



**VISOKA POSLOVNA ŠKOLA
STRUKOVNIH STUDIJA
ČAČAK**

MAGISTARSKI RAD

**Regionalni investicioni fondovi -
šansa za smanjivanje regionalnih razlika**

Mentor: _____
Profesor: _____

Student: _____
Br.Indeksa: _____

Mesto, mesec, godina

Mr XXXXXX XXXXXX*

REGIONALNI INVESTICIONI FONDOVI - ŠANSZA ZA SMANJIVANJE REGIONALNIH RAZLIKA

Apstrakt: Glavni problem Srbije u narednom periodu biće kako privući svež kapitla kroz formu direktnih investicija. Srbiji nije potreban samo kapital već joj je potrebna i tehnologija, moderno upravljanje i prihvatanje pravila i standarda razvijenih ekonomija. Jednostavno, u ovom trenutku Srbija ima potrebe za unapređivanjem više aspekata ekonomije i postavlja se logično pitanje kako se to može postići. Jedno od mogućih rešenja jeste privlačenje Fondova zajedničkog ulaganja.

Ključene reči: regionalni razvoj, Fondovi zajedničkog ulaganja, preduzetništvo, inovacije

Uvod

Današnji ekonomski razvoj Srbije kao jednu od najvećih opterećenja ima regionalne disproporcije koje postoje između severa i juga, urbanih i ruralni područja. Pomenti problem nije novost već tradicija u ekonomskoj istoriji.

Jasno opredeljenje ekonomske politike u narednom periodu mora biti postizanje ravnomernog regionalnog razvoja za šta će biti potrebno puno rada, odricanja ali i sredstava kojima Srbija nije bogata. Imajući u vidu trenutnu ekonomsku situaciju u svetu jasno je da se moraju pronaći alternativni izvori finansiranja privrednog rasta, pored već oprobanih, skupih (domaćih) bankarskih kredita. Kako je Beogradska berza u proteklom periodu izgubila puno na vrednosti ali i na poverenju među investitorima, jasno je da se država mora okrenuti stvaranju ambijenta za privlačenje *Venture capital funds* (VCFs) ili Fondova zajedničkog ulaganja kao mogućih izvora kapitala.

1. Definisanje regionalnih investicionih fondova

Sadašnja ekonomska situacija ukazuje na ugroženost priliva SDI a samim tim i na ugroženost makroekonomske stabilnosti i ostvarivanje dinamičkih stopa privrednog razvoja u narednom periodu. Naredni periodu pred

* Ekonomski fakultet Kragujevac

kreatore ekonomske politike stavlja jasan zadatak, a to je privlačenje kapitala kroz *greenfield* projekte.

Imajući u vidu da je Srbija kao destinacija za kapital označena kao visko rizična, privlačenje kapitala će biti jako izazovan zadatak. Ne ulazeći u analizu ispravnosti dodeljivanja lošeg rejtinga Srbiji, Agencije za rejting predstavljaju polaznu osnovu prilikom odabira destinacije za ulaganje. Ta činjenica biće glavna prepreka za ozbiljniji priliv investicija u narednom periodu, jer ukoliko zemlja ima nizak kreditni rejting investitori će je zaobilaziti kao destinaciju ili će zahtevati više stope profita.

Jedno od mogućih rešenja za privlačenje inostranog kapitala jeste i formiranje regionalnih investicionih fondova, u obliku Fonodva zajedničkog ulaganja ili Venture capital investment fund (VCF).

Fondovi zajedničkog ulaganja (VCF) predstavljaju institucionalne investitore koji prikupljen novac ulažu u kompanije koje nisu listirane na berzi, u različitim fazama njihovog razvoja. Krajnji cilj ovih fondova jeste da kroz različite startegije izlaska, bilo kroz inicijalnu ponudu akcija, bilo kroz prodaju drugim institucionalnim investitorima ili kroz prodaju većinskim vlasnicima ostvare profit na uložena sredstva (7, str.3). Ovakva vrsta investicionih fondova nije zainteresovana za većinski paket, odnosno kupovinu preduzeća. Oni ulažu novac, zadržavajući pravo finansijske kontrole, kako bi pomogli preduzeću u podizanju nivoa proizvodnje, tehničke opremljenosti, upravljanja, nastupa na tržištu a sve u cilju jačanja preduzeća i podizanju nivoa njegove tržišne vrednosti.

Osnivači ovih fondova mogu biti penzioni fondovi, osiguravajuće kuće, privatne kompanije, banke, bogati pojedinci ali i država. Kada se javi kao osnivač država može organizovati fond na dva načina kao parnter sa privatnim ili kao konkurencije privatnim Fondovima zajedničkog ulaganja. Istraživanja sprovedena u SAD, Kanadi, Velikoj Britaniji i Australiji ukazuju da Fondovi čije je osnivač država, ukoliko se opredele za partnerski odnos sa privatnim beleže bolje rezultate i veće prinose nego kada su međusobna konkurencija (6, str.168).

Kod partnerskog odnosa država, uz pomoć privatnih Fondova zajedničkog ulaganja, formira investicioni fond u kome ima status ograničenog partnera (Limited partner) a privatni investicioni fond ima status generalnog partnera (General partner). Ovakva organizacija ukazuje na to da odluku o

odabiru investicionih projekata donosi privatni investitor pri čemu država zadržava pravo intrvenisanja u situacijama u kojima je njen interes ugrožen(8,str.15). Prenošnjem procesa odlučivanja o odabiru investicionih projekata na privatnog investitora, država želi da izbegne ulogu za koju nema dovoljno iskustva i spreči eventualne zloupotrebe sredstva. S druge strane, prisustvo države u jednom takvom fondu ukazuje na njenu spremnost preuzimanja rizika u postupku finansiranja investicionih projekata.

