранцију пословне банке.

Последњу групу подршке привредним активностима у Републици, Фонд за развој остварује кроз кредите који су намењени почетницима. Средства се одобравају лицима која желе да обезбеде услове за сопствено запошљавање оснивањем предузетничких радњи, за обављање занатске, производне или услужне делатности регистрованим у Агенцији за привредне регистре а који раније нису били власници привредних субјеката. Корисник овог кредита плаћа каматну стопу од 2,5%, уз валутну клаузулу, и рок отплате од 3 до 5 година. Износ кредита се креће у распону од 500 000 до 1 300 000 динара и обавеза корисника да обезбеди колатерал који може бити у виду: хипотеке првог реда, менице два кредитно способна жиранта, јемство другог правног лица или ручне залоге на купљену опрему.

Анализа активност Фонда за развој указује на постојање широке лепезе подршке привредних субјеката кроз кредитне линије. Кредитна подршка развоја привредних субјеката је јако повољна са аспекта цене коришћења која се креће од 2% до 4,5%, у валутну клаузулу, колика може да буде каматна стопа на одобрена средства. Проблем са коришћењем средстава Фонда се јавља у неопходности обезбеђивања колатерала који се може бити у виду: хипотеке првог реда над непокретностима, залоге на купљена средства и опрему, јемства других правних лица и гаранције банака. Такође, додатан проблем ствара компликована процедура и број докумената које је потребно обезбедити да би се конкурисало за средства.

⁴⁰ Уколико је подручје неразвијеније, према номенклатури Министарства економије и регионалног развоја, то је каматна стопа нижа

3.3. Агенција за мала и средња предузећа – извор финансирања најдинамичнијег сектора привреде

Републичка агенција за развој малих и средњих предузећа је основана Законом о Агенцији за развој малих и средњих предузећа који је објављен у Службеном гласнику бр.65 од 23.11.2001. године. Агенција је основана са основним циљем да подржи развој и интересе МСП сектора, како би допринела уравнотежењу привредне структуре, динамизирању привредног раста и оживљавању економских токова унутар националне економије.

Републичка мрежа стручне подршке за подстицање развоја малих и средњих предузећа и предузетништва (РАМСПП) је био важан корак у стварњу бољих услова за развој сектора МСП у Србији. Републичка мрежа је основана у мају 2003. године на иницијативу Републичке агенције за развој МСП-а са циљем да се обједине и повежу све Регионалне агенције широм државе. Овим поступком Републичка агенција за развој МСП је почела координацију мреже коју чине 16 регионалних агенција и центара за развој МСПП а које покривају 85% Републике Србије, односно подручје града Београда и 21 округ са укупно 141 општином.

У оквиру законом дефинисаних послова, Агенција за мала и средња предузећа своје активности усмерава ка давању финансијске подршке развоју сектора МСП, пружању консултантских услуга и помоћи при основању бизнис инкубатора. Међутим, анализа функционисања Агенције намеће закључак да је њена финансијска активност односи на дистрибуцију средстава Фонда за развој. Наиме, ако се погледа буџет Агенције за 2009. годину види се да је од укупних 296 400 000 динара читавих 275 000 000 обезбеђено из републичког буџета, односно средства ће бити повучена из Фонда за развој. Даља анализа средстава Агенције према њиховој намени указује на потпуну нерационалност у функционисању. Посматрањем појединачних стваки у буџету за 2009. годину, уочљиво је да чак 83 380 263 динара одлази на плате радника, ангажовање експерата за консултантске услуге и плате члановима УО⁴¹. Затим, 17 400 000 динара је намењено плаћању закупа пословног простора, 12 140 000 плаћању трошкова издаваштва и промоције, док је 4 000 000 динара намењено покривању трошкова сајмова. Посматрано у целини близу 130 000 000 динара је намењено покривању трошкова који нису у директној вези са подизањем нивоа организованости сектора МСП и предузетништва. Остатак средстава од близи 160 милиона динара у буџету се односи на финансирање сектора МСП-а, али

⁴¹ Информатор о раду Републичке агенције за развој малих и средњих предузећа и предузетништва, Бр.2, Београд, Март 2003. год

добар део одлази на консултантске услуге, обуке, подрушку (консултантску) извозним активностима тако да прецизних информација о износу новчаних средстава није могуће установити. Агенција за мала и средња предузећа, имајући на уму начин њеног финансирања, представља вишак у државном апарату. Наиме, 61 запослени води рачуна о расподели средстава из Фонда за развој при чему је текст конкурса Фонда за развој из области подршке развоју предузетништва исти као и конкурс Агенције па се поставља питање која је улога Агенције. Услови кредитирања дакле нису дефинисани унутарњим правилима агенције или потребама МСП сектора већ правилима која је дефинисао Фонд за развој чиме је обесмишњено постојање Агенције. Објашњење које се најчешће чује од званичника јесте да Агенција, имајући у виду њену регионалну дистрибуцију, има значајну улогу у припреми, прикупљању и обради пријава на конкурс.

Почетком 2010. године директорка Фонда за развој Оливера Божић изашла је у јавност са податком да је део кредита за почетнике злоупотребљен због процедуралних пропуста у државним институцијама почевши од Фонда, преко Агенције до Министрства за економију и регионални развој⁴². Наиме, један део одобрених кредита није био искоришћен за подизање нивоа предузетништва већ за задовољавање личних потреба од летовања до куповине потрошних добара. Држава није имала механизам који би деловао проактивно већ је тек 2010. поднела 40 кривичних пријава због злоупотреба које су се десиле 2007. Године, уз најаву да ће се кренути у анализу корисника средстава добијених током 2008. године. Ови подаци показују да Агенција нема суштинску позицију унутар кредитне подршке развоја сектора МСП јер нема сопствене приходе, не креира програме кредитне подршке самостално и у великој мери њене активности се преклапају са Фондом за развој.

Анализирајући државу као могући извор финансирања привредних активности намеће се закључак да је у протеклом периоду држава располагала значајним средствима које је требало искористити као снажну подршку јачању економских активности. Међутим, када се погледа намена средстава и немогућност да се анализира ниво ефикасности коришћења средстава остаје утисак да је део тих средстава потрошен ненаменски што ће имати значајне импликације у наредном периоду. Уместо да се средства усмере ка инфраструктурним пројектима или производним активностима она су одлазила на програме социјалног карактера чиме је пропуштена прилика за креирање основа будућег развоја. Средства која су послужила за социјалне

⁴² <http://www.blic.rs/Vesti/Drustvo/177191/Uzimali-startap-kredit-da-plate-letovanje>

циљеве су изгубљена са два аспекта: прво, изостаје производни резулат у будућности и друго, социјални проблеми се не решавају на дуги рок.

ДРУГИ ДЕО

ПОЈМОВНО ОДРЕЂЕЊЕ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА

1. ПОЈАМ И ДЕФИНИСАЊЕ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА

У савременим економијама један од основних задатака јесте обезбеђивање капитала који је потребан да би се финансирао економски раст и развој. Поред традиционалних облика финансирања економског раста и развоја у виду банкарског сектора и финансијког тржишта, у последње време све се више пажње посвећује развоју алтернативних извора финансирања у виду институционалних инвеститора. Постоје два разлога због којих су националне економије заинтересоване за развој алтернативних извора финансирања: прво, затвара се "геп" између потребног капитала и капитала који је на располагању (кроз традиционалне изворе) и друго, финансирају се пословне активности које због својих карактеристика не могу да рачунају на традиционалне изворе прихода. "Геп" у виду недостатка капитала јесте реалност која је присутна у свим економијама и резултат је неспремности дела друштва да свој капитал ангажује у било ком, расположивом, облику финансијских или производних институција. Имајући на уму ову чињеницу јасно је да се економије суочавају са изазовом како та средства ангажовати и "геп" учинити што мањим. Када је реч о пословним активностима које се не могу ослонити на традиционалне изворе финансирања ту се, пре свега, мисли на оне активности које се одликују "неопипљивом" имовином, почетном фазом "животног" циклуса и јако неизвесним током развоја. Управо ова два проблема у некој мери решава развој алтернативних извора финансирања у виду Фондова заједничког улагања.

1.1. Појам Фондова заједничког улагања

Фондови заједничког улагања представљају један од облика алтернативног финансирања у развијеним економијама света који успешно затвара део "капиталног геха" и обезбеђује капитал пословним активностима које не могу обезбедити традиционалне изворе финансирања⁴³. Фондови заједничког улагања представљају институционалне инвеститоре који су заинтересовани за улагање у компаније које нису листиране на берзи а које имају могућност раста⁴⁴. Интерес

⁴³ Gilson, R., Engineering a Venture Capital Market: Lessons from American Experience, Stanford Law Review, Vol.55, No.4, 2003., стр. 1067

⁴⁴ Metric, A., Venture capital and the finance of innovation, Wiley, Danvers, 2006., стр. 3

Фонда је да кроз заједнички напор увећа вредност компаније у коју улаже и да кроз различите стратегије изласка оствари профит⁴⁵. Иако се у превођењу код нас користе појмови *Високо ризичних фондова* преко *Фондова увећаног ризика до Фоднова предузетног капитала*⁴⁶, назив Фонд заједничког улагања указује на природу оваквог облика финансирања пословне активности. Наиме, инвестирање односно улагање новца је само прва фаза у креирању односа између Фонда и одбране компаније. Фонд је у потпуности укључен у функционисање компаније, преносећи своја искуства, контакте и пружајући савете у организационом и технолошком смислу, утичући на тај начин на јачање компаније и раст њене вредности. Фонд и власник компаније улажу заједнички напор, из различитих разлога, како би компанија остварила раст и увећала своју вредност.

Фондови заједничког улагања (у даљем тексту ФЗУ) су део веће индустрије, индустрије Приватног капитала⁴⁷, која још обухвата Фондове приватног капитала и Пословне "анђеле". Фондови приватног капитала представљају шири појам који у себе укључује и ФЗУ и Пословне "анђеле" и често се ти појмови користе као синоними како би се објасило улагање у компаније иако постоје јасне разлике. Фондови приватног капитала представљају институционалне инвеститоре који улажу новац у компаније стичући на тај начин удео у власништву али су то углавном компаније које се налазе у вишим фазама животног циклуса и имају релативно стабилне пословне активности. Фондови приватног капитала се најчешће користе као подршка приликом откупљивања дела власништва над компанијама. Наиме, ова врста инвеститора у сарадњи са менаџментом компаније може креирати такву врсту сарадње која ће резултирати откупом акција од постојећих власника чиме фонд и менаџмент постају једини или већински власници. Овакав вид откупа се назива *manager by-out* или *MBO*. У пракси ове врсте инвеститора јесте и кредитно финансирање откупа власништва. Фонд може проценити да би поједине компаније бележиле боље резултате уколико би менаџмент био у могућности да самосталније доноси одлуке у односу на власнике. У тој ситуацији Фонд приватног капитала се јавља као давалац "кредита" менаџменту компаније који се користи за исплату власника компаније. Овакав облик инвестирања је позната као *Leverage buy-out* или *LBO*. Интерес Фонда јесте да након власничке трансформације, кроз боље пословне преформансе, оствари приход.

Пословни "анђели" представљају неформалну врсту инвеститора која подржава развој појединих пословних активности, нарочито у њиховим иницијалним фазама развоја. Име су добили по богатим појединцима који су почетком 20. века спонзорисали Бродвеј и без којих не би

⁴⁵ Ова врста институционалних инвеститора није заинтересована за куповину већинског пакета акција

⁴⁶ Видети код Стефановић, Н., Приватни инвестициони фондови, Институт економских наука, Београд, 2009.

⁴⁷ Индустрија приватног капитала обухвата све институционалне инвеститоре који на различите начине ангажују своја средства у директном финансирању компанија.

било позоришних представа. Пословни "анђели" јесу богати појединци, са или без искуства у вођењу компанија, који су спремни да део свог личног богатства уложе у развој одржане компаније. Када је реч о појединцима који имају предузетничког искуства, они углавном свој новац улажу у индустрије у којима су стекли искуство и имају контакте. На тај начин у стању су да анализирају понуђени пројекат и да у великој мери процене његов потенцијал за раст и остваривање профита. Другу групу "анђела" чине богати појединци који немају искуства са предузетништвом али су спремни да део свог богатства ставе на располагање предузетницима са идејама и планом пословних активности. Основни мотив за улагање јесте могућност остваривања профита⁴⁸.

Имајући на уму да постоји јако мала разлика између Фондова приватног капитала, Фондова заједничког улагања и Пословних "анђела" треба навести карактеристике према којима се институционални инвеститори сврставају у Фондове заједничког улагања. Карактеристике инвеститора који спадају у групу Фондова заједничког улагања можемо сублимирати на следећи начин⁴⁹:

- Фондови заједничког улагања су финансијски посредници, односно они прикупљен новац од инвеститора пласирају директно у компаније,
- Фондови заједничког улагања улажу само у компаније које нису листиране на берзи, односно компаније у које се улаже тек ће бити предмет иницијалне понуде акција,
- Фондови заједничког улагања имају активну улогу функционисању компаније у коју је инвестиран новац,
- Фондови заједничког улагања су заинтересовани за остваривање профита кроз иницијалну понуду акција компаније у коју инвестирали и
- Фондови заједничког улагања инвестирају у компаније које имају могућности раста заснованог на сопственим капацитетима.

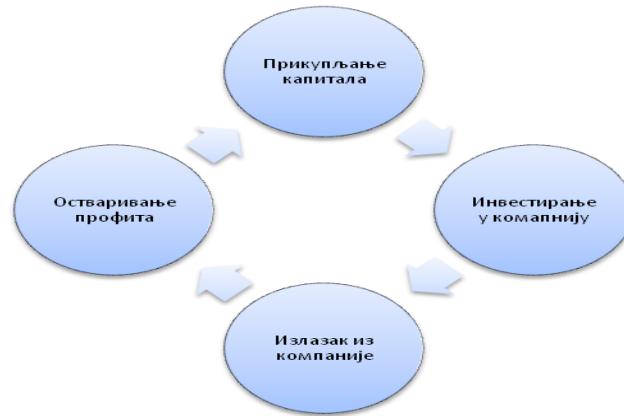
Прва карактеристика указује да ФЗУ прикупљају новац на различите начине од инвеститора и тако прикупљен новац пласирају у компаније. Обично су ФЗУ организовани као ограничено партнерство, тако да је ФЗУ у улози главног партнера а инвеститори у улози ограничених партнера. Ограничени партнер након улагања новца немају никаквих права у управљању фондом и целокупан процес одабира компаније у коју ће се уложити зависи од генералног партнера. Ипак,

⁴⁸ Видети опширније код: Benjamin, G., Margulis, J., The Angel Investors Handbook, Bloomberg press, Princeton, 2001., стр. 9-12

⁴⁹ Metric, A., Venture capital and the finance of innovation, Wiley, Danvers, 2006., стр. 3

како би се избегле евентуалне злоупотребе средстава постоје специфични облици уговора којим се ограничава апсолутна самосталност главног партнера.

График бр 1. Инвестициони циклус Фонда заједничког улагања



Друга карактеристика која се тиче функционисања ФЗУ односи се на праксу Фондова да улажу у компаније које нису листиране на берзи. ФЗУ улажу у компаније које се налазе на различитим нивоима развоја животног циклуса. Интерес фонда јесте да пронађе компанију која није листирана на берзи а има јако велики потенцијал раста. Уколико пронађе такву компанију, фонд улаже средства и ради на повећању вредности компаније. Након одређеног периода, обично је то између 5 и 7 година, фонд организује излазак кроз иницијалну понуду акција, која је претпоставка остваривања профита.

Трећа карактеристика односи се на јачање веза између компаније у коју се улаже и фонда. Како би остварио очекивану стопу приноса, фонд продубљује везе са компанијом користећи своје искуство и контакте у јачању компаније. Фонд својим искуством помаже да се максимално искористе могућности раста, задржавајући право апсолутне финансијске контроле. Фонд је заинтересован да конторлише финансије компаније из два разлога: први, средства која је обезбедио морају бити усмерена ка јачању организационе и технолошке базе и други, обезбеђење контитунитета у обавештавању јавности о финансијским резултатима. Контитунитет у обавештавању јавности је значајан како би се обезбедило поверење будућих купаца у оквиру иницијалне понуде акција.

Четврта карактеристика се односи на излазну стратегију фонда која је најчешће оличена у иницијалној понуди акција. Из тог разлога, Фондови неретко улажу у сектор малих и средњих предузећа, и то у она предузећа која имају услове за континуирани раст. Имајући на уму да постоје

одређени проблеми када је реч о организовању иницијалне понуде акције, у последње време ФЗУ своју излазну стратегију проширују на продају удела другим институционалним инвеститорима или продају већинском власнику. Продаја другим институционалним инвеститорима, осигуравајућим кућама и пензионим фондовима, је могућа у ситуацији када је реч о компанијама које имају перспективу умереног раста у будућности која би обезбедила одговарајуће приходе поменутиим финансијским институцијама. Последњи облик излазне стратегије јесте да се удео у компанији прода већинском власнику. Овакав облик излазне стратегије фондови примењују само у случају када претходна два није могуће организовати.

Пета карактеристика ФЗУ односи се на карактер улагања који је усмерен на изградњу постојећих пословних активности а не на куповину или припајање других предузећа. Фонд бира компаније које имају могућности да расту захваљујући карактеру својих пословних активности и то кроз развој производа и повећање ефикасности. Фонд није заинтересован да помогне компанији у куповини конкуренције већ да кроз константан развој обезбеди препознатљиво место на тржишту.

Посматрајући претходно наведене карактеристике намеће се закључак да је прилично једноставно разликовати ФЗУ од Фондова приватног капитала и Пословних "анђела". Међутим, пракса показује супротно јер у оквиру алтернативних извора финансирања, што ови инвеститори јесу, често долази до преклапања у фазама улагања али и дефинисаним циљевима. Додатно ситуацију отежава и ограничена расположивост информација нарочито када је реч о пословним "анђелима" и њиховим активностима. Разликовање у оквиру индустрије приватног капитала је посебно тешко у Европи која нема тако стриктне дефиницијске разлике између Фондова приватног капитала и Фондова заједничког улагања, тако да се често дешава да се Фондови заједничког улагања и њихова активност посматрају само као део укупне активности Фондова приватног капитала.

1.2. Историјски развој индустрије Фондова заједничког улагања

Модеран облик индустрије ФЗУ је почео са развојем 1946.године у САД⁵⁰ када је било јасно да банкарски сектор није у могућности да у потпуности задовољи тражњу за кредитима нарочито у сектору малих и средњих предузећа. Иако се може расправљати о ранијим облицима ФЗУ како у случају краљице Изабеле која је својим средствима финансирала пут Кристофера Колумба, до финансирања развоја поједних индустрија(железнице, нафте и гаса) од стране богатих породица⁵¹ ипак се као почетак индустрије Фондова заједничког улагања узима настанак АРД, америчке корпорације за истраживање и развој, коју је основао генерал *Geogre Doriot*, професор на Харвардској пословној школи⁵². За разлику од данашњих фондова коју су организовани као партнерства, АРД је био организован као корпорација и био је листиран на Њујоршкој берзи. Током 25 година свог постојања својим акционарима је обезбедио принос од 15,8% што се умногоме дугује улагању у *DEC*, компанију која се бавила развојем дигиталне опреме. Наиме, инвестиција од 70 000\$ у ову компанију 1957. године резултирала је у вредности удела у власништву од 335 милиона долара у 1971. години⁵³. Основање компаније АРД није битно утицало на развој индустрије ФЗУ иако су САД у 1957. године донеле Закон о малим предузећима који је дозволио креирање Агенције за мала предузећа (*SBA*) и Компанија за инвестирање у мала предузећа (*SBIC*). На овај начин САД су обезбедиле део средстава којима су желеле да подстакну развој индустрије ФЗУ али су истовремено обезбедиле и тренинг за будуће носиоце ове индустрије. Поред напора који су чињени, индустрија ФЗУ није успела да пређе 1 милијарду долара све до 1979. године. У 1979. години долази до промене у законским решењима која су се тичала инвестиционог понашања поједних финансијских посредника тако да је пензионим фондовима омогућено да улажу у ФЗУ. Последица ових законских решења јесте континуиран раст инвестирања у ФЗУ тако да је 1983. године индустрија ФЗУ на располагању имала 3 милијарди долара. Све до 1994. године индустрија ФЗУ се налазила у развојној фази, односно њена величина се није мењала значајније што се може видети и на следећем графику:

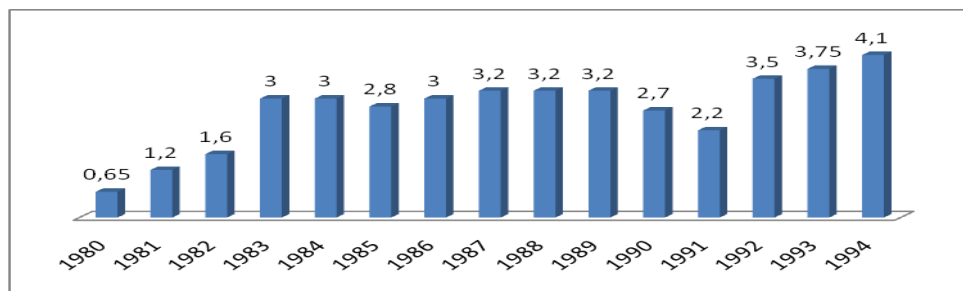
⁵⁰ Gilson, J., Engineering a Venture Capital Market: Lessons from American Experience, Stanford Law Review, Vol. 55, No. 4, 2003, стр. 1069

⁵¹ Landstrom, H., Handbook of Research on Venture Capital, Edward Elgar, Cheltenham, 2007., стр.10

⁵² Metric, A., Venture capital and the finance of innovation, Wiley, Danvers, 2006., стр. 10

⁵³ Landstrom, H., Handbook of Research on Venture Capital, Edward Elgar, Cheltenham, 2007., стр.10

График бр. 2 Величина индустрије ФЗУ у САД, 1980-1994. година, mlrd. dolara



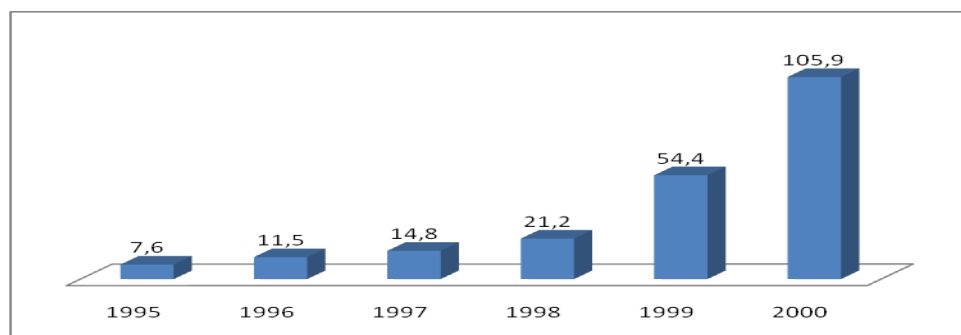
Извор: *National Venture Capital Association Yearbooks*

Подаци са графика показују умерени развој ФЗУ у периоду од 14 година на територији САД док у Европи индустрија ФЗУ није још увек постојала. У Европи први зачеци ове индустрије могу се пронаћи тек крајем осамдесетих када је добар део америчких фондова отворио канцеларије у Лондону. Разлог за отварање јесте појачана конкуренција у САД и европско тржиште које је било неразвијено али са огромним потенцијалом раста. Настанак и развој ФЗУ у Европи се везује за експазивну фазу ФЗУ у САД када је конкуренција била јако оштра и када је било потребно пронаћи нове могућности за инвестирање.

1.3. Експазивна фаза индустрије Фондова заједничког улагања

Експанзивна фаза индустрије ФЗУ почиње 1995. године у САД и истовремено означава развој оваквог облика финансирања у Европи. Наиме, индустрија ФЗУ у САД је средином 90-тих година ушла у експанзивну фазу која је била изазвана технолошким бумом. Током 6 година, од 1995. до 2000. године, индустрија ФЗУ је порасла са 7,6 милијарди долара на 105,9 милијарди што се може видети на следећем графику:

График бр. 3 Расположиви капитал ФЗУ у експазивној фази, 1995-2000.год., у млрд.долара



Извор: <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/nav.jsp?page=historical>

На графику се јасно може видети раст расположивих средстава ФЗУ у САД у периоду 1995-2000. година што се може објаснити чињеницом да је ово период ткзв. *интернет бума* у којем су компаније које су се бавиле развојем *hardware*-а и *software*-а бележиле високе профитне стопе. Ако се зна да су *Apple*, *Microsoft*, *Intel* и *Compaq* компаније које су у фази настанка имале подршку ФЗУ, онда није чудно што је већина средстава фондова било усмерно ка индустријама које су се бавиле производњом рачунара, рачунарске опреме или услужних програма⁵⁴.

Период експанзије у САД је истовремено и почетак значајнијег присуства ФЗУ у Европи као извора финансирања. Иако је могуће пронаћи индивидуалне случајеве као што су *Zi* у Великој Британији, *Investco* у Белгији и *SVETAB* у Шведској, о организованој индустрији не може се говорити пре 90-тих година. Почетак развоја индустрије ФЗУ у Европи био је карактеристичан по изузетној концентрацији активности унутар Велике Британије јер је почетком 90-тих имовина ФЗУ у Великој Британији износила 1,504 милијарди евра што је предствљало 30% индустрије ФЗУ у Европи која је у том тренутку располагала са 5 милијарди евра⁵⁵.

Како су многе државе препознале значај који ФЗУ имају за развој економије убрзо су почеле са развојем институционалних решења која су омогућила развој ове индустрије. Тако се убрзо настала тржишта на којима се трговало ХоВ компанија које су финансиране од стране ФЗУ, као што су *Alternative Investment Market* у Великој Британији, *Nouveau Marche* у Француској и *Neuer Markt* у Немачкој чиме се покушало утицати на развој индустрије ФЗУ. Извршене су и реформе пензионог система и инвестиционе политике финансијских посредника како би се омогућило

⁵⁴ <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/nav.jsp?page=historical>

⁵⁵ Schertler, A., *The Venture Capital Industry in Europe*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2006., стр. 6

улагање у ФЗУ. Резултат ових напора је прикупљених 48 милијарди евра у 2000. години. Када се посматра индустрија ФЗУ у Европи уочава се велика разлика у износу капитала коју ова врста инвеститора прикупља од земље до земље. Подаци о величини индустрије ФЗУ могу се посматрати као процентуално учешће прикупљених и инвестираних средстава у GDP-у. Тако је у 1993. години највеће процентуално учешће прикупљених средстава имала Велика Британија 1,507% затим следи Португал са 1,299% и Француска са 0,759%. Када је реч о пласираним средствима и њиховом уделу у GDP-у, у истој години, на првом месту налази се Велика Британија са 1,981% затим следи Португал са 1,113% и Француска са 0,882%⁵⁶. Наредна табела приказује кретање процентуалног учешћа прикупљених средстава ФЗУ у периоду од 1997. до 2003. године:

Табела бр. 1 Прикупљена средства као % учешће у GDP-ју

	Данска	Финска	Француска	Немачка	Ирска	Холандија	Норвешка	Шведска
1997.	0,016	2,155	0,864	1,381	0,436	2,584	0,558	4,512
1998.	0,297	3,137	2,915	0,971	2,116	3,284	3,305	4,519
1999.	1,043	5,234	3,159	2,340	3,537	2,827	0,992	4,200
2000.	4,968	4,377	5,262	3,012	1,918	6,970	2,746	13,960
2001.	2,777	3,004	3,721	1,790	1,821	1,667	1,929	7,410
2002.	1,646	5,149	0,302	0,780	1,574	2,684	1,713	2,504
2003.	1,122	1,052	1,308	0,560	0,445	4,517	1,625	8,043

Извор: EVCA, NVCA и IMF, Yearbooks

Као што се види у табели, највеће процентуално учешће прикупљених средстава у GDP-у имала је Шведска у 2000. години, читавих 13,960% а најмање Данска 0,016% 1997. године. Ова табела приказује оне европске земље у којима је дошло до значајнијег развоја индустрије ФЗУ и ту нема: Аустрије, која је имала у просеку свега 0,647% за посматрани период, Белгије, која је имала близу 0,900 % за посматрани период, Италије која је имала близу 1,500% за посматрани период и Португала који је, након почетних резултата у прикупљеним средствима, у посматраном периоду обезбедио свега 0,750% у просеку.

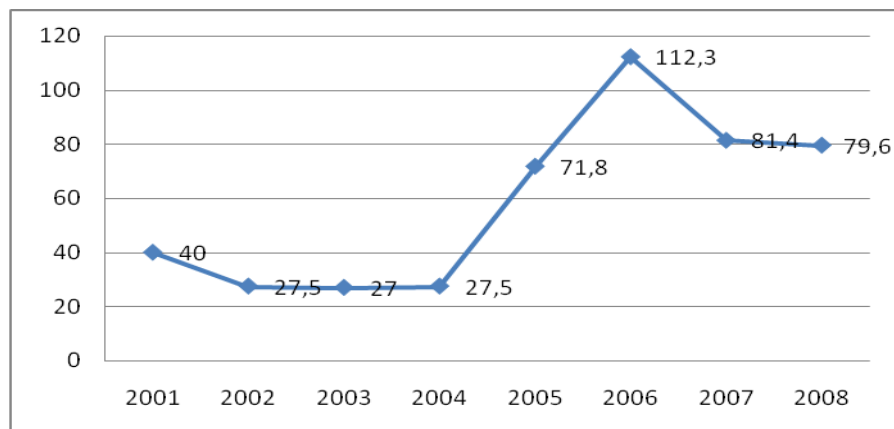
⁵⁶ Schertler, A., The Venture Capital Industry in Europe, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2006., стр. 8

У табели се не налази ни Велика Британија због своје специфичности у развоју ФЗУ, односно почетне предности које је имала у односу на остале европске земље с обзиром да су први ФЗУ настали на њеној територији. Подаци за Велику Британију показују да су ФЗУ у посматраном периоду успели да прикупе средства која су чинила просечно 9,550% GDP-а⁵⁷. Поређења ради, у САД стопа прикупљених средстава износила је 23,404% у 2003.години⁵⁸.

1.4. Савремена кретања индустрије Фондова заједничког улагања

Након експанзивне фазе индустрије ФЗУ, изазване развојем технологије и високим профитним стопама које је било могуће остварити улагањем у сектор информационих технологија, индустрија ФЗУ улази у фазу пада бар када је реч о САД. У Европи након 2002. године долази до експанзије индустрије али ту треба бити јако опрезан јер највећи део раста се не дугује ФЗУ и њиховој основној инвестиционој активности већ експанзији откупљивања компанија од стране Фондова приватног капитала⁵⁹. Подаци које се односе на Европу показују раст прикупљених средстава са 40 млрд. € у 2001. на 112,3 млрд. € у 2006. години од чега близу 80% одлази на откупљивање власништва над компанијама (MBO и LBO)⁶⁰.

Гарфик бр. 4 Кретање укупно прикупљеног приватног капитала у Европи



Извор: <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=414>

⁵⁷ Gilson, J., Engineering a Venture Capital Market: Lessons from American Experience, Stanford Law Review, Vol.55, No.4, 2003, стр. 1070

⁵⁸ <http://www.evca.eu/publicandregulatoryaffairs/default.aspx?id=86>

⁵⁹ Због одсуства јасног разграничења унутар индустрије Приватног капитала активности ФЗУ и Фондова приватног капитала се често не разликују

⁶⁰ <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=414>

Подаци јасно показују раст прикупљеног капитала у Европи са 27,5 милијарди евра у 2002.години на 112,3 милијарди у 2006. Након 2006. године долази до благог пада тако да је вредност индустрије приватног капитала износила 79,6 милијарди евра у 2008. години. Следећи график приказује како се дистрибуирају средства прикупљена у оквиру индустрије приватног капитала на територији Европе.

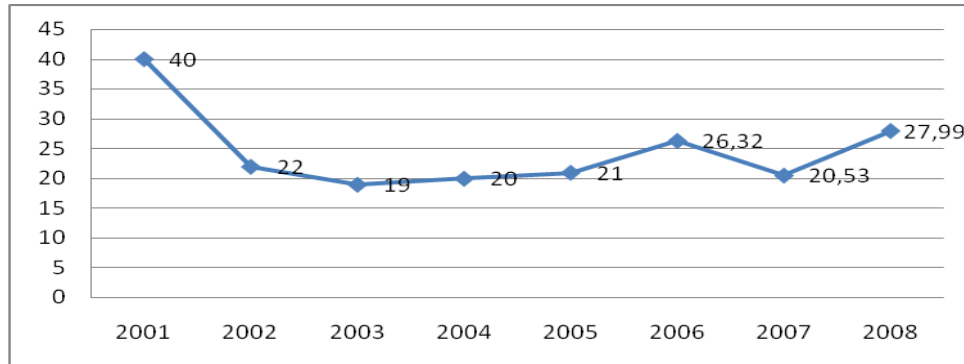
График бр. 5 Дистрибуција капитала прикупљеног у оквиру индустрије приватног капитала(2009.год.)



Извор: <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=414>

Када је реч о САД и развоју ФЗУ у протеклих неколико година, односно након бума у последњој деценији двадесетог века, може се рећи да је индустрија ФЗУ још увек у фази опоравка и проналажења нових инвестиционих пројеката. Нагласак се помера на биотехнологију, алтернативне извор енергије и развој генетског инжењеринга. Укупна вредност индустрије у односу на 90-те године прошлог века је значајно смањена.

График бр. 6 Кретање индустрије ФЗУ у САД, 2001-2008., у млрд.\$



Извор: <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/nav.jsp?page=historical>

Подаци са претходног графика показују да је након достигнутог врхунца, 2000. године, индустрија ФЗУ у САД забележила пад у прикупљеном капиталу тако да је 2003. прикупила свега 19 милијарди долара. Након 2006. године приметан је опоравак индустрије ФЗУ јер је на крају те године прикупљено 26,32 милијарде \$ док је током 2008. прикупљено укупно 27,99 милијарди⁶¹.

Подаци о савременом кретању средстава којима управљају ФЗУ указују да је индустрија доживела велики пад након историјског бума током последње деценије двадесетог века. Тренутно ова индустрија се налази у фази опоравка и проналажења нових инвестиционих могућности који би требало да дају нови замах њеном развоју.

⁶¹ Gilson., J., Engineering a Venture Capital Market: Lessons from American Experience, Stanford Law Review, Vol.55, No.4, 2003, стр. 1073

2. ВРСТЕ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА

Индустрија Фондова заједничког улагања представља јако хетерогену групу коју је могуће поделити према различитим критеријумима, почевши до фазе улагања, начина прикупљања средстава, преко облика организовања до фокусирања на различите индустрије. У оквиру Фондова заједничког улагања разликују се фондови који се концентришу на почетне фазе пословних активности или зреле фазе развоја, могуће је разликовати фондове који су настали као класична партнерска друштва или као део корпоративне стратегије развоја. Фондове можемо поделити и на оне које су фокусирани на енергетику, пољопривреду, грађевинарство и друге гране привреде у зависности од фокуса фондова на различите индустријске гране.

2.1. Подела фондова према организационој структури

Једна од најчешћих подела присутних у литератури о ФЗУ јесте она која се односи на поделу фондова са аспекта њихове организационе структуре која зависи од власничке структуре фонда. Тако можемо разликовати⁶²:

1. Независна партнерска друштва, у којима ФЗУ имају улогу главног партнера сакупљајући капитал од партнера са ограниченим правима, као што су пензиони фондови, осигуравајуће куће или банкарске институције,

2. Везани ФЗУ који представљају фондове организоване непосредно од финансијске институције или корпорације, када имамо корпоративни облик ФЗУ и

3. Државне ФЗУ који су организовани и вођени од стране државе.

Претходно набројани облици ФЗУ спадају у групу организованих (институционализованих) фондова и као такви представљају најчешћи облик посредника у финансирању предузетништва, нових технологија и знања. Иако су ови облици организовања најчешћи, последњих година услед развоја индустрије ФЗУ, могу се појавити и други облици институционализованих инвеститора који представљају комбинацију наведених.

Први облик, пратнерско друштво са ограниченом одговорношћу, настаје као резултат преговора између ФЗУ, као главног партнера, и партнера са ограниченом правима, као снабдевача капиталом. Приликом преговора јако су битне две ствари: регулација приликом прикупљања

⁶² Landstrom, H., Handbook of Research on Venture Capital, Edward Elgar, Cheltenham, 2007., стр.10

средстава и преговори око уговорног односа између главног и партнера са ограниченим правима. Прво, прикупљање капитала се односи на средства која партнери са ограниченим правима улажу у ФЗУ. То могу бити пензиони фондови, осигуравајуће куће, богати појединци, банке, корпорације и фондации. Истраживања показују да се разликује износ средстава које су поједине институције спремне да уложе у ФЗУ, тако да у Великој Британији предњаче пензиони фондови са 10%, док у Немачкој и Јапану на првом месту по улагању јесу банке⁶³ са сличним процентом пласираних средстава. Мотив који партнери са ограниченим правима имају када је реч о улагању произилази из портфолио теорије, која сугерише диверсификацију као метод да се избегне губитак односно да се максимизира добитак. Тако да су партнери који улажу новац спремни да преузму већи ризик, знајући да им то може донети профит који им може значити сигурност у наредном периоду када им буде потребан капитал за измирење сопствених обавеза. Наравно, инвеститор мора бити свестан чињенице да капитал уложен у ФЗУ је "заробљен" на дужи временски период, односно не може се повлачити пре 5 године.

Друго, битна ствар у партнерском односу јесте уговорни однос којим се регулише однос између главног партнера и партнера са ограниченим правима. Овим односом потребно је утврдити максималну аутономију главног партнера уз максималну заштиту инвеститора и њиховог капитала. То се посебно односи на минимизирање проблема асиметричних информација и сукоба на релацији власници капитала - менаџмент фонда. Први проблем, постојање асиметричних информација, односно ситуација у којој је главни партнер на извору информација, што га уз искуство, ставља у надређен положај у односу на инвеститоре. Други проблем се односи на трошење капитала и оправданост трошења, где је потребно оправдати све трошкове који нису директно везани за инвестиционе активности ФЗУ.

Другу групу ФЗУ представљају повезани фондови који су основани од стране финансијских институција или корпорација. Неретко банке, пензиони фондови и осигуравајуће куће оснивају своје ФЗУ како би у потпуности контролисале пословну политику фонда. Предности овако креираног фонда јесу да нема ограничења у расположивим средствима и року трајања. Наиме, докле год финансијске институције имају интерес и процењују да ће им постојање фонда донети профит они ће га обезбеђивати средствима за функционисање. Такође, присутна је апсолутна контрола у избору инвестиционих пројеката и трошењу средстава чиме се смањују трошкови одржавања фонда. Поред позитивних карактеристика, овако формиран фонд може имати и негативне последице које се пре свега тичу одабира квалитетног менаџмента који би био вољан да

⁶³ Landstrom, H., Handbook of Research on Venture Capital, Edward Elgar, Cheltenham, 2007., стр.160

прихвати услове који претпостављају јако присуство власника фонда. У оквиру ове групе, постоје и ткзв. корпоративни ФЗУ, основани од стране великих корпорација и са инвестиционом политиком која може али не мора да буде у вези са основним пословним активностима корпорације⁶⁴. Наиме, корпорација може да оснује фонд који ће се бавити улагањима у пословне активности које су у вези са основном делатношћу компаније са циљем да се резултату улагања искористе у процесу већ постојеће производње. На другој страни, корпорације могу бити заинтересоване да улажу у оне секторе који нису у директној вези са постојећим пословним активностима и да тај начин обезбеде могућност диверсификације производног програма у будућности.

Последњу групу ФЗУ у оквиру ове поделе чине државни ФЗУ који настају и одржавају се под контролом државе. Овакава врста фондова је јако популарна у почетним фазама развоја индустрије ФЗУ како би се обезбедио додатни капитал али и одговарајућа обука за будући менаџмент фондова⁶⁵. Примера има јако пуно: у САД то је SBIC, у Израелу YOZMA, у Белгији су то SRIW и GIMV, у Аустралији IIF, Канади LSVCC, VCT у Великој Британији и на Новом Зеланду VIF. У оквиру функционисања овакве врсте ФЗУ приступе су различите стратегије наступа. Владини фондови могу се јавити као извор додатних средстава приватним инвеститорима, као што је случај у САД, Израелу и Аустралији, или се могу јавити као конкуренција приватним фондовима, као на пример у Канади. Истраживања спроведена у последњих неколико година јасно показују да су резултати државних фондова далеко бољи уколико наступају у партнерском односу са приватним инвеститорима⁶⁶.

2.2. Подела Фондова заједничког улагања према фази улагања

Фондови заједничког улагања своју инвестициону политику базирају на очекиваним резултатима и сходно томе, нивоу ризика коју су спремни да преузму. Имајући у виду да све пословне активности пролазе кроз фазе "животног" циклуса свог постојања, ФЗУ у зависности од своје стратегије инвестирања фокусирају своје инвестиционе активности у једну од фаза.

⁶⁴ Примери корпоративних ФЗУ су: Siemens Venture Capital GMBH и BASF Venture Capital GMBH

⁶⁵ Bernstein, S., Lerner, J., Schoer, A., The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds, Harvard Business School, 2009., стр. 9

⁶⁶ Landstrom, H., Handbook of Research on Venture Capital, Edward Elgar, Cheltenham, 2007., стр. 164

Са аспекта ФЗУ животни циклус једне компаније је могуће поделити на: почетну фазу, фазу експанзије и "касну" фазу⁶⁷.

У оквиру почетне фазе пословних активности ФЗУ се могу јавити као инвеститори на различитим нивоима почетка развоја компаније. Тако разликујемо фондове који улажу у *SEED* фази, *Start up* фази и другим фазама које се могу подвести под *Early stage* фазе. Фондови који улажу у *SEED* фази улажу мале износе капитала који служе као подршка предузетницима како би доказали да њихова идеја има комерцијалну оправданост. Уколико се, после почетних улагања, покаже да постоји перспектива у развоју пословних активности, могуће је успоставити трајнију сарадњу између компаније и ФЗУ. Према подацима PWC-а за 2009. годину у САД, ФЗУ су у ову фазу уложили близу 8% укупно уложених средстава.

Следећу групу фондова који улажу у почетним фазама чине фондови који улажу у *Start up* фазу која представља фазу у којој се остварује потпуна комерцијализација производног програма. Компаније у овој фази се налазе пред проблемом комерцијализације и тражишног наступа тако да поред финансијке помоћи, фондови помажу и у развоју маркетинг стратегије. Оваква врста улагања је карактеристична по нешто нижем ризику па се износ који су ФЗУ спремни да уложе креће око 33%⁶⁸ у САД, док се тај проценат у Европи креће око 17%.

Следећа фаза "животног" циклуса са аспекта улагања ФЗУ јесте фаза развоја унутар које су ФЗУ најактивнији имајући у виду да је реч о пословним активностима које су "преживеле" почетне фазе и заузеле одређене позиције на тржишту. ФЗУ ова фаза је интересантна јер је могуће направити анализу пословања компаније као и процену раста у будућности. У оквиру ове групе фондови улажу у компаније које се налазе у фази експанзије, односно компаније које имају значајно учешће на тржишту, шире се и неопходан им је новац како би се технички и организационо прилагодили тржишној експанзији. Реч је о компанијама које имају потребу за унапређењем производног програма, јачањем маркетинг активности и обезбеђивањем трајних извора финансирања. Фаза експанзије је јако интересантна за ФЗУ тако да у САД улажу приближно 32% својих укупних средстава. Ситуација у Европи је другачија јер су ФЗУ спремни да уложе близу 54% својих средстава у развојну фазу предузећа.

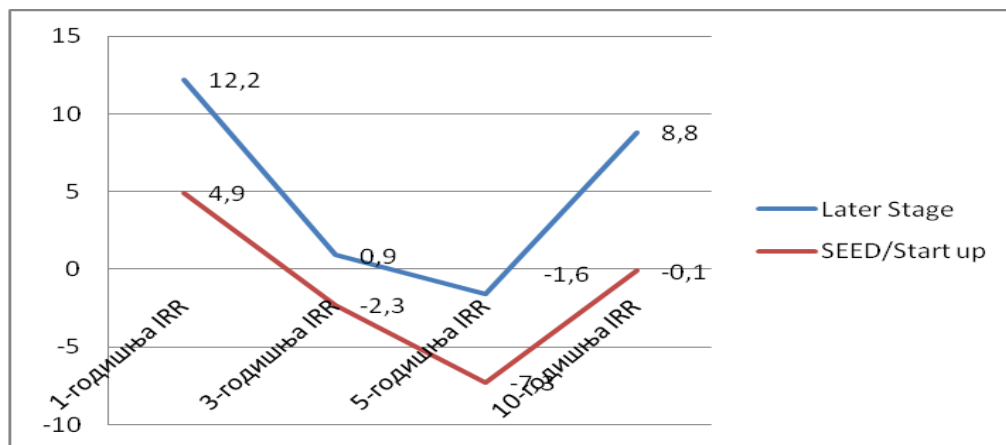
⁶⁷ Metric, A., *Venture capital and the finance of innovation*, Wiley, Danvers, 2006., стр. 16

⁶⁸ <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/nav.jsp?page=stage>

Последња фаза са аспекта улагања ФЗУ јесте "касна" фаза. Наиме, ова фаза представља део "животног" циклуса компаније која је обезбедила стабилно пословање и релативно мале могућности за раст у будућности. Ипак, оне су интересантне због своје стабилности у пословању и обезбеђеног *cash-flow-a*. Такође, у оквиру ове фазе, ФЗУ могу финансирати припреме компаније да се појави на берзи кроз иницијалну понуду акција. Наиме, ФЗУ својим искуством и контактима могу помоћи компанији да се на прави начин припреми за излазак на берзу и оствари добре резултате.

Подела ФЗУ према фазама улагања је неопходна како би се схватила спремност да се прихвате различити нивои ризика када је реч о пословању компанија. ФЗУ приликом одабира фазе "животног" циклуса у коју жели да уложи полази и од ризика али и од могућности остваривања профита. Наредни график приказује стопу повраћаја на инвестиције у Европи у различитим временским интервалима и у оквиру различитих инвестиционих фаза.

График бр.6 Стопа повраћаја инвестираног капитала у Европи, у %, по години(1995-2005)

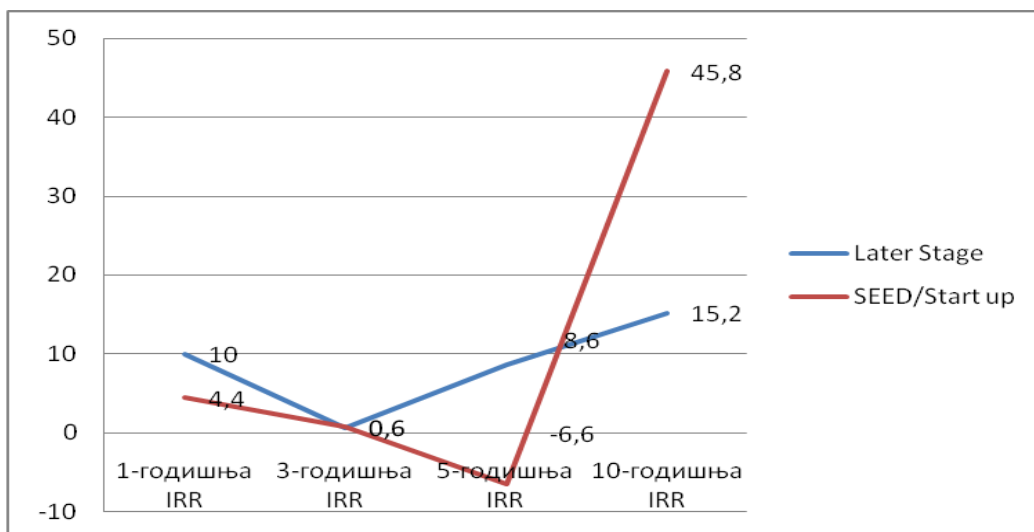


Извор: <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/nav.jsp?page=stage>

Подаци са графика показују интерну стопу повраћаја за периоде од једне, три, пет и десет година према двама фазама: почетној и развојној фази. Поредeћи резултате према фазама у које је уложено може се закључити да су најбољи резултати остварени у развојној фази, годину дана након улагања 12,2%. Најлошији резултат је остварен улагањем у почетну фазу након 5 година јер је интерна стопа повраћаја износила – 7,6%.

Ситуација је знатно другачија ако посматрамо график који показује исте податке са САД:

График бр.7 Стопа повраћаја инвестираниог капитала уСАД, у %, по години(1994-2004)



Извор: <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/nav.jsp?page=stage>

Подаци са графика показују да су ФЗУ најбољи резултат остварили улагањем у почетне фазе развоја пословних активности и то након 10 година када је интерна стопа повраћаја износила невероватних 45,8%. Најлошији резултат је остварен након пет година улагања у развојну фазу када је интерна стопа повраћаја износила -6,6%. Када се стопе повраћаја ФЗУ у САД пореде са водећим индексима берзи попут *S&P500* и *NASDAQ* уочљиво је да је да су за посматрани период индекси остварили боље резултате само у прве три године. Након почетне предности ФЗУ бележе боље резултате који се крећу од +36,8% у десетој години када је реч о *S&P500* и 36,8% када је реч о *NASDAQ*⁶⁹.

⁶⁹ Интрена стопа повраћаја десетогодишњг *S&P500* износила је 9,0% а *NASDAQ*-а 9,4% за посматрани период

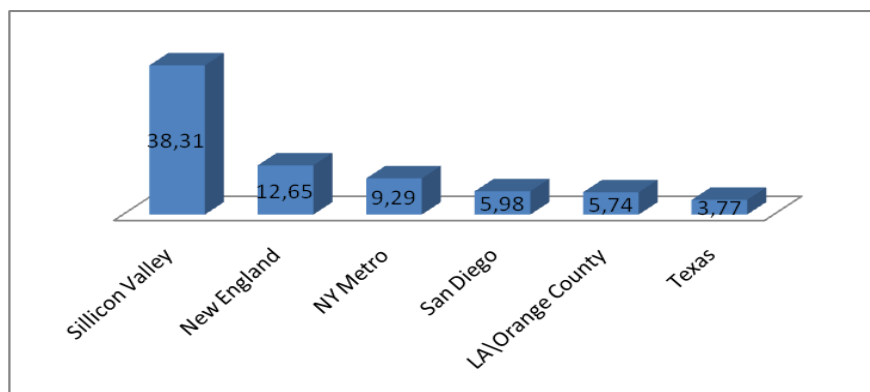
2.3. Подела Фондова заједничког улагања према индустријама у које улажу

Политика улагања ФЗУ у многама зависи од могућности да компаније у које се улаже имају потенцијал раста, као и од могућности остваривања профита кроз различите излазне стратегије. Знајући да улагање ФЗУ са собом носи и велики ризик, инвеститори ће очекивати и одговарајуће профитне стопе. С тога ФЗУ своју делатност често фокусирају само на оне гране у којима имају искуство, односно са оним производним гранама у које су већ улагали или је менаџмент фонда радио у њима.

Посматрајући податке о улагању фондова у протеклом периоду, може се уочити јасна разлика између инвестиционе политике ФЗУ у САД и Европи са аспекта одабраних грана за инвестирање. Тако уколико посматрамо САД у периоду експанзије индустрије ФЗУ јасно је да преко 80% средства ФЗУ било усмерено ка индустрији информационе технологије, која у САД обухвата комуникације, развој *hardware-a* и *software-a*, као и производњу делова за рачунаре. Ситуације је значајно промењена у последње две године јер је према подацима из априла 2010. године 20,11% средстава уложено у развој биотехнологије, 19,11% у развој *software-a*, у развој медицинске опреме и помагала 14,34%, 11,35% у развој енергетског сектора и медије 8,75%⁷⁰. Када је реч о САД, познато је да су ФЗУ из *Silicon Valley-a* концентрисали своје активности на улагање и развој компанија које раде или чије су активности везане за информационе технологије. Разлоге за концентрисање активности у области информационих технологија јесте 13 универзитета који се налазе у непосредној близини почевши од *Stanford-a*, *Berkeley-a*, до Универзитета Калифорнија и Сан Франциско. ФЗУ који имају седиште у Силиконској долини одговорни су за настанак *Google*, *Apple* и сличних компанија које своје пословне активности везују за информационе технологије. Још једна област у САД је позната по концентрацији ФЗУ који инвестирају у област информационих технологија је *Rout 128* која се налази близу Бостона и у којој се такође налазе седишта компанија које су настале уз подршку ФЗУ. Иако је мањег значаја од Силиконске долине према броју фирми и ФЗУ, Пут 128 је такође пример јако добре сарадње између универзитета, индустрије и ФЗУ као инвеститора.

⁷⁰ <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/nav.jsp?page=industry>

График бр. 9 Концентрација ФЗУ индустрије у САД, % учешће првих шест



Извор: <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/nav.jsp?page=region>

Подаци са претходног графика указују на изузетну концентрисаност индустрије ФЗУ у САД, тако да је скоро 50% концентрисано у Калифорнији (Силиконска долина, Сан Дијего и ЛА/Оранж каунти).

Посматрајући Европу ситуација се мења имајући у виду да подаци о концентрацији активности ФЗУ у поједним индустријама се разликују од земље до земље што се најбоље може видети у следећој табели:

Табела бр. 3 Дистрибуирана средства ФЗУ према индустријама, у % (2008.год)

	Информационе технологије	Биотехнологија	Енергетски сектор	Пољопривреда	Транспорт	Хемијска индустрија	Индустријска аутоматизација
Данска	38,52	19,64	0,65	6,33	28,08	4,00	2,78
Финска	40,93	13,57	2,86	16,12	18,19	7,32	1,01
Француска	27,03	10,35	1,11	29,92	27,33	2,85	1,41
Немачка	26,94	11,39	0,46	12,26	36,05	11,14	1,75
Ирска	55,84	5,78	0,80	27,00	7,40	2,85	0,32
Холандија	31,01	8,94	1,08	22,78	33,04	1,99	1,17
Норвешка	43,51	10,36	12,80	16,45	15,86	0,12	0,90
Шпанија	14,32	5,39	5,04	42,70	23,57	8,31	0,67
Шведска	21,02	15,50	2,11	21,06	22,55	8,83	8,94
Швајцарска	31,30	18,42	3,02	17,58	18,18	5,20	6,29
Велика Британија	23,01	10,86	2,67	39,10	18,97	4,15	1,24

Извор: EVCA, Yearbooks, различита издања

Подаци из табеле показују да се европске земље углавном карактеришу по концентрацији активности ФЗУ, изузев у случају Шведске где је активност релативно равномерно расподељена на индустрије. Потребно је објаснити шта подела укупних активности на горе поменуте гране обухвата према класификацији Европске асоцијације ФЗУ. Транспорт обухвата све привредне активности које се односе на развој транспорта и индустријских производа. Индустријска аутоматизација обухвата активности које се односе на развој индустријских машина, док остале групе индустрија својим именом откривају о каквим се инвестицијама ради. Посматрано појединачно, у Ирској ФЗУ највише улажу у развој информационе технологије 55,84% а најмање у развој индустријске опреме 0,32%. ФЗУ у Немачкој своје активности највише усмеравају у сектор транспорта а најмање у сектор енергетике 0,46%. У Великој Британији, као колевци европских ФЗУ, највише средстава се усмерава у пољопривреду 39,10%, затим информационе технологије 23,01% и развој транспорта и индустријских производа 18,97%. Оно што је заједничко за фондове скандинавских земаља јесте да они своје активности концентришу у сектору информационих технологија тако да у Финској ФЗУ усмеравају 40,93% својих средстава, у Норвешкој 43,51% а у Данској 38,52% у развој поменутог сектора.

Када се посматра Европа као целина ФЗУ 31,90% своји средстава улажу у развој информационе технологије, 10,98% у развој биотехнологије, 2,90% у развој енергетског сектора, 24,48% у развој пољопривреде, 22,70% у развој транспорта и индустријских производа, 4,48% у развој хемијске индустрије и 2,36% у развој индустријских машина⁷¹.

3. ГЛАВНЕ ФАЗЕ У ФУНКЦИОНИСАЊУ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА

Фондови заједничког улагања у свом функционисању пролазе кроз три фазе "животног" циклуса које су међусобно повезане и успех претходне представља неопходан услов за следећу фазу. У литератури је уобичајена подела на три фазе: фазу прикупљања капитала, фазу улагања и фазу изласка⁷².

⁷¹ Chen, H., Gompers, P., Kover, A., Lerner, J., Buy Local? The Geography of Successful and Unsuccessful Venture Capital Expansion, Harvard Business School, 2009., стр. 45

⁷² Berstein, S., Lerner, J., Sorensen, M., Stromberg, P., Private Equity and Industry Performance, Harvard Business School, 2008., стр. 22

3.1. Фаза прикупљања капитала – иницијалана фаза Фонда заједничког улагања

Почетак функционисања фонда везан је за способност менаџмента у прикупљању одговарајућег капитала који ће бити на располагању у једном ограниченом временском периоду, најчешће период од 5 до 7 година. Прикупљање капитала зависи од искуства фонда, инвестиционе политике фонда али и институционалног оквира којим се регулише функционисање институционалних инвеститора оваквог облика.

Фондови заједничког улагања су најчешће организовани као затворени инвестициони фондови, што значи да инвеститори не могу у сваком тренутку свој новац повратити продајом удела. Поједини фондови, који имају значајну репутацију међу инвеститорима, забрањују трговину уделом све до краја инвестиционог циклуса јер желе да избегну било какве спекулације везане за функционисање фонда. Како је индустрија ФЗУ након инвестиционог бума ушла у фазу стагнације, било је потребно прилагодити своје функционисање новонасталим условима. Тако је 2004. године организована прва иницијална понуда акција једног ФЗУ током које је прикупљено 930 милиона долара⁷³. Реч је о *Apollo* инвестиционом фонду који је задржао све остале карактеристике када је реч о функционисању фонда заједничког улагања, изузев почетне фазе прикупљања капитала.

Прикупљање капитала ФЗУ у великој мери је повезано са променама у институционалном оквиру који регулише њихово функционисање. Наиме, промена у законским решењима крајем 70-тих година прошлог века довела је до развоја индустрије ФЗУ. У том периоду промене у законским решењима у САД довеле до проширења инвестиционе базе јер су и пензиони фондови и осигуравајуће куће биле у могућности да део своје активе усмере ка ФЗУ. Иста је ситуација и са Европом која је значајно изменила свој институционални оквир како би ојачала индустрију ФЗУ с тим што је у поједним земљама (Француска, Португал, Италија) значајну улогу имала држава као извор финансирања.

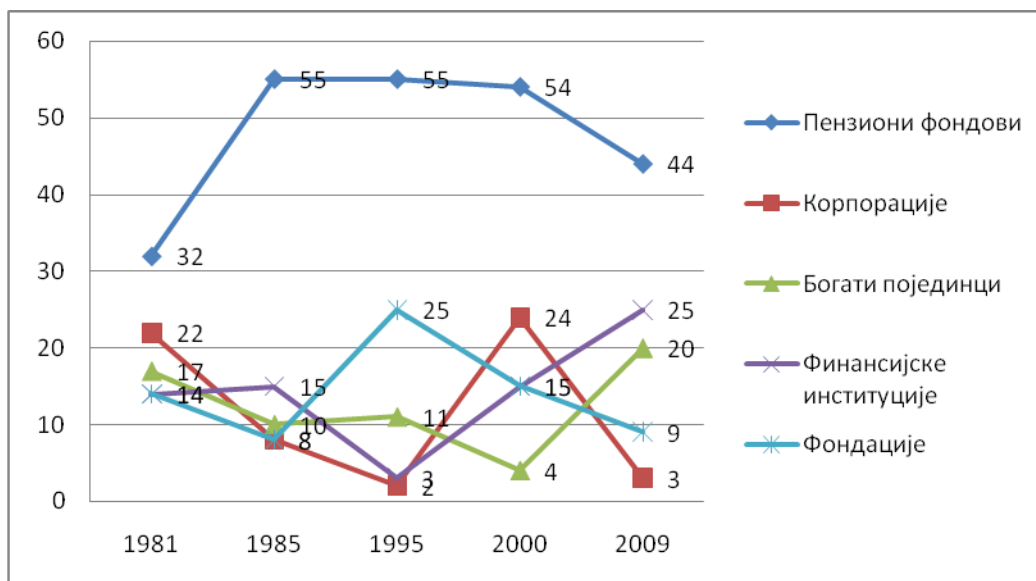
Посматрајући САД и Европу као битно различите концепте у развоју ФЗУ, јасно су уочљиве и разлике у изворима капитала услед различитих начина постанка и развоја фондова.

САД развој индустрије дугују изменама институционалног оквира 70-тих година када је на основу *Prudent man Rule*, тј. правила о одговорном инвестирању, пензионим фондовима и

⁷³ Schertler, A., *The Venture Capital Industry in Europe*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2006., стр.36

осигуравајућим кућама било дозвољено да део својих средстава пласирају у ФЗУ. Од тог тренутка као најзначајнији извори финансирања ФЗУ у САД јављају се пензиони фондови који су од 1980. године у просеку обезбеђивали 44% капитала за фондове⁷⁴. На другом месту се налазе финансијске институције као што су комерцијалне и инвестиционе банке и осигуравајуће куће које су у просеку обезбеђивале 18% средстава док су фондације, где спадају фондови приватних универзитета и добротворне организације, обезбедиле 17%. Интересантно је да група која је означена као "фондације" поред значајног удела у снабдевању капиталом, представља инвестициону групу која је остварила најбоље резултате с аспекта повраћаја средстава. На последња два места као извори капитала ФЗУ налазе се богати појединци са 11% и корпорације са 9% за период од 20 година (1981-2001. година)⁷⁵. Кретање извора капитала се може приказати и графички:

График бр.10 Извори капитала ФЗУ, САД, у %, 1981-2009



Извор: *National Venture Association Yearbooks*, различити бројеви

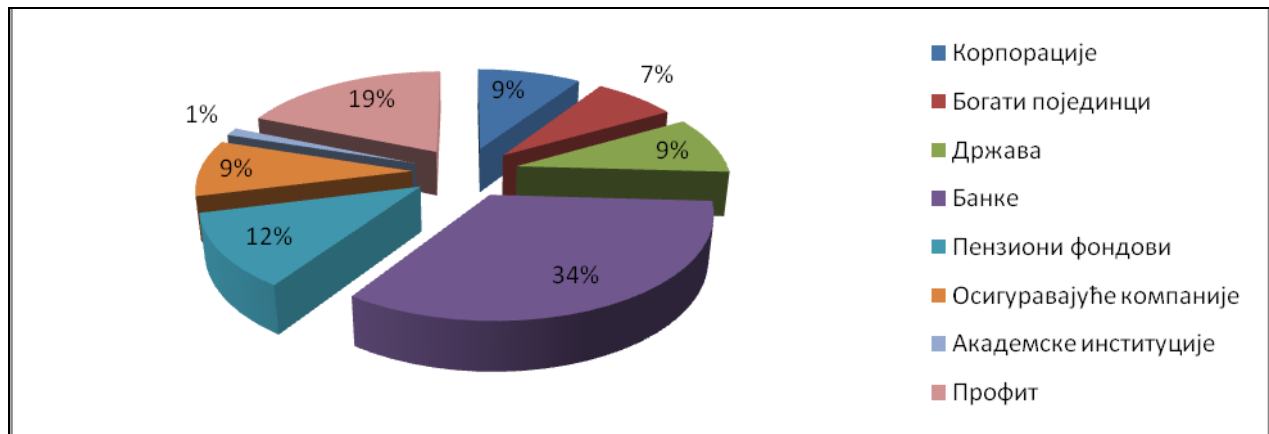
Када се посматра Европа ту се ситуација у многоме разликује када је реч о изворима финансирања ФЗУ. Како је у великом броју земаља присутно изразито банкоцентрично финансирање економских активности, не треба да чуди податак да, када се посматра Европа као

⁷⁴ Metric, A., *Venture capital and the finance of innovation*, Wiley, Danvers, 2006., стр.27

⁷⁵ Gompers, P., Lerner, J., *The Venture Capital Revolution*, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No.2, 2001., стр.150

целина, банке учествују са 31,7% у обезбеђивању средстава ФЗУ. На први поглед би могло да изгледа да банке финансирају своју конкуренцију, међутим то је покушај да се диверсификује сопствена активност и да се део средстава усмери у ризичније послове који могу донети додатне изворе прихода. На другом месту као извор капитала налазе реинвестиран профит са 17,7%⁷⁶. Следећи график приказује процентуално учешће појединих извора у укупно прикупљеном капиталу Фондова заједничког улагања:

График бр.11 Процентуално учешће извора капитала, Европа (2009.година)



Извор: <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statistics.aspx?id=410>

Подаци са претходног графика јасно показују доминацију банкарског сектора, кога следи реинвестиран профит док се на трећем месту налазе пензиони фондови. На последњем месту се налазе академске институције са свега 1% учешћа у укупно прикупљеном капиталу ФЗУ.

Ситуација је занимљивија када се посматрају подаци за поједине земље, понаособ⁷⁷. Тако, на пример, за Велику Британију је карактеристично да су водећи извор капитала пензиони фондови (34,4% од укупног капитала ФЗУ), затим банкарски сектор са 17,3% и осигуравајуће компаније са 13,5%. У Француској, ФЗУ средства обезбеђују из банкарског сектора (51,5%), затим од стране осигуравајућих компанија у износу 18,9%, и реинвестираног профита 25,4% од укупно прикупљеног капитала. Француска је интересентна и по томе што у Европи има највећи проценат средстава који потиче из академске заједнице, 11,4%. Финска је карактеристична по равномерној расподели извора финансирања ФЗУ тако да 18,9% долази из сектора осигурања, 16,7% од

⁷⁶ European Venture Capital Association Yearbooks, различита издања

⁷⁷ <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=414>

пензионих фондова, 16% од банкарског сектора док 14,2% средстава обезбеђује држава. Још једна скандинавска држава, Норвешка, има јако развијен облик финансирања ФЗУ, тако да 36,8% средстава је обезбеђено реинвестирањем профита, 16,1% од стране корпорација док је 14,6% средстава обезбеђено улагањем богатих појединаца. Немачка, када је реч о изворима средстава ФЗУ, је карактеристична по концентрацији средстава јер 46,4% средстава потиче из банкарског сектора, 13,2% обезбеђују осигуравајуће компаније а 20,1% је реинвестиран профит⁷⁸.

У Европи велики утицај на прикупљање средстава имају институционална решења која регулишу функционисање финансијског система и из тог разлога имамо разлике у изворима финансирања. Тако у Белгији, пензиони фондови и осигуравајуће куће су ограничене да само 10% својих средстава могу уложити у индустрију приватног капитала. У Немачкој нема формалних ограничења, законом одређених, али свака инвестициона одлука мора бити одобрена од стране одговарајуће државне институције. У Норвешкој су осигуравајуће компаније ограничене тако да могу свега 5% својих средстава уложити у "ризичне" инвестиције где, према законским решењима, спадају ФЗУ⁷⁹.

Прикупљање средстава је у тесној вези са дефинисањем уговорних обавеза свих заинтересованих страна укључених у функционисање ФЗУ. Уговорне обавезе се могу груписати са аспекта области које покривају на⁸⁰:

1. обавезе које се односе на контролу менаџмента фонда; ова група правила се односи на контролу инвестиционе активности односно на ограничења у улагањима. Једно од таквих ограничења се односи на контролисање расподеле средстава фонда и ограничења у концентрацији средстава у једну компанију,

2. обавезе које се тичу контроле активности Генералних партнера; ова група правила се односи на захтеве инвеститора да Генерални партнер посвети подједнаку пажњу целокупном портфолиу Фонда. Наиме, поједини Генерални партнери улажу свој новац у фонд и може се десити да у потпуности пажњу посвете само оним компанијама у које су сами уложили новац,

⁷⁸ Подаци о изворима финансирања ФЗУ у Европи потичу из различитих извора: Schertler, A., *The Venture Capital Industry in Europe*, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2006. и годишњи извештаји EVCA

⁷⁹ Wright, M., Pruthi, S., Lockett, A., *International Venture Capital Research: From Cross-country Comparisons to Crossing Borders*, Nottingham University Business School, 2006., стр.24

⁸⁰ Metric, A., *Venture capital and the finance of innovation*, Wiley, Danvers, 2006., стр 40

3. обавезе које регулишу инвестициону политику; ова група правила се односи на захтев инвеститора да се једном дефинисана инвестициона политика фонда не може мењати без њихове сагласности. Овим правилима инвеститори желе да заштите себе од изненадних промена у инвестиционој политици и променама у начину улагања средстава.

3.2. Фаза улагања – креирање и увећање вредности изабране компаније

Прелимарне активности које се односе на фазу улагања јесу питања уговорних односа између менаџмента фонда и институција које обезбеђују капитал. Ту разликујемо две групе питања и то: прву групу питања која се односи на контролу инвестиционе политике фонда након улагања и другу групу питања која се тиче надокнаде менаџменту фонда.

Питања контроле инвестиционе политике фонда се тичу постојања моралног хазарда (*moral hazard*) и обрнуте селекције (*adverse selection*) који проистичу из постојања асиметричних информација. Асиметрична информација је појам којим се истиче разлика у расположивости информација између различитих субјеката у економским активностима. Асиметричност информација је нарочито присутна код функционисања компанија у којима је извршена подела на власничку и управљачку функцију. У компанијама у којима је извршена поменута подела, управљачка функција је укључена у свакодневно функционисање компанија и на тај начин располаже информацијама које немају власници капитала. Тиме се власници капитала доводе у подређени положај јер асиметричне информације могу резултирати у појави моралног хазарда и обрнуте селекције. Менаџмент фонда услед информација којима располаже може донети одлуке које нису у складу са дугорочним интересима власника капитала. Менаџмент може улагати у пословне активности које носе велике ризике јер капитал није њихов и неће сносити укупне трошкове промашеног улагања. Обрнута селекција је резултат непостојања комплетних информација о компанијама које конкуришу за средства фонда. ФЗУ ма колико добро спровео процес анализе компанија, не може у потпуности располагати информацијама које су од значаја за креирање дугорочних односа. Теорија која се базира на асиметричним информацијама, обрнутом селекцијом објашњава да се у поступку бирају оне компаније које имају најагресивнији приступ а које имају и највеће финансијске проблеме.

Друга група питања се односи на одрђивање компензације менаџерима ФЗУ. Формирање фонда значи да се средства инвестирана у њега "замрзавају" на период од 5 до 7 година, односно

власници капитала не могу располагати све до гашења фонда. Само функционисање фонда, без обзира на инвестициону активност, има трошкове који се морају покрити из капитала који прикупљен у иницијалној фази постојања фонда. Укупни трошкови менаџмента ФЗУ могу се поделити на трошкове функционисања фонда и остварену добит⁸¹. Трошкови функционисања фонда везани су за оперативно функционисање фонда, односно обављање активности које се тичу анализе компанија, одабира компанија, развој и праћење активности везаних за подизање вредности компанија. Анализа индустрије ФЗУ је показала да када се говори о трошковима управљања фондом, устаљена је пракса да они износе 2-2,5% укупно прикупљеног капитала⁸². Код неких фондова трошкови управљања су константа током читавог периода постојања а код неких опадају временом, нарочито након 5 године.

Табела бр. 4 Пример управљачких трошкова

Прикупљени капитал	Трошкови управљања Фондом заједничког улагања					
	1.година	2.година	3.година	4.година	5.година	6.година
20 000 000	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000
У првом случају управљачки трошкови су 2,5% прикупљеног капитала					Укупно: 3 000 000	
20 000 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000
У другом случају управљачки трошкови су 2% прикупљеног капитала					Укупно: 2 400 000	

Претходна табела приказује трошкове управљања ФЗУ у случајевима када су трошкови 2% и 2,5%. Дефинисање трошкова управљања је од велике важности јер након њиховог израчунавања могуће је говорити о капиталу расположивом за улагање или инвестиционом потенцијалу фонда. На примеру из табеле, то значи да када се од 20 000 000 прикупљених средстава одузму трошкови управљања (3 000 000 или 2 400 000) за инвестиционе активности фонда остаје још 17 000 000, у првом случају, или 17 600 000, у другом.

Други део компензације менаџера ФЗУ је везан за остварене резултате фонда. Резултати фонда огледају се у профитима оствареним корз различите стратегије изласка из финансираних

⁸¹ Metric, A., Venture capital and the finance of innovation, Wiley, Danvers, 2006., стр 28, Cumming, D., Johan, S., Venture capital and private equity contracting, Elsevier, Burlington, 2009., стр. 141

⁸² Cumming, D., Johan, S., Venture capital and private equity contracting, Elsevier, Burlington, 2009., стр. 142

компанија и менаџери део своје компензације везују за остварену добит из ових трансакција. Висина компензације која се везује за излазне стратегије зависи од искуства менаџера, претходних резултата али и преговарачке снаге заинтересованих страна. Ипак, истраживања показују да се проценат од профита оствареног изласком креће у распону од 20% до 25%. Искусни менаџери ФЗУ успевају да добију и читавих 30%⁸³. Приликом уговорања стопе учешћа у профиту, јако је значајно у односу на који капитал се одређује, да ли на основу прикупљеног капитала или на основу инвестиционог потенцијала фонда, односно капитала који је на располагању након подмирења трошкова управљања.

Табела бр. 5 Остварена добит менаџера након изласка из компаније

Капитал	Износ	Ситуација 1*	Ситуација 2**
Прикупљени капитал	20 000 000		
Инвестиран капитал	17 000 000	0,20*(25 000 000 – 20 000 000) = 1 000 000*	
Трошкови управљања	3 000 000	0,20*(25 000 000 – 17 000 000) = 1 600 000**	
Капитал – резултат изласка	25 000 000		

Табела приказује на који начин је могуће компензовати менаџере фонда након остварене успешне излазне стратегије. Начин на који ће менаџери бити комензовани зависи од преговарачке позиције, тако да њихов удео може да буде већи или мањи у апсолутном износу како се види из податка.

Након регулисаних питања која се тичу функционисања фонда у областима инвестиционе и компензацијске политике, менаџмент ФЗУ своје активности усмерава ка проналажењу компанија које су интересантне са аспекта њиховог могућег будућег раста и развоја. Прва фаза у одабиру грана се односи на прикупљање информација о великом броју компанија из области које су у фокусу ФЗУ. Након тога се врши прелиминарна анализа којом се сужава број компанија које су интересантне фонду за улагање. У зависности од расположивих материјалних и људских ресурса фонд може да крене у фазу детаљне анализе неколико компанија истовремено, обично је то 10 компанија.

⁸³ Cumming,D.,Johan,S., Venture capital and private equity contracting, Elsevier, Burlington, 2009., стр.146

Следећа фаза у инвестиционом процесу јесу преговори о прелиминарном уговору који би требало да регулише будуће односе компаније и ФЗУ. Наиме, током ове фазе и компанија и фонд постављају услове који се тичу коришћења средстава, контроле финансија, развоја производа, маркетинг и свих других активности које су у вези са подизањем нивоа вредности компаније. Ово је најосетљивија фаза преговора између компаније и фонда јер је реч о дефинисању максималне аутономије компаније у доношењу стратешких одлука и минималног учешћа фонда у истим.

Уколико се обе стране сложе око детаља прелиминарног уговора, следи детаљна анализа компаније, која је у теорији позната као *due dilligence*, током које фонд детаљно анализира компанију почевши од производног програма, финансија, маркетинга, до управљачке структуре. Уколико ФЗУ процени на основу анализе да карактеристике компаније одговарају инвестиционој политици, онда је следећа фаза састављање уговора којим ће се регулисати будући однос фонда и компаније. Приликом одабира компаније истраживања показују да фонд оцењује⁸⁴: предложени бизнис план којим се образлаже како ће новац бити искоришћен за подизање вредности компаније, процену вредности склопљеног посла, комплетан управљачки састав компаније, карактеристике производног програма, тржишну оријентацију производног програма и могућност различитих стратегија изласка.

Комплетан инвестициони процес се може представити следећом табелом у којој је приказан просечан број компанија које учествују у појединим фазама⁸⁵:

Табела бр. 6 Број компанија по фазама инвестиционог процеса

Фаза инвестиционог процеса	Број компанија
Преглед индустрије	100 – 1000
ПРЕЛИМИНАРНА АНАЛИЗА	10
ПРЕЛИМИНАРНИ УГОВОР	3
ДЕТАЉНА АНАЛИЗА	2
ЗАКЉУЧИВАЊЕ УГОВОРА	1

⁸⁴ Gladstone,D., Gladstone, L., Venture Capital Investing, Prentice Hall, FT, New Jersey, 2004., стр.2

⁸⁵ Metric, A., Venture capital and the finance of innovation, Wiley, Danvers, 2006., стр. 135

Однос између одабране компаније и ФЗУ не завршава се трансфером капитала, већ је трансфер капитала само један од корака у успостављању дугорочне сарадње. ФЗУ трансфер капитала спроводи у фазама, односно у складу са потребама компаније. Наиме, иако је уговором прецизно дефинисано како се средства морају искористити, ФЗУ капитал трансферише по фазама, конторолишући трошење унутар сваке фазе. На овај начин, повећава се ефикасност коришћења новца потребног за развој компаније.

Поред новца који ФЗУ обезбеђује компанији, а како би се увећала укупна вредност исте, ФЗУ своје активности шире на: јачање финансијске контроле, промене у управљању, преношењу искуства и контаката, трансферу технологије и подизању репутације компаније.

Јачање финансијске контроле, након улагања ФЗУ, не односи се само на контролу уложених средстава већ на комплетно финансијско извештавање компаније. ФЗУ има јак мотив да компанији наметне потребу за истинитим финансијским извештавањем чиме се ствара предуслов за дугорочно поверење на релацији инвеститор-компанија. Потпуно поштовање финансијских извештаја је значајно из два разлога:

- прво, ФЗУ жели да развије потпуно отворен однос са компанијом у коју је инвестирао како се не би превише времена трошило на контролу и
- друго, како би се са успехом организовала излазна стратегија информације које су доступне јавности морају у потпуности осликавати стање у компанијама.

Промене у управљању односе се на промене које компанија доживи уласком ФЗУ као активног инвеститора. Имајући у виду да ФЗУ имају искуства у инвестирању и функционисању компанија, њихов улазак изазива унапређење корпоративне културе и решавање проблема који могу настати на релацији власник-инвеститори. Иствормено, јачање корпоративне контроле доводи и до унапређења у функционисању компаније у смислу остваривања резултата.

Једна од значајних ставки у овој фази јесте и преношење искуства и контаката ФЗУ на одабрану компанију. Како ФЗУ обично своју инвестициону активност концентрише на поједине индустрије, вишегодишње функционисање доноси са собом искуство и контакте. ФЗУ обично воде менаџери који су претходно радили у индустрији у коју се улаже и на тај начин су у потпуности укључени у дешавања, располажући информацијама о технологији, производима и конкуренцији. На тај начин, ФЗУ одабраној компанији помажу у креирању стратегије развоја у наредном

периоду, водећи рачуна о могућности остваривања профита ФЗУ било кроз иницијалну понуду акција, било кроз продају институционалном инвестиору или кроз стратешко партнерство.

Улагање у компаније од стране ФЗУ шаље јасу поруку о компанији у коју се улаже. Наиме, институционални инвеститори с пажњом прате свако улагање ФЗУ знајући да је томе претходила заиста озбиљна анализа не само компаније већ и тржишта на коме се компанија налази. Улагање ФЗУ јача кредибилитет компаније код добављача и купаца, а истовремено помаже у заузимању значајнијег места на тржишту. Такође, уколико је неопходан додатан капитал, компанија има јаку преоговарачку позицију приликом одабира извора финансирања.

3.3. Фаза изласка – остваривање профита Фонда заједничког улагања

Последња фаза у функционисању фонда јесте фаза изласка у којој се остварује профит кроз различите стратегије изласка из инвестиране компаније. Излазне стратегије зависе од институционалног оквира, развијености тржишта, преговарачке снаге фонда и развијености осталих група институционалних инвеститора.

Основна излазна стратегија ФЗУ јесте организација иницијалне понуде акција. ФЗУ након одређеног временског периода анализира да ли је компанија достигла одређени ниво развијености који омогућава да се организује продаја удела кроз ИПО. ФЗУ ангажује инвестициону банку како би се организовала процедура ИПО кроз различите кораке. Основи мотив за ИПО, фондови налазе у могућности да се оствари најбољи резултат кроз највећу цену појединачне акције⁸⁶.

Друга стратегија изласка је везана за куповину удела од стране других институционалних инвеститора. Наиме, компанија се може развити до мере у којој представља релативно сигуран извор прихода у наредном периоду што одговара појединим институционалним инвеститорима, као што су пензиони фондови, осигуравајуће куће, фондације итд. Практично, компанија нема могућности за експанзију, али нема ни превеликог ризика везаног за њено функционисање.

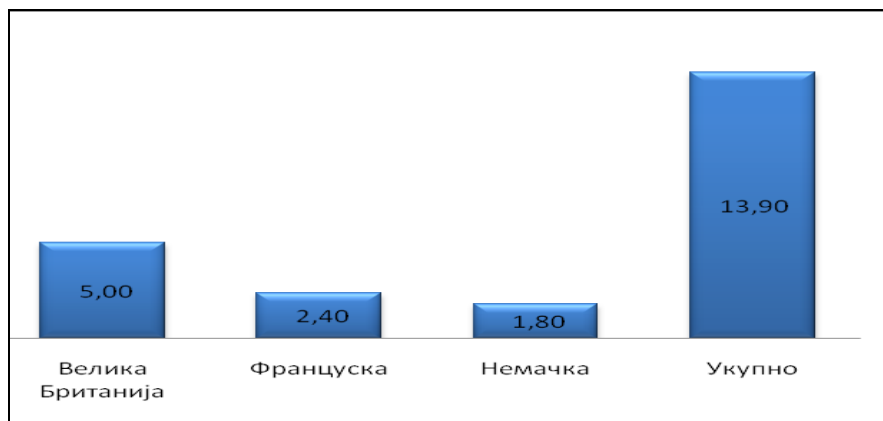
Трећа стратегија је везана за излазак из компаније кроз откуп или аквизицију од стране компаније која је лидер на тржишту на коме послује и компанија у коју су уложена средства.

⁸⁶ Hogan, T., Hutson, E., What factors Determine the Use of Venture Capital? Evidence from Irish Software Sector, Venture Capital, Routledge, Vol. 7, No. 3, стр. 261

Наиме, компанија у коју је уложено, може развити производни програм који је конкуренција или замена за производе водеће компаније. Како би контролисала ширење, лидер на тржишту може купити удео у компанији како би ограничио раст компаније или како би задржао профит остварен у будућности.

Уколико се погледа Европа у 2009. години индустрија приватног капитала остварила је 13,9 милијарди евра прихода кроз различите стратегије изласка. Највећи број остварених излаза се десио у Великој Британији 26%, затим следи Француска са 18% и Немачка са 13% од укупно организованих излазака⁸⁷.

График бр. 12 Остварени приходи у Европи у 2009.год., кроз излазак, у млрд.евра

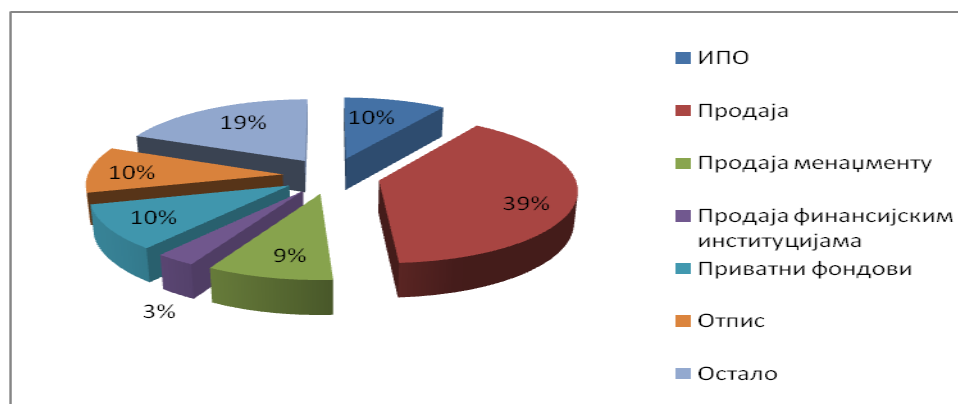


Извор: <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=412>

Подаци са графика показују да је навећи приход од различитих облика стратегија изласака остварен у Великој Британији, 5 милијарди евра, затим следе Француска са 2,4 милијарде и Немачка са 1,8. Укупан приход остварен у Европи у 2009.години износио је 13,9 милијадри евра.

⁸⁷ <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=412>

График бр.13. Излазне стратегије ФЗУ, Европа, 2009.год.(у %)



Извор: <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=412>

Када је реч о излазним стратегијама у Европи, подаци са графика број 13 показују да је 39% излазних стратегија реализовано продајом. То је термин којом Европска асоцијација ФЗУ⁸⁸ дефинише продају удела компанијама које се налазе на истим тржиштима, односно реч је о компанијама које имају сличан производан програм или су то компаније које желе да диверсификују своја поља деловања. На другом месту се налази продаја Фондовима приватног капитала и организација ИПО (по 10%). Десет процената је и неуспешних улагања које су ФЗУ отписали. Излазак кроз продају менаџменту компаније реализовано је у 9% случајева док је свега 3% излазних стратегија реализовано кроз продају финансијским институцијама.

Када посматрамо САД са аспекта излазних стратегија, ситуација је другачија јер је 29% излазних стратегија организовано кроз ИПО док је 24% кроз продају другим институционалним инвеститорима⁸⁹. Међутим у последње време, протекле три године, значајну улогу у изласку ФЗУ из компанија има спајање и припајање⁹⁰. Подаци показују да је у 2006. години било 337 излазака кроз М&А, док се за ИПО определило свега 56 фондова. Ситуација је још очигледнија уколико се посматра 2008. година када је кроз М&А излазак остварен у случају 365 компанија док је истовремено организовано свега 6 ИПО за излазак ФЗУ⁹¹.

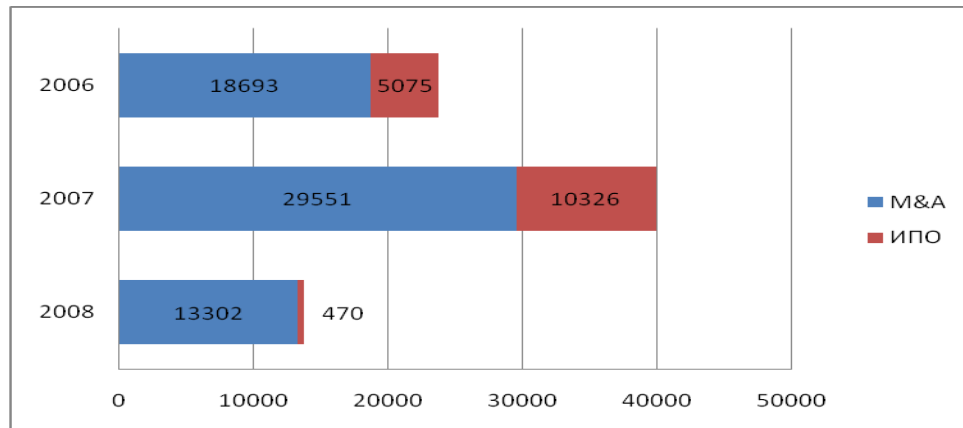
⁸⁸ <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>

⁸⁹ Schertler, A., The Venture Capital Industry in Europe, Palgrave Macmillan, Hampshire, 2006., стр.77

⁹⁰ Mergers and Acquisitions (M&A), стратегија наступа на тржишту, од чега прва претпоставља настанак нове компаније као резултата спајања две или више док друга претпоставља куповину једне од стране друге компаније. Стратегија се спроводи са намером да се компанији обезбеди стабилан раст без креирања нове организационе јединице.

⁹¹ http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=78&Itemid=102

График бр.13 Вредност излазака ФЗУ у САД, у мили.долара (2006-2008.год.)



Извор: http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=78&Itemid=102

Ако се погледа претходни график може се видети апсолутна доминација М&А као облика излазне стратегије ФЗУ у САД у посматране три године. Тако у 2006. од укупно 24 милијарде долара добијених продајом удела фондова 18.693 милијарди долара реализовано короз М&А а нешто више од 5 милијарди кроз ИПО. У 2007. години разлика је још израженија, јер је од 40 милијарди долара остварених продајом удела, готово 30 милијарди резултат М&А. У 2008. години, као години експанзије финансијске кризе, остварен је релативно скроман резултат фондова кроз излазне стратегије јер је вредност укупних послова била испод 14 милијарди долара. Од тога 13.302 милајарди је оставрено кроз М&А, а свега 470 милона долара организовањем ИПО.

ТРЕЋИ ДЕО

***АНАЛИЗА ПРИВРЕДНИХ СЕКТОРА
КАО МОГУЋНОСТ ОСТВАРИВАЊА ПРОФИТА
ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА***

1. ПОЉОПРИВРЕДНА ПРОИЗВОДЊА КАО ИЗВОР ПРОФИТА ФОНДОВА

Србија има велики потенцијал у сектору пољопривредне производње захваљујући повољним климатским условима, добрим природним карактеристикама земљишта и расположивим воденим ресурсима, међутим тај потенцијал није у потпуности искоришћен. Пољопривреда у Србији се не сматра обичном економском граном, како због специфичности ове производње, традиције која је се за њу везује тако и због великих очекивања. У свим, пређашњим и скоријим, општинским, регионалним и националним стратегијама развоја, пољопривреда је препозната као једна од основних полуга развоја како руралног тако и урбаног подручја, јер се у њој види јако велика укупна развојна шанса Србије. Пољопривреда је економска грана која може да произведе више богатства него што чини сада и на тај начин допринесе развоју земље, стварајући на тај начин средства за превазилажење транзиционих проблема. Остваривање ових задатака није могуће уколико остане досадашњи однос државе према аграру који се одликује стихијским решавањем проблема и одсуству мера које би резултирале у трајном подизању конкурентности.

Имајући на уму да је пољопривреда од великог значаја за формирање друштвеног бруто производа Србије и да постоје значајни ресурси за њен развој, неопходно је мотивисати улагање ФЗУ у ову привредну грану.

1.1. Основне карактеристике пољопривреде Србије

У протеклих неколико година донето је неколико стратегија развоја српске пољопривреде, са аспекта неопходних корака које је потребно предузети како би се остварио динамичан раст. Резултати су изостали због различитих политика од почетка процеса транзиције, које се могу груписати у три "периода": први период, од 2001. до 2003.године, је био карактеристичан по ценовној подршци одређених пољопривредних култура као што су соја, сунцокрет, шећерна репа и пшеница; други период, од 2004. до 2006.године, био је карактеристичан по укидању ценовних подршки и преласку на помоћ приликом инвестиционих улагања; и последњи период, од 2007. до 2009.године, је карактеристичан по успостављању

плаћања по површини и грлу стокe и доношењу бројних *ad hoc* нетржишних мера⁹². Овакво понашање резултирало је, поред усвојене Старегије развоја пољопривреде Србије, у смањивању инвестиција у сектору као и нетржишном преливању добити између учесника у тржишном ланцу.

Основне карактеристике данашње пољопривредне производње Србије се могу груписати на следећи начин:

1. Присуство великог броја малих произвођача; наиме и поред промене титулара у великом броју државних пољопривредних предузећа, још увек значајан проблем у организовању пољопривредне производње представља велики број власника над малим парцелама,
2. Нестабилност аграрне политике; поред дефинисане стратегије развоја пољопривреде из 2004. године, аграрна политика се одликује високим степеном неконзистентности нарочито на пољу обезбеђивања финансијских средстава и подстицајних мера,
3. Спор развој институција подршке и законодавног оквира; поједине институције још увек послују као државна предузећа уз високу неефикасност као што је Дирекција за робне резерве и Саветодавна служба;
4. Изостанак сарадње науке и праксе; потпуно одсуство сарадње научно-образовних институција са пољопривредним произвођачима у циљу подизања ефективности и ефикасности,
5. Отежан приступ финансијским изворима; пољопривреда је ограничена са аспекта финансијских извора јер је држава одвајала скромне износе за аграрни буџет док је приступ средствима Фонда за развој немогућ.

Уколико се овим подацима дода да је у 2008. години остало близу 200 000 хектара необрађених површина, да је свега 3,15% од укупних средстава трансферисаних пољопривреди од 2000. године до данас отишло у инвестиције док је остатак завршио у пензијама и неинвестиционом трошењу, јасно је да је пољопривреда Србије у јако лошем положају. Ситуација је још јаснија уколико се погледају упоредни резултати производње појединих пољопривредних култура код нас и окружењу(ближем и даљем). Тако, на пример, у Холандији просечан принос пшенице по хектару је 8 тона, док је у Србији тај принос нешто мањи од 4 тоне. Када погледамо приносе кукуруза по

⁹² Извештај Министарства пољопривреде Републике Србије доступан на:
<http://www.tehnologijahrane.com/standardi/strategije/nacionalni-program-poljoprivrede-srbije-2009-2011-16#toc-ii-3-poljoprivreda-srbije>

хектару, по приносима у ЕУ се издвајају Италија и Шпанија са 9,5 тона, затим Француска са 8,7 тона и Грчка са 8 тона. У Србији просечан принос кукуруза по хектару износи 5 тона⁹³. Ситуација је поражавајућа и када је производња воћа у питању, јер и ту Србија заостаје за просечним приносима који су карактеристични за земље ЕУ. Тако у производњи јабука Србија производи просечно 6,6 тона по хектару или 11 килограма по стаблу, док је просек ЕУ 25 тона по хектару. Највећи произвођач јабука у ЕУ јесте Словенија са 49 тона по хектару. Иста је ситуација и са производњом шљиве, које се у Србији произведе 3,3 тоне по хектару што је за 1,6 тона мање од ЕУ просека. Највећу производњу шљива имају Словенци, читавих 20 тона по једном хектару. Парадајз, као намирница која се најчешће користи у исхрани, у Србији се производи на 20,9 хиљада хектара уз просек од 8,4 тона док је ЕУ просек 31,4 тоне. Највећи произвођачи парадајза у ЕУ су холанђани са 47 тона по једном хектару обрадиве површине.

Основи недостанци пољопривредне производње у Србији је изразито слабо коришћење агротехнике што се може оправдати одсуством планске подршке државе развоју овог сектора. Следећи график показује износ средстава који је држава обезбеђивала кроз такозвани Аграрни буџет:

График бр.1 Учешће Аграрног у укупном буџету Републике Србије



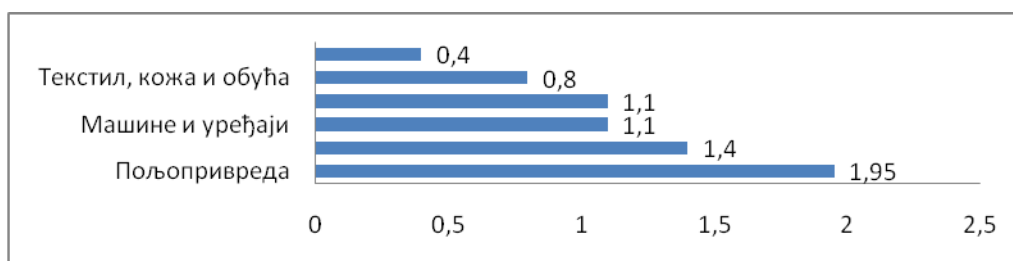
Извор: <http://www.tehnologijahrane.com/standardi/strategije/nacionalni-program-poljoprivrede-srbije-2009-2011-16#toc-ii-3-poljoprivreda-srbije>

⁹³ Скупа храна-сламка спаса, пољопривредна производња у Србији, Економист, ЕМГ, Београд, бр.434, 15.09.2008., стр. 36

Средства које је држава одвојила за финансирање развоја представљају мали удео у укупном буџету Републике Србије. Поред малог износа, карактеристично за ова средства јесте и недостатак јасних и дугорочних критеријума расподеле. На овај начин држава је слала збуњујуће сигнале пољопривредним произвођачима о облицима и износу средстава на које могу да рачунају.

И поред ограничавајућих услова са којима се суочава српска пољопривреда, у 2009. години она је заузимала доминантну позицију у укупном извозу што се може видети на следећем графику:

*График бр. 2 Учешће појединих сектора у укупном извозу Републике Србије, у 2009.год.,
млрд.долара*



Извор: Народна банка Србије, Извештај за 2009.годину

Будућа организација пољопривредне производње мора се ослањати на пројекције и стратешке анализе о кретању тражње у непосредном и даљем окружењу како би се одговорило захтевима. Иако се у претходном графику види да пољопривредни производи заузимају доминантну позицију у извозу, мора се указати да је ту реч, у већој мери, о производима који се користе као сировине. Напор који се мора учинити јесте да се пољопривредна производња организује на начин да се тржиште снабдева готовим производима.

Уколико се посматрају пројекције кретања понуде и тражње за пољопривредним и прехранбеним производима у свету у наредном десетогодишњем периоду, може се очекивати повећање потрошње пољопривредних производа, које ће настати као резултат кретања дохотка, којим становништво располаже⁹⁴. Потрошња пољопривредних производа за људску исхрану знатно ће брже расти у земљама које нису чланице ОЕЦД-а, због очекиваног раста дохотка. Поред тога, у земљама у развоју доћи ће и до промена навика у потрошњи и до даље диверзификације

⁹⁴ <http://www.agnet.org/library/eb/492/>

потрошње, при чему ће у потрошњи порасти учешће производа животињског порекла, меса и млечних производа.

Проширење тржишта Европске уније (ЕУ) пријемом нових (10 + 2) земаља чланица, изазвало је значајне промене у економским токовима, што је имало значајан утицај на промене на тржишту пољопривредних производа. Посматрано у бројкама, проширење ЕУ са 15 на 27 чланица значи повећање тржишног потенцијала са 380 на 493 милиона потрошача, повећање броја фармера са 7 на 11 милиона, а пољопривредне површине са 135 на 168 милиона хектара обрадивог земљишта, односно за 30 %, док се очекује да ће пољопривредна производња порасти између 10% и 20%⁹⁵. Ови подаци говоре у прилог томе да у новим земљама чланицама нису искоришћене све могућности за развој пољопривреде. Истовремено, при проширењу ЕУ, није дошло до аутоматске примене постојеће аграрне политике ЕУ-15, већ је након преговора са новим чланицама створен нови модел.

Уколико се погледа анализа ОЕЦД-а за 2009. годину у којој се пореде компаративне предности економија ЦЕФТА-е долази се до закључка да српска привреда има значајну компаративну предност у производњи поврћа и готових пољопривредних производа док је на другом месту када је реч о производњи живе стоке:

Табела бр. 2 Комапаративна предност у пољопривредној производњи

Земља	Жива стока	Поврће	Готови пољопривредни производи
Србија	0,90	3,08	2,98
Хрватска	1,03	0,59	2,42
Албанија	0,86	1,25	0,82
Црна Гора	0,54	0,86	2,09
Македонија	0,56	1,89	3,20
	0,68	0,49	1,21

Извор: ОЕЦД, 08.11.2009., *Non-tariff barriers in CEFTA: Analysis of technical and administrative barriers to trade* на: <http://www.oecd.org/dataoecd/25/31/43892876.pdf>

⁹⁵ <http://www.minpolj.gov.rs/download/nacionalniProgram.pdf>

Србија је 2006. године постојеће билатералне споразуме о слободној трговини са суседним земљама заменила једним у оквиру ЦЕФТА (*Central European Free Trade Agreement*) споразума. Потписивањем ЦЕФТА споразума, Србија није само постала део тржишта од око 27 милиона становника, већ је и прихватила одговорност, као највећа земља потписница овог споразума и земља са највећим извозом пољопривредних производа, да га спроводи на начин који ће промовисати, а не спречавати слободну трговину у региону. Корист коју пољопривреда Србије има од потписивања ЦЕФТА споразума је огромна. Интерес Србије је да се све, још увек постојеће, ванцаринске баријере у размени пољопривредних производа, елиминишу.

Табела бр. 1 Вредност спољнотрговинске размене Србије пољопривредним производима у хиљадама УС долара, за 2009.годину

	Хрватска	Црна Гора	Албанија	Босна и Херцеговина	Македонија
Месо и прераде од меса	-709	33740	-49	5080	515
Млечни производи и јаја	-1382	38693	675	9334	5793
Житарице и производи	474	47322	9687	86120	32549
Поврће и воће	-5371	14758	1077	6882	-33831
Разни производи за исхрану	-11817	17358	1037	22618	11012
Сума	-18805	151871	12474	130034	16038

Извор: Републички завод за статистику, на:

<http://webzs.stat.gov.rs/axd/spoljna/indexsp31.php?ind1=2>

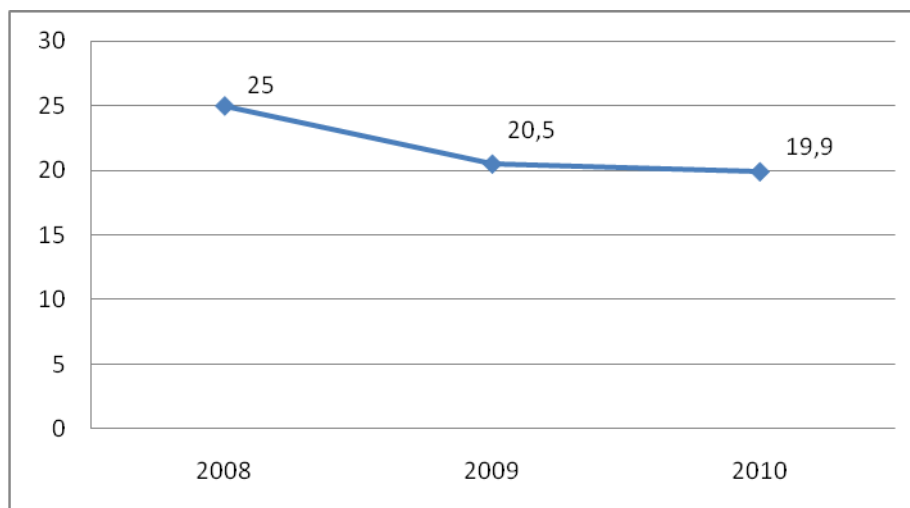
Посматрајући податке из претходне табеле јасно је да српска пољопривредна производња у овом тренутку суфицит остварује захваљујући концентрисаним активностима ка Црној Гори и интензивном извозу житарица у региону. Овако дефинисана стратегија није одржива на дуги рок и зато се мора преформулисати у смислу интензивнијег коришћења природних ресурса. Велики изазов за пољопривредну производњу и производњу хране јесте да се искористе тржишта у региону на којима су до сада остваривани скромни резултати. Посматрајући податке јасно је да српска пољопривредна и прехранбена индустрија остварује скромне резултате на тржиштима Албаније, Македоније док је са Хрватском забележила дефицит од скоро 20 000 000 УС долара. И управо на тим тржиштима треба тражити потенцијал раста и остваривање додатних профитних стопа ФЗУ.

ФЗУ унутар економија у којима се развијају трагају за секторима који имају висок потенцијал раста и могућност остваривања високих профитних стопа и када је реч о Србији, то је свакако пољопривреда не само због својих неискоришћених природних потенцијала, већ и због могућности повећања продуктивности коришћењем савремених технологија у непосредном процесу производње, проширењем понуде у смислу производње готових производа што би резултирало у јачању позиције на домаћем тржишту али и повећањем конкурентске позиције на регионалном тржишту. Наиме, српска пољопривреда не користи максимално расположиве природне потенцијале, и уз јако ниску техничко-технолошку опремељеност, није у стању да у потпуности одговори захтевима домаћег тржишта за појединим пољопривредним производима. ФЗУ свој капитал, уложен у пољопривреду, би требало да усмере ка неискоришћеним природним потенцијалима, ангажујући јефтину радну снагу и модерну технологију чиме би у почетку био супституисан део увоза појединих пољопривредних производа и стекао основ за финансирање из свакодневних пословних активности. Значајан раст улагања ФЗУ али и профита треба очекивати у следећој фази у којој би фондови улагали у производњу готових производа пољопривредног порекла. Тиме би се наставила супституција увоза и јачање домаће понуде чиме би се створила реална основа за наступ на регионалном тржишту. Имајући у виду компаративне предности које има српска пољопривреда у региону, јасно је да ће уз капитал, технологију и управљање ФЗУ имати могућност остваривања профитних стопа који би се кретали у границама очекиваних.

1.2. Финансирање пољопривредне производње

У овом тренутку српска пољопривреда се налази у јако лошем положају имајући у виду расположиве изворе финансирања почевши од државе, међународних фондова до класичних извора финансирања у виду банка. Кад је реч о држави као изовру финансирања, пољопривреда се не може ослонити на дугорочне облике финансијске помоћи или кредитног финансирања јер се политика подршке државе мења у јако кратким временским интервалима. Уз то процедура за добијање средстава је дуга, неизвесна и често касни у односу на временске тренутке у којима је најпотребнија. Како је Аграрни буџет Србије скорман у односу на просеке у ЕУ, додатан проблем представљају ограничена средства која су на располагању пољопривредницима.

График бр. 3 Величина Аграрног буџета Републике Србије, у млрд. динара



Извор: http://www.minpolj.gov.rs/download/informator09.pdf?id_menu=31

Држава, кроз различите програме Министарства пољопривреде, помаже развој пољопривреде кроз беспроватну помоћ за развој производње и давање кредита по повољним условима враћања⁹⁶. Када је реч о кредитној подршци развоју пољопривреде Министарство има краткорочне и дугорочне кредитне линије које реализује у сарадњи са пословним банкама. У 2010. години за потребе краткорочног кредитирања пољопривреде издвојено је 300 000 000 динара намењених финансирању набавке ђубрива, семена, припреми земље за сетву и сл. Услови који се морају испунити су: газдинство мора бити регистровано, не сме бити дугова и обезбеђена је профактура на износ који се потражује од Министарства. Камата која се плаћа на краткорочне кредите зависи од висине средстава тако да за износ који се налази у распону од 50 000 до 900 000 динара плаћа се 5% док држава субвенционише остатак који представља збир референтна каматна стопа + 1%. Уколико је износ у распону од 1 200 000 до 2 000 000 динара, корисник плаћа каматну стопу од 3% док држава преузима обавезу плаћања референтне каматне стопе увећане за 3%.

Када је реч о дугорочним кредитима, потенцијални корисници морају бити регистровани као пољопривредна газдинства, имати обезбеђен колатерал у односу 1:1,2 и да располажу фактурама за износ који је тражен. Ова средства се могу користити за набавку опреме, механизације и изградњу објеката од важности за пољопривредну производњу. У 2010. години у

⁹⁶ Информације о програмима подршке Министарства пољопривреде прикупљене су у интервију са начелником одељења за финансијску подршку Министарства пољопривреде

Аграрном буџету је обезбеђено 3,5 милијарди динара за ову врсту инвестиција. Приликом одобравања кредита, држава преузима обавезу обезбеђивања 40% тражених средстава на које се не плаћа камата, док 60% обезбеђује пословна банка која наплаћује фиксну каматну стопу од 13,5% уз индексирање кредита у еврима. Рок отплате је од 5 до 8 година уз могућност коришћења грејс периода максимално до 3 године. Износ средстава за које се може конкурисати се креће од 5 000 до 300 000 евра.

Поред кредитне линије које држава обезбеђује у сарадњи са пословним банкама, постоји и програм субвенционисања пољопривредне производње као посебан програм подршке развоју.

Када је реч о пословним банкама, оне поред субвенционисаних кредита државе, нуде кредите из сопствених средства по условима који се јако мало разликују међусобно. Укупна понуда пословних банка се може поделити на краткорочне и дугорочне, уз различиту намену средстава и услове коришћења. Код свих пословних банака које имају кредите намењене пољопривреди постоји "нокаут" фаза која претпоставља испуњење основних услова као што су⁹⁷: пољопривредно газдинство је регистровано, постоји доказ о коришћењу земље (власништво или закуп), нема дуговања и постоји колатерал који може бити у виду хипотеке, меница и садружништва (као јемац се јавља друго пољопривредно газдинство).

Што се тиче услова кредитирања, могуће је конкурисати за краткорочне кредите и дугорочне, инвестиционе кредите. Краткорочни кредити су углавном намењени куповини репроматеријала, куповини хране и прихране односно покривању текућих трошкова пољопривредне производње. Краткорочни кредити се најчешће узимају на период не дужим од 24 месеца, при чему поједине пословне банке дозвољавају грејс период до 12 месеци. Камате на краткорочне кредите крећу се у распону од 22% до 28% на динарске кредите, док је за кредите индексиране у еврима каматна стопа у распону од 14% до 19%. Висина каматне стопе одређује се на бази квалитета клијента, висине колатерала и искуства које банка има у сарадњи са клијентом.

Дугорочни кредити код пословних банака имају карактер инвестиционих кредита јер се користе за јачање постојеће производне базе или за њено проширење. Ови кредити се користе за набавку нове опреме, механизације, изградњу нових или обнову постојећих капацитета. Уколико се пореде услови међу пословним банкама, инвестициони кредити се могу добити на максимално

⁹⁷ Услови кредитирања пољопривредне производње резултат су истраживања понуде пословних банака спроведеног у периоду од 10-14.05.2010. године од стране кандидата.

120 месеци, уз опцију коришћења грејс периода од 24 месеца. Камата која се плаћа зависи од тога да ли је кредит у динарима, када износи од 22% до 28% и то на рок од максимално две године, или у еврима када камата износи 3м ЕУРИБОР + 11-20% у зависности од квалитета клијента и кредит се може користити у максималном временском интервалу. Све пословне банке имају у понуди и субвенционисане кредите које држава стимулише плаћањем дела каматне стопе.

Последња могућност финансирања пољопривреде јесу претприступни фондови ЕУ за развој пољопривредне производње. На жалост, они су још увек недоступни Србији.

1.3 Компаративна анализа расположивих и ФЗУ као могућих извора финансирања пољопривреде

За потребе компаративне анализе финансирања пољопривредне производње користиће се бизнис планови Министарства пољопривреде Републике Србије као основ за анализу прихода и издатака. Комплетни бизнис план су доступни на интернет страници Министарства пољопривреде⁹⁸. Подаци из бизнис плана биће коришћени како би се, у реалним условима, представиле разлике у процесу финансирања пољопривредне производње.

У бизнис плану представљена је производња поврћа у пластеницима, која имајући на уму 200 000 хектара неискоришћеног пољопривредног земљишта, представља огорман потенцијал укупне српске економије. Конкретно, у овом случају, реч је о производњи краставаца у пластенику у оквиру већ постојећег пољопривредног газдинства. Ниме, бизнис план анализира профитабилност улагања у изградњу два пластеника, укупне површине 1440м² или 14,4 ари, чији би укупан трошак био 5 018 112 динара. Према бизнис плану уложена инвестиција се враћа након 2 године и 5 месеци уважавајући стање које је у том тренутку важило на тржишту пољопривредних производа.

Као први извор финансирања јавља се држава која овакав вид производње може третирати као инвестиционо улагање и може га подржати из свог кредитног програма на основу кога произвођач плаћа каматну стопу од 5% и има рок отплате до 36 месеци⁹⁹. У условима коришћења државних средстава, а према условима који су изнети у бизнис плану, корисник кредита на средства узета од државе у износу 4 561 920 плаћа камату од 499 688.72, односно

⁹⁸ http://www.minpolj.gov.rs/index.php?stranica=komp_clanak&naredba=lista&id_kategorija=121&id=399

⁹⁹ Услови кредитирања су наведени у Бизнис плану који је доступан на:
http://www.minpolj.gov.rs/index.php?stranica=komp_clanak&naredba=lista&id_kategorija=121&id=399

враћа 5 061 608.72 динара држави након три године. Истина, корисник кредита има грејс период од 1 године и рату може плаћати квартално у износу од 632 701,09 динара. У овим условима корисник кредита може рачунати на остваривање следећих економских резултата:

*Табела бр. 3 Пословни резултат посматраног пројекта, уз коришћење средстава
Министарства пољопривреде*

	Прва година	Друга година	Трећа година
Укупан приход	1 584 000	3 168 000	3 168 000
Трошкови материјала	206 000	412 000	412 000
Енергија	24 000	24 000	24 000
Радна снага	120 000	240 000	240 000
Кредит		2 530 804	2 530 804
Профит	1 234 000	-38 804	-38 804
Укупан профит			1 156 392

Извор: Бизнис план Министарства Пољопривреде Републике Србије

Подаци из табеле који су произилазе из бизнис плана Министарства пољопривреде Републике Србије показују да је пројекат профитибилан и да након три године добит, пре опорезивања а након отплате кредита, која остаје произвођачу износи 1 156 392 динара.

Други облик финансирања јесу кредити пословних банака које се могу користити за набавку опреме потребне за реализацију поменутог пројекта. За потребе анализе користиће се исте претпоставке: износ кредита, рок враћања и његова намена. Најповољнији кредитни услови који се могу добити за организовање пољопривредне производње из сопствених извора банке су: 11,64% висина каматне стопе, грејс период од 12 месеци уз обавезу да кредит буде индексиран у еврима. Коришћење кредита од стране пољопривредног газдинства захтева обезбеђивање колатерала у виду хипотеке, менице или садужништва. У првој години коришћења кредита пољопривредник је обавезан да плаћа аниутет од 45 725 динара, месечно, за покривање камате док главницу почиње да отплаћује од друге године и тада месечни ануитет износи 214 424 динара. Уколико сада искористимо податке из бизнис плана Министарства долазимо до следећих резултата.

Табела бр.4. Пословни резултат посматраног пројекта уз коришћење банкарског кредита

	Прва година	Друга година	Трећа година
Укупан приход	1 584 000	3 168 000	3 168 000
Трошкови материјала	206 000	412 000	412 000
Енергија	24 000	24 000	24 000
Радна снага	120 000	240 000	240 000
Кредит	548 700	2 573 088	2 573 088
Профит	685 300	- 81 088	- 81 088
Укупан профит			523 124

Извор: Бизнис план Министарства Пољопривреде Републике Србије

Када упоредимо податке из Табеле бр.1 и бр.2. може се уочити јасна разлика да у условима коришћења кредита пословне банке профит који пољопривредни произвођач може да очекује је за 633 268 динара мањи. Предност коју кредити пословних банака имају у односу на државни јесте да, теоријски, не постоје ограничења у броју газдинстава које могу да аплицирају. Претпоставка је да се производња обавља без икаквих проблема и да нема кашњења у исплати аниутета. У таквој ситуацији нема потребе за активирањем менице и опасности да корисник кредита изгуби део своје имовине.

Фондови заједничког улагања као облик кредитирања пословних подухвата нуде један нови облик пословне сарадње привредника и институционалног инвеститора у смислу коришћења средстава и остваривања профита. Уколико посматрамо поменути бизнис план ФЗУ ће почети анализу протеклих пословних активности предузетника, што је карактеристично и за банку и за државу. Након тога, следи анализа профитабилности предложеног пројекта са аспекта његовог тржишног успеха и на крају, могућност излазних стратегија, односно продаје удела у финансираном пројекту. ФЗУ након извршене почетне анализе компаније и предложеног пројекта, прелази у фазу директних преговора око појединости које се тичу висине удела у власништву пројекта и предузећа у целисти, у овом случају пољопривредног газдинства. Када је реч о дефинисању удела у власништву, ФЗУ може да захтева удео у целом предузећу или само у пројекту који финансира. Уколико је пројекат уско везан за основну делатност, ФЗУ ће захтевати удео у предузећу као целини док у ситуацији у којој је пројекат релативно независан од основног производног програма, ФЗУ ће бити задовољан уделом у пројекту.

Када је реч о конкретном пројекту, ФЗУ ће бити заинтересован да стекне удео у власништву укупног пољопривредног газдинства јер пројекат који финансира уско је повезан да основном

делатношћу. Међутим проценат власништва не прелази 49% јер ФЗУ није заинтересован за куповину већ за финансирање конкретног пројекта и на њему заснованог раста вредности посматраног газдинства. Имајући на уму овакав вид инвестиционог понашања, газдинство нема обавезе плаћања месечних анuitета већ расподелу оствареног профита на крају године према унапред дефинисаном власничком односу. То практично значи да ФЗУ преузима ризик пословања, заједно са власником, делећи позитивне и негативне резултате пословања. Како је постао мањински власник, ФЗУ се труди да својим искуством и контактима унапреди пословање не само конкретног пројекта већ и укупног газдинства како би његова вредност расла из године у годину.

Табела бр.5 Пословни резултат посматраног пројекта уз коришћење средстава ФЗУ

	Прва година	Друга година	Трећа година
Укупан приход	1 584 000	3 168 000	3 168 000
Трошкови материјала	206 000	412 000	412 000
Енергија	24 000	24 000	24 000
Радна снага	120 000	240 000	240 000
Кредит			
Профит	1 234 000	2 492 000	2 492 000
Укупан профит			6 218 000

Извор: Бизнис план Министарства пољопривреде Републике Србије

Улажући потребан новац, 4 561 920 динара, ФЗУ постаје власник 49% поменутог газдинства¹⁰⁰ и учествује у том проценту у расподели оствареног профита. На основу података из табеле бр.3 види се да је укупна профит за три године 6 128 000 динара који се дели у односу 51:49, тако да 3 125 280 динара припада власнику газдинства док 3 002 720 припада ФЗУ. Уколико се пореди профит са којим располаже власник у претхода два случаја финасирања закључује се да ФЗУ нуде могућност остваривања највеће зараде. Међутим, како би поредили услове финансирања, морамо узети у обзир да је очекиван профит ФЗУ 20-25% од уложеног новца што у овом случају износи 5 702 400 динара¹⁰¹. Када се од укупне зараде 6 128 000 одузме 5 702 400 динара, добија се део који остаје власнику - 425 000 динара. У овако поједностављеном моделу,

¹⁰⁰ Ради лакшег поређења претпостављено је да је ФЗУ стекао максималан удео у власништву посматраног пољопривредног газдинства

¹⁰¹ $4\,561\,920 \cdot 1,25 = 5\,702\,400$

јасно је да ФЗУ са аспекта оствареног профита власника је најнеповољнији извор финансирања, али треба имати на уму три ствари:

- Прво, ФЗУ не улаже на периоде краће од 5 година тако да посматрани период прекратак,
- Друго, овакав начин повраћаја средстава искључује продају удела као могућност остваривања профита
- Треће, посматра се подела профита само конкретног пројекта а не и профита газдинства у целисти, укључујући и друге активности које доносе профит.

Како би поредили сва три случаја у једнаким условима посматрајмо дужи временски период, нпр. седам година под претпоставком да су приходи и трошкови исти током целог периода посматрања. Тако ћемо имати:

Табела бр.6 Комапаративна анализа извора финансирања

	Прве три године	Четврта година	Пета година	Шеста година	Седма година
Државна средства					
Укупан приход		3 168 000	3 168 000	3 168 000	3 168 000
Трошкови		676 000	676 000	676 000	676 000
Профит	1 156 392	2 492 000	2 492 000	2 492 000	2 492 000
Укупан профит		11 124 392			
Банкарска средства					
Укупан приход		3 168 000	3 168 000	3 168 000	3 168 000
Трошкови		676 000	676 000	676 000	676 000
Профит	523 124	2 492 000	2 492 000	2 492 000	2 492 000
Укупан профит		10 491 124			
Средства ФЗУ					
Укупан приход		3 168 000	3 168 000	3 168 000	3 168 000
Трошкови		676 000	676 000	676 000	676 000
Профит	6 128 000	2 492 000	2 492 000	2 492 000	2 492 000
Укупан профит		16 096 000 (10 393 600)			

Извор: Бизнис план Министарства Пољопривреде Републике Србије

Код података који се односе на ФЗУ, мора се објаснити да је 16 милиона динара укупан профит газдинства од кога се мора одузети 5 702 400 као очекивани профит ФЗУ чиме ће се профит предузетника умањити и износити 10 393 600 динара. Овај износ је резултат претпоставке да је ФЗУ цео свој профит базирао на исплати дивиденди у периоду од седам година. Када се пореде резултати, јасно је да је најповољније кредитирање од стране државе, али ту су ограничења у

погледу расположивих средстава и финансирања произвођача који немају одговарајуће осигурање. И банкарски кредити су повољнији од ФЗУ уколико се посматра само износ средстава који се "враћа". Међутим, уколико се посматра шири оквир пословних односа који превазилазе финансирање, јасно је да су услови које ФЗУ нуди бољи. Нема потребе за обезбеђивањем хипотеке, нема фиксног плаћања анuitета, подједнака одговорност за успех пројекта и подела профита односно губитка. Знајући да је у 2008. години 2% укупног капитала ФЗУ у Европи било усмерено ка пољопривреди, јасно је да се мора радити на стварању услова за привлачење ове врсте инвеститора¹⁰².

2. РАЗВОЈ АЛТЕРНАТИВНИХ ИЗВОРА ЕНЕРГИЈЕ

Развој енергетског сектора унутар националне економије представља јако значајан део, јер укупан економски раст и развој у многоме зависи од способности земље да обезбеди континуирано снабдевање енергијом. Питање снабдевања енергијом све више добија на значају имајући на уму да се свет у овом тренутку ослања на необновљиве изворе енергије, пре свега на нафту, гас и угаљ и да поједине, песимистичке, прогнозе предвиђају несташицу ових извора за 50 година. Како би се на време обезбедио континуирани извор енергије, развијене привреде све више улажу у развој ткзв. обновљивих извора енергија као што су: сунце, ветар, вода, биомаса и слични.

Ратификацијом Уговора о оснивању енергетске заједнице¹⁰³, Србија је, између осталог, прихватила обавезу да донесе и реализује план примене директиве 2001/77/ЕС о промовисању производње електричне енергије из обновљивих извора енергије и директиве 2003/30/ЕС о промовисању коришћења биогорива и других горива из обновљивих извора енергије у сектору саобраћаја. Директива 2001/77/ЕС дефинише обновљиве изворе енергије (ОИЕ):

- национални циљ за производњу електричне енергије добијене из ОИЕ
- програм мера за њихово достизање
- гаранције о пореклу - за електричну енергију произведену из ОИЕ (Guarantee of Origin)
- поједностављење правног оквира за изградњу и експлоатацију постројења

¹⁰² Укупна вредност капитала ФЗУ у Европи у 2008. години износила је 54 милијарде евра, видети:
<http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=416>

¹⁰³ http://www.parlament.gov.rs/content/lat/akta/akta_detalji.asp?id=367&t=Z

- обавеза за оператора преноса и дистрибуције да преузимају и транспортују електричну енергију из ОИЕ
- дефинисање услова и тарифа за прикључење на мрежу

Следећа Директива 2003/30/ЕС која је усвојена две године касније доноси промену у дефинисању биогорива и његовој примени:

- обезбедити појављивање одређене количине биогорива на тржишту - 5.75% од укупне количине горива које се користи у саобраћају до краја 2010. Године.

Септембра 2008. године, Европски парламент је усвојио пакет прописа о климатским променама који има за циљ да обезбеди смањење емисије гасова са ефектом стаклене баште од 20 %, унапређење енергетске ефикасности од 20% и учешће обновљиве енергије од 20 % у укупној потрошњи енергије у ЕУ до 2020. године, посматрано у односу на 1990. годину. Нова Директива о обновљивој енергији 2009/28/ЕС поставља обавезујуће националне циљеве које чланице Европске уније треба да достигну кроз промоцију обновљиве енергије у секторима електричне енергије, грејања и хлађења и у сектору транспорта, како би се обезбедило да до 2020. године обновљива енергија чини бар 20 % укупне потрошње енергије у Европској унији. Директива такође предвиђа да ће до 2020. године коришћење обновљиве енергије у транспорту (биогорива, електрична енергија и водоник произведен из обновљивих извора) износити најмање 10% укупне потрошње горива у Европској унији¹⁰⁴.

Република Србија постала је 26. јануара 2009. године чланица и оснивач Међународне агенције за обновљиву енергију (IRENA), као прве међународне (међувладине) организације која се фокусира искључиво на обновљиву енергију и активно ће наставити учешће у раду ове агенције у складу са Статутом Агенције и својим интересима у области активирања и коришћења обновљивих извора енергије. Основни циљ Међународне агенције за обновљиву енергију (IRENA-International Renewable Energy Agency) је да постане главна покретачка снага у убрзаној транзицији према широко распрострањеном и одрживом коришћењу обновљивих енергија у читавом свету, а њене главне активности обухватају:

¹⁰⁴

http://www.energy-community.org/portal/page/portal/ENC_HOME/AREAS_OF_WORK/RENEWABLES

- пружање конкретних саветодавних услуга владама индустријализованих и земаља у развоју - везаних за политику коришћења обновљивих извора енергије;
- трансфер технологија и саветодавних услуга у вези финансирања пројеката;
- изградња и подизање капацитета у области коришћења обновљиве енергије.

Пратећи данашње напоре ЕУ да регулише и обезбеди довољно енергије на ефикасан начин, Република Србија је донела неколико стратешких докумената којима регулише будућа дешавања у сектору енергетике.

Циљ Републике Србије је да до краја 2012. године повећа учешће електричне енергије произведене из обновљивих извора за 2,2%, посматрано у односу на укупну националну потрошњу електричне енергије у 2007. години, као и да заступљеност биогорива и других обновљивих горива на тржишту износи најмање 2,2% у односу на укупну потрошњу горива у саобраћају рачунато на основу енергетског садржаја¹⁰⁵.

Реализација постављеног циља обезбедиће се повећањем производње „зелене електричне енергије“ у обиму од 739,1 милиона киловат-часова у 2012. години, што је довољно да покрије годишње потребе за енергијом 179 хиљада домаћинстава (са просечном месечном потрошњом од 350 киловат-часова), и стављањем у промет више од 130 хиљада тона биогорива на тржиште у периоду до 2012. године.

За остварење постављеног циља за учешће електричне енергије у укупној потрошњи до 2012. године планирано је привлачење и ангажовање приватних извора финансирања у изградњи капацитета снаге 102 MWe који за производњу електричне енергије користе обновљиве изворе, чиме би се створили услови за повећање производње „зелене електричне енергије“ за 739,1 GWh.

У посматраном периоду ће се производња електричне енергије из обновљивих извора повећати за 7,4% - са 9.974 GWh у 2007. на 10.713,1 GWh у 2012. години.

Планирани капацитети обухватају изградњу најмање 45 MWe малих хидроелектрана, 45 MWe ветроелектрана, 5 MWe соларних фотонапонских постројења, 2 MWe постројења на биомасу и 5 MWe постројења која користе биогаз, уз укупну вредност инвестиција од око 200 милиона евра у периоду до 2012.

¹⁰⁵ Стратешки документи доступни на: <http://www.mem.gov.rs/>

2.1. Распоживи енергетски извори у Србији

Након 2000-те године и отпочињања процеса транзиције у Србији, отпочела је фаза обнове и реструктурирања енергетског сектора као последица деценијског ненеменског експлатисања и бомбардовања 1999.године. До 2005.године, уз помоћ донација и повољних кредита од стране ЕУ, делимично су обновљени порушени капацитети и извршена је модернизација за релативно сигурно снабдевање енергетским ресурсима, нарочито електричном енергијом.

Тренутан енергетски потенцијал Србије се може сагледати ако се анализирају расположиви необновљиви и обновљиви извори и послуже као основа за креирање будуће стратегије развоја енергетског сектора Србије. Подаци у табели приказани су у милионима тона еквивалента нафте (Мтое) како би била могућа међусобна упоредивост енергетских ресурса¹⁰⁶.

Табела бр.7 Структура резерви енергетских ресурса Србије

Врста необновљивог енергетског ресурса	Учешће у укупним резервама необновљивих извора (у %)	Енергетска вредност резерви, изражена у Мтое
Угаљ	90,86	3 538
Уљни шкриљци	4,97	193
Нуклеарно гориво	2,66	103
Нафта и природан гас	1,51	60
Укупан потенцијал необновљивих ресурса	100	3 894
Врста обновљивог енергетског ресурса	Учешће у укупним резервама обновљивих извора (у %)	Енергетска вредност резерви, изражена у Мтое
Хидропотенцијал	31,67	1,59
Биомаса	47,81	2,4
Сунчева енергија	12,75	0,64
Енергија ветра	3,87	0,19
Геометрална енергија	3,90	0,2
Укупан годишњи енергетски потенцијал обновљивих ресурса	100	5,02

Извор: Просторни план Републике Србије, Републички завод за развој, Београд, 2005., стр. 19.

Презентирани подаци показују да унутар необновљивих енергетских извора доминантну позицију заузима угаљ са 90,86% док је учешће нафте и гаса скромно, 1,51%. Знајући за ове податке, не треба да чуди чињеница да је српска економија увозно зависна када је реч о нафти и гасу и да посматрано кроз учешће у увозу ресурса, нафта и гас учествују са 86,5%.

¹⁰⁶ Мера која се користи у енергетици како би било могуће изједначити различите изворе према њиховој расположивости

У оквиру обновљивих извора енергије, према подацима из табеле највећи ресурсни потенцијал има биомаса (2,4 Мтое) и хидропотенцијал (1,59 Мтое). У овом тренутку најинтензивније је коришћење хидропотенцијала, нарочито великих река, који учествује са 30% у укупној производњи електричне енергије. Остали обновљиви извори енергије се не евидентирају у енергетском билансу Србије, што указује да не постоји могућност њихове комерцијалне употребе¹⁰⁷.

Енергија водених токова представља водећи енергетски ресурс из реда обновљивих извора енергије што је од велике важности за привреду Србије из два разлога: а) добијања електричне енергије и б) наводнавања у пољопривреди. Када се посматра хидроенергија са аспекта концентрисаности, може се рећи да је распоред хидропотенцијала таква да га је могуће користити економски рационално за разлику од других обновљивих извора енергије.

У овом тренутку учешће водених токова у укупној производњи примарне енергије у Србији износи 10,6%, а у производњи електричне енергије са 25,55%¹⁰⁸ што је далеко од просека на светском нивоу. Наиме, на глобалном нивоу учешће водних ресурса у производњи примарне енергије износи 2,2% а у производњи електричне енергије 16%¹⁰⁹.

Србија располаже значајним енергетским потенцијалом који износи 30 000 GWh електричне енергије годишње, док је економски исплативо 12 000 GWh електричне енергије годишње, што представља 40% теоријског или двоструко више од глобалних стандарда који износе 22%¹¹⁰. Претходни подаци показују да је неискоришћен енергетски хидропотенцијал 6100GWh електричне енергије годишње. Уколико се погледа географска дистрибуција неискоришћеног хидропотенцијала, добијају се следеће информације: 1900GWh је сконцентрисано на Дрини и Лиму, 1700GWh је сконцентрисано на Морави а 1000GWh на Дунаву. То практично значи да је 4600GWh електричне енергије могуће добити изградњом појединачних објеката снаге 10MW на великим речним токовима док остатак производње од 1500GWh је могуће добити на близу 1000 (тачније 867) потенцијалних локација на малим водотковима где је могућа изградња малих хидроелектрана, испод 10MW¹¹¹. Уколико би се инсталирали сви могући капацитети малих

¹⁰⁷ <http://www.tentesla.com/index.php/strategija-razvoja>

¹⁰⁸ <http://energija.wordpress.com/2008/06/16/strategija-razvoja-energetskih-sektora-srbije/>

¹⁰⁹ Key World Energy Statistics, International Energy Agency, Paris, 2008., стр.24

¹¹⁰ Caille, A., et al, Survey on Energy Recourses 2007, World Energy Council, London, 2008., Стр.279

¹¹¹ <http://www.tentesla.com/index.php/strategija-razvoja>

хидроцентрала, оне би производеле 13,4% укупне производње свих хидроцентрала, односно 4,1% укупне производње електричне енергије.

2.2.Мини хидро центре – шанса Србије на тржишту ЕУ

Коришћење хидропотенцијала малих водотокова може представљати значајан допринос производњи електричне енергије у Србији¹¹². Технички и технолошки проблеми изградње самих мини-хидроцентрала су решиви, док остају проблеми везивања за постојећу високонапонску мрежу и цена тако произведене електричне енергије. Поред коришћења природних ресурса оваквим начином производње остварују се и позитивни еколошки ефекти, у погледу заштите животне средине што се постиже смањивањем емисије сумпора и азота, и оксида угљеника. Из тог разлога већина развијених земаља третира мини-хидроцентралe као повлашћене произвођаче електричне енергије.

Табела бр.8 Преглед потенцијала малих водотокова

Слив	Број малих ХЕ	Инсталисана снага, у MW	Производња у MWh годишње
Колубара	28	11,020	31.953
Дрина и Лим	151	59,435	219.249
Велика Морава	17	15,675	37.642
Западна Морава и Ибар	240	137,979	492.088
Јужна Морава	279	140,850	517.859
Тимок, Пек и Млава	88	58,175	171.618
Пчиња и Драговштица	53	19,495	74.576
Канали ДТД	11	10,400	54.030
Укупно	867	453,032	1.599.015

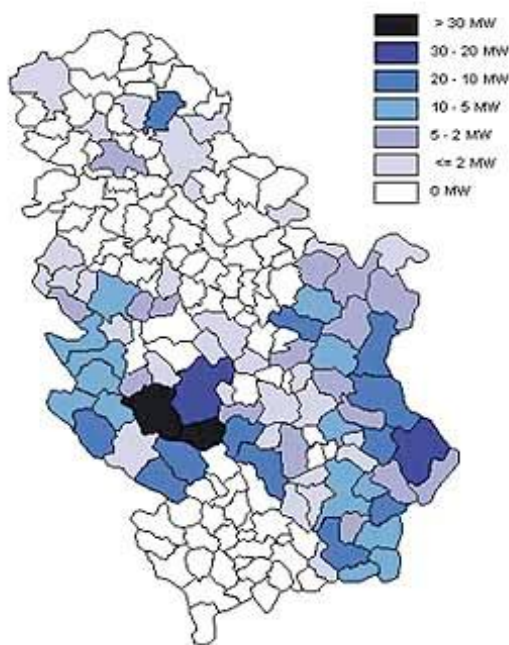
Извор: Беншек, М., Месарвић, М., *Енергетски потенцијали малих водотокова у Србији, Енергија, економија, еколозија, Савез енергетичара Србије, Београд, 2005.год., стр. 165*

Највећи број мини-хидроцентрала је могуће инсталирати на сливу Јужне Мораве(279), затим Западне Мораве и Ибра(240) док најмање могућности за развој мини хидроцентрала има на сливу Велике Мораве(17) и каналу ДТД(11).

¹¹² http://www.pregled.com/nauka.php?id_nastavak=331&tmpl=nauka_tmpl&tekuca_strana=12

Када говоримо о географској концентрацији највећи потенцијал за развој мини-хидроцентрала имају општина Рашка и Ивањица јер је на територијама ове две општине могуће инсталирати мини-хидроцентарале укупне снаге 60MW. Општине Краљево и Пирот имају енергетски потнецијал између 20 и 30MW. Истовремено, највећи број општина у Војводини, град Београд и већи део Шумадије нема могућност за развој мини-хидроелектрана што се може видети и на следећој слици:

*Слика бр. 1 Потенцијал за изградњу малих хидроелектрана,
по општинама, у MW*



Извор: <http://www.mre.gov.rs/navigacija.php?IDSP=303>

У Србији, у овом тренутку, ради 31 мини-хидроелектрана укупне снаге 34,6MW које годишње произведу 150 милиона KWh електричне енергије што је за десет пута мање од могућности. Уколико се погледају европске државе, код њих је степен искоришћености потенцијала већи чиме се постижу двоструки ефекти: смањује се дефицит у снабдевању електричном енергијом из споствених извора и омогућава се несметан приступ приватним инвеститорима. Тако, Словенија има 400, Пољска 600 а Чешка скоро 1600 малих електрана из којих се добија електрична струја.

Основно питање које се поставља јесте како финансирати изградњу мини-хидроцентрала јер у овом тренутку не постоје подстицајна средства Републике Србије, а пословне банке на овакав пројекат гледају као и на сваку врсту пословне активности уз услове које не могу испунити сви заинтересовани, нарочито када је реч о осигурању кредита у виду хипотеке. Опција која остаје јесте да се за потребе развоја сектора енергетике на пољу мини-хидро централа створе институционалне претпоставке за сарадњу државе и ФЗУ, при чему би држава "унела" у посао концесију, односно локације, а ФЗУ новац, управљачке способности и искуство у продаји електричне енергије на тржишту ЕУ. Како би се створила слика о заинтересованости ФЗУ из европских земаља, мора се указати на податак да је током 2008. године у развој обновљивих извора енергије у Европи уложено близу 11 милијарди евра, што је представљало 12% укупно инвестираних средстава¹¹³ Фондова заједничког улагања. Овакав податак показује да постоји заинтересованост индустрије ФЗУ да улажу у обновљиве изворе енергије, а нарочито се то односи на фондове који долазе из Шведске, Норвешке, Данске, Италије, Холандије и Шпаније.

Када говоримо о улагању у изградњи мини-хидроцентрала у Србији, потребно је кренути од иницијалних улагања потребних да се инсталирају капацитети за експлатацију хидро потенцијала. Трошкови изградње једне хидроцентрале инсталисане снаге испод 10 MW у развијеним земљама износи од 3000 до 5000 евра по инсталисаном киловату. Имајући на уму да су иницијална улагања у изградњу мини-хидро централа велика, све развијене привреде, чланице ЕУ, стимулишу градњу малих хидроелектрана разним административним и пореским мерама, пре свега пореским ослобађањима, субвенцијама али и обавезом да дистрибутери електричне енергије одређени проценат електричне енергије купе из обновљивих извора.

Последњих година, у Србији је дошло до појаве приватног капитала у енергетском сектору, нарочито су улагања била интензивна у мини-хидроцентрале до 10MW. Међутим, поступак добијања дозвола је јако компликован тако да већина инвеститора након почетног ентузијазма одустаје од улагања. На тај начин се одустаје од додатне ангажованости енергетског капацитета државе и не користи се могућност да се произведе 1,5 милиона MWh електричне енергије годишње. Уколико се могућа количина произведене струје помножи са важећом ценом струје, од 80 евра, добија се приход од 120 милиона евра¹¹⁴. Међутим, приход би могао да буде и

¹¹³ <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=416>

¹¹⁴ Цена од 80 евра је субвенционисана цена за 1 MW струје произведене из мини-хидро централа

већа уколико се овако произведена струја понуди тржишту ЕУ на коме је цена струје 120 евра¹¹⁵. На тај начин остварио би се приход од 180 милиона евра годишње што би значајно утицало на буџетски дефицит националне економије. Имајући на уму да је просечна цена коштања инсталирања једног MW око милион евра, трошкови изградње и функционисања износе 60 евра по MWh, што би практично значило профит од 20 до 60 евра у зависности где се произведена струја продаје.

Да би се на прави начин разумела шанса која се пружа ФЗУ али и националној економији, претпоставимо да се ФЗУ одлучи за изградњу мини-хидро централе инсталиране снаге 4 MW, што значи да може производити 4 MW у сваком сату свог функционисања. Цена коштања инсталираног једног MW је три милиона евра, што значи да за је 4 MW потребно обезбедити 12 000 000. Претпоставка је да турбина може радити 22 сата дневно (у просеку) 365 дана годишње, тако да се са 8000 сати рада годишње добија 32 000 MWh. Према прорачунима које је вршио Машински факултет из Крагујевца¹¹⁶, трошкови (цена коштања) овако произведене струје се креће између 55 и 60 евра за MWh што је изнад цене коју плаћа крајњи корисник у Србији а која се креће око 50 евра. Цена коштања укључује иницијално улагање и трошкове одржавања, претпостављајући скраћење рока технолошког трајања централе на 6 година. При тој претпоставци, централа мора остварити 2 000 000 евра прихода годишње, што уз производњу од 32 000 MWh годишње, води ка закључку да цена мора бити 62 евра по MWh. Познато је да мини-хидро централе имају технолошки рок трајања од 25 година, тако да након 6 године и повраћаја средстава, целокупан приход се може сматрати профитом јер трошкови одржавања имају јак мало процентуално учешће (0,02%).

У овом тренутку, држава плаћа 80 евра за струју произведену из обновљивих извора енергије, чиме профит остварен у производњи струје у мини-хидро централама износи 20 евра по MWh. Имајући на уму да ће у наредном периоду цена струје расти али и тражња за истом, јасно је да мини-хидро централе представљају интересантно тржиште за улагање фондова.

¹¹⁵ Загарантована цена према: www.ec.europa.eu/energy, Energy Technology for cheaper renewables, greater efficiency and global leadership of the European industry, стр.2

¹¹⁶ Истраживање је спровела Катедра за енергетику и процесну технику Машинског факултета Универзитета у Крагујевцу

Табела бр.9 Финансијски показатељи улагања у мини-хидро централе(након шест година)

Иницијално улагање	12 000 000
Укупни приходи	15 360 000 (32000*80*6) ¹¹⁷
Укупни расходи	12 240 000 (12 000 000 + 0,02*12 000 000)
Профит	3 060 000

Подаци из табеле показују да је након шест година остварен профит од 3 060 000 евра, што је скоро 40% на уложени капитал.

Поставља се питање на који начин држава може, у сарадњи са ФЗУ, организовати производњу електричне енергије тако да то буде исплативо и држави и институционалном инвеститору. Као што је напред речено, једно од решења које би било најприхватљивије за државу јесте стварање приватно-јавног партнерства које би било носилац целокупног пројекта. Имајући у виду да институционални инвеститор није заинтересован за већински пакет, претпоставићемо да је однос власништва 51:49 у корист државе, при чему инвеститор задржава право финансијске контроле и спречавања преливања новца. Постоје три начина којима се могу регулисати односи партнера и то:

1. Како је институционални инвеститор свестан да је капитал "заробљен" и да је то главна карактеристика улагања којим се бави, може у договору са државом током првих 6 година поделити укупан профит од 3 060 000 евра и у односу 51:49, што би значило да фонд поред повраћаја 12 000 000 евра, зарадио 1,530 милиона евра профита. Како је то мање од 10% од уложеног капитала, фонд може наставити наредне три године са дељењем профита од 2,5 милиона тако да ће додати још 3,68 милиона што би укупно било 5,21 милион или скоро 44% остварене профитне стопе.
2. Држава може након одређеног периода понудити институционалном инвеститору откуп његовог удела по цени која мора бити у складу са пословном политиком фонда. Тачније држава може понудити 15,6 милиона евра фонду у ситуацији у којој нису биле исплаћиване

¹¹⁷ Укупан приход добија се када се помоножи укупна производња струје за шест година(32 000MW*6) са тренутном субвенционисаном откупном ценом (80 евра за 1 MW)

дивиденде. Друга солуција откупа је у ситуацији након 6 година када је фонд повратио средства и остварио одређени износ профита. Износ за који би фонд био спреман да прода свој удео зависи од инвестиционе политике фонда, преговарачке позиције али и заинтересованости других финансијских институција за поменути пројекат. Средства којим би држава откупила удео фонда се могу обезбедити кредитом код међународних финансијских институција¹¹⁸.

3. Последња солуција јесте да након повраћаја уложеног капитала ФЗУ изнесе свој удео на продају било кроз иницијалну понуду акција било кроз директну продају другим институционалним инвеститорима. ФЗУ је заинтересован да оствари максималан профит на уложену инвестицију тако да је ова солуција вероватно најинтересантнија за њега. Ниме, током продаје удела(независно од модела) ФЗУ ће поћи од будућих дивиденди у периоду од 6. до 25. године и на основу тога ће формирати цену свога удела. За процену вредности користе се модел из области корпоративних финансија за процену садашње вредности будућих плаћања¹¹⁹:

$$PV = C \left[\frac{1}{r} - \frac{1}{r(1+r)^T} \right]$$

где С представља континуирана плаћања након шесте године, у овом случају 49% оствареног профита, односно 1,22 милиона евра. Други симбол у једначини r представља дисконтну стопу која обично представља камтну стопу на депозите као најсигурнији вид пласмана средстава и у овом случају она износи 6%. Последњи симбол T у једначини представља период унутар којег се врше плаћања дивиденди, у овом случају од 6. до 25. године. Уколико се симболи замене одговарајућим вредностима, добија се цифра од 13,32 милиона евра колико је вредност дивиденди од 6. до 25. Године. То практично значи да је то максимална цена која може бити постигнута са 49% власништва. Међутим, та цифра представља горњу границу на коју неће пристати ниједан инвеститор будући да је и он заинтересован да оствари одговарајући профит купујући удео.

Претходна анализа, иако упрошћена, показала је да постоји потенцијал за развој мини-хидроцентрала на територији Србије и да тај развој може бити значајан сва два аспекта:

¹¹⁸ Обезбеђивање средстава када је у питању финансирање обновљивих извора енергије има велики број извора кроз различите кредитне линије, од пословних банака до фондова ЕУ

¹¹⁹ Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., Corporate finance, McGrawHill, Singapore, International edition, 2005., стр.80

смањивања енергетског дефицита и мобилности сопствених потенцијала. Истовремено, приказан је модел финансирања који може дати резултате јер је већ тестиран у Данској, Норвешкој, Шпанији, Холандији и Италији.

3. ГРАЂЕВИНАРСТВО КАО МОГУЋНОСТ ОСТВАРИВАЊА КОНТИНУИРАНЕ СТОПЕ ПРОФИТА ФОНДОВА

Развој сектора грађевинарства везује се за почетак транзиторног периода националне економије и реформе банкарског сектора. Промене у власничкој структури и пословним политикама банакарског сектора, учинио је доступним дугорочне облике финансирања за решавање стамбеног питања. Међутим, у ситуацији неиграђеног институционалног оквира којим би се регулисали односи унутар грађевинске индустрије изостају велики инвестициони пројекти који би учинили доступним некретнине за већи број становника.

Тржиште некретнина у Србији се одликује великим бројем малих пројекта које се раде не као резултат дугорочне пословне стратегије инвеститора већ као концентрисана пословна активност појединачних улагача у појединим деловима већих градова Србије: Београда, Новог Сада, Ниша, Крагујевца и сл. Имајући на уму да велики број становништва Србије нема сопствене стамбене јединице, може се правилном инвестиционом стратегијом остварити континуирана стопа профита.

3.1. Развој тржишта некретнина у Србији од 2000. до 2009. године

Након 2000. године експанзијом кредитне активности банака, дошло је до раста тржишта некретнина у Србији. На жалост, недостаци у законским решењима су довели до велике несређености и несигурности приликом куповине некретнина јер један део некретнина иако саграђен нема све потребне дозволе. Недовољно изграђени институционали оквир дестимулативно делује на крупне, нарочито иностране, улагаче чиме се утиче на изостанак крупних инвестиционих пројекта.

У периоду од 2002. до 2007. године у Србији је дошло до повећања броја стамбених јединица а самим тим и до повећања броја квадрата новоизграђеног простора. Подаци о кретању новоизграђеног простора се могу видети у следећој табели:

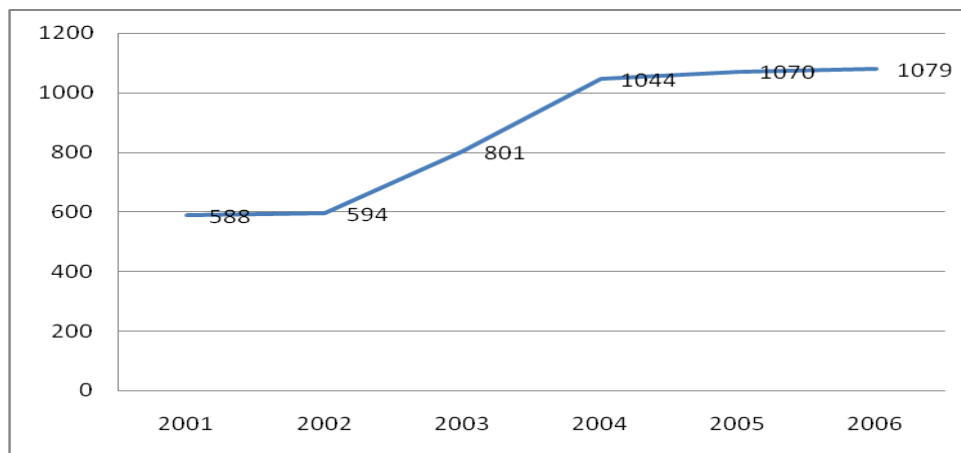
Табела бр. 10 Број стамбених јединица, у периоду 2002-2007.године

Година	до 40м ²	40-60 м ²	60-80 м ²	80-100 м ²	Преко 100 м ²	Укупно
2002	513 977	1 006 887	742 398	300 482	186 245	2 749 989
2003	516 351	1 010 672	745 908	302 090	188 000	2 763 021
2004	520 002	1 015 754	749 736	303 831	189 117	2 778 440
2005	523 073	1 020 852	753 883	305 645	190 471	2 793 924
2006	527 263	1 026 711	757 701	307 460	191 901	2 811 036
2007	532 082	1 033 449	762 092	309 547	193 546	2 830 715

Извор: Wolf & McGill, Serbian Real Estate Market Projections, March 2008., стр.8

Подаци из табеле показују да је у периоду од пет година дошло до значајног повећања броја стамбених јединица, 80 726, али је то далеко од потреба српског тржишта. Посебно ако се има на уму да се подаци односе на укупно изграђене стамбене јединице које обухватају и куће, али и њихово реновирање. Уколико се погледају подаци о изграђеним квадратима у истом периоду такође се може говорити о експанзији грађевинске индустрије:

График бр. 4 Изграђени квадрати у периоду 2002-2007.година, и хиљадама м²



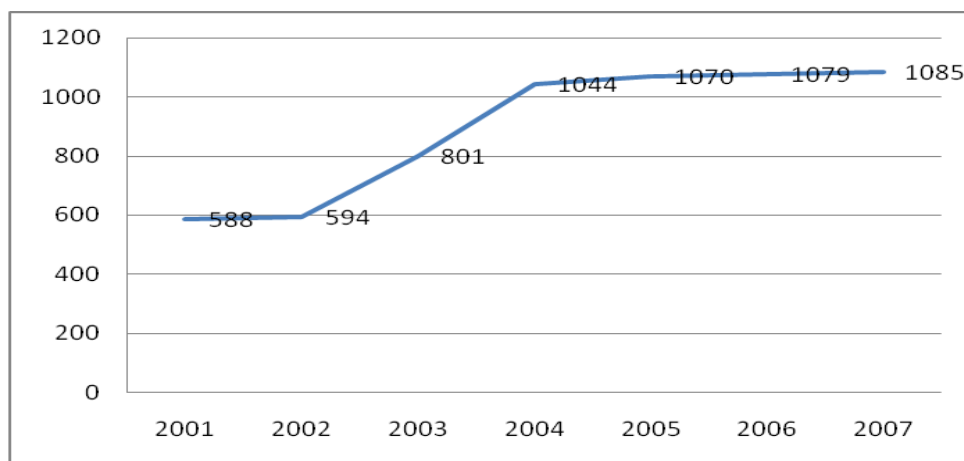
Извор: Извор: Wolf & McGill, Serbian Real Estate Market Projections, March 2008., стр.9

Посебан и најинтересантнији део грађевинске индустрије односи се на изградњу станова као стамбених јединица за које је заинтересован већи део становништва. У истом периоду (2002-2007) за изградњу станова у Србији било је карактерично присуство великог број малих и средњих

инвеститора који су у 80% били сконцентрисани у великим градовима¹²⁰. У овом временском периоду укупно је изграђено 96 437 стамбених јединица и то највише оних које се налазе у распону од 40 до 60 м², 31 464 јединица. Активност у изградњи станова може се изразити и у укупно изграђеним м² тако да је у посматраном петогодишњем периоду изграђено укупно 7 241 350 м²¹²¹.

Када је реч о цени квадрата станова, истраживање¹²² показује да су цене по квадрату јако различите између али у унутар градова. Наиме, велики градови се одликују високим ценама некретнина које се разликују и унутар самог града. Тако је ужи центар у свим градовима минимално 30% скупљи у односу на остале делове града. Такође, не постоји велика разлика између старе и нове градње у погледу цене, и она се креће до 15%. Просечене цене квадрата у Србији се могу видети на следећем графику:

График бр. 6 Просечене цене м² у Србији 2000 - 2007.година, у еврима



Извор: Wolf & McGill, Serbian Real Estate Market Projections, March 2008., стр.27

Као што приказује претходни график цене некретнина по м² у Србији су за период од 5 година порасле за скоро 100%, с тим што су присутне велике разлике које су последица локације. Тако метар квадратни на Новом Београду 2009. године је коштао и 3000 евра, на Врачару 2500 евра док је за квадрат стана у Јагодини било потребно издвојити око 550 евра. Подаци из наредне табеле показују разлике у ценама квадрата у 10 српских градова:

¹²⁰ Wolf & McGill, Serbian Real Estate Market Projections, March 2008., стр. 14

¹²¹ Исто, стр. 15

¹²² Исто, стр. 27

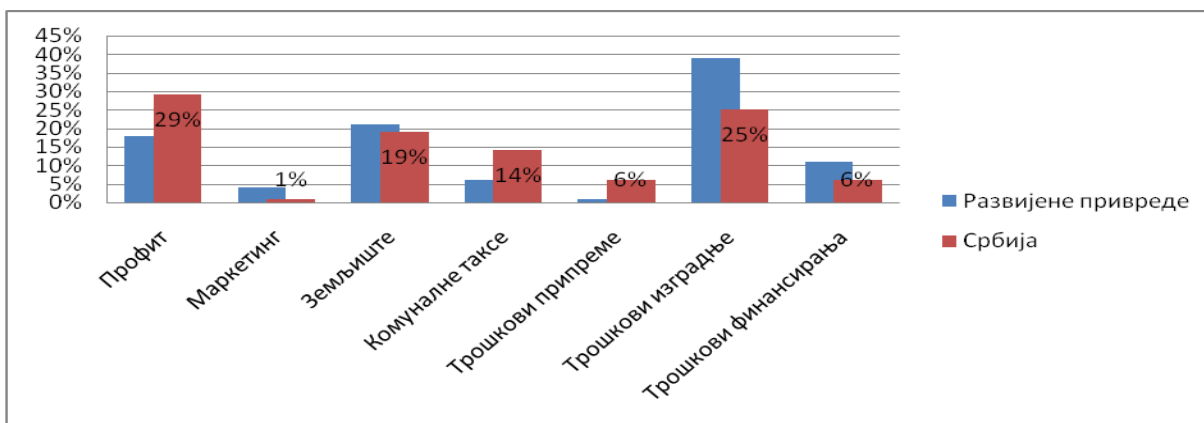
Табела бр.11 Просечне цене квадрата у Србији током 2009.године, у еврима

	Град	Цена квадрата
1.	Београд	1 871
2.	Нови Београд	2 112
3.	Нови Сад	1 446
4.	Земун	1 504
5.	Пожаревац	1 447
6.	Ниш	778
7.	Зрењанин	648
8.	Краљево	595

Извор: Економист,бр.457, ЕМГ група, Београд, 2009., стр.42

Још интересантнији подаци се добијају ако се направи упоредни преглед структуре трошкова у Србији и развијеним привредама:

График бр.7 Упоредни преглед структуре трошкова по м²



Извор: Wolf & McGill, Serbian Real Estate Market Projections, March 2008., стр.29

Када се погледа структура трошкова, уочљива је разлика у оствареним профитима који се у Србији, у просеку, крећу до 29% док је просек у развијеним привредама 18%. Такође велика разлика је и у области трошкова изградње и комуналних такси. Тако у Србији трошак комуналних такси износи 14% док у развијеним привредама он је свега 6%. Када је реч о трошковима

изградње, они у Србији у цени квадрата учествују са 25% док у развијеним привредама тај проценат се креће око 39%.

3.2. Фондови заједничког улагања као нови извор финансирања стамбене изградње

У овом тренутку у Србији постоје два облика финансирања, један који се може назвати "сопственим" финансирањем и други, у којем банка подржава пројекат кроз пројектно финансирање изградње стамбених јединица.

"Сопствено" финансирање јесте облик инвестирања у којем инвеститор преузима све обавезе које се тичу изградње стамбених јединица. Наиме, након проналаска одговарајуће локације која одговра законским предусловима за градњу, инвеститор улази у преговоре са власником парцеле око услова коришћења парцеле за стамбену изградњу. Како је често реч о тренутном пребивалишту власника парцеле, инвеститор преузима обавезу плаћања закупа стамбене јединице у којој ће власник парцеле боравити до завршетка изградње. Поред обавезе плаћања закупнине, предмет договора је и проценат квадрата које добија власник. У зависности од локације и преговарачких способности, власник парцеле може очекивати до 20% укупне нето површине зграде уколико је реч о малим стамбеним јединицама, док се са повећањем корисне површине смањује проценат који се уступа власнику.

Након преговора о коришћењу земљишта, инвеститор улаже средства у добијање дозвола неопходних за почетак изградње и то је процес који може трајати од 6 до 12 месеци у зависности од типа зграде, положаја и инфраструктурних услова. Најчешће су средства обезбеђена из сопствених извора и представљају потенцијални губитак инвеститора. Након добијених потребних дозвола, инвеститор обезбеђује средства за изградњу објекта и то чини на два начина: продајом станова унапред или(и) компензацијским пословима са снабдевачима или извођачима радова.

У првој ситуацији, инвеститор продаје станове и новцем добијеним од купаца финансира изградњу уз одрицање дела профита услед смањене цене у "сивој" фази. Практично, инвеститор новцем купаца финансира комплетан пројекат пребацујући ризик инвестирања на крајњег корисника стамбене јединице. Овакав вид финансирања је привлачан за купце јер се у "сивој" фази изградње може добити цена која је између 20 и 25% нижа од цена за које се купују завршене некретнине. Међутим, у оваквом виду финансирања изградње, купци преузимају значајан ризик.

Наиме, инвеститор може да потроши новац намењен изградњи и да доведе купце у ситуацију да не могу да се уселе иако су платили. Затим, инвеститор може да игнорише обавезе које има према држави(дозволе, уговори, порез..) и да то доведе до затварања фирме што опет може резултирати незавршавањем стамбених јединица.

Други вид финансирања односи се на пројектно финансирање банака. Наиме, инвеститор отвара нову фирму чије књиге су чисте и нема додирних тачака са осталим фирмама инвеститора. Инвеститор је обавезан да обезбеди учешће од минимум 20% вредности укупног пројекта а које се може остварити кроз земљиште, добијену дозволу или урађен идејни пројекат. Остатак средстава од 80% обезбеђује банка и на њих се плаћа каматна стопа од ЕУРИБОР + 8% у зависности од кредитне историје клијента. Рок на који се може добити кредит зависи од величине пројекта, тако да се пројекти до 10 000м² финансирају на период до 18 месеци а пројекти преко 10 000м² се финансирају до 36 месеци уз коришћење грејс периода од масимално 10 месеци. Након изградње или током, могуће је продавати станове али се сва плаћања остварују преко рачуна који се отвара код банке. Уколико се инвеститор одлучи да врати средства пре истицања рока, плаћа пенале у износу од 0,5 до 1% одобреног кредита.

Како би се на прави начин схватила улога ФЗУ у финансирању може се анализирати пројекат изградње стамбеног простора величине 10 000 м² са аспекта извора финансирања. Изградња 10 000 м² претпоставља трошкове изградње од 450 евра по квадрату¹²³, тако да за поменути пројекат је потребно обезбедити 4 500 000 евра. Од укупног, бруто, износа квадрата 30% су површине које не улазе у квадратуре које се могу продати(ходници, лифт, хол..) док 7000 м² представља нето површину која се нуди тржишту. Претпоставка је да је цена квадрата 1100 евра, што представља просек ако се посматрају већи градови у Србији и просечне цене квадрата у њима.

Први облик финансирања претпоставља да се део стамбених јединица прода унапред како би пројекат започео. Једна крајност јесте да се мора продати онолико стамбених јединица колико је потребно за дозволе, односно инвеститор продаје стамбене јединице унапред како би започео процес изградње. Ово је нарочито пракса у ситуацији када инвеститор гради на ексклузивним локацијама. Тиме практично инвеститор почиње процес изградње средствима које је добио од купаца и спреман је да цену коригује за одређени износ. Имајући на уму полазне претпоставке,

¹²³ Износ трошкова изградње је резултат интервијуа које је кандидат обавио са власником "Капитал инжењеринг", фирмом која је радила на изградњи највећег стамбеног простора у Крагујевцу, укупне површине 36000 квадрата

може се израчунати цена квадрата која би се нудила тржишту коришћењем овог модела финансирања.

Изградња 10 000м² по цени од 450 евра значи да је потребно обезбедити 4 500 000 евра за завршетак пројекта, при чему је 7000 квадрата намењено продаји на тржишту. Коришћењем информација на располагању долазимо до закључка да је цена коштања по квадрату:

$$\text{Цена коштања} = \frac{\text{Укупни трошкови изградње}}{\text{Нето површина}} = \frac{4.500.000}{7.000} = 642,85 \text{ евра/м}^2$$

Узимајући претпоставку да је, према истраживањима, очекивана профитна стопа грађевинске индустрије у Србији 30% то практично значи да ће квадрат стана бити 835,70 евра.

Друга расположива алтернатива у изградњи стамбених јединица јесте да се користи пројектно финансирање банкарског сектора. У конкретном случају потребно је обезбедити средства у висини од 4 500 000 евра. Инвеститор је у обавези да отвори ново предузеће само за овај пројекат и средства у износу од 20% вредности пројекта. У овом случају, то је 900 000 евра. Истина, то може бити у земљишту, дозволама или главном пројекту али и то захтева новац. Уколико инвеститор обезбеди средства банка му одобрава кредит у износу од 3 600 000 евра (4 500 000 – 900 000) и обрачунава камату од 8,75% односно закључује уговор према коме је инвеститор у обавези да за 36 месеци врати 4 086 202 евра. Уколико желимо да обрачунамо цену коштања у једначину морамо да укључимо и плаћање камате као трошак који утиче на цену квадрата:

$$\text{Цена коштања} = \frac{\text{Укупни трошкови изградње}}{\text{Нето површина}} = \frac{4.086.202 + 900.000}{7.000} = 712,31 \text{ евра/м}^2$$

Уколико остане иста претпоставка о 30% профита, онда цена квадрата у продаји, коришћењем овог модела финансирања би износила 926 евра.

Последњи извор финансирања у грађевинској индустрији могу представљати ФЗУ као финансијске посредници који имају искуства и изградњи у развијеним привредама из разлога што имају новац и што њима руководе људи са искуством у поменутој индустрији. Предност ФЗУ јесте што је у могућности да обезбеди капитал у целости и то пре почетка изградње стичући на тај начин предност у преговорима са извођачима радова јер испуњење обавеза се не везује за продају стамбених јединица. Такође, фонд може организовати продају стамбених јединица унапред али уз одсуство ризика завршетка пројекта јер су средства за пројекта обезбеђена у целости. У

конкретном пројекту може се основати компанија које ће бити у власништву власника парцеле, пројекта или дозвола док би фонд био власник 49% што би му дало право да учествује у подели профита у истом проценту. Цена коштања у овом случају може бити различита и зависи од услова у којима се преговара као и преоговарачке снаге и способности учесника. Коначан договор може зависити и од висине улога партнера, односно уколико друга страна(пored ФЗУ) уноси само земљиште проценат који се добија је мањи него у ситуацији у којој иста улази са комплетном сређеном папиологијом. Такође, цена коштања може да зависи и од дефинисане профитне стопе ФЗУ. Уколико је преговарачка позиција ФЗУ јака, фонд може инсистирати да у цену квадрата уђе очекивани профит који се може кретати у распону од 20-25%. Пошто је реч о релативно сигурном виду улагања и кратком року повраћаја, ФЗУ може пристати на доњу границу од 20%. У случају да ФЗУ пристане на поделу профита у односу 51:49 цена коштања је:

$$\text{Цена коштања} = \frac{\text{Укупни трошкови изградње}}{\text{Нето површина}} = \frac{4.500.000}{7.000} = 642,85 \text{ евра/м}^2$$

Уколико се прихвати очекивана профитна стопа од 30% цена квадрата је иста као у случају "сопственог" финансирања и износи 835,70 евра по квадрату што би значило да после продаје од 7000 квадрата укупан профит би износио:

$$7000 * (835,70 - 642,85) = 1\,349\,950$$

што би значило да би ФЗУ добио $1\,349\,950 * 0,49$ односно 661 475,5 што на уложених 4 500 000 представља профитну стопу од 14,69%. У другој ситуацију у којој би ФЗУ успео да у цену коштања укључи очекиван профит од 20% цена коштања би износила:

$$\text{Цена коштања} = \frac{\text{Укупни трошкови изградње}}{\text{Нето површина}} = \frac{4.500.000 + 900.000}{7.000} = 771,42 \text{ евра/м}^2$$

где је 900 000 очекивани профит од 20% на уложених 4 500 000 евра. У последњој варијанти цена квадрата у продаји, под претпоставком профитне стопе од 30% за сувласника пројекта, би износила 1002.84 евра.

На бази претходне информација може се направити упоредна анализа сва три модела финансирања грађевинске индустрије у Србији:

Извор финансирања	"Сопствено" финансирање	Пројектно финансирање од стране банка	ФЗУ
Цена квадрата	835,70	926	835,70 – 1002,84
Процедуре,законски предуслови	-	+	+
Продаја у предградњи	+	+	+
Завршетак градње	-	+	+
Учешће	+	-	+
Рокови	-	+	+
Трошкови финансирања	+	-	+

Упоредна анализа извора финансирања у грађевинској индустрији показује њихов однос цене, сигурности, рокова и трошкова финансирања. Табела сугерише да су најјефитнији станови они који се граде "сопственим" средствима инвеститора али да је ту присутан ризик рокова и завршетка градње који зависе од продаје станова. Још једно ограничење које се везује за овај извор финансирања јесте и ограниченост у квадратима јер ови инвеститори немају капацитет за континуирану изградњу великог броја квадрата. Други вид финансирања има ограничење у виду обавезног учешћа и присутних трошкова финансирања. Последњи вид финансирања као једино ограничење има цену која се може кретати у распону који се види у табели. Овај начин рачунања профита ФЗУ је симплифициран за потребе анализе, јер није могуће у потпуности предвидети различите стратегије које би ФЗУ имао на тржишту као и његову преговарачку позицију. Анализа је претпоставила да се ФЗУ понаша у складу са устаљеном праксом и да учествује у подели профита у односу који је наведен, али то не мора бити случај. Једноставно, сваки пројекат који ФЗУ финансира јесте предмет анализе и преговарања тако да је могуће да својим искуством ФЗУ испреговара услове који ће значити ниже цене на тржити. Такође, није могуће са сигурношћу претпоставити позицију ФЗУ у преговорима са извођачима радова и евентуалне корекције цена, уз могућност коришћења модернијих технологија. Једна од могућих алтернатива које ФЗУ може понудити партнеру јесте да се он исплати кроз 2-5% менаџерске провизије колико ФЗУ плаћа управљање пројектом. У овом случају, уколико се прихвати горња граница, то је износ од 225 000 евра за годину дана. У том случају цена коштања би била:

$$\text{Цена коштања} = \frac{\text{Укупни трошкови изградње}}{\text{Нето површина}} = \frac{4.500.000 + 225.000}{7.000} = 675 \text{ евра/м}^2$$

Како је очекивани профит ФЗУ 25%, то би значило да продајна цена квадрата у овом случају би износила 843,73 евра/м² што је за свега 8,03 евра скупље по квадрату од најјефтинијег извора.

4. ЗНАЧАЈ ПРИВЛАЧЕЊА КАПИТАЛА ФЗУ ЗА НАЦИОНАЛНУ ЕКОНОМИЈУ

Данашњи економски развој Србије као једну од највећих препрека и ограничења има у недовољно расположивом капиталу, тако да ће озбиљан задатак креатора економске политике у наредном периоду бити решавање постојећег капиталног гепа. Уколико се томе дода и заостајање у технологији и управљању привредним субјектима задатак постаје још сложенији.

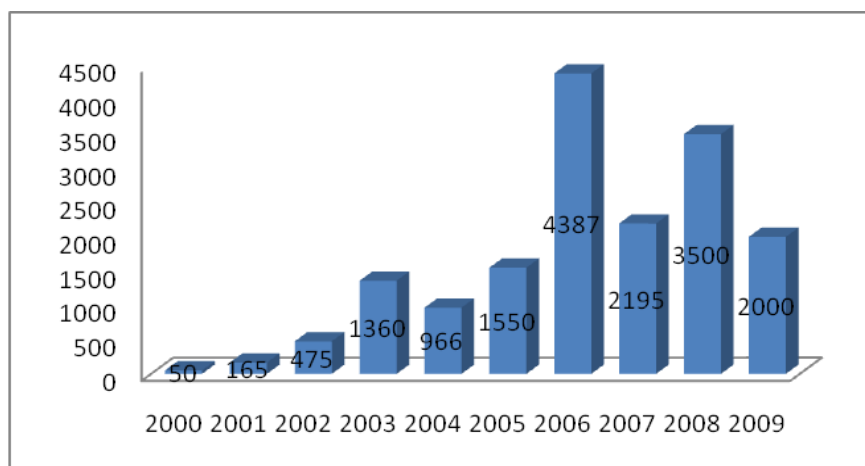
Имајући на уму тренутну позицију српске економије јасно је да се мора радити на привлачењу алтернативних извора финансирања који поред капитала са собом доносе и искуство и технологију. Како је Београдска берза у протеклом периоду изгубила на вредности али и поверење међу инвеститорима држава се мора окренути стварању амбијента за привлачење Фондова заједничког улагања.

4.1. Стране директне инвестиције у Србији у периоду 2001-2009. година

Почетак процеса транзиције означио је власничку трансформацију привреде структуре Србије и значајан прилив страног капитала. Страни капитал је у Србију углавном стизао кроз продају постојећих предузећа, док је један, мањи, део улаган у формирање нових предузећа. Без обзира у каквој су форми стизао, страни капитал је имао утицај на кретање бруто домаћег производа.

Промене у институционалном оквиру које су се дешавале од 2000. године до данас, омогућиле су значајан прилив инвестиција које су у 2006. години достигле свој врхунац од 4,387 милијарди евра. Највећи део од овог износа је резултат продаје Моби63 норвешкој телекомуникационој компанији Теленор за читавих 1,5 милијарди евра. Наредни график приказује кретање СДИ у привреди Србије у протеклом периоду:

График бр.8 Стране директне инвестиције у Србији, у мил.евра (2000-2009)



Извор: <http://www.clds.org.rs/newsite/Grinfild%20SDI%20monografija%20%20srpski%20vf.pdf>

Подаци са графика указују да су СДИ имале растући карактер до 2006. године након чега је уследио спорији прилив капитала. Уколико се анализирају подаци који се односе на појединачна улагања компанија највеће улагање је имао норвешки Теленор, затим аустријски Мобилком, Филип Морис (САД), Штад (Немачка) и Банка Интеса (Италија). Списак страних директних инвестиција у следећој табели даје одговор на питање ко су највећи улагачи у српску привреду, у коју грану улажу и колики је износ инвестиционих средства.

Табела бр. 12 Највеће стране директне инвестиције у Србији

Ред. број	Компанија	Сектор	Врста Улагања	Износ (у милионима евра)
1.	Теленор	Телекомуникације	Приватизација	1 513
2.	Мобилком	Телекомуникације	<i>Greenfield</i>	570
3.	Филип Морис	Дуванска индустрија	Приватизација	518
4.	Штад	Индустрија	Тржиште капитала	475
5.	Банка Интеса	Банкарство	Тржиште капитала	462
6.	Интербру	Пивара	Тржиште капитал	430
7.	НБГ	Банкарство	Приватизација	425
8.	Меркатор	Малопродаја	<i>Greenfield</i>	240
9.	Лукоил	Нафтна индустрија	Приватизација	210
10.	Холцим	Цемент	Приватизација	185
11.	ОТП банка	Банкарство	Приватизација	166
12.	Алфа банка	Банкарство	Приватизација	152
13.	УС стеал	Прерада челика	<i>Brownfield</i>	150
14.	Метро	Велепродаја	<i>Greenfield</i>	150
15.	ОМВ	Бензинске пумпе	<i>Greenfield</i>	150

Извор: *Суена*

Као што подаци показују међу 15 највећих страних директних инвестиција налази се свега 4 *Greenfield* инвестиције од којих ниједна није у процесу производње. Ако се анализа усмери на само на *Greenfield* инвестиције долази се до података о њиховој величини и намени:

Табела бр.13 Највеће *Greenfield* инвестиције у Србији

Компанија	Земља порекла	индустрија	Вреднос улагања (мил.евра)
Мобилком	Аустрија	Телекомуникације	570
Embassy Group	Индија	Некретнине	428
Меркатор	Словенија	Прехрамбена индустрија	240
Ball packaging	САД	Производња лименки	60
Golden lady	Италија	Текстил	55,9
Future Biotec	Немачка	Енергија	50
Kronospan	Аустрија	Дрво	50
Calzedonia	Италија	Текстил	35
Carlsberg	Данска	Прехрамбена индустрија	34
Grawe	Аустрија	Некретнине	30
Шумадија индустријски парк	Италија	Грађевинарство	25
Интерконтинентал хотел група	Велика Британија	Туризам	20
Rauch	Аустрија	Прехрамбена индустрија	19,3
Vital Source	Швајцарска	Енергија	17

Извор: Народна банка Србије, WIIW

Анализа *greenfield* инвестиција је интересантна јер је то веома сличан процес улагања ФЗУ у компаније, и то нарочито у ткз. *start-up* фази. *Greenfield* инвеститори улажу новац у развој сопствених идеја или део своје пословне имовине селе у земље где су у могућности да обезбеде ниже трошкове производње. Не улазећи у разлоге и начине улагања, инвеститор је одлучан да развије компанију и да је учини профитабилном у дужем временском периоду. То је уједно и мотив ФЗУ с тим што је фонд заинтересован да после извесног времена прода свој удео и на тај начин оствари профит.

4.2. Однос страног капитала и кретања бруто домаћег производа

У анализи односа капитала ФЗУ и кретања GDP-а, полази се од претпоставке да је српска економија високо зависна од прилива страног капитала, нарочито оног дела који долази у форми

страних директних инвестиција што се може утврдити и корелационим тестом који као променљиве узима кретање СДИ у посматраном периоду и кретање GDP-а у милијардама евра. Уколико се потврди да постоји висока корелација између посматраних величина хипотеза да је српска економија зависна од кретања СДИ инвестиција је тачна одакле произилази основни задатак у наредном периоду - стварање институционалног амбијента за привлачење ФЗУ. Овај задатак је битан јер се морају створити предуслови за привлачење капитала који поред новца доноси и искуство и нове технологије.

Како би се у потпуности схватио значај капитала ФЗУ на бази корелације ће бити израчунато и кретање GDP-а у условима у којима је Србија успела да привуче једну половину европског просека капитала ФЗУ који износи приближно 1,02% од оствареног GDP-а, што у случају Србије износи око 210 милиона евра¹²⁴.

Уколико се посматрају подаци у последњих пет година кретање СДИ и GDP-а се може представити следећом табелом:

Табела бр. 14 Кретање GDP-а и СДИ, у стотинама милиона евра

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.
Кретање GDP-а	19,723	21,104	25,262	31,094	33,417	31,511
СДИ	0,966	1,550	4,387	2,195	3,500	2,000

Извор: Преглед РС, на www.pregled-rs.rs/article.php?pid

На бази података из табеле могуће је спровести корелациону анализу која би дала одговор на питање да ли постоји повезаност између СДИ и кретања GDP-а у Србији у посматраном поериоду.

¹²⁴ Према подацима Народне банке Србије, укупни GDP Србије за 2009. је износио близу 42 милијарде евра

Табела бр.15 Пирсонов коефицијент прости линеарне корелације

Кретање GDP-а	СДИ	Година
19,8	1,4	2003
23,8	1	2004
25,3	1,5	2005
29,7	4,3	2006
39,9	2,2	2007
41	3,5	2008
39	3	2009
		0,593664

Извор: Методологија позната статистичкој теорији

Податак добијен корелационом анализом, имајући у виду статистичку теорију, показује да постоји не толико изражена корелациона веза између висине СДИ и кретања GDP-а у посматраном периоду што може довести до закључка да се мали део раста GDP-а дугује анагажаваном иностраном капиталу. Тумачање овакве корелационе везе између прилива страног капитала и GDP-а може довести до закључка да је страни капитал улагао нерационално или да је ангажован у компанијама које нису значајније подигле ниво производње након уписа станог капитала. Уколико се ови подаци посматрају у равни са најчешћим обликом прилива, приватизација и куповина постојећих предузећа, јасно је да је друго становиште ближе реалности. Куповином постојећих предузећа није значајно утицало на подизање расположивог GDP-а јер купљене компаније су већ имале значајно место у његовом формирању.

Потврда о малом доприносу СДИ на кретање GDP-а може се добити и оришћењем метода регресионе анализе којим је могуће претпоставити кретање GDP-а у наредном периоду под претпоставком да се висина СДИ увећава за износ који чини капитал Фондова заједничког улагања.

Методом простог линеарног регресионог модела долази се до формуле која успоставља однос између кретања СДИ и GDP-а:

$$y = \alpha + \beta x^{125}$$

¹²⁵ Ловрић, М., Основи статистике, Економски факултет, Универзитет у Крагујевцу, Крагујевац, 2009., стр. 355-359.

У поменутом методу у представља *GDP*, а *x* је симбол којим се обележавају износи СДИ. Према подацима из табеле о корелацији регресиона линија има следећи математички израз:

$$y = 0,29 + 0,07x^{126}$$

Управо вредност 0,07 указује да постоји јако мали утицај СДИ на кретање *GDP*-а због усмерености капитала у већ формиране компаније.

Подаци који су резултат статистичке анализе односа СДИ и *GDP*-а указују на неопходност привлачања ФЗУ јер они поред капитала са собом "доносе" и нове облика организовања, управљања и планирања. Поред тога, већина ФЗУ је заинтересована за компаније које нису достигле фазу експанзије већ се налазе у почетним или раним фазама развоја. На тај начин, улагање ФЗУ довешће и до јачања коорелације између страног капитала и кретања *GDP*-а.

4.3. Фондови заједничког улагања и утицај на кретање запослености и развој технологије

Фондови заједничког улагања поред капитала, у виду свежег новца, са собом доносе и искуство, контакте чије ефекте није могуће квантификовати а који у великој мери имају утицаја на развој појединачних компанија а тиме и привреде као целине. Поред ових величина које није могуће квантификовати, ФЗУ такође са собом доносе и нове технологије, нове облике организовања и управљања и већу спремност ка научно-истраживачком раду који је усмерен ка решавању конкретних производних проблема.

Подаци из истраживања Европске асоцијације ФЗУ (EVCA)¹²⁷ које се односи на земље Југоисточне Европе показују да постоји јасна веза између компанија које имају финансијску подршку ФЗУ и повећања запослености, улагања у истраживање и развој и проширења тржишта. Наиме, истраживања су обухватила¹²⁸ компаније које су на територији Југоисточне Европе примиле подршку ФЗУ улагања, што је у 2008. години учинило 100 компанија са укупно уложених 186 милиона евра капитала што је чинило 2,7% укупног улагања ФЗУ на територији Европе.

¹²⁶ Методом описаном код: Ловрић, М., Основи статистике, Економски факултет, Универзитет у Крагујевцу, Крагујевац, 2009., стр.355-359.

¹²⁷ Подаци доступни на званичном сајту Асоцијације: www.evca.eu

¹²⁸ Central and Eastern Europe, EVCA Special Paper, EVCA, PREP Analytics, July 2009., Employment Contribution of Private and Venture Capital in Europe, EVCA, CEFS, November, 2005., и Survey of Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, EVCA, June, 2002.

Када је реч о заослености, у периоду 1997-2004. Година, у компанијама које су привукле ФЗУ, запосленост се кретала по годишњој стопи од 30,5% што је било далеко више од стопе запослености у ЕУ која је у истом периоду износила 0,7%. Близу 73% компанија које су имале подршку ФЗУ забележило је раст запослености од 25% годишње. Оно што је посебно занимљиво јест да су *"spin-off"-ови* при универзитетима бележели највишу стопу раста запослености од компанија које су имале подршку ФЗУ, читавих 62% у годинама након уласка ФЗУ. Преведено у бројеве, компаније које су имале подршку ФЗУ, у периоду 2000-2004. година, успеле су да "отворе" 630 000 нових радних места.

У тесној вези са креирањем радних места јесте одлука компанија које имају подршку ФЗУ да улажу у истраживање и развој. Подаци из наведених истраживања показују да сваки трећи запослени у компанијама ради у истраживању и развоју, да сваки четврти ради на решавању неког конкретног производног проблема док сваки осми има докторску диплому. Ове информације показују да ФЗУ велику пажњу посвећују развоју и улагању у кадрове. У новчаним износима, ФЗУ 45% од укупно уложених средстава у компаније улажу у истраживање и развој, односно 50 700 евра по запосленом. Истовремено 500 компанија у ЕУ са највећим улагањима у истраживања, улаже свега 4.800 евра по запосленом у истраживање и развој. Гледано по секторима, највише се улаже у сектору биотехнологије, затим у развој индустријских производа, развој медицинске опреме и развој информатичке и комуникационе технологије. Паралелно са континуираним напорима усмереним ка истраживању и развоју, компаније подржане од стране ФЗУ велику пажњу посвећују непрестаном развоју кадрова кроз тренинге и континуиране едукације из области које су од значаја за непосредан производни циљ. Тако 92% компанија има програме тренинга којима се континуирано подиже ниво вештина и компетенција кадрова што је опет више него што је просек у ЕУ где 61% компанија посвећује пажњу развоју кадрова.

Када је реч о власницима компанија које подржане од стране ФЗУ, у истраживањима њих 94,5% је изјавило да није било ФЗУ њихова компанија не би "преживела" почетну фазу развоја, док је 90% изјавило да не би били у могућности да се развијају и шире да нису имали подршку ФЗУ. Највећи део новца власници су, у сарадњи са ФЗУ, усмеравали у истраживање и развој, затим проширење капацитета и изради маркетинг стратегија, те јачању капиталне базе и на крају развоју кадрова. Упитани да оцене, на скали од 1 до 5, значај који ФЗУ имају на њихове компаније власници су дали следеће одговоре:

- Осигурање ликвидности (3,96 – 4,05)

- Развој нових производа (3,75 – 3,90)
- Освајање нових тржишта (3,65 – 3,78) и
- Запошљавање квалитетније радне снаге (3,5 – 3,76)

Подаци из истраживања несумњиво потврђују потребу за креирањем инстутционалног амбијета за привлачење ФЗУ. Знајући да се српска економија одликује високом незапосленосту, ниским нивоом истражвачких и развојних активности, проблематичном ликвидношћу и ограниченом тржишном експанзијом на суседне државе, ФЗУ могу имати значајног учешћа у наредном периоду.

ЧЕТВРТИ ДЕО

***ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ ПРЕТПОСТАВКЕ РАЗВОЈА
ИНДУСТРИЈЕ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА***

1. УЛОГА ДРЖАВЕ У НАСТАНКУ И РАЗВОЈУ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА

Успешан развој индустрије ФЗУ је уско повезан са развојем институционалног оквира којим се омогућава њен настанак, развој и експанзија. Улога државе је посебно критична у првим фазама развоја индустрије када је потребно обезбедити додатан капитал и неопходне кадрове. Државе које данас имају успешне индустрије ФЗУ, у почетним фазама су обезбеђивале додатан капитал кроз државне фондове уз истовремену едукацију кадрова.

За настанак и развој индустрије ФЗУ од великог значаја биле су и промене у законским решењима које су се односиле на могућност улагања у ФЗУ, ослобођење од пореза и друга законска решења којима је омогућена повољна позиција ФЗУ као инвеститора који са собом носе велики ризик. Како ФЗУ спадају у високо ризични облик институционалног инвеститора држава мора обезбедити додатну мотивацију улагачима и професионалним инвеститорима који су спремни да улажу у овај облик институционалног улагања.

1.1. Значај државних програма за развој индустрије ФЗУ

Свака озбиљна економија покушава да обезбеди услове за развој свих облика и извора финансирања привредних активности како би се смањио капитални геп који постоји између понуде и тражње за капиталом. Ти напори се огледају у стварању одговарајућег институционалног амбијента, који се одликује снажном заштитом капитала, и развојем различитих програма подршке, у финансијском смислу.

Институционални амбијент представља скуп законских решења којима се одређују односи унутар привреде једне земље и од суштинског значаја је да амбијент буде прецизно дефинисан са решењима која се одликују дугорочношћу¹²⁹. Свака промена институционалног амбијента уноси несигурност у инвестиционом миљеу, јер поред остваривања профита, власници капитала желе и сигурност у пословању. Свака промена у институционалном амбијенту, поготово ако суштински утиче на пословање, шаље недвосмислену поруку о несигурности и на тај начин удаљава власнике капитала од улагања.

¹²⁹ Видети опширније код Веселиновић, П., Утицај институционалних решења на развојне токове националне економије, Радничка штампа, Београд, 2003.

Како развијене привреде имају стабилне инвестиционе оквири, односно законска решења која су прецизно дефинисана, капитални геп се попуњава програмима подршке појединим групама инвеститора као што су ФЗУ. Укупни напори које држава чини како би привукла индустрију ФЗУ могу се класификовати у директне и индиректне мере. Индиректне мере се односе на пореску и царинску политику када држава различитим повластицама, попут ослобађања од различитих пореза и царина мотивише не само долазак страних ФЗУ већ и ангажовање домаћих извора капитала.

Директо мешање државе у развој индустрије ФЗУ се остварује кроз креирање различитих програма подршке, који обезбеђују финансијска средства индустрији ФЗУ у њеним почетним фазама развоја. Од начина на који су конципирани, зависи и успех развоја Фондова заједничког улагања у једној националној економији. Сам програм се може конципирати тако да се : а) држава се јави као оснивач и управитељ ФЗУ и б) држава је суоснивач ФЗУ, и задржава право финансијске контроле без утицаја на инвестициону политику Фонда. У литератури која се бави анализом и истраживањем различитих програма подршке могуће је пронаћи аргументе који подржавају и оспоравају постојање и резултате различитих програма¹³⁰.

Формирање фонда од стране државе у литератури се оспорава због нарушавања тржишних принципа, односно положаја који државни фонд има у односу на приватне фондове. У ситуацији, када су приватни и државни фондови конкуренција, држава се труди да институционалним решењима фаворизује сопствени фонд дајући на тај начин неосновану компаративну предност. Оваквим поступком држава нарушава тржишне принципе фаворизујући једног учесника, што доводи до смањивања ефикасности у доношњу инвестиционих одлука. Други аргумент који говори против државног ФЗУ јесте јак утицај политике и лоби група што може резултирати у смањеној ефикасности приликом доношења инвестиционе одлуке. Последњи аргумент јесте висина надокнаде у државном ФЗУ за доносиоце одлука, која је испод нивоа индустрије¹³¹ чиме се прави негативна селекција кадрова јер менаџери са искуством и резултатима нису мотивисани за ангажовање у државном ФЗУ.

Имајући на уму претходно набројане аргументе, за настанак и развој индустрије много је боље решење државна средства дати искусним ФЗУ, уз задржавање права контроле трошења

¹³⁰ Видети опширније: OECD,1997; O'Shea,1995; Standeven,1993; Mason,Harrison,2000;

¹³¹ Karsai, J., Can The State Replace Capital Investors? Public Financing of Venture Capital in Hungary, Institute of Economics, Hungarian Academy of Science, Buudapest, 2004., стр.6

државних средстава и давање сагласности за инвестициону политику фонда. На овај начин, избегава се утицај политке, анагажују се искусни професионалци и инвестициона одлука ће зависити, искључиво, од могућности остваривања профита.

Код ангажовања државних средстава постоје две стратегије која држава може применити а односе се на коришћење средстава од стране фондова. Прва стратегија је у литератури позната као *“Upside leverage”*¹³² којом држава покушава да оствари одређену стопу повраћаја на уложена средства, дефинишући стопе према дужини ангажовања средстава. То практично значи да ФЗУ мора, како године ангажовања пролазе, одвајати већи део зарађеног профита држави. На овај начин приватни коинвеститор се мотивише да што активније приступи ангажовању и комерцијализацији производних програма чиме ће бити у могућности да исплати удео државе са нижом профитном стопом. Ова стратегија је дала јако добре резултате у САД и Израелу.

Друга стратегија, не тако успешна, позната је у литератури као *“Downward protection”*¹³³, и њена основна карактеристика јесте пружање осигурања за неуспеле инвестиционе пројекте. Наиме, ова стратегија компензује део инвестиционих трошкова насталих одабиром одређеног пројекта, чиме се мотивише нерационално трошење средстава. Ова стратегија је била карактеристична за првобитне програме подршке развоја ФЗУ у Немачкој, који су доживели неуспех.

1.2. Искуства САД као пионира у развоју индустрије ФЗУ

Развој индустрије ФЗУ у САД се везује за настанак Агенције за мала предузећа(SBA) и Компанија за инвестирање у мала предузећа (SBIC) чиме су САД обезбедиле део средстава којима су желеле да подстакну развој индустрије ФЗУ али су истовремено обезбедиле тренинг за будуће носиоце ове индустрије. Уз креирање државног фонда који, под одређеним условима, учествује у финансирању ФЗУ у овом периоду промењена су и законска решења која су ограничавала инвеститоре да део својих средстава уложе у ФЗУ. То се нарочито односило на пензионе фондове и осигуравајуће куће којима је променом закона било дозвољено улагање у високо ризичне инвеститоре каквим се сматрају ФЗУ.

¹³² Karsai, J., Can The State Replace Capital Investors? Public Financing of Venture Capital in Hungary, Institute of Economics, Hungarian Academy of Science, Budapest, 2004., стр.9

¹³³ Исто, стр.10

Агенција за мала предузећа (SBA) и Компаније за инвестирање у мала предузећа (SBIC) настале су доношењем Закона 1958. године и од тада близу 53 милијарди долара је уложено у овај програм¹³⁴ и којима је финансирано више од 100 000 компанија међу којима су и: *Apple, Federal Express, Cray Computers, Callway Golf* и *Outback Steakhouse*.

Од свог настанка 1958. године програм подршке развоју ФЗУ је прошао неколико фаза и имао неколико промена, прилагођавајући се условима на тржишту и потребама индустрије. На самом старту развоја *SBIC-a*, већи део средстава био је везан за развој сектора некретнина и средствима су управљали појединци који нису имали искуства у раду ФЗУ тако да је велики број пројеката био некомерцијалан и без тржишног успеха. Током осамдесетих година долази до измене законских решења који омогућавају пензионим фондовима и осигуравајућим кућама улагање у ФЗУ чиме се ојачава позиција *SBIC-a*. Овим потезом улагање у ФЗУ је постало интересантније и привукло је појединце који су имали искуства радећи у другим облицима институционалних инвеститора, нарочито појединца који су радили у инвестиционом банкарству. Крајем деведесетих и почетком новог миленијума долази до последњих промена у институционалном оквиру који регулише функционисање *SBIC* којима се јача регулисање и контрола средстава који се усмеравају у развој индустрије ФЗУ.

Рад Агенције за мала предузећа (SBA) и Компанија за инвестирање у мала предузећа (SBIC) конципиран је тако да мотивише улагање приватаног капитала, уз одређене услове, у развој сектора МСП. Наиме, Агенција обезбеђује средства кроз продају обавезница са десетогодишњим роком доспећа и уз гаранцију државе. Овакве обавезнице купују институционални инвеститори који већ у свом протфолију имају државне ХоВ и заинтересовани су за стабилне ХоВ са сигурним приносом. Агенција организује продају сопствених ХоВ два пута годишње, у марту и септембру¹³⁵. Од успеха продаје зависи и висина расположивих средстава које Агенција усмерава ка креирању Компанија за инвестирање у мала предузећа или скраћено *SBIC*. Средства која се усмеравају ка Компанијама (*SBIC*) могу бити у виду *participating securities-a* и *debnetures-a* а разлика је у томе што у првом случају *SBIC* добија средства на бази репутације и кредитног рејтинга и она нису покривена

¹³⁴ Staebler, M., Description of The Small Business Investment Company Program participation by Funds using Debnetures, Pepperlaw, Detroit, 2009., стр.2

¹³⁵ Исто, стр.5

физичким средствима. У другом случају, *SBIC* добија средства која представљају ХоВ са правом на дивиденду, преференцијалне акције и расподелу у евентуалном вишку добити¹³⁶.

Креирање *SBIC-a* као партнерства између приватног и јавног, почиње процесом регистрације код Агенције што подразумева испуњавање одређених услова дефинисаних законом. Како би добио средства од државе *SBIC* мора да обезбеди 50% приватног капитала од укупног, с тим да приликом регистрације *SBIC* мора располагати са минимум 2,5 милиона долара приватног капитала од чега је половина већ уложена у компаније. У зависности за која средства конкурише (*participating securities* или *debnetures*) *SBIC* мора обезбедити неопходан износ приватног капитала. У првом случају тај износ је 10 милиона, док у другом случају он износи 5 милиона. Однос између државног и приватног капитал може се кретати од 2:1 до 3:1 што зависи од репутације и искуства Компаније. Максималан износ који *SBIC* може добити јесте 90 милиона долара.

Када је реч о инвестирању и ту постоје одрђена правила која се морају поштовати. Пре свега, мора се улагати у мала предузећа која су дефинисана као део МСП сектора односно "предузећа која имају добит, после пореза, не већу од 6 милиона долара и немају више од 500 запослених"¹³⁷. Такође, *SBIC* не може улагати више од 20% укупних средстава у једну компанију уколико нема посебну дозволу Агенције. Законска регулатива дозвољава да *SBIC* до седме године конторлише пословање предузећа како би се избегла злоупотреба добијених средстава.

Овим моделом САД мотивишу развој индустрије ФЗУ, стављајући јој на располагање државни новац, јачајући на тај начин капиталну базу. С друге стране, ФЗУ да би користили средства морају да испуне одрђене стандарде чиме се спречава евентуална злоупотреба и јача поверење других потенцијалних инвеститора у индустрију ФЗУ.

1.3. Европски инвестициони фонд (ЕИФ) као помоћ у изградњи европске индустрије ФЗУ

Имајући на уму значај који су ФЗУ имали у развоју индустрије САД, Европа је од средине 90-тих почела са стварањем институционале подршке развоју ФЗУ. Наиме, 1994. године формиран је ЕИФ (Европски инвестициони фонд) од стране Европске инвестиционе банке, Европске комисије,

¹³⁶ Staebler, M., Description of The Small Business Investment Company Program participation by Funds using Debnetures, Pepperlaw, Detroit, 2009., стр.2

¹³⁷ Исто, стр.11

јавних и приватних финансијских институција као облик приватно-јавног партнерства. Основни циљ ЕИФ је дефинисан као: " пружање подршке финансијским институцијама кроз инфраструктуру и гаранције у процесу финансирања МСП"¹³⁸. Од 1997. године ЕИФ се активно укључује у развој индустрије ФЗУ кроз иницијативу ЕУ под називом "Раст и запосленост". Од 2000. године ЕИФ је у већинском власништву ЕИБ и искључиво се бави развојем индустрије ФЗУ кроз разне програме финансијске и едукативне подршке. Имајући на уму да је ЕИФ партнерство приватног и јавног сектора, велика предност долази од могућности да институционалним инвеститорима обезбеди средства под најповољнијим условима.

ЕИФ управља програмом " Раст и иновације МСП (ГИФ)" у име Европске комисије и инвестира у специфичну врсту инвестиционих компанија, ФЗУ, које улажу у развој МСП. Овај програм је креиран од стране ЕУ, у склопу Програма за развој конкурентности и иновација 2007-2013¹³⁹. Основни циљ дефинисан ГИФ-ом јесте да се унапреди приступ финансирању сектору МСП и да се мотивише улагање у "чисте" технологије. ГИФ као програм не финансира предузећа директно већ посредно, преко ФЗУ.

Као основни циљеви ГИФ програма могу се навести:

1. допринос јачању финансијске подршке и смањивању капиталног геша између потреба и расположивих средства за финансирање сектора МСП,
2. подршка развоју иновативних МСП које имају потенцијал раста, нарочито оних који велике напоре усмеравају ка истраживању, развоју и иновацијама.

Своју активност програм спроводи кроз ГИФ1 и ГИФ2 који средства пласирају сходно дефинисаним циљевима. Тако, ГИФ1 своја средства усмерава ка оним ФЗУ који су се специјализирали за ране фазе развоја предузећа, оне који су се специјализовали за поједине регионе, технологије, истраживања и ФЗУ који су везани за инкубаторе. Такође, дозвољена је сарадња са ФЗУ који имају заједничке пословне активности са пословним "анђелима".

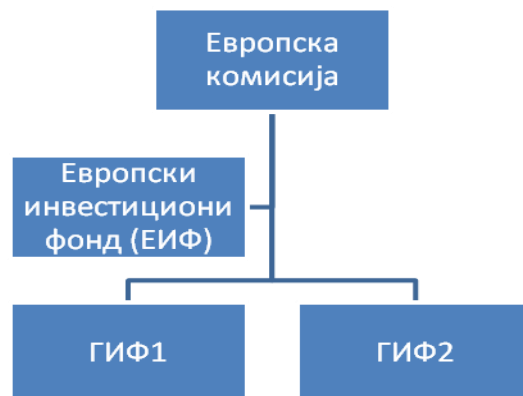
ГИФ2 је намењен ФЗУ који се баве фазом експанзије предузећа, односно оним компанијама које имају потребу за капиталом који би им послужио да развијене производе комерцијализују. Без обзира да ли су средства из ГИФ1 или ГИФ2 програма није дозвољено

¹³⁸ http://www.eif.org/who_we_are/index.htm

¹³⁹ http://www.eif.org/what_we_do/equity/resources/european_commission/index.htm

финансирати организовање иницијалне понуде акција или откуп власништва. Овим правилом ЕИФ жели да дестимулише непродуктивне активности и да средства усмери у развој нових технологија и производа.

График бр. 1 Шема финансирања ГИФ програма



Сам начин функционисања ЕИФ је у великој мери сличан функционисању *SBIC-a* у САД с тим што се средства усмеравају у унапред одабране ФЗУ. Наиме, сам програм претпоставља постојање "посредника" у виду ФЗУ који морају бити регистровани код ЕИФ-а, што значи да морају да испуне одржане услове. Услови се односе на искуство, активности, расположиви капитал и резултате постигнуте у периоду пре конкурсисања за средства из програма ГИФ. ЕИФ на бази анализе пријава прави листу ФЗУ која је важећа за одређени период, што значи да су средства расположива само ограниченом броју ФЗУ у одређеном временском интервалу. Тренутно важећа листа је она за период 2007-2013. година, док ће следећа важити до 2026.године. Уколико испуни критеријуме, ФЗУ ће се наћи на листи и моћи ће да конкурише за средства која ће моћи да користи од 5 до 12 година. Капитал добијен од ГИФ-а може представљати од 10% до 50% укупног капитала фонда, с тим што укупан капитал по једном ФЗУ не може бити већи од 30 милиона евра¹⁴⁰.

Процентуално учешће ЕИФ-а у појединачним ФЗУ зависи од њихове инвестиционе стратегије, искуства, репутације и пословних резултата. Пракса је да већина ФЗУ добија од 10% до 25% од укупних средстава, док 50% је пре изузетак и то само у ситуацији у којој ФЗУ улаже у "чисте" технологије или развој оних индустрија које се баве очувањем животне средине.

¹⁴⁰ http://www.eif.org/what_we_do/equity/resources/european_commission/GIF_1_InvestmentPolicy_Implementation_Guidelines.pdf

ЕИФ након улагања у ФЗУ задржава право финансијске и инвестиционе контроле. Финансијске, проверава се начин на који се средства троше а инвестиционом контролом добија се потврда о одабраној и одобреној инвестиционој активности.

Табела бр. 1 ФЗУ у које је уложио ЕИФ, у 2010.години

Фонд	Година улагања	Земља	Сектор	Износ (у еврима)
Baltcap Private Equity Fund	2010	Латвија	Није специјализиран	20 000 000
Baltcap Private Equity Fund	2010	Литванија	Није специјализиран	14 000 000
Conor Technology Fund II	2010	Паневропски	ИТ	10 000 000
Verslo Angelu Fondas I (Strata Mes)	2010	Литванија	Није специјализиран	8 000 000
Finatem III GmbH & Co. KG	2010	Немачка	Није специјализиран	30 000 000
Forbion Capital Fund II	2010	Паневропски	Природне науке	35 000 000
GEM Benelux II	2010	Паневропски	Није специјализиран	25 000 000
Hexagone III	2010	Паневропски	Није специјализиран	10 366 900
Iris Capital Fund III	2010	Паневропски	ИТ	30 000 000
Sovereign Capital Limited Partnership III	2010	В. Британија	Није специјализиран	34 620 045
UKFTF	2010	В. Британија	ИТ и природне науке	115 400 150
Укупно:				332 387 095

Извор: http://www.eif.org/what_we_do/equity/deals/index.htm

Претходна табела приказује активности ЕИФ током 2010. године када је уложено укупно 332 387 095 милиона евра у 11 ФЗУ, од чега је највећи део отишао у Велику Британију у ФЗУ који се бави улагањима у развој информационе технологије и производњу која је засновна на развоју природних наука. Остатак средстава(50%) је отишло у ФЗУ који нису специјализовани у било ком инвестиционој делатности већ траже повољне инвестиционе пројекте у читавом спектру привредних активноти. Интересантно је да су 4 ФЗУ из новопримљених чланица ЕУ примили 42 000 000 евра.

У склопу напора које ЕУ праву у процесу развоја ФЗУ иде и активност Европске асоцијације ФЗУ или скраћено EVCA¹⁴¹ која је почетком 2010. године објавила "Бели папир" који је имао радни назив: " Затварање гема и убрзавање: следећа фаза у развоју ФЗУ у Европи"¹⁴². Овај документ настао је као део шире стратегије ЕУ да до 2020. године створи ефикасну индустрију ФЗУ мотивишући приватан капитал да се укључи, чиме би се омогућио додатан извор финансирања развоја сектора МСП. Препоруке EVCA-е крећу се у правцу стварања јединственог тржишта ФЗУ кроз унифицирана институционална решења на територији ЕУ. Овакав образац понашања преузет је из САД где пословање ФЗУ обухваћено заједничким законским решењима без обзира о којој је држави реч јер се на тај начин омогућава регионална равномерност и несметано кретање капитала. Друге активности усмерене ка јачању ФЗУ унутар ЕУ могуће је синтетизовати на следећи начин:

- **Пореска политика:** ФЗУ као и компаније у које се улаже морају уживати посебне пореске олакшице због заједничког ризика који преузимају; пореске олакшице нарочито морају бити присутне у случајевима када је реч о компанијама које се баве истраживањем и развојем и које су близу комерцијализације,
- **Рачуноводствени стандарди:** ФЗУ као инвеститор је заинтересован да целокупни ЕУ систем користи јединствене стандарде како би се омогућило несметано улагање, контрола и анализа постигнутих резултата компанија у које се уложило,
- **Регулатива финансијских институција:** Пензиони фондови и осигуравајуће куће у ЕУ имају законске баријере које им онемогућују улагање у ФЗУ јер се они третирају као високо ризична инвестиција; оваква регулатива се мора променити пажљиво како би се омогућила улагања али не и угрозило функционисање поменутих институционалних инвеститора,
- **Заштита интелектуалне својине:** ФЗУ своје активности усмеравају ка секторима и производним програмима који имају висок степен иновативности и њихова комерцијализација зависи од законске регулативе која штити интелектуалну својину

¹⁴¹ EVCA представља удружење на добровољној бази близу 1300 ФЗУ и њен циљ јесте да шири идеју и лобира за стварање институционалних претпоставки на тлу ЕУ за јачање присуства ФЗУ

¹⁴² EVCA White Venture Capital Paper, Closing gap and moving up gear: The next stage of Venture capital's evolution in Europe, EVCA, Brussels, 2.03.2010.

EVCA у свом документу предлаже стварање листе најбољих ФЗУ који би имали приступ средствима ЕИФ и који би представљали најзначајније партнере у развоју индустрије ФЗУ. Своје искуство и контакте би требало да пренесу на оне ФЗУ који су мање успешни или који се налазе у земљама које немају дугу традицију ФЗУ. Ово је уједно и највећи проблем и највећи изазов за креаторе политике подршке ФЗУ, јер је прилично тешко убедити водеће ФЗУ да део своје стратегије учине јавним и уз то да је пренесу другим ФЗУ који представљају конкуренцију на тржишту.

1.4. Развој индустрије ФЗУ у Канади и Аустралији

Анализа развоја ФЗУ у Канади и Аустралији има за циљ да покаже разлике у резултатима које произилазе из недостатака институционалног оквира и одсуства правилно дефинисане стратегије развоја фондова заједничког улагања. Канада, иако географски најближа САД, није искористила искуства суседа у развоју ФЗУ већ је покушала да споственом стратегијом створи индустрију ФЗУ. Услед бројних недостатака канадска индустрија ФЗУ прилично заостаје за ФЗУ индустријом у САД, уз изгубљено време и новац. С друге стране, Аустралија је кроз неколико програма подршке забележила сјајне резултате и омогућила полазне претпоставке за развој ФЗУ.

Канадска политика развоја индустрије ФЗУ ослонац је имала у *LSVCC*-у који је требало да послужи као иницијатор у развоју ФЗУ. *LSVCC* представља компанију која свој капитал обезбеђује од радника који имају одређене пореске олакшице уколико се одлуче да уложе део свог новца у ове институционалне инвеститоре. Истовремено, главна карактеристика јесте да се *LSVCC* креира у појединим територијалним јединицама које су саставни део Канаде и мора бити повезан са неким од синдиката запослених.

У својим стратешким документима *LSVCC* као своје циљеве наводи: раст запослености, економски развој региона и максимизирање вредности за власнике (финансијере). Први *LSVCC* је настао у Квебеку 1983. године док их је 2005. године било укупно 125. Као што је речено, извор финансија представљају појединци и ниво улагања искључиво зависи од нивоа њихових примања, што значи да нема ограничења. Једино ограничење које проистиче из улагања у *LSVCC* јесте да та средства остају осам година на располагању фонду. И ту настаје први проблем јер средства није могуће повући и евентуално уложити у фондове који бележе боље резултате. На тај начин нестаје конкуренција међу фондовима према начину функционисања и мотивација за остваривањем бољих резултата. Уједно, појединци знајући за ово правило се тешко одлучују да своја средства

ангажују и уложе у *LSVC* фондове. Ту се наставља питање географске позиције пошто се разликују правила функционисања фондова у зависности од регије у којој послују тако да је и трансфер капитала немогућ због институционалних разлика. Из ових разлога пословање *LSVC* фондова у периоду 2000-2005. година карактерише јако низак ниво економске оправданости. Наиме, свега 3 *LSVC* фондова је забележило позитивну стопу повраћаја, док поједини нису могли да "пређу" ни тридесетодневне државне обавезнице¹⁴³. Из ових разлога, индустрија ФЗУ у Канади се још увек налази у почетној фази развоја која је за сада далеко од развојне.

Аустралија је много озбиљније користила искуства САД у креирању програма за подршку развоја ФЗУ. Главну подршку развоју ФЗУ давао је *IIF* односно Фонд за финансирање иновација који је основан 1997. године који је до сада поделио 9 лиценци приватним инвеститорима чиме су они квалификовали за коришћење средстава. Као и у случају САД, *IIF* се јавља као коинвеститор у приватном ФЗУ и до 2005. године *IIF* је уложио близу 192 милиона америчких долара¹⁴⁴ док су приватни инвеститори уложили близу 120 милиона америчких долара. Такође, трошкови управљања су унапред дефинисани и они не могу да пређу 3% од укупно прикупљеног капитала. Улагања у компаније се контролишу јер правила налажу да није могуће усмерити више од 10% капитала у једну компанију без посебног одобрења *IIF*.

IIF је као своје циљеве дефинисао: финансијска подршка МСП, финансирање иновација и предузетништва и стварање предуслова за развој индустрије ФЗУ. Уз то *IIF* као један од циљева дефинише и јањање управљачког кадра кроз континуирано усавршавање и коришћење искуства земаља са развијеном индустријом ФЗУ, нарочито САД.

IIF као програм подршке је имао значајне резулте јер истраживање које спроведено током 2005. године потврдило је позитивне ефекте програма у неколико сегмената¹⁴⁵:

- Програм је значајно допринео финансирању МСП и то посебно у почетним фазама развоја и компанијама које су се бавиле високом технологијом; на овај начин се подстиче комерцијализација научних и истраживачких активности,
- Менаџери укључени у програм су концентрисали своје активности у неколико области водећи рачуна о малом броју компанија; на овај начин се у потпуности упознаје тржиште као и све снаге и слабости компаније у коју се инвестира

¹⁴³ Cumming,D., Johan,S., Venture capital and private equity contracting, Elsevier, Burlington, 2009., стр. 265

¹⁴⁴ Исто, стр. 271

¹⁴⁵ Исто, стр. 276

- Стварање мреже ФЗУ који учествују у програму јача размену информација и искустава у поједним активностима везаним за анализу, одабир и излазне стратегије компанија у које се улаже.

Као што примери показују, улога државе је од великог значаја за развој ФЗУ као озбиљног облика финансијског посредника у једној економији. Та улога се односи на креирање одговарајућег законског оквира, у виду пореских олакшица, рачуноводствених стандарда, заштите интелектуалне својине и сл. Истовремено, у почетним фазама развоја од велике важности присуство државе као додатног извора финансирања које може дати импулс развоју ФЗУ. Наиме, поделом ризика држава показује да је спремна да преузме део одговорности за инвестиционе активности чиме шаље јасну поруку приватним инвеститорима. Од великог је значаја дефинисати развојну стратегију индустрије ФЗУ пажљиво, корак по корак, како се не би догодило да и време и новац буду потрошени узалуд.

1.5. YOZMA – пример успешног програма подршке развоју индустрије ФЗУ

Средином осамдесетих и почетком деведесетих година, израелска влада је као основни задатак поставила јачање конкурентске позиције израелске економије, у смислу јачања предузетничких и иновативних способности привредних субјеката. Креиран је велики број државних програма који су, кроз пореске олакшице и субвенције, подржавали активности које су биле везане за истраживање, развој и комерцијализацију производа.

После почетних покушаја да сопственим програмима подигну ниво конкурентности, креатори економске политике постали су свесни да без помоћи искусних професионалаца резултати ће изостати. Тако је 1992. године настао програм YOZMA који је имао за циљ развој индустрије Фондова заједничког улагања.

YOZMA програм је настао у условима који су представљали олакшавајуће, али свако не и довољне, услове за настанак и развој ФЗУ. Наиме, у том периоду десило се следеће:

- На располагању индустрији ФЗУ је био велики број висококвалификоване радне снаге, што је последица имиграције из Русије и реорганизације војске,
- Претходни програми нису дали резултате али су значили искуство,

- Раст сектора информационих технологија и јачање његовог присуства на водећим светским берзама.

YOZMA програм је почео 1992. године док је први ФЗУ, са подршком програма, настао 1993. године. Основни задатак овог програма је био да створи солидну базу за настанак и развој индустрије ФЗУ¹⁴⁶. Концепт програма је био такав да је Влада Израела обезбедила 100 милиона УСД које је намеравала да искористи на два начина: а) инвестирање 80 милиона у 10 приватних ФЗУ, креирајући *Yozma* фондове, и б) директна улагања у компаније, 20 милиона долара. Основни задатак оваквог модела био је привлачење страних ФЗУ који би, уз подршку државе, улагали у предузећа која се баве информационим технологијама. Сваки *Yozma* фонд морао је да буде нова финансијска институција коју оснивају једна израелска и једна инострана финансијска институција. Кад се фонд региструје, према прописима програма, држава је спремна да инвестира до 40% прикупљених средстава при чему тај износ не може прећи 8 милиона по фонду. То практично значи да је држава са обезбеђених 100 милиона, очекивала да прикупи додатних 150 милиона од приватних инвеститора. Улагањем у овакву врсту институционалног инвеститора, држава задржава право власништва над акцијама фонда у периоду од 5 година, на који се плаћа "камата". Висина "камате" зависи од успеха пословања фонда и компанија, јер се исплаћује из добити проистекле из финансиране активности. Висина камате не може прећи 50% за период од 5 година¹⁴⁷. Дефинишући "камату" као цену коштања капитала, држава мотивише приватан ФЗУ и компанију да оствари што боље резултате и раније исплати државу.

Резултати програма били су извредни, креирано је 10 приватних ФЗУ, укупно је прикупљено 263 милиона УСД, у првој фази, (од чега 100 милиона је државни новац) који су уложени у отварање 164 компанија. Излазак из компанија, организован кроз иницијалну продају акција или куповину, је организован за 56% од укупног броја компанија у које је уложено.

Посматрајући статистичку анализу¹⁴⁸ активности фондова који су настали као резултат овог програма, може се видети да:

- Фондови су у просеку прикупили 288 милиона у периоду 1993-2000. година,

¹⁴⁶ Avnimellech, G., VC Policy: Yozma Program 15-year Perspective, Copenhagen Business School, 2009., рад презентован на Конференцији одржаној у Данској, 17-19.06.2009.

¹⁴⁷ <http://www.yozma.com/investment/>

¹⁴⁸ Avnimellech, G., VC Policy: Yozma Program 15-year Perspective, Copenhagen Business School, 2009., рад презентован на Конференцији одржаној у Данској, 17-19.06.2009.

- Просечан број компанија у које се улаже је 59,6
- Фондови су изашли из 48% компанија у које су инвестирали, док су остали активни у 27%
- Затворено је 25% компанија у које је инвестирано.

Међутим, највећи успех овог програма је што су Yozma фондови прерасли у праве инвестиционе фондове који су успели да прикупе 3,2 милијарде долара до краја 2000. године. Ово је податак који указује на прави одабир концепта развоја јер је резултирао јачањем индустрије ФЗУ и после повлачења државе као извора финансирања.

Табела бр. 2 Yozma фондови и ФЗУ произашли из Yozma фондова, 1993-2000.година

Име фонда	Број насталих фондова	Укупно прикупљен капитал (у милионима УС долара)	Број компанија у које уложен капитал
Eurofund	2	72	25
Gemini	5	686	105
Inventech	2	40	33
JVP	4	783	85
Medica	3	195	33
Nitzanim	3+5	896	132
Polaris	5	1,342	140
Star	14	987	113
Vertex	6	640	94
Walden	3	184	47
Yozma	3	150	55

Извор: Avnimellech, G., VC Policy: Yozma Program 15-year Perspective, Copenhagen Business School, 2009., рад презентован на Конференцији одржаној у Данској, 17-19.06.2009.

2. ПРОМЕНА ИНСТИТУЦИОНАЛНОГ ОКВИРА КАО ПРЕДУСЛОВ ЗА УБРЗАНИ РАЗВОЈ ФЗУ

Креирање одговарајућег институционалног амбијета је од великог значаја не само за привлачење ФЗУ већ и за привлачење страног капитала уопште. Земље које се одликују неконзистентним привредним системом не могу очекивати значајнији прилив страног капитала јер поред профита власници капитала очекују сигурност инвестиције. Када се каже сигурност мисли се на правила која одређују функционисање привредних субјеката, њихова права и обавезе. У ситуацији када су институционална решења по карактеру пролазна, ствара се нејасан сигнал за власнике капитала чиме се они одвраћају од улагања.

Имајући на уму да је као крајњи циљ и друштвено опредељење наведено чланство у Европској Унији, национална економија има и једноставан и компликован задатак када је реч о изградњи институционалног оквира.

Једноставност задатка произилази из чињенице да су правила и стандарди којима се уређује функционисање економије прецизно дефинисани уговорима унутар ЕУ, тако да национална економија има једноставан задатак, њихово усвојање и прилагођавање сопственог функционисања правилима које важе унутар Европе. Усвајање законског оквира, у складу са европским, имаће велики утицај на рејтинг економије и сами тим може допринети привлачењу иностраног капитала у свим облицима.

Компликованост успостављања институционалног оквира, који је индетичан европском, произилази из тренутног степена економске развијености и фазе транзиционог процеса у којој се налазимо. Наиме, увођење европског система вредности има своју цену, од доношења закона до његовог спровођења и питање је да ли национална економија, са тренутним степеном развијености, може изнети трошак увођења европских системских решења. Друго, тренутак транзиционог процеса у коме се налазимо¹⁴⁹ показује да код нас ниједан фаза транзиционог процеса није завршена. Тако, либерализација је урађена делимично, макроекономска стабилизација није дала очекиване резултате, процес приватизације и реструктурирања није

¹⁴⁹ Након либерализације, макроекономске стабилизације, приватизације и реструктурирања долази фаза промена у политичком и привредном систему, видети опширније Росић, И., Веселиновић, П., Национална економија, Економски факултет Крагујевац, Крагујевац, 2007. год.

доведен до краја, док се о променама у политичком и привредном систему може говорити у светлу донешених закона али без њихове суштинске примене.

2.1. Институционални оквир националне економије као препрека привлачењу страног капитал

Србија, од почетка транзитивног периода 2000. године, покушава да створи одговарајући институционални оквир који би омогућио сигурност иностраним инвеститорима. Многобројна законска решења су донета како би процес доласка и експанзије страног капитала био карактеристика српске економије у дужем временском периоду. На жалост, оцене које стижу од стране међународних институција које се баве институционалним оквиром пословања нису повољне по српску економију. И ту почиње проблем привлачења иностраног капитала јер се инострани инвеститори консултују са поменутим институцијама приликом доношења одлуке о избору економије у коју ће уложити.

Извештај, *Doing Business Report*, Светске банке који је доступан на интернету ¹⁵⁰ а који се бави анализом регулативе која утиче на пословање привредних субјеката рангира Србију на 88. Место (од 183 земље) у 2010. години што је напредак у односу на 2009., када је Србија заузимала 90. место. Напредак на листи може бити охрабрујући све док се појединачно не анализирају индикатори који се узимају у обзир приликом рангирања. Следећа табела показује промене у индикаторима који се укључују у анализу регулативе:

Табела бр. 2 Кретање индикатора пословног окружења, 2009. и 2010. година

Индикатор	2010.	2009.	Промена
Отпочињање посла	73	108	35
Грађевинске дозволе	174	172	-2
Запошљавање	94	87	-7
Регистровање власништва	105	99	-6
Пристап кредитима	4	12	8
Заштита инвеститора	73	70	-3
Плаћање пореза	136	126	-10
Процедуре везане за спољну трговину	69	67	-2
Спровођење уговорних обавеза	97	95	-2
Затварање посла	102	102	0
Укупна позиција	88	90	2

Извор: <http://www.doingbusiness.org/ExploreEconomies/?economyid=206>

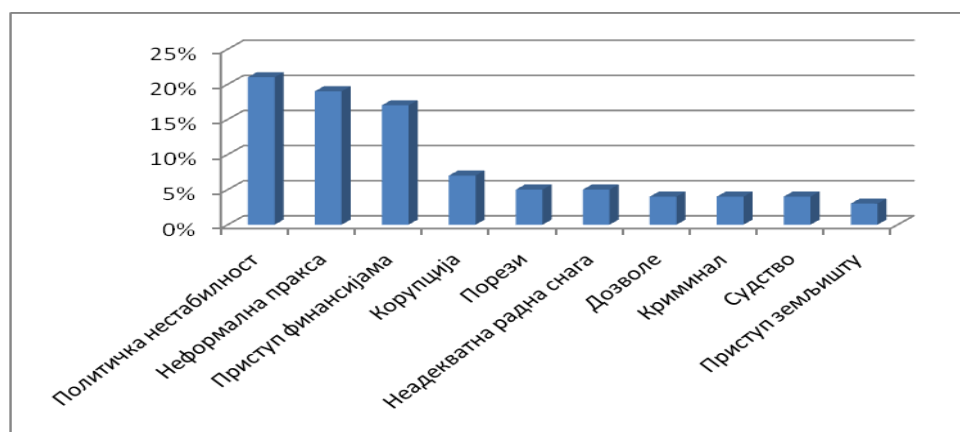
¹⁵⁰ <http://www.doingbusiness.org/ExploreEconomies/?economyid=206>

Када се погледају кретања индикатора појединачно види се да се скок у укупном институционалним оквиру дугује првом индикатору *"Отпочињање посла"* који се поправио за читавих 35 места. Овај индикатор се односи на законска решења која се примењују приликом регистрације предузећа. У последњих пар месеци 2010. године дошло је до промене одређених прописа што је резултирало у скраћивању периода регистрације на 15 дана. Међутим, овај индикатор је имао јаку ниску стартну позицију јер је у блиској прошлости био карактеристичан по великом броју папира, који су пратили велики број прописа, а које је требало испунити како би компаније почеле са радом.

Анализа осталих индикатора који су можда значајнији за инвестирање шаље лоше поруке потенцијалним инвеститорима. Тако *"Спровођење уговорних обавеза"* бележи пад од 2 места чиме се шаље порука да потписани уговори не подразумевају и њихово испуњење, односно да је присутна корупција у судству. *"Заштита инвеститора"* је индикатор који свакако занима стране улагаче јер се односи на заштиту њихове својине, а како је тај индикатор забележио пад од 3 места то свакако не може бити добар сигнал за улагање. Још један индикатор је од значаја за стране инвеститоре, *"Регистровање власништва"* који је забележио пад од читавих шест места. Као закључак се намеће: без обзира на лакоћу регистровања предузећа, уколико нема одговарајуће заштите не може се очекивати значајнији прилив иностраног капитала.

Слика о условима привређивања у националној економији постаје још лошија уколико се прикаже график који показује 10 највећих проблема са којима се суочавају власници предузећа у Србији и која представља саставни део извештаја Светске банке о пословном окружењу у Србији:

График бр. 2 Топ 10 највећих изазова за власнике предузећа



Извор: <http://www.enterprisesurveys.org/ExploreEconomies/Graph.aspx?economyid=206&year=2009>

Подаци који су приказани графички резултат су истраживања које је Светска банака спровела међу власницима компанија у Србији, укључујући домаћа и страна предузећа. Подаци јасно показују да велики проблем Србије представљају политичке одлуке које се на овом графици појављу у прва четири индикатора. *"Политичка нестабилност"* се не односи на промену политичких партија на власти већ на недефинисану старегију у спољнополитичким односима, односно политика "исток-запад" у исто време, занемарујући чињеницу да је одабир правца у спољној политици у тесној вези са изградњом привредног система. Други негативни индикатор *"Неформална пракса"* се односи на постојање неформалног облика понашања поједних привредних субјеката који не поштују законске прописе или их "слободно интрепертирају". Овај индикатор се односи на проблем слабости правне државе. Трећи индикатор се односи на одсуство конкуренције у изворима финансирања и нејасним критеријумима за доделу државних средстава. Тиме се дестимулише развој предузетништва и улагање у истраживање и развој нових производа. Последњи у низу индикатора, а који је у вези са политичким системом, јесте корупција која је у Србија постала системски проблем а не индивидуална карактерна црта. Укупно 64% испитаника је указало да прва четири индикатора представљају кључни проблем српске економије у овом тренутку.

Табела бр.3 Индикатори конкурентности за ФЗУ

Индикатори пословног окружења	Извор	Хрватска	Србија
Глобални индекс конкурентности	World Economic Forum 2010	4	3,80
Укупна пореска стопа	World Economic Forum 2010	40	46
Време потребно за отпочињање посла (у данима)	World Economic Forum 2010	75	45
Заштита радне снаге (0 to 100, нижа оцена=бољи услови)	World Economic Forum 2010	121	86
Индекс перцепције корупције (1–10, већа оцена=бољи услови)	Transparency International 2009	4,1	3,5
Индекс економски слобода (нижа оцена = бољи услови)	Heritage Foundation 2009	59,2	56,9
Индекс поштовања закона (-2.5 to 2.5, већа оцена=бољи резултати)	World justice project 2009	0,08	-0,46
Индекс ефикасности Владе (-2.5 to 2.5, већа оцена=бољи резултати)	World Resources Institute	0,52	-0,28
Индекс квалитета правне регулативе (-2.5 to 2.5, већа оцена=бољи резултати)	World Bank Institute	0,5	-0,21

Извор: Истраживање ЕИФ(2010) " Регион Западног Балкана - услови за развој индустрије ФЗУ" на коме је учествовао кандидат

Имајући на уму да ФЗУ представљају институционалне инвеститоре који спадају у групу високо ризичних са аспекта резултата инвестиционих активности сваки додатни ризик у земљи их обесхрабрује да улажу. У наредном периоду мора се учинити напор да се горепоменути индикатори унапреде, посебно они који умногоме зависе од политичких прилика и да се на тај начин пошаље јасан сигнал ФЗУ да је Србија погодна за њихове инвестиционе активности. Најпре се мора недвосмислено дефинисати крајњи циљ Србије као земље која свој институционални оквир гради према правилима и стандардима ЕУ чиме ће се отколнити сумња у политичку нестабилност. Затим се мора јачати држава као заштитник права не само кроз доношење закона већ његову стриктну примену чиме ће степен заштите инвестиција бити подигнут на виши нивоу. Овим корацима Србија ће ојачати своју позицију као примамљива дестинација за инострани капитал а тиме и за активности ФЗУ.

2.2. Промене Законских решења приликом регистрације ФЗУ

Када је реч о конкретним потезима који се тичу промена институционалног оквира мора се кренути од законских решења која се тичу саме регистрације ФЗУ који за сада у свом оригиналном начину организовања нису препознати у Закону о инвестиционим фондовима¹⁵¹. Наиме Законом који је донет 2006. године и који је допуњен 2009. године не постоји Фонд заједничког улагања како инвестициони фонд који улаже у компаније које нису листиране на берзи. Закон препознаје отворене, затворене и приватне инвестиционе фондове који се на различите начине баве трговином ХоВ на Београдској а разлика постоји у могућности продаје инвестиционих јединица фондовима. Тако, отворени фондови су обавезни да у сваком тренутку откупе сопствене јединице по ценама које важе на берзи, затворени ту обавезу немају већ власници инвестиционе јединице продају на берзи. Приватни инвестициони фондови су слични затвореним, с тим што је код њих прописан минимални износ капитала који се мора уложити приликом куповине инвестиционе јединице. Промене Закона 2009. године су донеле само једну значајну разлику у односу на првобитан закон а то је да је инвестиционим фондовима омогућена инвестициона активност у иностранству без ограничења.

¹⁵¹ Доступан на http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=view&id=57&Itemid=62

Будуће промене Закона о инвестиционим фондовима морају ићи у правцу укључивања новог облика инвестиционих фондова и њиховог правног дефинисања. ФЗУ као институционални инвеститор мора бити наведен као четврти облик организовања инвестиционих фондова који се бави улагањима у компаније које нису листиране на берзи. Законом мора бити дефинисана инвестициона политика ових фондова кроз временско ограничење држања удела у одређене компаније како би се спречиле злоупотребе.

Наиме, ФЗУ се мора дефинисати као тип инвестиционог фонда који улаже у компаније које нису листиране на берзи и који је обавезан да своје улагање у једну компанију ограничи на период не краћи од три године. У овом периоду ФЗУ може да користи друге подстицајне мере којима држава помаже развој ФЗУ, као што су пореске олакшице, царинска ослобођења и државна средства. Паралелено са изменама Закона о инвестиционим фондовима мора се радити и на променама Закона о пензионим фондовима и осигуравајућим кућама које би омогућиле ограничено улагање у ФЗУ. Ограничења се односе на дефинисање максималног износа средстава које пензиони фондови и осигуравајуће куће могу уложити у ФЗУ. Директива ЕУ дефинише горњи праг од 30% док је минималан износ 10% и на тај начин ЕУ жели да заштитити пословање пензионих фондова и осигуравајућих кућа. У овом правцу морају да иду и измене домаћег законодавства како би се омогућили додатни извори финансирања ФЗУ али и заштитило пословање поменутих институционалних инвеститора. Потребно је постепено ићи са максимално дозвољеним средствима, почевши са 10%, како би временом пензиони фондови и осигуравајуће куће стекли искуство и били у ситуацији да анализирају резултате улагања.

Након промена у Закону о инвестиционим фондовима као предуслова за њихово формирање, потребно је решити питање улагања ФЗУ у предузећа. Ту постоји неколико проблема сходно постојећим законским решењима, нарочито када је реч о различитим облицима организовања предузећа, њиховој имовини и процени вредности капитала. Према Закону о привредним субјектима могуће је организовати неколико облика привредних активности почевши од предузетника, ортачког друштва, коадитног преко друштва са ограниченом одговорношћу до акционарског. Према важећим законским прописима, ФЗУ се могу појавити у ортачком друштву, коадитном и друштву са ограниченом одговорношћу као партнери са различитим нивоом контроле и утицаја на функционисање предузећа. Улагањем у ортачко друштво, ФЗУ добија статус ортака чије односе са осталим ортацима регулише оснивачки акт и уговор. Позитивне стране представља лак улазак у предузеће, могућност расподеле одговорности и функције тако да ФЗУ

може остварити потпуну финансијску контролу уз активно учеће у осталим пословним активностима. Лоша страна јесте да улазећи у ортаклук ФЗУ гарантује свом својом имовином што може бити проблем поготово уколико је реч о великом ФЗУ и малом учешћу у појединачној компанији. Проблем може да представља и процедура око продаје удела који се мора прво понудити ортацима а у поједним ситуацијама оснивачким актом је предвиђено да се удео не може продати без сагласности осталих партнера.

Други начин да ФЗУ уложи јесте да се креира комадитно друштво у коме улогу комадита има ФЗУ што значи да учествује у руковођењу предузећем али да гарантује само улогом. Овакав облик улагања ФЗУ је прихватљив јер нема потребе за сагласношћу осталих партнера када дође до продаје удела у предузећу. Уз то оснивачки акт је могуће променити без већи проблема и процедура.

Улагања ФЗУ у друштва са ограниченом одговорношћу за ФЗУ представља проблем имајући на уму оснивачки улог који је законом дефинисан на 500 евра, у динарској противредности по курсу НБС на дан уплате, чиме се прави проблем власничког односа између власника и ФЗУ. Потребан је додатан напор у виду анагажовања ревизорске куће како би се проценила вредност компаније и на тај начин регулисао власнички однос. Добре стране су лакоћа продаје улога и управљачка структура која се може јавити у виду управног одбора или директора предузећа. У случају више партнера пракса је да се формира УО са члановима представницима улагача. На тај начин ФЗУ добија формалну позицију коју може да користи за развојне и контролне активности предузећа. Још једна предност друштва са ограниченом одговорношћу јесте постојање интерног ревизора који има задатак да контролише финансијско пословање предузећа помажући на тај начин ФЗУ у контроли трошења средстава.

Када је реч о Закону о привредним друштвима¹⁵², будуће измене морају бити логичан наставак измена Закона о инвестиционим фондовима којима ће се ФЗУ препознати као посебан облик партнера у привредним друштвима које нису листирани на берзи. Улагање ФЗУ треба дефинисати као посебан облик партнерског односа било кроз допуну чланова који се односе на функционисање комадитног или друштва са ограниченом одговорношћу било кроз нове чланове Закона. Доупна или додатни чланови би требало да дефинишу посебан однос ФЗУ и власника кроз минимални период улагања, власничких односа и начина изласка из предузећа. Посебан правну

¹⁵² Доступан на http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=view&id=414&Itemid=62

дефиницију партнерског односа треба да има улагање фонда од минимум три године које је усмерено на јачање производног или услужног програма без могућности да се та средства користе за враћање кредита или организацију иницијалне понуде акција. Тиме се директно утиче на коришћење средстава фонда и штити држава од евентуалних злоупотреба. Власнички односи морају бити уређени сходно пракси да ФЗУ није заинтересован за већински пакет акција и то може довести до прегласавања приликом доношења неких важних одлука. С тога је јако битно да оснивачки акти и уговор о сарадњи партнера, законски дефинисано, могу бити промењени само уз сагласност оба партнера. На овај начин штите се интереси мањинског партнера чиме се јача институционални оквир за њихово веће присуство у националној економији. Посебну заштиту морају да уживају ФЗУ који су спремни да уложе у почетне фазе развоја, односно истраживање и развој нових технологија. Промена Закона о привредним друштвима се мора односити и на једноставну процедуру промене организационе шеме предузећа ка акционарском друштву чиме би се олакшала излазна стратегија ФЗУ.

Имајући на уму да је једна од излазних стратегија ФЗУ иницијална понуда акција потребно је направити измене Закона о ХоВ којима се регулише организовање ИПА¹⁵³. Наиме, досадашње искуство Београдске берзе је такво да до данас није обављена ниједна иницијална понуда акција у правом смислу те речи. Чак је и директорка Београдске берзе указала да је један од основних проблема недостатак квалитетних ХоВ и одсуство иницијалних понуда акција. Закон о ХоВ је у многим сличан законима који уређују ову област у развијеним привредама с тим што се у једној битној ствари разликује. То се односи на правило да се цена ХоВ унапред одреди, односно да нема распона цена као резултата book building-а. Овакав начин функционисања је лош за ФЗУ који послују са предузећима која нису листирана и које имају јак експанзиони карактер што практично значи да део будућих прихода мора бити приказан у цени акције. Ту долази до проблема таргетирања цене која може бити висока или ниска у односу на очекивања берзе. Из тог разлога је потребно омогућити ФЗУ организовање ткзв.инвестиционих промоција на којима би се прикупљале информације о заинтересованости тржишта и цени која би била прихватљива за потенцијалне купце.

Оваква законска решења значајно би подстакла креирање ФЗУ и њихов долазак као прву фазу у јачању позиције Србије у инвестиционом кружоку. Знајући да су ФЗУ посебно осетљиви на институционална решења којима се регулише функционисање привредних субјеката њихово

¹⁵³ ИПА – иницијална понуда акција

појачано присуство биће јасан сигнал осталим групама инвеститора да је Србија сигурна земља за улагања.

2.3. Промена пореске политике и царина као подстицај развоју ФЗУ

Након измена Закона који би омогућили регистрацију, финансирање, процес улагања и изласка из компаније неопходно је учинити напоре који иду у правцу мотивисања што ширег круга заинтересованих за улагање у ФЗУ. У том смислу потребно је направити измене пореског оквира унутар националне економије чиме би се стимулисали инвеститори да усмеравају свој новац ка ФЗУ али и ФЗУ да улаже у предузећа.

Најпре је потребно направити измене законских решења који се односе на улагања у инвестиционе фондове и смањивање пореских стопа које се односе на остваривање капиталне добити и капиталних прихода.

Предмет пореза на капитални добитак је разлика у цени која се остварује између продајне цене удела, односно Хов и њихове набавне цене. Стопа пореза до краја 2009. године износила је 20% али је изменама закона у 2010. смањена на 10% како би се стимулисало улагање на Београдској берзи¹⁵⁴. Имајући у виду да улагањем у предузећа ФЗУ стичу право на удео и да део свог профита оставрују продајом истог, неопходно је пажљиво осмислити промене законских решења које се односе на опорезивање капиталног добитка. Како би се држава у потпуности заштитила, пореска стопа на капитални добитак мора износити 20% у прве три године како би се избегеле шпекулације око купопродаје удела у предузећима. Наиме, уколико би се ФЗУ у потпуности ослободио плаћања пореза може се десити да се стратегија развоја на дуги рок замени краткорочном стратегијом увећања вредности предузећа и брзом продајом удела. Да се то не би десило неопходно је порез на капиталну добит држати на 20% у прве три године а затим га после пете потпуно укинути. Практично, ФЗУ би до треће године плаћао 20% на капиталну добит, после треће 15%, после четврте 10% да би након пете био у потпуности ослобођен плаћања овог пореза. На овај начин ФЗУ би био мотивисан да развија предузеће и да подиже његову вредност из године у годину како би остварио максимални профит уз одговарајућу пореску олакшицу.

¹⁵⁴ <http://www.pks.rs/Zakonodavstvo/Porezi/Poreznadohodakgra%C4%91ana/tabid/213/language/sr-Latn-CS/Default.aspx>

Други порез који се односи на приходе од капитала такође тангира пословање ФЗУ јер опорезује дивиденде и уделе од добити. Стопа овог пореза износи 20% на опорезиви део исплаћене дивиденде или удела у добити¹⁵⁵. Имајући на уму да део профита ФЗУ остварују учествовањем у оствареној добити кроз исплату дивиденде јасно је да овај вид опорезивања оптерећује његово пословање. Измене законских решења морају да иду у правцу мотивисања ФЗУ да реинвестира дивиденде у првим годинама инвестиционог циклуса док се касније пореска стопа мора смањити. Практично је потребно задржати поменуту стопу од 20% у прве три године како би се ограничио фонд да "извуче" капитал преко исплате дивиденди већ да их реинвестира и да након пете године прода удео и оствари профит уз нулту стопу опорезивања на капитални добитак. Након треће године, ФЗУ би требало омогућити исплату дивиденди уз смањену стопу пореза на 10% која би остала до краја инвестиционог циклуса, односно изласка из компаније.

Пореске олакшице које се односе на предузећа у која се улаже односе на порезе које се плаћају на зараде радника који у овом тренутку износе 47,8% и у великој мери оптерећују предузећа посебно она која се налазе у почетној или развојној фази. У укупној структури пореза и доприноса за плате запослених, предузеће плаћа 12% пореза на зараде, 17,9% доприносе из плате радника и 17,9% доприноса на терет послодавца¹⁵⁶. Порески оквир се мора мењати у смислу да предузећа која су финансирана од стране ФЗУ морају добити одрђена олакшања у функционисању у почетним фазама развоја. Пореске олакшице могу ићи у правцу смањивања или потпуног укидања пореза на зараде у првим годинама инвестирања ФЗУ или смањивања плаћања доприноса. На овакав начин мотивисала би се предузећа да запошљавају нове људе и да новац усмеравају у развојне активности предузећа. Након изласка ФЗУ из предузећа обавезе у виду пореза и доприноса такође треба постепено враћати до њихове потпуне примене.

Законским решењима о плаћању пореза на активности које су везане за пољопривредну производњу предвиђена је стопа од 14%¹⁵⁷ што би требало да буде предмет промена. Имајући на уму значај који би пољопривредна производња могла да има за развој привреде у целини пореска политика у овој области се мора мењати поготову ако се жели привући капитал ФЗУ. ФЗУ представљају значајне инвеститоре пољопривредне производње у ЕУ и као такви представљају

¹⁵⁵ <http://www.pks.rs/Zakonodavstvo/Porezi/Poreznadohodakgra%C4%91ana/tabid/213/language/sr-Latn-CS/Default.aspx>

¹⁵⁶ <http://www.mena.rs/kakopoceti/netobrutoplata.html>

¹⁵⁷ <http://www.pks.rs/Zakonodavstvo/Porezi/Poreznadohodakgra%C4%91ana/tabid/213/language/sr-Latn-CS/Default.aspx>

потенцијални извор финансирања домаће пољопривреде која у овом тренутку нема повољне и стабилне изворе финансија. Један од алата који се може корисити у привлачењу ФЗУ јесте и укидање пореза који се плаћа на активности које су везане за организовање пољопривредне производње. Јасно је да ће држава изгубити фискални приход на кратак рок, али на дуги оваква пореска политика може омогућити решавање много значајнијих проблема: застареле опреме и технологије у пољопривреди, смањивање незапослености, повећање извоза и одсуство производње готових производа.

Порез на додатну вредност као водећи извор прихода државе такође треба прилагодити потребама предузећа у које ФЗУ улажу и, без обзира у коју групу спадају према важећим законским решењима, његова стопа не би требало да пређе 8%. Потребно је осмислити линерано увећање ПДВ у предузећима која се налазе у почетној фази и у једном ограниченом временском интервалу је потребно ослободити их плаћања. На тај начин, предузећа ће бити ослобођена дела обавеза према држави и средства ће бити слободна да се усмере у инвестиционе активности.

Скуп пореских промена би требало да учини примамљивим и интересатним подручје националне економије за улагање ФЗУ а да са друге стране националној економији обезбеди додатан капитал уз технологију, организацију и развој. Привреде ЕУ су увелико дефинисале следеће кораке када је реч о развоју ФЗУ на њиховој територији и велики број њих се односи на пореске олакшице за ФЗУ али и за компаније у које ФЗУ улажу свој новац и искуство.

Што се тиче царинске политике, ту се пре свега мора водити рачуна о увозу опреме и технологије за организовање процеса производње у компанијама у које инвестира ФЗУ. Одредбама члана 218. став 1. тачка 1. Царинског закона (Службени гласник РС, бр. 18/2010) прописано је да се увозне дажбине не плаћају на нову опрему која се не производи у земљи, која се увози за нову или проширење постојеће производње, модернизацију производње односно осавремењавање постојеће технологије. У ову групу не спадају путничка возила и апарати за игре на срећу. Како би се обезбедила, држава ограничава употребу ових добара у процесу производње у периоду од три године у коме не би требало продавати увезену опрему. Уколико се власник одлучи да је прода пре истека од три године, дужан је да плати увозне дажбине на цену која је важила у тренутку увоза. Оваква царинска политика у потпуности одговара развоју ФЗУ и мотивисању улагања у развоје програме различитих привредних грана.

Последње, али не по значају, јесте питање заштите интелектуалне својине које подстиче ширење знања и асортимана квалитетних производа и услуга. Имајући на уму да су ФЗУ заинтересовани да улажу у предузећа која се налазе у иницијалним фазама развоја, односно у предузећа која се одликују високим степеном иновативности јасно је да је од великог значаја заштита патената и интелектуалног напора. Србија се одликује веома малим улагањима у областима истраживања и развоја, тако да је патентна делатност поприлично замрла. Део оправдања се може пронаћи у високим међународним стандардима и трошковима заштите који се крећу између 14 000 и 50 000 евра по патенту. Из тог разлога, потребно је појачати контролу коришћења интелектуалне својине и заштиту инвентивних и предузетљивих појединица кроз измене институционалног оквира и олакшаног приступа ФЗУ.

2.4 Усклађивање са институционалним оквиrom Европске уније као предуслов за привлачење ФЗУ

Како је као крајњи циљ спољне политике Србије дефинисано чланство у Европској унији, тако је неопходно читав законодавни оквир ускладити са европским. Део институционалног оквира свакако чине законска решења и стандарди којима се регулише функционисање индустрије ФЗУ.

У последње две године водили су се интензивни преговори унутар ЕУ о регулисању индустрије алтернативних извора финансирања у које спадају ФЗУ као део шире индустрије Приватног капитала. Као резултат преговора унутар ЕУ донета је Директива за менаџере алтернативних инвестиционих фондова¹⁵⁸ којом се уређује функционисање фондова који улажу у некретнине, "hedge" фондова и ФЗУ без обзира како су ти фондови регистровани: да ли као отворени, затворени или као партнерства. Основни циљ ове директиве јесте да се "издавањем пасоша" фондовима омогући деловање на територији читаве Уније¹⁵⁹. Наиме, уколико испуне услове који су прописани Директивом, уз усклађивање са постојећим законима, фондови добијају "пасош" који ће им омогућити несметано инвестиционо пословање на територији ЕУ.

У оквиру Директиве ФЗУ нису посебно издвојени, већ зависно од прикупљеног капитала њихово пословање мора бити усклађено са правилима Директиве. Уколико прикупљени капитал

¹⁵⁸ У оригиналу: The Alternative Investments Fund Manager Directive (AIFMD)

¹⁵⁹ Видети опширније: AIFMD Essentials, EVCA, Брисел, Децембар, 2010.

превазилази износ од 100 милиона евра, ФЗУ морају поштовати сва правила која су прописана Директивом. Фондови заједничког капитала који нису прикупили износ који је горе поменут немају обавезу да своје пословање прилагођавају Директиви, већ постојећим националним законодавствима у земљама у којима остварују своје инвестиционе активности.

Директивом Европске уније¹⁶⁰ од 18.11.2010.године регулише се регистрација, правила функционисања, информисаност инвеститора, ниво потребног капитала, улога депозитне институције, начин плаћања менаџмента фондова, вредновање имовине фонда, прикупљање средстава и управљање инвестиционим портфолиом.

2.4.1. Регистрација и правила функционисања фондова

Процес регистрације фонда започиње пријавом код надлежне институције у држави у којој се налази канцеларија фонда. Пријава мора да садржи информације које се тичу саме организационе структуре фонда, инвестиционе политике и начина прикупљања капитала. Уколико се одлучи да изда дозволу за рад, надлежна институција је дужна да обавести *ESMA*-у (*Европску Агенцију за Хов и тржишта*) која "издаје" пасош за територију ЕУ. Након регистрације, фонд је дужан да обавештава надлежну институцију у земљи о свим променама које се тичу његовог функционисања.

Приликом издавања пасоша, *ESMA* контролише следеће:

- Да ли фонд располаже са довољним износом капитала,
- Да ли фонд испуњава правила прописана Директивом
- Да ли запослени имају довољно искуства у индустрији
- Да ли су власници фондова одговарајући и
- Да ли је главна канцеларија у земљу чланице где је и извршена регистрација.

¹⁶⁰ Доступна на <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/572&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>

Што се тиче правила функционисања фонда она се односе на период који следи уколико фонд добије дозволу за инвестициону делатност на територији ЕУ. У оквиру ових стандарда, говори се о: доступности информација, годишњим извештајима, нивоу потребног капитала, депозитној институцији, плаћању менаџмента и вредновању имовине фондова.

Прво правило, доступност информације, односи се на неопходност информисања инвеститора током фазе прикупљања капитала, током фазе инвестирања и током фазе изласка из компанија. Информисаност током фазе прикупљања капитала, произилази из чињенице да улагачи морају бити упознати са искуством менаџмента фонда, планираним активностима (инвестиционом политиком) као и планираним излазном стратегијом. Информисаност током фазе улагања подразумева могућност добијања информација које се тичу начина на који фонд врши анализу и одабир инвестиције. ФЗУ су показали велико негодовање јер овакво правило доводи до потпуне транспарентности индустрије, чинећи видљивим успешне стратегије и смањујући профитне стопе. С друге стране, креатори Директиве се позивају на максималну заштиту власника капитала који се даје на управљање.

Друго правило, годишњи извештаји, претпостављају објављивање годишњих извештаја након завршетка сваке фискалне године и ти извештаји морају бити послати надлежним институцијама у земљи. Уколико власници капитала затраже, они морају добити исти годишњи извештај. Директива прописује и садржај извештаја: биланс стања и биланс успеха, извештај о активностима, надокнаде менаџерима и све промене које могу утицати на пословање и стање фонда.

Треће правило, потребан капитал, односи се на неопходност обезбеђивања одређеног износа капитала од стране менаџмента фонда. Потребан капитал зависи од начина на који је фонд регистрован и креће се у минималном распону од 125 000 до 300 000 евра. Овај износ се увећава са увећањем расположивог капитала за улагање тако да је неопходно обезбедити 0,02% прикупљеног капитала, при чему се за износе од преко 250 милиона дозвољава обезбеђење од 10 милиона евра. Обезбеђење или потребан капитал мора бити у новцу или високо ликвидним хартијама од вредности које се могу брзо претворити у новац. Оправдање за ово правило креатори Директиве проналазе у ранијим високим позајмицама које нису биле покривене средствима менаџмента, што је проузроковало ризична улагања и велике губитке.

Четврто правило, Депозитна институција, односи се на постојање институције која би имала легитимитет да чува хартије од вредности фондова. Ова институција би имала мандат чувања Хов фондова, али би истовремено анализирао функционисање фондова како би имала могућност процене вредности имовине фонда. Постојање ових институција утицаће на поскупљење услуга фондова, али креатори Директиве указују на неопходност како би се појачала контрола и спречиле евентуалне злоупотребе у функционисању фонда. Функцију Депозитне институције, према Директиви, може имати свака институција у ЕУ која испуњава услове за обављање кредитне функције.

Пето правило, плаћање менаџмента, односи се на обезбеђење средстава којима ће се плаћати менаџмент. Устаљена пракса јесте да се део плата плаћа у фиксном износу а да се други део исплаћује у зависности од успеха инвестиционе политике. Управо начин на који се исплаћује други део може утицати на менаџмент да доноси одлуке који могу максимизирати њихову зараду али да истовремено буду ризични за сам фонд. Како би се избегла таква ситуација, предлаже се формирање комитета који ће проценити оправданост предложених надокнада менаџменту. Ове комитете треба да чине експерти који нису повезани са посматраним фондом. Уједно је то и највећи проблем овако дефинисане политике надокнада: да ли ће експерти сами себи смањити надокнаду? Друго решење које се нуди јесте објављивање надокнада како би инвеститори проценили да ли треба толико да плаћају менаџмент фонда који је основаним њиховим новцем.

Последње правило се односи на вредновање вредности имовине, где се предлаже поштовање принципа нето вредности имовине, уз пуно поштовање националног законодавног оквира земље у којој је фонд регистрован. Уједно, ово правило је најслабије развијено јер је доста простора остављено националним рачуноводственим стандардима који имају доста различитости од земље до земље.

2.4.2. Прикупљање средстава и управљање инвестиционим портфолиом

Фаза прикупљања капитала је, кроз правила Директиве, организована тако да пре објављивања информације о прикупљању капитала Фонд је дужан да обезбеди све информације о планираним активностима надлежним институцијама у земљи у којој планира инвестиционе активности. То практично значи да Фонд мора дати информације о власницима, депозитној институцији и организационој структури. У року од 20 дана надлежна институција је дужна да да одговор о могућности прикупљања капитала.

Наравно, имајући у виду карактер индустрије и начин њеног функционисања, информације потребне за прикупљање средстава се могу мењати али је фонд дужан да обавести надлежну институцију о евентуалним променама.

Сам процес прикупљања средстава претпоставља потпуну отвореност фондова ка улагачима у смислу пружања информација које се тичу инвестиционе политике фонда, односно начину и облицима улагања у привредне активности. На овај начин, инвеститори ће имати потпуне информације о стратегији улагања фонда што ће их заштити од евентуалне злоупотребе средстава. С друге стране, фондови указују да ће им оваква законска решења "разоткрити" специфичности стратегија улагања што ће имати утицаја на њихове профитне стопе али и само прикупљање капитала. Потпуна информисаност о инвестиционим улагањима може резултирати и у "*copy-paste*" стратегијама, где мање успешни менаџери могу доћи до информација о инвестиционим стратегијама успешних фондова и применити их у сопстеном пословању. Одговор креатора Директиве на ове замерке јесте да инвеститори немају мотива да открију стратегију фонда у који су уложили јер су заинтересовани за максимизацију сопственог профита. Друго, једном коришћена стратегија не мора бити успешна сваку пут јер се околности у економији мењају јако брзо.

Управљање инвестиционом портфолиом је уређено Директивом кроз дефинисање неколико правила која се односе на улагање у компаније, управљања компанијом и евентуалног стицања власништва над компанијама. Потпуна информисаност улагача је, такође, битна јер је о сваком кораку неопходна њихова информисаност. Директива захтева да Фонд приликом сваког улагања у компаније које нису листиране на берзи обавести надлежну институцију у земљи у којој је извршена трансакција. Директива прописује и правило по коме је фонд већински власник у нелистираној компанији у ситуацији када има преко 50% власништва. У компанијама које су листиране на берзи, фонд може постати већински власник мањим процентуалним уделом што зависи од учешће осталих власника али и законских решења земље где се трансакција обавила. У већини ЕУ држава тај минимум учешћа се креће између 25-30%. Када преузме компанију, фонд је дужан да информише менаџмент компаније, доступне власнике који нису продали свој удео и надлежну институцију о трансакцији која се обављена. Такође, фонд мора истим заинтересованим учесницима предочити своју будућу пословну стратегију која се тиче функционисања компаније, нарочито уколико ће имати утицаја на запослене и материјално стање саме компаније.

Први утисци који се тичу новог институционалног оквира који регулише функционисање ФЗУ на територији ЕУ иду у правцу јачање контроле индустрије и веће транспарентности, што може озбиљно утицати на пословање фондова имајући у виду досадашњу праксу. ФЗУ и њихова пословна политика су годинама уживали у могућностима необјављивања или недовољног информисања јавности али и власника капитала. Оправдање се налазило у заштити пословне политике и изразитој конкуренцији у оквиру индустрије. Новим законским решењима, ФЗУ ће бити приморани на већу информисаност али и контролу пословања како од власника капитала тако и од стране надлежних институција.

3. ФИНАНСИЈСКА ПОДРШКА РАЗВОЈУ ИНДУСТРИЈЕ ФЗУ

Поред институционалне подршке развоју ФЗУ, национална економија има још тежи задатак у првим годинама развоја јер је потребно обезбедити материјалну (финансијску) подршку ФЗУ. Овај корак је круцијалан у развоју јер су искуства показала да државе које су развијале овакве програме подршке имају заиста развијене индустрије ФЗУ.

Први кораци у креирању финансијске подршке развоју ФЗУ се односе на пажљиву анализу могућности националне економије као и на неопходност дефинисања стратегије укупног економског развоја базираној на реалним претпоставкама. Стратегија укупног економског развоја је полазна основа за креирање програма подршке развоју ФЗУ јер у њој се морају дефинисати конкретни производни сектори који имају значај за развој државе у целини. На основу полазних стратешких докумената креира се програм подршке развоју ФЗУ који ће ићи у правцу дефинисаних приоритета. Ово је значајно јер ће само на тај начин бити упослени сви расположиви ресурси и избећи ће се ситуација нерационалног трошења новца и времена¹⁶¹.

3.1. Државни инвестициони фонд – подршка развоју индустрије ФЗУ

Досадашња пракса подршке развоју предузетништва и иновативног понашања предузећа огледала се у креирању више државних институција које су се, неретко, препритале према

¹⁶¹ Видети опширније код: Lerner, J., Boulevard of broken dreams, Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital have failed and to do about it, Princeton University Press, New Jersey, 2009.

дефинисаним правилима и законским решењима. Као водећи облик државне помоћи издваја се Фонд за развој који располаже средствима која је могуће користити у процесу финансирања развоја предузећа.

Фонд за развој програмом за 2010. годину има предвиђен буџет од 13 540 000 000 динара који је расподељен тако да се са 97,49% кредитно финансира развој предузећа док 2,51% представљају трошкови функционисања фонда. Преведено у бројеве, у 2010. години Фонд располаже са 13 200 000 000 динара за улагање док 340 000 000 милиона динара је потребно за покривање трошкова.

Од укупних средстава намењених финансирању привреде, 9,5 милијарди је усмерено ка правним лицима и издавању гаранција, 800 милиона је одвојено за СЗР, предузетнике и гаранције, док је 2,9 милијарде динара резервисано за кредите¹⁶². Кредити и гаранције Фонда ће се одобравати правним лицима и предузетницима регистрованим у Агенцији за привредне регистре. Висину кредита и износ гаранције Фонда одређују следећи елементи:

- Кредитна способност и бонитет правног лица и предузетника.
- Оцена програма;
- Квалитет инструмената обезбеђења кредита.

Кредити се одобравају са роком отплате до 5 година и одложеним роком отплате до једне године. Каматна стопа је 4,5% на годишњем нивоу, уз примену валутне клаузуле. Отплата кредита врши се у тромесечним анuitетима. Валутна клаузула подразумева утврђивање дуга у еврима на дан пуштања кредита у течај и прерачунавање дуга у динарску противвредност по средњем курсу на дан доспећа, који не може бити мањи од номиналног износа пуштеног кредита. Кредити за трајна обртна средства ће се одобравати са роком отплате до 2 године и одложеним роком отплате до девет месеци, док ће се кредити за предузетнике одобравати са роком отплате до 4 године и одложеним роком до једне године.

Анализирајући пословање Фонда закључак је да се између предузећа и фонда успоставља класичан облик дужничко-поверилачког односа који се покрива различитим облицима јемства што га не разликује од банкарског пословања. Фонд је заинтересован за враћање анuitета у одговарајућим временским интервалима не водећи много рачуна о развоју предузећа. Уз то на

¹⁶² <http://www.fondzarazvoj.gov.rs/files/Program2010.pdf>

терет Фонда функционише и Национална регионална агенција (раније Агенција за мала и средња предузећа) која нема сопствена средства већ користи средства Фонда за сопствено функционисање. Када се уз то дода и неретки случајеви корупције¹⁶³ јасно је да овако конципиран Фонд нема одговарајуће предуслове за развој индустрије ФЗУ.

Како би се у наредном периоду развила индустрија ФЗУ, потребно је укинути Националну агенцију за регионални развој, регионалне канцеларије и извршити прераспodelу средстава из Фонда за развој. Први корак би требало да буде формирање Националног (државног) инвестиционог фонда који би добио један део средстава из Фонда за развој а други део средстава би требало обезбедити од приватних инвеститора: банака, осигуравајућих кућа, пензионих фондова, великих компанија како оних у држави тако и иностраних. У првој фази развоја новог Државног инвестиционог фонда потребно је радити на привлачењу иностраних ФЗУ који би, не само својим капиталом, већ пре свега искуством помогли у конципирању стратегије развоја новооснованог фонда.

Однос између државног и приватног може бити резултат преговора али никако не треба дозволити да држава има одлучујућу улогу у доношењу одлука јер се она показала, више пута, као нерационалних менаџер. Партнерски однос држава - приватник мора бити конципиран тако да држава самим присуством потврђује спремност да преузме део ризика функционисања Фонда, док доношење одлука препушта искусним професионалцима.

Предности по државу овако конципираног фонда су смањивање трошкова управљања средствима за улагање, јачање капиталне базе, смањивање нерационалности у трошењу средстава, проширење извора финансирања и стварање кадрова за будуће ФЗУ. Када је реч о смањивању трошкова управљања ту се пре свега мисли на правило да управљачки трошак код ФЗУ износи од 2% до 2,5% од прикупљеног капитала. У случају где држава уплаћује суму која иде до 50% могуће је испреговарати да се проценат управљачких трошкова односи само на износ који су прикупили власници приватног капитала. На овај начин држава би упослила средства чије руковођење не би плаћала. Менаџери би пристали на овај вид плаћање јер добијају средства на која немају унапред дефинисан профит, већ се расподела врши према оствареним резултатима. То заправо значи да располажу већом капиталном базом и могућношћу да улажу у више пројеката чиме се ствара претпоставка за остваривање виших стопа профита.

¹⁶³ У јуну месецу 2010.године, приведен је радник Фонда за развој под сумњом да је проневерио 200 милиона динара намештајући резултате Конкурса: <http://www.blic.rs/Komentar/Komentar-nedelje/197767/Razvojna-kradja>

Како би се спречило ненаменско трошење средстава, држава може да обавезе менаџера фонда да прва улагања финансира сопственим (прикупљеним) средствима. Екстремни случај би био да државе од менаџера затражи да се изврши улагање приватних средстава у одређеном износу пре него што се пренесу средства. Пракса у развијеним државама јесте да се новац пребацује у траншама након анализе активности између две транше. Уколико се не добије потпуно објашњење активности, оставља се могућност да држава одустане од пребацивања средстава и онда фонд остаје само са прикупљеним капиталом од приватних институција. Овакво понашање државе је заштитиног карактера и представља јасан сигнал менаџерима фонда који поред новца, положаја могу да изгубе и репутацију, што је од пресудног значаја у круговима који се баве овом врстом улагања.

Гарфик бр.3 Шема финансирања Државног инвестиционог фонда



Јачање капиталне базе значи да би држава формирањем оваквог институционалног инвеститора била у могућности да привуче капитал иностраних ФЗУ који имају искуства у оваквим партнерствима са државним сектором. Они би са собом донели искуство, контакте и савремене моделе управљања који би у многоме помогли Државном инвестиционом фонду у почетним фазама развоја. Капитал који би "дошао" би био заинтересован за улагање у предузећа која у развоју или у фази идеје-пројекта чиме би се оснажило предузетништво и иновативна активност. У вези са предузетништвом јесте и ширење извора финансирања, што би такав Фонд свакако био. Наиме, Државни инвестициони фонд своју политику не би базирао на дужничко-поверилачком односу већ би тај однос, сходно политици ФЗУ, био базиран као партнерство што би се огледало у заједничком интересу – подизању вредности предузећа. Уложена средства Фонд би контролисао како би имао потврду да су она утрошена у активности које као крајни циљ имају подизање

вредности предузећа и продају удела (или исплату годишњих дивиденди) као основ за стицање профита. На овај начин ојачала би контрола средстава тако да би се смањило њихово нерационално трошење.

Можда највећу корист која би била оставрена формирањем Фонда базираном на концепту сарадње државе и приватника јесте обука кадрова за рад у области ФЗУ. Кроз сарадњу приватног и државног, уз присуство искусних инвестиционих професионалаца временом ће се стварати кадрови који ће бити обучени да раде у индустрији ФЗУ.

Приликом конципирања Државног инвестиционог фонда мора се водити рачуна о његовој инвестиционој политици, поготово о улагању у појединачна предузећа и предузећа која су на неки начин повезана са сувласницима Фонда. Како би се омогућила максимална диверсификација у инвестирању, потребно је појединачно улагање ограничити на максимално 20%¹⁶⁴ од укупно прикупљених средстава. Уколико се поједине инвестиције покажу као успешне и оправдано је уложити у њих више од 20%, потребно је прибавити дозволу свих сувласника фонда. Када је реч о компанијама које су у некој вези са сувласницима фонда неопходно је забранити улагање у исте како би се избегле евентуалне злоупотребе средстава.

Формирање Државног инвестиционог фонда и његово функционисање би засигурно помогло и у решавању регионалних проблема уколико би овакав фонд био правилно конципиран. Наиме, Државни инвестициони фонд би могао да има седиште у Београду због присутности осталих институција али би Законом о његовом функционисању било могуће оснивати регионалне инвестиционе фондове у градовима по истом принципу. За оснивање регионалног инвестиционог фонда који би се налазио ван Београда, потребно би било сакупити приватног капитала са минималним учешћем од 50% чиме би се активирали локални инвеститори: власници приватних предузећа, пензиони фондови и осигуравајуће куће са седиштем у месту оснивања и појединци који би вишак свог капитала поверили институционалном инвеститору.

Као акционар у Регионалном инвестиционом фонду може се наћи и локална самоуправа, јавна предузећа али њихов удео би требало рачунати као удео државе тако да они заједно не могу да пређу 50% од укупно прикупљених средстава. У овако конципираним регионалним инвестиционим фондовима ангажовао би се приватан капитал, искусни појединци тако да би се државни новац трошио наменски јер би важила иста правила као и за Државни инвестициони

¹⁶⁴ Пракса у развијеним привредама које имају овакава облик институционалних инвеститора.

фонд. Постојало би ограничење које би се односило на могућност улагања у поједине компаније које не би смело да пређе 20% уз забрану улагања у компаније које су повезане са сувласницима Фонда.

Регионални инвестициони фондови су добро решење јер њихово функционисање би контролисали појединци који живе и раде у региону, који су упознати са економским потенцијалом и који могу донети одговарајуће инвестиционе одлуке сходно потребама региона.

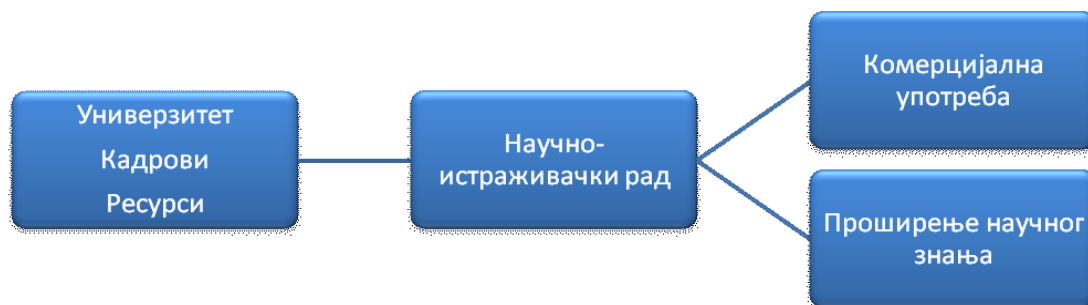
3.2. Универзитетски *spin-off*-ови као база за јачање иновативног капацитета привреде

Улога универзитета као важног извора иновација и нових технолошких решења се увећава из дана у дан и велику улогу у овом процесу имају *spin-off*-ови као посебне јединице у оквиру универзитета. Наиме, *spin-off*-ови представљају организационе јединице чији је основи задатак да научно-истраживачке напоре претворе у комерцијалне програме. Имајући ова на уму, развијене привреде стварају институционалне оквири и програме подршке како би се олакшало финансирање *spin-off*-ова, и у овом процесу кључну улогу играју ФЗУ.

Универзитетски *spin-off* јесте резултат предузетничких напора који се базирају на експлоатацији технологије која се користи или која је развијена на универзитетима. Под предузетништвом се подразумева појединац, могућност, процес који се дешава у једном временском интервалу¹⁶⁵. Дакле, универзитетски *spin-off* се може посматрати као процес где се идеја заснована на истраживању покушава превести у облик који ће бити прихватљив за тржиште.

¹⁶⁵ <http://www.ncsb2006.se/pdf/SpinOff%20Venture%20Creation.pdf>

Гарфик бр. 4 Функционисање Универзитетски spin-off-ова



Као што график показује, универзитети користећи своје ресурсе, кадрове, лабораторије и експерименте развијају свој научно-истраживачки рад који може бити у функцији проширења научног знања али и комерцијалне употребе.

Ситуација када је реч о иноватним капацитетима, према извештају Светске банке у склопу Глобалног индекса конкурентности, није за похвалу. Поредећи се са Хрватском, као земљом која има приближне економске прилике, јасно је да Србија заостаје у погледу ангажовања сопствених истраживачких капацитета.

Табела бр.5 Индекс иновативне конкурентности Србије и Хрватске

	Србија	Хрватска
Иновација (просечна оцена)	2,8	3,4
1. Капацитет за иновација	2,7	3
2. Квалитет научно-истраживачких институција	3,9	4
3. Трошкови компанија на R&D	2,6	3,1
4. R&D сарадња Универзитет-привреда	3,5	3,4
5. Влада подршка коришћењу нових технологија	3,2	2,9
6. Распољивост кадрова	3,7	3,8
7. Број патената по милиону становника	0,1	3,6

Извор: Извештај Светске банке за 2010.,

Посматрајући податке из табеле број 3, уочљиво је да Србија има нижи квалитет научно-истраживачких институција, да су трошкови компанија за истраживање и развој јако ниски и да је број патената безначајан. Шансу у наредном периоду треба тражити у расположивости кадрова и њиховом квалитету, као и владиним програмима за подршку иновативности¹⁶⁶.

Када је реч о сарадњи универзитета и привреде, у националној економији постоји одрђено неповерење када је реч о могућим облицима заједничког деловања на испуњавању одређених циљева. Овакав однос је последица понашања оба субјекта током последњих неколико деценија у којима су универзитети били искључени (својевољно) из свакодневних активности предузећа бавећи се теоријским истраживањима и едукацијом која није давала задовољавајућ ниво компетенција радној снази. У истраживању које је спровела Унија послодаваца Србије у 2008. години, 14% незапослене радне снаге није у могућности да пронађе посао јер нема одговарајућа знања. Имајући овакава искуства, привреда се није много ослањала на рад образовних институција у временима која су се одликовала турбулентним променама и у којима се није ценио научни рад. Међутим, са отварањем земље и појачаном конкуренцијом, привреда је постала свесна значаја који има стварање јаких веза са научном заједницом.

У условима изражене конкуренције, предузећа су заинтересована за сарадњу са образовним иснтитуцијама из два разлога:

1. развој људских ресурса – привреда је заинтересована да учествује у креирању програма образовања како би добила радну снагу са одговоарајућим знањем и способностима,

2. развој иновативности – привреда је заинтересована да се образовне институције кроз научно-истраживачки рад укључе у подизање нивоа њене конкурентности.

Други циљ, развој иновативности, представља напор научно-истраживачких институција да реше одређене проблеме и пружи одговарајуће предлоге за будући развој појединих сектора и грана. Решавање проблема може бити од једноставних решења, организације транспорта, складиштења, организације производње до сложених какви су развој нових производа, развој нове опреме и технологије, развој нових материјала и истраживања које се тичу будућег развоја читавих производних сектора и грана.

¹⁶⁶ У току је формирање Фонда за иновативне делатности од стране Министарства за науку и технолошки развој, под покровитељством Светске банке

Наредни период, пред српске образовне институције ставља озбиљан задатак који се односи на активно учествовање у развоју привредних сектора и грана. У том процесу неопходно је створити услове за развој *spin-off*-ова који би, финансијски, били подржани од стране ФЗУ.

Потребно је створити институционалне претпоставке како би универзитети креирали засебне јединице, у виду *spin-off*-ова који би били финансирани од стране ФЗУ. Оваква претпоставка за креирање *spin-off*-а је битна јер би универзитети уложили своје интелектуалне ресурсе док би ФЗУ уложио новац. На овај начин омогућило би се несметано функционисање и максимална контрола процеса истраживања од стране ФЗУ. Унутар *spin-off*-а били би јасно дефинисани циљеви истраживачког рада чиме би се сузиле могућности за нерационално трошење средстава, чиме би се увећала ефикасност научно-истраживачког рада.

С друге стране, мора се водити рачуна о заштити образовних институција кроз заштиту патената и развојених технологија. Како би интелектуални рад био у потпуности заштићен мора се ограничити употреба развијене технологије унутар *spin-off*-ова само на одржане производне гране или секторе, док свака даља њихова употреба и развијање мора да има дозволу образовне институције на којој је првобитно развијена.

Истраживања споредена у неким земљама показала су да *spin-off*-ови имају великог значаја у развоју технологије, подизању нивоа иновативности и предузетништва као и решавању питања незапослености. У студији која се бави истраживањем утицаја ФЗУ на економије Европе¹⁶⁷ подаци су показали да су *spin-off*-ови који су финансијски били подржани од стране ФЗУ забележили невероватан раст запослености од 62,3% годишње, док су корпоративни *spin-off*-ови у истом периоду бележили раст од 49%. Имајући на уму претходно изнету чињеницу, јасно је зашто се у европским земљама јавља све више програма којима се мотивише улазак ФЗУ у развој универзитетских *spin-off*-ова.

¹⁶⁷ Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, EVCA Research Paper, November, 2005., стр.22

Табела бр.6 Проценат успешности универзитетских *spin-off*-ова

Земља	Проценат успешности	Узорак	Посматрани период у годинама
САД	68%	3376	21
Канада	73%	301	9
Хонгконг	79%	56	8
Холандија	83%	92	9
Француска	84%	100	4
Шведска	87%	30	34
Северна Ирска	94%	17	12

Извор: Oskarsson, I., Schlapfner, A., *The performance of spin-off companies at Swiss Federal Institute of Technology Zurich, ETH, 2008.*

Табела показује успех *spin-off*-ова који је исказан кроз проценат преживљавања и прерастања у компаније које послују у саставу универзитета. Посматрани *spin-off*-ови су свој развој базирали на сарадњи са ФЗУ. Највећи проценат успешности има Северна Ирска, али има и намањи број *spin-off*-ова. С друге стране налазе се САД које имају највећи број успешних *spin-off*-ова уз традицију која траје 21 годину.

Приликом креирања универзитетских *spin-off*-ова треба бити пажљив и напоре усмерити у као оним образовним институцијама које би могле да привуку стране ФЗУ као што су институције које се баве: ИТ, медицином, биологијом, развојем производних машина и алата. Овакав наступ би привукао ФЗУ који имају искуства, контакте а који би помогли у почетним фазама развоја *spin-off*-ова што би омогућило њихову каснију диверсификацију и на друге производне делатности и гране.

4. ЦЕНА КОШТАЊА КАПИТАЛА ФЗУ – ОЧЕКИВАНИ ПРОФИТ АНГАЖОВАНИХ ФОНДОВА У СРБИЈИ

Основно питање које се може поставити у фази привлачења и изградње индустрије ФЗУ у националној економији јесте колико износи цена ангажованог капитала ФЗУ, односно која профитна стопа би била довољна како би искусни "играчи" узели учешћа. Литература¹⁶⁸ која се бави изучавањем функционисања индустрије ФЗУ на развијеним тржиштима сугерише коришћење *CAPM* модела који у процесу одређивања цене капитала полази од стопе повраћаја безризичних хартија од вредности, коефицијента ризика посматране хартије од вредности и тржишне премије (разлике између повраћаја безризичне ХоВ и тржишног портфолија). Основна претпоставка овог модела јесте да стопа повраћаја одређене хартије од вредности или другог финансијског инструмента у многостави зависи од висине ризика која га карактерише. Знајући за искуства развијених привреда поставља се питање на који начин би ФЗУ одредили цену коштања сопственог капитала који би био упуслен на тржишту Србије.

4.1. Цена капитала ФЗУ на развијеним тржиштима

Развијена тржишта на којима ФЗУ послују већ неколико деценија имају развијене механизме помоћу којих одређују цену капитала ФЗУ и на тај начин га чине упоредивим са осталим изворима капитала за финансирање економских активности. Ови модели, који морају у себе укључити све величине од којих зависи крајња цена капитала, непрестано се усавршавају и допуњују, одговарајући на тај начин на промене настале на тржиштима капитала.

Почетни модел у дефинисању цене капитала јесте једноставан облик *CAPM* модела без обзира на критике које је овај модел претрпео у последњих неколико деценија. Основни облик овог модела је¹⁶⁹:

$$R_i = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

где R_i представља очекивану стопу повраћаја на посматрани финансијски инструмент, R_f стопу повраћаја на безризичне финансијске трансакције, R_m стопу повраћаја на целокупни тржишни портфолио док β означава ниво преузетог ризика за посматрани финансијски инструмент.

¹⁶⁸ Metric, A., *Venture capital and the finance of innovation*, Wiley, Danvers, 2006., стр.65, Landstrom, H., *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar, Cheltenham, 2007., стр.155

¹⁶⁹ Metric, A., *Venture capital and the finance of innovation*, Wiley, Danvers, 2006., стр.65

Основна идеја *CAPM* модела јесте да се кроз β прикаже ниво коваријансе одређеног финансијског инструмента и укупног тржишног портфолија. Што је ниво коефицијента β већи, ризик је већи, већи је и очекивани принос на одабрани финансијски инструмент. Приликом дефинисања цене капитала ФЗУ коришћењем поменутог модела, од великог је значаја које се вредности узимају у једначини уместо симбола. Тако је пракса да се као R_f , односно као повраћај на безризична улагања узима вредност камате на државне обавезнице које се издају на период који је сличан периоду улагања ФЗУ, тако да се посматрају државне ХоВ са роком доспећа од 5 година. Вредност која се односи на R_m је мало компликованија за рачунање јер она представља стопу повраћаја која се односи на портфолио ХоВ којима се рефлектују кретања вредности акција на тржишту. Имајући на уму да су дефинисане вредности могуће је однос $(R_m - R_f)$ посматрати као тржишну премију, односно показатељ успеха тржишног портфолија у односу на безризично улагање током одређеног временског интервала. У САД у периоду од 1926. до 2004. године вредност тржишне премије је износила 7%, док је стопа повраћаја на безризичне ХоВ износила у просеку 4%. Имајући на уму ове две информације, уз претпоставку да је коефицијент β једнак јединици, трошкови капитала ФЗУ били би једнаки 11%.

Како је *CAPM* модел претрпео критике, то је постало јасно да је потребно извршити одрђене промене и прилагодити модел новонасталим условима на тржишту. Ове промене су ишле у правцу укључивања одређених специфичности улагања на тржишту капитала и ближег одређивања цене капитала ФЗУ. Наиме, модел је развијен тако што су прво додата два члана која су се односила на вредност и величину фирме у чије се акције улагало, што је резултирало *Fama-French* моделом који је имао следећи математички израз:

$$R_i = R_f + \beta(R_m - R_f) + \beta_{size} * SIZE + \beta_{value} * VALUE + e_{it}$$

где *SIZE* представља симбол којим се обележава стопа повраћаја портфолија акција који се везује на величину компанија, док *VALUE* представља портфолио акција компанија који се односи на вредност компанија. Наиме, портфолио *SIZE* претпоставља куповину акција у малим компанијама и продају акција великих компанија, чиме се претпоставља да мале компаније имају већу могућност раста и остваривања профита услед држања њихових акција. С друге стране портфолио *VALUE* се односи на држање акција компанија које имају велику перспективу раста, при чему је тај раст дефинисан кроз висок ратио књиговодствена вредност/тржишна вредност. Аналитичари сматрају да је потребно увести ова два члана јер они репрезентују директне конкуренте на тржишту капитала фондовима. Једноставно, стратегија улагања у ове облике портфолија претпоставља раст

компанија који би резултирао у остваривању високих стопа повраћаја на акције тих компанија. Уколико се анализира кретање једног и другог портфолија у САД, добија се податак да је стопа повраћаја на *SIZE* портфолио у периоду од 1926. до 2004. године износила 2,5% а на *VALUE* портфолио читавих 5%.

Поред ова два портфолија у крајњу једначину којом се одређује цена капитала мора се урачунати и трошак неликвидности капитала који се улаже у ФЗУ. Јасно је да власници капитала који се одлуче да уложе у ФЗУ у једном дужем временском интервалу се одричу својих средстава и управо то одрицање претпоставља постојање некакве надокнаде. Када се погледају САД, ликвидност се мери портфолиом који се креира од продаје акција са високом ликвидношћу и задржавањем акција које имају малу ликвидност. Овако дефинисан портфолио претпоставља могућност да акције које су данас неликвидне, постану у будућности и на тај начин донесу профит власницима. Израчуната стопа повраћаја на овај портфолио за период од 1926. до 2004. године износи 4,5%. Уколико се сада погледају све величине које се узимају у обзир приликом израчунавања долази се до цене капитала ФЗУ у САД од 15,2%¹⁷⁰

Када говоримо од цени коштања капитала у Европи ту постоји проблем проширивања основног модела члановима за које постоје подаци само у САД. Основни модел, *CAPM* се може применити укључивањем стопе повраћаја безризичног улагања и стопе повраћаја на портфолио који представља све ликвидне ХоВ на тржишту. Међутим, имајући на уму да европско тржиште није јединствено у пуном смислу те речи, те да постоје различити ризици који се везују за поједине државе кретање цене капитала варира од државе до државе. Свакако цена капитала ће бити најнижа у Енглеској, Немачкој, Данској, Норвешкој и земљама које се одликују високим степеном сигурности и регулисаног финансијског система. С друге стране, земље које нису завршиле процес транзиције и заокруживање капиталистичког система не могу бити интересантне индустрији ФЗУ.

Посматрајући тренутне информације о кретањима на тржишту државних обавезница, безризичне ХоВ на тржишту Немачке имају цену од 1,75% а на тржишту Велике Британије 2,75%¹⁷¹. Наиме, то је каматна стопа која се плаћа на петогодишње државне обавезнице и за које гарантују

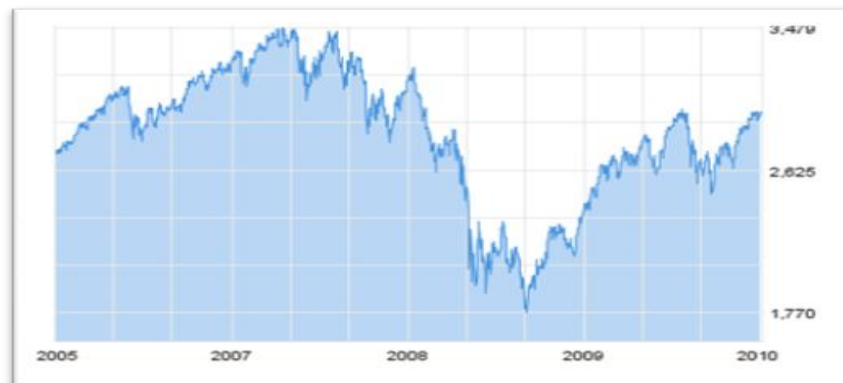
¹⁷⁰ За детаљније објашњење цене коштања капитала ФЗУ погледати: Metric, A., *Venture capital and the finance of innovation*, Wiley, Danvers, 2006., стр.65-79.

¹⁷¹ Цена државних ХоВ на дан 03.11.2010 са петогодишњим роком доспећа према:
<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/uk/>

горепоменуте државе. Други део једначине се односи на приносе портфолиа којим се рефлектују кретања на финансијском тржишту. Услед приступачности података, користићемо информације о кретањима индекса на Лондонској и Франтфурској берзи у протеклих пет година. Овај период је узет јер представља период који карактеристичан за ФЗУ и њихов период улагања.

Кретања на Лондонској берзи посматраћемо кроз индекс *FTSE All-Share*, који обухвата све листиране акције и прати промене на том тржишту на Лондонској берзи, чиме се добијају подаци о стању у компанијама и успеху пословања. Уколико се посматра последњих пет година овај индекс је у укупном периоду забележио раст од 8,4% што значи да је улагање у протфолио за пет година је донело профит од 8,4%.

График бр. 4 Кретање *FTSE All-Share* индекса у периоду 2005-2010.

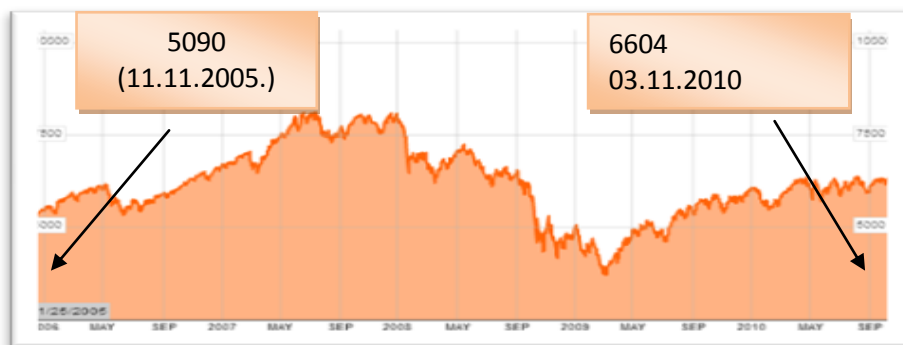


Извор: <http://www.londonstockexchange.com/exchange/pricesmarkets/stocks/indices/summary/summary-indices-chart.html?index=ASX>

Имајући на уму основни модел који се користи приликом израчунавања цене ФЗУ, у Великој Британији на основу претходних података се може израчунати као збир вредности камате на петогодишње државне обавезнице и приноса протфолија који је дефинисан индексом *FTSE All-Share*, тако да долазимо до "цене" од 11,15%. Ова цена не укључује трошак неликвидности који проистиче из спремности инвеститора да се одрекне свог капитала на одрђени период не краћи од пет година. У ситуацији када не постоји разрађена методологија за израчунавање цене неликвидности, можемо се послужити анализом спроведеном у САД према којој је цена неликвидности 4,5% и доћи до коначне цене капитала од 15,65% што је за неких 0,40% скупље него у САД.

Што се тиче Немачке, индекс који може користити у дефинисању цене капитала ФЗУ јесте DAX, индекс који обухвата 30 најбољих компанија листираних на франкфурској берзи међу којима су Адидас, Сименс, Метро, Дојче банка, Дојче телеком, Немачка железница, БМВ, Фолксваген и други. Уколико се посматра период од последњих пет година, поменути индекс је онима који су уложили у портфолио који он представља донео 22,92% што се може видети и на следећем графику:

График бр. 5 Кретање DAX индекса у периоду од 2005. до 2010. године



Извор: <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=DAX:IND>

Уколико се расположиви подаци искористе за израчунавање цене капитала ФЗУ у Немачкој, долазимо до закључка да она износи $1,75\% + 22,92\% + 4,5\%$ односно збирно 29,21% што је далеко више него у САД и Великој Британији. Један део оправдања се може пронаћи у чињеници да је немачка економија банкоцентрична, односно да се немачке компаније у највећој мери ослањају на финансирање кроз банкарски систем стварајући при том компликовану мрежу поверилаца, дужника и власника. У таквом систему који, несумњиво, даје одличне економске резултате не оставља се пуно простора за развој високоризничних облика финансирања. Из тог разлога индустрија ФЗУ је слабо развијена и сконцентрисана у оним секторима који још увек нису у потпуности комерцијализовани: енергетика (обновљиви извори), биотехнологија и гентески инжењеринг.

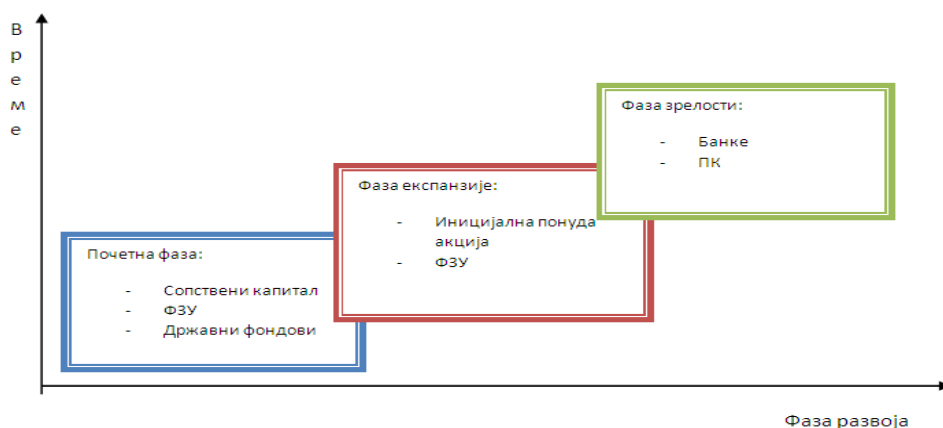
4.2. Цена коштања капитала ФЗУ у Србији

Дефинисање цене капитала у националној економији представља огроман изазов јер се српска економија још увек налази у процесу заокруживања тржишног облика привређивања. Иако је процес транзиције почео пре десетак година, недостатак институционалног оквира представља ограничавајући фактор у обезбеђивању динамичких стопа привредног раста и развоја.

Тренутно расположиви извори финансирања унутар националне економије нису довољни или њихови услови су превише ригидни остављајући простора да се део тражње за капиталом остане непокривен. Из тога произилази закључак да постоји капитални геп који може представљати могућност за укључивање ФЗУ и остваривање одговарајућих профитних стопа.

Реални сектор унутар националне економије нема велики избор приликом покушаја обезбеђивања финансијких средстава, како за инвестирање тако и за обезбеђивање текуће ликвидности. Постоји банкарски сектор са неограниченим средствима али и са јасно и прецизно дефинисаним правилима и процедурама које корисници средстава морају испунити. С друге стране, држава нуди повољне услове кредитирања кроз своје програме али средства су ограничена уз процедуре које се некада нису јасно дефинисане.

*График бр. 5 Извори финансирања у различитим фазама
животног циклуса компанија*



Као што се види на графику, у различитим фазама развоја компанија у развијеним привредама, на располагању стоје различити извор финансирања. У почетној фази, компаније се финансирају сопственим капиталом, капиталом из државних фондова и капиталом ФЗУ. Након успешно превазиђене почетне фазе развоја, компаније своје активности у експанзивној фази могу финансирати или капиталом ФЗУ или изласком на берзу кроз иницијалну понуду акција. Зрела

фаза, која се одликује стабилним пословањем, јаким тржишним присуством и предвидивим профитним стопама је фаза у којој компаније најчшће користе банкарски сектор као извор финансирања. Уколико се погледа ситуација у Србији уочава се недостатак искусних инвеститора у прве две фазе развоја компанија, што свакако утиче на предузетнички потенцијал и ниво иновативности у националној економији. Концентрација финансијске активе у банкарском сектору јасно указује на постојање капиталног геша, односно могућности да ФЗУ препознају националну економију као интересантну деситинацију капитала. Капитални геш се може посматрати као последица неколико фактора: немогућности поједних предузећа да одговоре захтевима банкарског сектора, недовољној сопственој акумулацији и ограничености државних средстава.

Капитални геш још више добија на значају ако се зна да највећи пробелем са обезбеђивањем средстава имају предузећа која се налазе у почетној фази развоја или предузећа која немају одговарајуће колатерале јер већина њихових средстава не спада у групу "опипљивих". Како би се у наредном периоду обезбедили додатни извори капитала неопходно је створити предуслове за развој индустрије ФЗУ. Међутим, питање које се поставља јесте колика би била цена капитала ФЗУ уколико би се одлучили да наступе на српском тржишту.

Полазна основа за одеђивање цене ФЗУ представља *CAPM* модел који се мора узети у основном облику јер подаци који су потребни за развијене моделе није могуће добити јер српско тржиште капитала нема дугу традицију и није могуће користити податке који су старији од неколико година а да они имају аналитичку употребу. Основни проблем који постоји, коју величину можемо дефинисати као безризично улагање с обзиром да се ХоВ Народне банке Србије издају на рок до 12 месеци. С друге стране, државе обавезнице имају максималан рок од 36 месеци и оне се издају по дисонтном принципу. Наиме, држава обајви номиналну вредност обавезница и онда их кроз аукцијску продају понуди инвеститорима, који процењујући ниво ризика и инфлације, нуде држави откупну цену. У овом тренутку дискотна стопа на двогодишње државе записе износи 13,60¹⁷² што је у поређењу са развијеним привредама јако висока цена чиме се указује на висок степен ризика и неизвесности који је везан за економску политику.

¹⁷² <http://www.trezor.gov.rs/drzavni-zapisi-za-cetrismo-miliona-dinara-cir.html>

У ситуацији где не постоје одговарајући подаци који би послужили за поређење, ФЗУ су принуђени да проналазе алтернативне облике формирања цене капитала¹⁷³ који полази од висине каматних стопа на банкарске депозите и модификације дисконтне стопе на државне ХоВ. У овом тренутку каматна стопа на депозите у еврима, уколико се изузме недеља штедње, на период од 36 месеци се креће од 4,35 до 6,70%¹⁷⁴ док су услови за динарске депозите такви да се камата креће до 13,60% уз максимални рок од 24 месеца. Посматрајући ове податке цена капитала ФЗУ као ризичног облика финансирања ће свакако захтевати, као своју доњу границу, комбинацију каматних стопа на динарске депозите и каматну стопу на државне записе што износи 27,20%(13,60+13,60). При томе не треба заборавити да је потребно укључити и трошкове неликвидности, који су у развијеним привредама износе 4,5% што се може применити и на Србију.

Ризик пословања (пласмана средстава) је већ укључен кроз висину каматне стопе државних ХоВ и камате на динарске депозите, тако да долазимо до крајње цене од 31,7% што је, ако се пореди са понудама банака за финансирање привредне активности у динарима, за 8 до 13% скупље. Међутим, не треба заборавити да ФЗУ на себе преузимају део ризика пословања компанија, да не захтевају колатерал, да користе своје контакте и искуство у развоју компаније и да наплата уложеног капитала зависи икључиво од пословања компаније у коју се улаже.

¹⁷³ Као основ за формирање цена, ФЗУ у Србији користи каматне стопе модел који у себе укључује каматне стопе на банкарске депозите и модификовани износ дисконтне стопе на државне ХоВ; подаци узети из интервијуа са директором СЕАФ-а, ФЗУ који је уложио близу 11 000 000 евра у 5 домаћих компанија

¹⁷⁴ <http://www.kamatika.com/stanovnistvo-devizna-stednja>

5. АТРАКТИВНОСТ НАЦИОНАЛНЕ ЕКОНОМИЈЕ ЗА УЛАГАЊЕ ФОНДОВА ЗАЈЕДНИЧКОГ УЛАГАЊА

Приликом доношења одлуке о инвестирању у поједним регионима или државама, индустрија Фондова заједничког улагања користи опробане методолошке поступке којима се добија одговор на питање: да ли је вредно улагати? У зависности о којим фондовима је реч, разликују се методолошки приступи анализи потенцијалног тржишта. Приватни фондови нагласак анализе стављају на проналажењу профитабилних активности, док индустрија ФЗУ која има подршку државе посматра укупан амбијент, јер се, поред профитабилности, анализира и институционални оквир.

5.1. Методологија приватних инвеститора за процену атрактивности тржишта

Приватни ФЗУ свој методолошки поступак базирају на анализи укупне економске активности у посматраном региону. Наиме, приватни фондови су свесни чињенице да нова тржишта нису изградила одговарајући институционални оквир који би у потпуности заштитио њихово пословање и да самим тим постоји ризик на који се не може утицати. С друге стране, нова тржишта имају потенцијал раста у много већем броју грана и сектора, што их чини атрактивним с аспекта остваривања високих профитних стопа. Тржишта у настајању се одликују ниским нивоом технологије, јефтином радном снагом и екстензивним процесом производње. ФЗУ, са својим искуством, контактима и технологијом, могу искористити ниску стартну основу привредних грана и сектора и правилном стратегијом остварити квалитативни и квантитативни скок у процесу производње.

Приликом улагања у одређену земљу или регион, приватни ФЗУ полазе од анализе следећих фактора¹⁷⁵: укупна економска активност, развијеност финансијског тржишта, заштита инвеститора и ниво развијености корпоративног управљања, пореска политика, расположиви људски капитал и ниво предузетничког духа. Анализа сваког појединачног фактора утиче на коначну одлуку ФЗУ о улагању у посматрану земљу или регион.

¹⁷⁵ Groh, P., A., Liechtenstein, V., H., How attractive is Central Eastern Europe for Risk Capital Investors, IESE Business School, 2007., стр.4

Укупне економске активности сублимиране су у стопама раста националне економије, али у себе укључују и остале макроекономије вечичине као што су: незапосленост, инфлација, спољнотрговински дефицит и сл. ФЗУ практикују улагање у економије које имају динамичне стопе економског раста и развоја јер у тим економијама је могуће, у кратком временском интервалу, остварити високе профите стопе. Економије које се одликују стабилним економским растом интересантне су са аспекта улагања у оне привредне гране и секторе који су још увек далеко од комерцијализације, а чији развој је додатно финансиран од стране државе. Националне економије које бележе негативне стопе привредног раста из године у годину, или имају "смене" позитивних и негативних економских кретања не представљају интересантно тржиште за ФЗУ из немогућности предвиђања будућих економских кретања на бази расположивих информација.

Табела бр.7 Упоредна анализа економских активности за 2009.годину

Економска активност		ЕУ 27	Хрватска	Србија
Стопа раста БДП(%)	EBRD(2009)	-4,20%	-5,80%	-3,00%
ДБП <i>per capita</i> (PPP)	IMF(2009)	23600	10245	5154
СДИ (% ДБП)	POCKETBOOK(2009)	1,90%	3,80%	3,10%
Извоз као % ДБП	POCKETBOOK(2009)	40	47,7	30,7
Увоз као % ДБП	POCKETBOOK(2009)	39,8	56,3	50,8

Извор: EBRD(2009), IMF(2009), POCKETBOOK(2009)

Посматрајући податке о кретањима економских активности у националној економији, информација да је током 2009.године забележен пад од 3,00% не представља сигнал који би требало да забрине ФЗУ из два разлога: први, унутар ЕУ забележен је пад од 4,20% и други, већ у 2010.години у Србији је забележен раст од 1,5%. Када је реч о економским активностима, главни проблем може представљати висока стопа инфлације. Проблем инфлације изражен је због немогућности креатора економске политике да предвиде кретања цена унутар једне године чиме се уноси несигурност у доношењу дугорочних инвестиционих одлука. У Србији додатан изазов за доношење инвестиционих одлука представља чињеница да су цене појединих производа под директном контролом државе, како би се сачувао социјални мир.

Развијеност финансијског тржишта, као други фактор, односи се на развијеност тржишта капитала као могућег извора капитала али и могућност изласка ФЗУ из финансираних компанија. Наиме, ФЗУ, након улагања у компанију, може искористити тржиште капитала на два начина. Прво, може путем тржишта прикупити додатан капитал за финансирање активности компаније.

Друго, једна од основних излазних стратегија ФЗУ јесте организовање иницијалне понуде акција и продаја удела ФЗУ у финансираној компанији. Посматрајући Београдску берзу као извор капитала, јасно је да ће добити негативну оцену ФЗУ јер није организована ниједна јавна иницијална понуда која је резултирала у значајном прикупљању капитала. Међутим, код овог фактора могуће је извршити супституцију у једном делу. Излазак из компаније може бити остварен и кроз продају финансијским посредницима, попут пензионих фондова и осигуравајућих кућа, или компанијама које се налазе у оквиру истог или сличног привредног сектора.

Посебна пажња у оквиру анализе посвећује се заштити инвеститора и нивоу развијености корпоративног управљања јер је то фактор од којег зависи операционализација одабране инвестиционе активности. Када се заврши одабир улагања, односно компанија у коју се улаже, ступају на снагу компликовани односи већинског власника и ФЗУ, као мањинског. У зависности од нивоа развијености законских решења, заштита и улога ФЗУ биће прецизно дефинисана. Уколико је реч о мање развијеном институционалном оквиру, уговор између компаније и ФЗУ биће компликован будући да законска решења не "покривају" све аспекте уговорног односа. Када је реч о Србији, постоји законски вакуум који у овом тренутку додатно компликује уговорне односе између ФЗУ и компаније у коју се улаже. Када је реч о корпоративном управљању ту се мисли на доношење оперативних одлука које су од значаја за дневно функционисање компаније. Уколико нема развијене корпоративне културе, власници компаније могу донети високоризичне одлуке које могу бити профитабилне али могу бити и погубне за компанију. Разлог са овакво понашање произилази из чињенице да већински власници сnose само део трошкова оствареног губитка, други део пада на ФЗУ као партнера. Уколико је у економији присутан низак ниво корпоративне културе, ФЗУ ће бити приморан да уговором додатно дефинише процес доношења одлука што ће бити додатно оптерећење за односе.

Пореска политика, као фактор приликом доношења одлука, је значајан са два аспекта. Први аспект се односи на прикупљање додатног капитала када се ФЗУ појаве на посматраном тржишту. Наиме, приликом доношења одлуке о улагању у поједине економије, ФЗУ посматра не само пореске стопе које се односе на резултате пословања (порез на добит), већ и пореска ослобађања која се односе на улагање у ФЗУ. Део активне политике развоја индустрије ФЗУ јесте и ослобађање од пореза на средства која финансијске институције улажу у ФЗУ. Други аспект јесте плаћање пореза на остварен профит који може бити резултат исплате дивиденди али и продаје удела. Када је реч о Србији, њен порески оквир је такав да не пружа довољну стимулацију ФЗУ за отпочињање активности.

Табела бр.8 Укупна пореска стопа, за 2009.годину

	Извор	Хрватска	Србија
Укупна пореска стопа	World Economic Forum 2010	40	46

Извор: World Economic Forum 2010

Када је реч о расположивости људског капитала и нивоу предузетничког духа као факторима који утичу на одлуку ФЗУ о улагању на нова тржишта, ту се анализира ниво образовања укупне популације, број патената, компаније са специфичним производима и услугама, број и промене у броју компанија. Ове информације пружају одговор на питања о спремности тржишта да прихвати промене у начину функционисања. Друштво са ниским нивоом образовања, малим бројем патената и малим бројем компанија је друштво које се одликује високим степеном неприхватљивости промена које са собом носи појава ФЗУ као извора финансирања. С друге стране, оне економије које се одликују образовном популацијом, великим бројем патената и великим бројем компанија су идеална за ФЗУ, јер су у стању да прихвате нове технологије, нове облике управљања и организације и прилагоде их условима који тренутно важе унутар економије. Кад је реч о Србији, резултати истраживања која спроводе међународне институције могу се сублимирати у следећој табели:

Табела бр.9 Квалитет људских ресурса у Србији

Индикатор	Извор	ЕУ	Хрватска	Србија
Број доктора наука на 1000 становника (између 25-34 године)	EIS 2009, Eurostat (2007)	1,03	0,52	0,32
Број дипломираних на 1000 становника (између 20-29 године)	EIS 2009, Eurostat (2007)	40,5	23	34,5
Популација са завршеним факултетом на 100 становника (између 25-64 године)	EIS 2009, Eurostat (2008)	24,3	16,6	16,5
Учешће у континуираном усавршавању на 100 становника (између 25-64 године)	EIS 2009, Eurostat (2008)	9,6	2,2	1,3
Државни издаци у образовању(као% GNI)	GITR 2010	n.a	4,40%	3,30%

Извор: EIS 2009, Eurostat 2007, GITR 2010

Подаци из табеле показују да Србија, као уосталом и све земље региона, заостаје за европским просеком који се тиче квалитета људских ресурса. Број доктора наука је три пута мањи, а број становништва укључених у континуирано усавршавање мањи је за чак осам пута од европског просека, што свакако шаље лошу поруку индустрији ФЗУ. Ипак, индустрија ФЗУ

компаративну предност тржишта може видети у расположивим људским ресурсима који не заостају по квалитету а чија је цена за неколико пута нижа него у развијеним привредама.

5.2. Методологија Европског инвестиционог фонда за процену могућности развоја индустрије ФЗУ¹⁷⁶

У складу са планираним активностима на развоју индустрије ФЗУ, Европски инвестициони фонд (у даљем текст ЕИФ) је у 2010.години спровео истраживање које је обухватило земље Западног Балкана¹⁷⁷ а које је требало да пружи одговор на питање да ли постоје услови и потенцијали за развој индустрије ФЗУ. Истраживање је базирано на анализи индикатора, који су сублимирани према методологији ЕИФ, а који су резултат извештаја различитих међународних институција које се баве проценом степена развојености појединих сегмената економије и друштва у целини. У истраживању су коришћени подаци Светске банке, Међународног монетарног фонда, Европског инвестиционог фонда, Европске комисије, Европске банке за реконструкцију и развој и других.

Истраживање је концептирано тако да су индикатори груписани у четири групе и то: општи индикатори, индикатори технологије и иновација, индикатори иновативног капацитета и индикатори економског ефекта технологије¹⁷⁸.

Општи индикатори обухватају анализу економских индикатора, анализу демографских података и анализу индикатора економских слобода. Подаци о индикаторима су сублимирани у наредној табели. Анализом општих индикатора, ЕИФ прикупља податке који помажу у доношењу закључка о општим карактеристикама региона. Подаци показују да се Србија и Хрватска налазе испред осталих земаља региона, а да цео регион заостаје за просеком ЕУ. Главни проблем региона јесте недовршени институционални оквир, присутност корупције, слаба ефикасност владиних одлука и слаба спроводљивост донетих закона.

¹⁷⁶ Методологија Европског инвестиционог фонда преузета је из истраживања које је кандидат спровео за исти, у периоду 1.09.2010 - 1.11.2010. под називом " *Регион Западног Балкана - услови за развој индустрије ФЗУ*",

¹⁷⁷ Земље Западног Балкана: Србија, Хрватска, Босна и Херцеговина, Македонија, Црна Гора и Албанија.

¹⁷⁸ Оригинални резултати истраживања биће дати у Анексу I

Табела бр.10 Општи индикатори за регион Западног Балкана

Економски индикатори	Извор	ЕУ	Хрватска	Србија	БиХ	Црна Гора	Македонија	Албанија
Стопа раста БДП	EBRD(2009)	-4,20%	-5,80%	-3,00%	-3,20%	-5,30%	-0,50%	3,30%
БДП <i>per capita</i>	IMF(2009)	23600	10245	5154	3595	2888	3539	3096
СДИ (као % БДП)	POCKETBOOK(2009)	1,90%	3,80%	3,10%	6,90%	3,30%	2,90%	3,10%
Трговина (као % БДП)		п.а	п.а	п.а	п.а	п.а	п.а	п.а
Извоз добара и услуга(као % БДП)	POCKETBOOK(2009)	40,20%	47,70%	30,70%	32,90%	49,40%	48,10%	22,80%
Увоз добара и услуга (као % БДП)	POCKETBOOK(2009)	39,80%	56,30%	50,80%	62%	79,10%	66,80%	47,30%
Демографија								
Популација	EUROSTAT(2009)	4,997E+09	4435056	7350221	3773100	622344	2048619	3143291
Незапосленост	EUROSTAT(2009)	7,10%	9,60%	18,30%	29%	19,30%	35%	13,75%
Дугорочна незапосленост	EUROSTAT (2008)	3,70%	6,70%	17%	28,40%	п.а	31,10%	п.а
Индикатори пословне активноти								
Глобални индекс конкурентности	World Economic Forum 2010	п.а	4	3,80	3,7	4,4	4	3,9
Укупна пореска стопа	World Economic Forum 2010	п.а	40	46	23	26	10	84
Време за отпочињање бизниса(у данима)	World Economic Forum 2010	п.а	75	45	121	45	6	9
Време за добијање дозвола(у данима)		п.а	п.а	п.а	п.а	п.а	п.а	п.а
Квалитет законодавног оквира	World Bank Institute	п.а	0,5	-0,21	-0,19	-0,05	0,21	0,16
Перцепција корупције	Transparency International 2009	п.а	4,1	3,5	3	3,9	3,8	3,2
Индекс економских слобода	Heritage Foundation 2009	п.а	59,2	56,9	56,1	63,6	65,7	66
Снага закона	World Justice project 2009	п.а	0,08	-0,46	0,35	-0,09	-0,32	-0,6
Ефикасност владиних одлука	World Resources Institute	п.а	0,52	-0,28	-0,55	0,01	-0,14	-0,34

Извор: Истраживање ЕИФ(2010), Регион Западног Балкана - услови за развој индустрије ФЗУ"

Економски индикатори показују да када је реч о БДП у 2009.години, најбољи резултате имају Србија која је забележила најмањи пад, и Хрватска, која има највећи БДП по глави становника у региону. Када је реч о страним директним инвестицијама подаци показују да највећи уплив СДИ има Босна и Херцеговина, затим Црна Гора и Хрватска. Србија се, са 3.10% учешћа СДИ у БДП у 2009.године, налази на четвртом месту заједно са Албанијом. У оквиру општих индикатора посматра се и кретање незапослености као макроекономског феномена, и ту највећих проблема има Македонија са стопом незапослености од 35%, затим Босна са 28,4% и Србија, са 17%.

На крају, у оквиру општих индикатора, посматра се глобални индекс конкурентности и индикатори који директно утичу на отпочињање пословних активности. Проблем са којим се суочава читав регион јесте ниска ефикасности владиних одлука, слаба спроводљивост закона и висок ниво перцепције корупције. Управо је то сегмент на коме треба радити у наредном периоду како би се створили могућности да део средстава из ГИФ-а буде доступан земљама Западног Балкана.

Друга група фактора се односи на расположиве ресурсе у оквиру региона Западног Балкана. Као што показују подаци из наредне табеле, Србија и Хрватска се налазе испред осталих земаља али и иза просека унутар Европске Уније. Главни адут Србије јесте број дипломираних по коме је на првом месту у региону, број доктора наука по коме је на другом месту док у наредном

периоду треба поради на јачању законских решења везаних за технологије и заштиту патената. Такође, јако ниска оцена финансијком тржишту представља негативан сигнал за развој индустрије ФЗУ.

Табела бр.11 Индикатори распложивих ресурса

Индикатори технологије и иновативности		ЕУ	Хрватска	Србија	БиХ	Црна Гора	Македонија	Албанија
Људски ресурси								
Број дипломираних на 1000 становника(између 20-29 године)	EIS 2009, Eurostat (2007)	40,5	23	34,5	n.a	n.a	n.a	n.a
Број доктора наука на 1000 становника (између 24-34 године)	EIS 2009, Eurostat (2007)	1,03	0,52	0,32	n.a	n.a	n.a	n.a
Број факултетских образовних на 100 становника(између 25-64 године)	EIS 2009, Eurostat (2008)	24,3	16,6	16,5	n.a	n.a	n.a	n.a
Укупан број уписаних на факултет на 100 становника	GITR 2010	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Буџетски трошкови за образовање(% GNI)	GITR 2010	n.a	4,40%	3,30%	n.a	n.a	3,50%	2,90%
Континуирано усавршавање на 100 становника(између 25-64 године)	EIS 2009, Eurostat (2008)	9,6	2,2	1,3	n.a	n.a	n.a	n.a
Youth education attainment level	EIS 2009, Eurostat (2008)	78,5	95,4	17	n.a	n.a	78,6	n.a
Извори финансирања								
Буџетско финансирање истраживања и развоја	EIS 2009, Eurostat (2008)	0,67%	0,50%	0,35%	0%	1,20%	0,20%	0,18%
Фондови заједничког улагања(као % ДБП)	EIS 2009, EVCA/Eurostat (2008)	0,118	0,21%	0,03%	0,03%	0,58%	0,18%	n.a
Доступност Фондова заједничког улагања	GITR 2010	n.a	2,40	2,56	1,96	3,62	2,83	2,32
Софистицираност финансијског тржишта	GITR 2010	n.a	4,13	2,98	2,6	4,45	3,59	2,83
Приватно кредитирање(као % ДБП)	EIS 2009, IMF (2008)	1,27	0,65	0,24	n.a	n.a	n.a	n.a
Технолошка инфраструктура								
Пристап интернету	EIS 2009, Eurostat (2008)	81	n.a	69,24	n.a	n.a	n.a	n.a
Висина трошкова приступа интернету	GITR 2010	n.a	150,86	150,93	90,21	33,89	75,09	282,13
Интернет на 10000 становника	GITR 2010	n.a	154,86	33,53	5,08	12,54	0,17	2,16
Доступност последњих технологија	GITR 2010	n.a	4,98	3,83	3,66	4,65	4,09	4,07
Развијеност кластера	GITR 2010	n.a	2,85	2,68	2,75	2,43	2,81	2,39
Законска решења везана за технологије	GITR 2010	n.a	4,1	3,65	2,38	4,07	3,76	3,39
Заштита интелектуалне својине	GITR 2010	n.a	3,51	2,77	2,02	3,33	3,08	2,46

Извор: Истраживање ЕИФ(2010), Регион Западног Балкана - услови за развој индустрије ФЗУ"

Када се погледа анализа о ресурсима Западног Балкана, јасно је да се ту мисли на људске, финансијске и технолошке ресурсе од којих може зависити развој индустрије ФЗУ у региону. Када је реч о људским ресурсима, у земљама региона, расположиве информације говоре да Србија и Хрватска имају компаративну предност у односу на остале државе. Проблем могу представљати мала издвајања државе за образовање (3,30% у Србији и 4,40% у Хрватској) која се користе нерационално, јер велики део издвајања одлази на покривање материјалних трошкова система образовања.

Као ресурс региона посматрају се доступни извори финансирања, од државе, преко ФЗУ до финансијских тржишта. "Озбиљна" присутност ФЗУ, исказана као процентуално учешће у ДБП, има Хрватска док остале државе значајно заостају. Такође, финансијско тржиште као извор капитала се појављује само у две државе, Хрватска и Црна Гора. У ресурсе од значаја за развоја ФЗУ спада и степен развијености технолошке инфраструктуре, где се посматра доступност интерента,

доступност последњих технологија, развијеност кластера али и заштита интелектуалне својине и развијених технологија. У оквиру технолошке инфраструктуре, главни проблем региона може представљати јако ниска заштита интелектуалне својине и низак ниво коришћења нових технологија. Низак степен заштите интелектуалне својине негативно утиче на развијање предузетништва и иновативног капацитета јер резултати нису довољно заштићени и не могу се, у потпуности, искористити њихови комерцијални капацитети.

Индикатори иновативног капацитета анализирају способност привреде да комерцијализује научно-истраживачке активности. Наиме, посматра се ниво улагања у истраживање и развој државе и компанија, као и трошкови везани за набавку нове опреме. Такође, анализира се спремност компанија да ангажују нове технологије и на тај начин унесу промене у процесима производње али и самим производима.

Табела бр.12 Индикатори иновативног капацитета

Инвестирање компанија	Извор	ЕУ	Хрватска	Србија	БиХ	Црна Гора	Македонија	Албанија
Улагање компанија у истраживање и развој(% ДБП)	EIS 2009, Eurostat (2008)	1,21	0,4	0,15	n.a	n.a	n.a	n.a
Улагање компанија у истраживање и развој(оцена)	GI TR 2010	n.a	3,23	2,56	2,41	3,13	2,55	2,27
Сарадња компанија-универзитет на истраживању(оцена)	GI TR 2010	n.a	3,48	3,31	2,33	3,61	3,32	2,2
Трошкови везани за набавку технологије(% ДБП)	EIS 2009, EITO/Eurostat (2006)	2,7			n.a	n.a	n.a	n.a
Предузетништво								
Иновације унутар МСП (% МСП)	EIS 2009, Eurostat (2006)	30	24,4	27,8	n.a	n.a	n.a	n.a
Иновације из сарадње МСП-а	EIS 2009, Eurostat (2006)	9,5	9,6	3,5	n.a	n.a	n.a	n.a
Настанак и престанак МСП (% МСП)	EIS 2009, Eurostat (2005)	4,9	n.a	0,1	n.a	n.a	n.a	n.a
Привано-јавно партнерство на милион становника	EIS 2009, Thomson Reuters/CWTS (2007)	36,1	13,3	2	n.a	n.a	n.a	n.a
Иновације								
ЕРО патенти на милион становника	EIS 2009, Eurostat (2006)	114,9	7,1	4	n.a	n.a	n.a	n.a
Заштићене марке на милион становника	EIS 2009, OHIM / Eurostat (2008)	122,4	5,6	3,3	n.a	n.a	n.a	n.a
Робни патенти на милион становника	GI TR 2010	n.a	3,04	0,4	0,26	0	0,5	0
Иновације производа и процеса у МСП (% МСП)	EIS 2009, Eurostat (2006)	33,7	28,3	18,3	n.a	n.a	n.a	n.a
Иновације у маркетинг и организационим активностима МСП (%МСП)	EIS 2009, Eurostat (2006)	40	38,1	18,1	n.a	n.a	n.a	n.a
Апсолуција технологије од стране МСП(оцена)	GI TR 2010	n.a	4,21	3,67	3,53	4,42	3,66	4,31
Капацитет за иновације(оцена)	GI TR 2010	n.a	3,23	2,77	2,33	2,94	2,75	2,34

Извор: Истраживање ЕИФ(2010), Регион Западног Балкана - услови за развој индустрије ФЗУ"

Подаци из табеле показују да унутар региона, озбиљнија улагања у истраживање и развој имају Србија и Хрватска, иако је то далеко од европског просека. Што се тиче осталих величина у оквиру овог индикатора, њихово праћење је могуће само у Србији и Хрватској, што говори о

позицији коју ове две земље заузимају у оквиру Западног Балкана. Када се погледају величине у оквиру "иновација" приметан је мали број заштићених марки и патената са ових простора, као и мали број иновација у производном, организационом и маркетиншком поступку.

Последња група индикатора се односи на индикаторе економског ефекта технологије којима се анализира утицај технологије на остваривање резултата у економским активностима. Ови индикатори обухватају запосленост у ИТ сектору, извоз ИТ сектора као и извоз креативне индустрије, индустрије која у свом процесу производње интензивно користи достигнућа ИТ сектора. И овде, информације су доступне само за Србију и Хрватску, чинећи их упоредивим са европским вредностима.

Табела бр.13 Индикатори економског ефекта технологије

Економски ефекти технологије	Извор	ЕУ	Хрватска	Србија	БиХ	Црна Гора	Македонија	Албанија
Запосленост у ИТ сектору, (% укупне запослености)	EIS 2009, Eurostat (2008)	6,59	4,62	3,87	n.a	n.a	n.a	n.a
Запосленост у компанијама заснованим на знању, (% укупне запослености)	EIS 2009, Eurostat (2008)	14,92	9,74	33,81	n.a	n.a	n.a	n.a
Извоз ИТ сектора (% укупног извоза)	EIS 2009, UN (2008)	47,4	45	28	n.a	n.a	n.a	n.a
Извоз услуга базираних на знању (% укупног извоза услуга)	EIS 2009, UN / Eurostat (2007)	48,8	17	38,3	n.a	n.a	n.a	n.a
Извоз креативне индустрије (% светског извоза)	GITR 2010	n.a	0,13	n.a	0,01	n.a	0,01	0,01
Извоз високе технологије (% укупног робног извоза)	GITR 2010	n.a	6,09	2,74	1,8	n.a	0,63	1,03

Извор: Истраживање ЕИФ(2010), Регион Западног Балкана - услови за развој индустрије ФЗУ"

Подаци из табеле показују да Србија и Хрватска имају запосленост у ИТ сектору испод европског просека, да је извоз производа ИТ сектора у Хрватској на нивоу ЕУ, док је у Србији мањи за 17%. Такође, Хрватска има већи извоз високе технологије него Србија, јер у укупном извозу учествује са 6,09% док у Србији са 2,74%.

Посматрајући методологију ЕИФ за анализу потенцијала развоја индустрије ФЗУ у региону Западног Балкана, може се закључити да постоји јако велики број отежавајућих околности од ниске квалификационо-образовне радне снаге, ниског нивоа технолошке опремљености, неразвијености финансијског тржишта, слабе заштите интелектуалне својине и сл. Ипак, јасна опредељеност региона ка чланству у ЕУ, шаље сигнал о изградњи институционалног амбијента који ће бити компатибилан са европским. Шансу за индустрију ФЗУ у региону, ЕИФ може видети у непостојању конкуренције, привредним гранама и секторима који имају потенцијал раста, квалификованој радној снази која је јефтинија него у ЕУ и величини тржишта Западног Балкана.

ЗАКЉУЧАК

Анализа расположивих извора финансирања у националној економији показала је да се финансирање привредног раста и развоја у овом тренутку ослања искључиво на банкарски сектор чиме се отежава приступ финансијама делу привреде који у првим фазама развоја није у могућности да одговори на захтеве банкарских институција. Имајући на уму да су то предузећа која се одликују великим степеном иновативности и предузетништва јасно је да се у одсуству извора финансирања ограничава развој предузетништва у целини.

Покушај да се Београдска берза јави као алтернатива у прикупљању средстава је остао без резултата јер није било ниједног значајнијег поступка иницијалне понуде акција који би за циљ имао развој предузећа. Уместо тога, имали смо раст берзе који је био базиран на нереалним очекивањима која се су више била резултат политичких него економских околности и утицаја.

Држава је у протеклом периоду прикупила значајна средства од процеса приватизације и увођења фискалног реда, међутим та средства нису искоришћења рационално тако да данас не постоји стабилан државни извор финансирања а није изграђена инфраструктура која би у потпуности одговарала жељеном нивоу развијености.

Банкарски сектор који контролише преко 90% финансијске активе унутар националне економије се веома мало разликује у понуди кредитних аранжмана предузећима јер се каматне стопе налазе у распону од неколико процената. Уз то разлика између активних и пасивних каматних стопа је највећа у региону чиме се додатно оптерећује привреда и друштво у целини. Део оправдања за високе стопе налази се у нестабилним политичким приликама и недефинисаном привредном систему што се негативно одражава на кредитни рејтинг земље. Друго део "оправдања" може се тражити у чињеници да су банке, пре свега, профитне институције које желе да искористе тренутно одсуство конкуренције у области финансирања и остваре максималну разлику између уложених средстава и остварених резултата.

Развој Фондова заједничког улагања представља неопходан корак у развоју алтернативних извора финансирања привредног раста и развоја националне економије. Њихова основна карактеристика јесте да финансирају предузећа која нису у могућности да користе банкарска средства а која имају потенцијал раста. ФЗУ улажу новац, искуство, контакте како би предузеће у које се улаже увећало своју вредност и тиме удео ФЗУ. Током периода улагања, стицањем удела у

предузећима ФЗУ стичу право на исплату дивиденди која зависи од испреговораног удела у предузећу. Када ФЗУ процени да је одговарајући тренутак, креће са припремом излазне стратегије која може бити: иницијална понуда акција, продаја удела другом власнику или продаја удела већинском власнику. На овај начин ФЗУ продајем свог удела остварује профит као разлику између уложених средстава и средстава добијених продајом.

Како би се овавак вид инвестиора привукао, пред креаторима економске политике стоје обавезе прилагођавања институционалног оквира јер инвестиционе могућности у виду пројеката постоје. Наиме, национална економије са својим ресурсима, тржиштем и перспективама има секторе који би били интересантни ФЗУ за улагање као што су: пољопривреда, грађевинарство и производња алтернативних извора енергије. Практично могућности за зараду има али треба донети законска решења која ће омогућити несматано функционисање ФЗУ.

Законска решења се односе на препознавање ФЗУ као институционалног инвеститора, заштиту његових улагања и могућност изласка из предузећа. Поред законских решења који би омогућили постојање ФЗУ, потребно је развити и стимулативну подршку кроз пореску политику, царинску заштиту и заштиту интелектуалне својине. Уз законске оквире, потребно је обезбедити и финансијску подршку развоју ФЗУ кроз формирање Националог инвестиционог фонда који би био организован кроз партнерство приватног и државног капитала. На овај начин увећала би се капитална база приватних инвеститора али би се и увећала ефикасност коришћења државних средстава.

Постојање ФЗУ отворило би врата развоју предузетништва унутар националне економије јер би се јавио алтернативни извор финансирања националне економије који своју активност базира на партнерском односу са предузећем у које улаже. Тиме поред капитала, предузеће добија контакте, искуство и неретко трансфер технологије чиме се јача његова конкурентска позиција на тржишту. Предузећа која добију подршку ФЗУ се готово увек одлучују за проширење производње како по обиму тако и по броју производа који се нуде тржишту. Нормалан след повећања обима производње јесте и укључивање предузећа у спољнотрговинске односе чиме се утиче на укупна биланс националне економије. Последица оваквог односа између предузећа и улагања је и увећање броја запослених чиме се утиче на кретање стопе незапослених у привреди као целини.

Присутво ФЗУ у националној економији, нарочито иностраних, може решити део проблема који се односи на недостатак капитала за финансирање предузећа уз јачање конкурентске предности привреде као целине. Из тог разлога неопходно је, приликом креирања стратегије развоја ФЗУ, бити јако обазрив у креирању услова за њихово присуство унутар економије. ФЗУ су специфичан облик институционалних инвеститора који је у великој мери осетљив на присуство институционалног ризика. Наиме, овај облик инвеститора се бави улагањем у вискоризичне послове јер не постоји гаранција да ће изабрано предузеће остварити очекиване резултате и поред напора који се предузму. Због тога, ФЗУ је посебно осетљив на институционална решења и програме подршке које развија држава и од великог значаја јесте да они буду континуираног карактера. На тај начин, ФЗУ ће целокупну своју активност моћи да усмере у развој предузећа без бојазни да ће се правила игре проментити.

Привлачење ФЗУ и јачање њиховог присуства унутар националне економије шаље веома јасан сигнал и другим институционалним инвеститорима и власницима страног капитала да је национална економија сигурна дестинација и место на коме је могуће остварити одговарајуће профите стопе уз максималну сигурност капитала.

Литература

1. Arestis, P., Sawyer, M. (2006) *A Handbook Of Alternative Monetary Economics*, Edward Elgar, Cheltenham
2. Artis, M., Banerjee, A. I Marcellino, M. (2006) *The Central And Eastern European Countries And The European Union*, Cambridge University Press, Cambridge
3. Artis, M., Nixon, F. (2007) *The Economics Of The European Union*, Oxford University Press, New York,
4. Avnimellech,G., VC Policy: Yozma Program 15-year Perspective, Copenhagen Business School, 2009.,
5. Bakker, M.R. I Gross, A. (2004) *Development Of Non-Bank Financial Institutions And Capital Markets In European Union Accession Countries*, The World Bank, Washington
6. Benjamin, G., Margulis, J. (2001), *The Angel Investor's Handbook*, Bloomberg Press, Princeton, Ny,
7. Beetsma, R... Et Al. (2004) *Monetary Policy, Fiscal Policies And Labour Markets: Macroeconomic Policymaking In The Emu*, Cambridge University Press, Cambridge; New York,
8. Bernanke, B. (2001) *Inflation Targeting: Lessons From The International Experience*, Princeton University Press, Oxford,
9. Bernstein,S.,Lerner,J.,Schoer,A., The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds, Harward Business School, 2009.,
10. Berstein,S.,Lerner,J.,Sorensen,M.,Stromberg,P., Private Equity and Industry Performance, Harward Business School, 2008.,
11. Bibow, J., Terzi, A. (2007) *Euroland And The World Economy: Global Player Or Global Drag?*, Palgrave Macmillan, New York,
12. Bikker, A.J. (2004) *Competition And Efficiency In A Unified European Banking Market*, Edward Elgar, Northampton,
13. Blanchard, O. (2004) "The Economic Future Of Europe", *The Journal Of Economic Perspectives*, Vol. 18, No. 4,
14. Bodie,Z., Kane, A., Marcus, A.J.,(2008) *Investments*, McGrew Hill, Singapore,
15. Брзаковић,Т., (2007)Тржиште капитала, теорија и пракса, Чугура принт, Београд,
16. Calberg, M., (2007) *Macroeconomics Of Monetary Union*, Springer, Berlin
17. Caille, A., et all, Survey on Energy Recourses 2007, (2008),World Energy Council, London,
18. Central and Eastern Europe, EVCA Special Paper, EVCA, PREP Analytics, July 2009.,

19. Chen,H.,Gompers,P.,Kover,A.,Lerner,J., Buy Local? The Geography of Successful and Unsuccessful Venture Capital Expansion, Harward Business School, 2009.,
20. Christl, J. (2006) *Regional Currency Arrangement: Insight From Europe*, Bank Of Greece, Athens
21. Cumming,D., Johan,S.,(2009), Venture capital and private equity contracting, Elsevier, Burlington,
22. Decressin, J., Faruque, H., Fonteyne, W., (2007) *Integrating Europe`S Financial Markets*, Imf, Washington
23. Dyson, K. (2006) *Enlarging The Euro Area: External Empowerment And Domestic Transformation In East Central Europe*, Oxford University Press, Oxford
24. Dvorak, T. I Podpiera, R. (2005) *European Union Enlargement And Equity Market In Accession Countries, Working Paper No. 552*, European Central Bank, Frankfurt
25. Дугалић, В., Штимац, М.,(2007), Основе берзанског пословања, Стубови културе, Београд,
26. Fiscal Affairs Department (2007) *Manual Of Fiscal Transparency*, Imf, Washington
27. Franklin, A., Gale, D. (2007) *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press, New York
28. Funck, B., Pizzati, L. (2003) *European Integration, Regional Policy And Growth*, The World Bank, Washington, D.C.
29. Employment Contribution of Private and Venture Capital in Europe, EVCA, CEFS, November, 2005.,
30. EVCA White Venture Capital Paper, Closing gap and moving up gear: The neht stage of Venture capital's eveolution in Europe, EVCA, Brussels, 2.03.2010
31. Gambacorta, L. I Lannoti, S (2005) *Are There Asymmetries In The Response Of Bank Interest Rates To Monetary Shocks*, Banca D'italia,
32. Gillingham, J. (2006) *Design For A New Europe*, Cambridge University Press, New York,
33. Gilson.,J.,(2003) Engineering a Venture Capital Market: Lessons from American Expirience, Stanford Law Review, Vol.55, No.4,
34. Gladstone, D., Gladstone, L.,(2004) *Venture Capital Investing*, Ft Prentice Hall, New Jersey,
35. Gray, C., Lane, T., Varoudakis, A. (2007) *Fiscal Policy And Econonics Growth: Lessons For Eastern Europe And Central Asia*, The World Bank, Washington,
36. Groh,P.,A.,Liechtenstein,V.,H.,(2007)How attractive is Central Eastern Europe for Risk Capital Investors, IESE Business School,
37. Gompers, P., Lerner, J. (2004) *The Venture Capital Cycle*, The Mit Press, London,
38. Gompers,P.,Lerner,J.,(2001)The Venture Capital Revolution, The Journal of Economic Perspectives, Vol.15, No.2,
39. Ingham, B. (2004) *International Economics: A European Focus*, Prentice Hall, Harlow,

40. Karsai, J., (2004) *Can The State Replace Capital Investors? Public Financing of Venture Capital in Hungary*, Institute of Economics, Hungarian Academy of Science, Budapest,
41. Kleinman, M. (2003) *A European Welfare State?: European Union Social Policy In Context*, Palgrave, Houndmills ; New York
42. Крајнци, А., Спемање за Лондон, Економист, ЕМГ група, бр.430, 18.08.2008.год.,
43. Landstrom, H.,(2007), *Handbook Of Research On Venture Capital*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, UK,
44. Lerner,J.,(2010), *Boulevard of broken dreams, Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital have failed and to do about it*, Princeton University Press, New Jersey
45. Ловрић, М., (2009), *Основи статистике*, Економски факултет, Универзитет у Крагујевцу, Крагујевац,
46. Metric, A., (2007),*Venture Capital And Finance Of Innovation*, Couriere/Westford, New Jersey,
47. Mishkin, S., F. (2004) *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржита*, превод са енглеског језика седмог издања књиге, Дата статус, Београд
48. Народна Банка Србије, Извештај о стању у финансијском систему Републике Србије за 2008.годину, 2009., Београд,
49. Hogan,T., Hutson,E., *What factors Determine the Use of Venture Capital? Evidence from Irish Software Sector*, Venture Capital, Routledge, Vol.7, No.3,
50. Prasad, E.S... Et Al. (2003) *Effects Of Financial Globalizations On Developing Countries: Some Empirical Evidence*, Imf, Washington,
51. Rosamond, B. (2000) *Theories Of European Integration*, Palgrave Macmillan, Basing
52. Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J.,(2005), *Corporate finance*, McGrawHill, Singapore, International edition,
53. Schertler, A.,(2006), *The Venture Capital Industry In Europe*, Palgrave Macmillan, London,
54. Schiller, R., (2005), *Irrational exuberance*, Currency Doubleday, New York,
55. *Survey of Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, EVCA, June, 2002.
56. Скупа храна-сламка спаса, пољопривредна производња у Србији, Економист, ЕМГ,Београд, бр.434, 15.09.2008.,
57. Staebler, M.,(2009), *Description of The Small Business Investment Company Program participation by Funds using Debnetures*, Pepperlaw, Detroit,
58. Стевановић, В., Нема одбране од пада берзе, Економист, ЕМГ Група, Београд, бр. 437, 6.10.2008.,
59. Стефановић,Н., *Приватни инвестициони фондови*, Институт економских наука, Београд, 2009.,

60. Ulff-Moller, J., Strojer-Madsen, E., Pedersen, K. (1997) International Economics: The Wealth Of Open Nations, McGraw-Hill, London
61. Веселиновић,П.,(2003)Утицај институционалних решења на развојне токове националне економије, Радничка штампа, Београд,
62. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, Скупштина Републике Србије, Преглед, Бр. 47/2006
63. Wolf & McGill, Serbian Real Estate Market Projections, March 2008.,
64. Wright,M., Pruthi,S., Lockett,A., International Venture Capital Research: From Cross-country Comparisons to Crossing Borders, Nottingham University Business School, 2006.,

Интернет извори:

65. <http://www.evcj.com/section.asp?navcode=446>
66. <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/index.jsp>
67. <http://www.ici.org/pdf/fm-v18n2.pdf>
68. http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=13788446
69. http://www.seca.ch/default.asp?V_SITE_ID=5
70. <http://www.vf.dk/Finansiering.aspx>
71. http://www.nasbic.org/?page=SBIC_financing
72. <http://www.eif.org/venture/activity/index.htm>
73. <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=DAX:IND>
74. www.londonstockexchange.com/exchange/pricesmarkets/stocks/indices/summary/summary-indices-chart.html?index=ASX
75. www.ncsb2006.se/pdf/SpinOff%20Venture%20Creation.pdf
76. www.blic.rs/Komentar/Komentar-nedelje/197767/Razvojna-kradja
77. www.fondzarazvoj.gov.rs/files/Program2010.pdf
78. www.pks.rs/Zakonodavstvo/Porezi/Poreznadohodakgra%C4%91ana/tabid/213/language/sr-Latn-CS/Default.aspx
79. www.mena.rs/kakopoceti/netobrutoplata.html
80. www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=view&id=414&Itemid=62
81. www.enterprisesurveys.org/ExploreEconomies/Graph.aspx?economyid=206&year=2009
82. www.doingbusiness.org/ExploreEconomies/?economyid=206

83. www.eif.org/what_we_do/equity/resources/european_commission/GIF
84. www.eif.org/what_we_do/equity/resources/european_commission/index.htm
85. www.tehnologijahrane.com/standardi/strategije/nacionalni-program-poljoprivrede-srbije-2009-2011-16#toc-ii-3-poljoprivreda-srbije
86. <http://www.agnet.org/library/eb/492/>
87. <http://www.minpolj.gov.rs/download/nacionalniProgram.pdf>
88. <http://www.oecd.org/dataoecd/25/31/43892876.pdf>
89. <http://webrzs.stat.gov.rs/axd/spoljna/indexsp31.php?ind1=2>
90. http://www.minpolj.gov.rs/index.php?stranica=kom_clanak&naredba=lista&id_kategorija=121&id=399
91. <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=416>
92. http://www.parlament.gov.rs/content/lat/akta/akta_detalji.asp?Id=367&t=Z
93. http://www.energy-community.org/portal/page/portal/ENC_HOME/AREAS_OF_WORK/RENEWABLES
94. <http://www.tentesla.com/index.php/strategija-razvoja>
95. energija.wordpress.com/2008/06/16/strategija-razvoja-energetskih-sektora-srbije
96. <http://www.tentesla.com/index.php/strategija-razvoja>
97. <http://www.mre.gov.rs/navigacija.php?IDSP=303>
98. www.ec.europa.eu/energy, *Energy Technology for cheaper renewables, greater efficiency and global leadership of the European industry*
99. www.clds.org.rs/newsite/Grinfild%20SDI%20monografija%20%20srpski%20vf.pdf
100. www.pregled-rs.rs/article.php?pid
101. <http://www.trezor.gov.rs/drzavni-zapisi-za-cetrsto-miliona-dinara-cir.html>
102. <http://www.kamatica.com/stanovnistvo-devizna-stednja>
103. <http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belexline/istorijski/>
104. www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=4&i=/zrodla/spolkigieldowe/debiuty/debiuty2009en.html&sky=1
105. <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>
106. <http://poslovnimagazin.biz/vesti/moze-li-nacionalni-investicioni-plan-uspeti-1-378>
107. <http://webrzs.stat.gov.rs/axd/spoljna/indexsp31.php?ind1=2>
108. www.ec.europa.eu/energy, *Energy Technology for cheaper renewables, greater efficiency and global leadership of the European industry*

Оригинални резултати истраживања за пројекат ЕИФ-а:

" Регион Западног Балкана - услови за развој индустрије ФЗУ"

Economic Indicators		EU	Croatia	Serbia	BiH	Montenegro	Macedonia	Albania
GDP growth (annual %)	EBRD(2009)	-4,20%	-5,80%	-3,00%	-3,20%	-5,30%	-0,50%	3,30%
GDP per capita (PPP)	IMF(2009)	23600	10245	5154	3595	2888	3539	3096
Foreign direct investment, net inflows (% of GDP)	POCKETBOOK(2009)	1,90%	3,80%	3,10%	6,90%	3,30%	2,90%	3,10%
Trade (% of GDP)		n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Exports of goods and services (% of GDP)	POCKETBOOK(2009)	40,20%	47,70%	30,70%	32,90%	49,40%	48,10%	22,80%
Imports of goods and services (% of GDP)	POCKETBOOK(2009)	39,80%	56,30%	50,80%	62%	79,10%	66,80%	47,30%
Gross capital formation (% of GDP)	POCKETBOOK(2009)	21,80%	32,70%	32,60%	27,90%	25,50%	21,90%	37,60%
Demography								
Population (millions)	EUROSTAT(2009)	4996955154	4435056	7350221	3773100	622344	2048619	3143291
Unemployment rate (%)	EUROSTAT(2009)	7,10%	9,60%	18,30%	29%	19,30%	35%	13,75%
Long-term unemployment rate (%)	EUROSTAT (2008)	3,70%	6,70%	17%	28,40%	n.a	31,10%	n.a
Business Environment Indicators								
Global Competitiveness Index (higher score=better performance)	World Economic Forum 2010	n.a	4	3,80	3,7	4,4	4	3,9
Total tax rate	World Economic Forum 2010	n.a	40	46	23	26	10	84
Time required to start a business (number of days)	World Economic Forum 2010	n.a	75	45	121	45	6	9
Time required to obtain a license (number of days)		n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Rigidity of Employment index (0 to 100, lower values=better performance)	World Economic Forum 2010	n.a	121	86	82	27	33	9
Corruption Perception Index (1–10, higher score=better performance)	Transparency International 2009	n.a	4,1	3,5	3	3,9	3,8	3,2
Index of Economic Freedom (lower score = better performance)	Heritage Foundation 2009	n.a	59,2	56,9	56,2	63,6	65,7	66
Rule of Law index (-2.5 to 2.5, higher score=better performance)	World justice project 2009	n.a	0,08	-0,46	0,35	-0,09	-0,32	-0,6
Government Effectiveness index (-2.5 to 2.5, higher score=better performance)	World Resources Institute	n.a	0,52	-0,28	-0,55	0,01	-0,14	-0,34
Regulatory Quality index (-2.5 to 2.5, higher score=better performance)	World Bank Institute	n.a	0,5	-0,21	-0,19	-0,05	0,21	0,16

TECHNOLOGY & INNOVATION INDICATORS		EU	Croatia	Serbia	BiH	Montenegro	Macedonia	Albania
ENABLERS								
Human resources								
S&E and SSH graduates per 1000 population aged 20-29 (first stage of tertiary education)	EIS 2009, Eurostat (2007)	40,5	23	34,5	n.a	n.a	n.a	n.a
S&E and SSH doctorate graduates per 1000 population aged 25-34 (second stage of tertiary education)	EIS 2009, Eurostat (2007)	1,03	0,52	0,32	n.a	n.a	n.a	n.a
Population with tertiary education per 100 population aged 25-64	EIS 2009, Eurostat (2008)	24,3	16,6	16,5	n.a	n.a	n.a	n.a
Gross tertiary education enrollment per 100 population aged tertiary education level	GITR 2010	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Public education expenditure (% of GNI) - additional data	GITR 2010	n.a	4,40%	3,30%	n.a	n.a	3,50%	2,90%
Participation in life-long learning per 100 population aged 25-64	EIS 2009, Eurostat (2008)	9,6	2,2	1,3	n.a	n.a	n.a	n.a
Youth education attainment level	EIS 2009, Eurostat (2008)	78,5	95,4	17	n.a	n.a	78,6	n.a
Finance environment								
Public R&D expenditures (% of GDP)	EIS 2009, Eurostat (2008)	0,67%	0,50%	0,35%	0%	1,20%	0,20%	0,18%
Venture capital (% of GDP)	EIS 2009, EVCA/Eurostat (2008)	0,118	0,21%	0,03%	0,03%	0,58%	0,18%	n.a
Venture capital availability (score 1 to 7, 1=very difficult, 7=very easy)	GITR 2010	n.a	2,40	2,56	1,96	3,62	2,83	2,32
Financial market sophistication (score 1 to 7, 1=very difficult, 7=very easy)	GITR 2010	n.a	4,13	2,98	2,6	4,45	3,59	2,83
Private credit (relative to GDP)	EIS 2009, IMF (2008)	1,27	0,65	0,24	n.a	n.a	n.a	n.a
Technology infrastructure environment								
Broadband access by firms (% of firms)	EIS 2009, Eurostat (2008)	81		69,24	n.a	n.a	n.a	n.a
Fixed broadband tariffs, residential monthly fee (PPP \$, 2008)	GITR 2010	n.a	150,86	150,93	90,21	33,89	75,09	282,13
Internet bandwidth (Mb/s) per 10,000 population,	GITR 2010	n.a	154,86	33,53	5,08	12,54	0,17	2,16
Availability of latest technologies (score 1 to 7, 1=very difficult, 7=very easy)	GITR 2010	n.a	4,98	3,83	3,66	4,65	4,09	4,07
State of cluster development (score 1 to 7, 1=very difficult, 7=very easy)	GITR 2010	n.a	2,85	2,68	2,75	2,43	2,81	2,39
Laws relating to ICT (score 1 to 7, 1=very difficult, 7=very easy)	GITR 2010	n.a	4,1	3,65	2,38	4,07	3,76	3,39
Intellectual property protection (score 1 to 7, 1=very difficult, 7=very easy)	GITR 2010	n.a	3,51	2,77	2,02	3,33	3,08	2,46

FIRM ACTIVITIES		EU	Croatia	Serbia	BiH	Montenegro	Macedonia	Albania
Firm investments								
Business R&D expenditures (% of GDP)	EIS 2009, Eurostat (2008)	1,21	0,4	0,15	n.a	n.a	n.a	n.a
Company spending on R&D (score 1 to 7, 1=very difficult, 7=very easy)	GITR 2010	n.a	3,23	2,56	2,41	3,13	2,55	2,27
University-industry collaboration in R&D (score 1 to 7, 1=very difficult, 7=very easy)	GITR 2010	n.a	3,48	3,31	2,33	3,61	3,32	2,2
IT expenditures (% of GDP)	EIS 2009, EITO/Eurostat (2006)	2,7			n.a	n.a	n.a	n.a
Non-R&D innovation expenditures (% of turnover)	EIS 2009, Eurostat 2006	1,03	0,12	0,8	n.a	n.a	n.a	n.a
Linkages & entrepreneurship								
SMEs innovating in-house (% of SMEs)	EIS 2009, Eurostat (2006)	30	24,4	27,8	n.a	n.a	n.a	n.a
Innovative SMEs collaborating with others (% of SMEs)	EIS 2009, Eurostat (2006)	9,5	9,6	3,5	n.a	n.a	n.a	n.a
Firm renewal (SME entries plus exits) (% of SMEs)	EIS 2009, Eurostat (2005)	4,9	n.a	0,1	n.a	n.a	n.a	n.a
Public-private co-publications per million population	EIS 2009, Thomson Reuters/CWTS (2007)	36,1	13,3	2	n.a	n.a	n.a	n.a
Throughputs								
EPO patents per million population	EIS 2009, Eurostat (2006)	114,9	7,1	4	n.a	n.a	n.a	n.a
Community trademarks per million population	EIS 2009, OHIM / Eurostat (2008)	122,4	5,6	3,3	n.a	n.a	n.a	n.a
Community designs per million population	EIS 2009, OHIM / Eurostat (2008)	120,3	8,8	0	n.a	n.a	n.a	n.a
Utility patents per million population (US Patent and Trademark Office, 2008)	GITR 2010	n.a	3,04	0,4	0,26	0	0,5	0
Technology Balance of Payments flows (% of GDP)	EIS 2009, World Bank (2008)	1	0,43	0,81	n.a	n.a	n.a	n.a

OUTPUTS								
Innovators		EU	Croatia	Serbia	BiH	Montenegro	Macedonia	Albania
SMEs introducing product or process innovations (% of SMEs)	EIS 2009, Eurostat (2006)	33,7	28,3	18,3	n.a	n.a	n.a	n.a
SMEs introducing marketing or organisational innovations (% of SMEs)	EIS 2009, Eurostat (2006)	40	38,1	18,1	n.a	n.a	n.a	n.a
Resource efficiency innovators, calculated as the average of:		n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>Share of innovators where innovation has significantly reduced labour costs (% of firms)</i>	EIS 2009, Eurostat (2006)	18	19,9	7,5	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>Share of innovators where innovation has significantly reduced the use of materials and energy (% of firms)</i>	EIS 2009, Eurostat (2006)	9,6	15,1	6,7	n.a	n.a	n.a	n.a
Firm-level technology absorption (score 1 to 7, 1=very difficult, 7=very easy)	GITR 2010	n.a	4,21	3,67	3,53	4,42	3,66	4,31
Capacity for innovation (1 to 7, 1=very difficult, 7=very easy)	GITR 2010	n.a	3,23	2,77	2,33	2,94	2,75	2,34
Economic effects								
Employment in medium-high & high-tech manufacturing (% of workforce)	EIS 2009, Eurostat (2008)	6,59	4,62	3,87	n.a	n.a	n.a	n.a
Employment in knowledge-intensive services (% of workforce)	EIS 2009, Eurostat (2008)	14,92	9,74	33,81	n.a	n.a	n.a	n.a
Medium and high-tech manufacturing exports (% of total exports)	EIS 2009, UN (2008)	47,4	45	28	n.a	n.a	n.a	n.a
Knowledge-intensive services exports (% of total services exports)	EIS 2009, UN / Eurostat (2007)	48,8	17	38,3	n.a	n.a	n.a	n.a
Creative industries exports (as % of world total, 2006 or recent)- additional data	GITR 2010	n.a	0,13	n.a	0,01	n.a	0,01	0,01
High-tech exports (as % of total goods exports, 2007) - additional data	GITR 2010	n.a	6,09	2,74	1,8	n.a	0,63	1,03
New-to-market sales (% of turnover)	EIS 2009, Eurostat (2006)	8,6	4,58	3,02	n.a	n.a	n.a	n.a
New-to-firm sales (% of turnover)	EIS 2009, Eurostat (2006)	6,28	8,45	6,99	n.a	n.a	n.a	n.a