Formiranje regionalnih investicionih fondova bi trebalo bazirati na organizaciji koja je pomenuta, kao partnerstvo između privatnog i državnog a polazeći od definisane Staregije regionalnog razvoja Srbije (9) u narednom periodu. Fondove treba organizovati oslanjajući se na definisane regione i raspoložive ljudske resurse. Imajući u vidu iskustva razvijenih zemalja, ovakve vrste fondova bi trebalo organizovati u univerzitetskim centrima zbog tesnih veza koje ovi fondovi teže da razviju sa obrazovnim institucijama tokom svog postojanja i delovanja(7, str. 25).

Osnovači i akcionari Regionalnih fondova mogu biti država, strani investitor, lokalne uprave, banke, penzioni fondovi, osiguravajuće kuće, pojedinci, kompanije, odnosno svi oni koji prepoznaju svoj interes u postojanju i funkcionanju ovakvog institucionalnog investitora. Naravno, zakonski se mora onemogućnost dokapitalizacija akcionara Fonda, ili se mora ograničiti na određen procenat.

2. Institucionalna podrška i finansiranje razvoja regionalnih investicionih fondova

Osnovno pitanje koje se nameće jeste koji su to koraci koje država treba da prduzme u prvacu strvaranja odgovarajućeg ambijenta za razvoj regionalnih investicionih fondova.

Prva grupa aktivnosti se odnosi na promene instiucionalnog okvira, odnosno zakonskih rešenja koja regulišu funkcionisanje investicionih fondova, finansijskog tržišta kao i promene fiskalnih propisa.

Najpre, država mora da inicira promenu postojećeg Zakona o inevsticionim fondovima jer on ne prepoznaje instituciju Fonda zajedničkog ulaganja i kao takav predtavlja ozbiljnu prepreku. Ispravke Zakona moraju da idu u pravcu definisanja Fonda zajedničkog ulaganja kao institucionalnog investitora koji ulaže, kroz proces dokapitalizacije, u preduzeća koja nisu

listirana na berzi i čiji je cilj podizanje vrednosti firme posle izvesnog vremena i prodaja udela.

Trebalo bi, zakonskom regulativom, omogućiti da osnivači ovih fondova budu strani fonodovi, bogati pojedinci, lokalne uprave, država, penzioni fondovi i osiguravajuće kuće. Zakon jasno treba da definiše transparentnost u radu ovakvih fondova, od porekla kapitala do investicione politike naročito ako je reč o fondu u kojem država ima udela.

Promene bi trebalo da pretrpi i regulativa koja se odnosi na finansijska tržišta i njihovo funkcionisanje jer je prethodni period u kome je Beogradska berza zabeležila pad od 28% samo u januaru (10) pokazao sve slabosti. Gubitak poverenja investitora i njihovo povlačenje sa BB je rezultat internih grešaka pravljenih u definisanju zakonskog okvira koji se odnosi na postojanje berzanskog i vanberzanskog tržišta. Osnovna razlika između ova dva oblika trgovanja na berzi jeste transparentnost u objavljivanju finansijskih izveštaja. Kompanije listirane na na jednoj od dve liste Aili B su u zakonskoj obavezi objavljivanja finansijskih izveštaja i planova, dok kompanije koje se javljaju na vanberzanskom tržištu nemaju tu vrstu obaveze. Iz tog razloga u ovom trenutku imamo svega tri kompanije na Listi A i blizu 2000 kompanija koje su listirane na vanberzanskom tržištu. Na ovaj problem je ukazala i direktorka BB gospođa G. Dostanić sredinom prošle godine (3, str.2) što jasno ukazuje da sadašnji pad berze je u maloj vezi sa svetskom krizom i padom vodećih svetskih berzi. Osnovni problem BB jeste nedostak kvalitetnih hartija od vrednosti.

Posebna pažnja kada je reč o zakonskoj regulativi mora biti posvećena regulisanju fiskalnog opterećenja Fondova zajedničkog ulaganja, počevši od poreza na kapitalnu dobit do mogućih smanjivanja fiskalnog opterećenja u početnim fazama funkcionisanja. Iskustvo zemlja koje već imaju tradiciju Fondova zajedničkog ulaganja pokazuje da smanjenje poreza na kapitalnu dobit investitorima u fond predstavlja značajan impuls razvoju. Tako je Vlada SAD 1977.godine smanjila porez na kapitalnu dobit sa 35% na 20 % što je izazvalo uvećanje imovine Fondova sa 68.1 milion \$ na čitavih 1.2 milijarde u periodu 1977-1982. godina (6, str.167)

Pored smanjivanja poreza na kapitalnu dobit, kao mera fiskalne politke može se koristiti carinska politika za stimulisanje razvoja Fondova zajedničkog ulaganja. Pre svega, Fondovi se mogu osloboditi plaćanja carina na uvoz tehnologije i resursa za koje ne postoje supstituti u domaćoj privredi, bar u početnim fazama, primoravajućih na taj način na razvijanje tehnologije u

okvirima regiona, i šire nacionalne ekonomije. Jednostavno rečeno, Fondovi mogu biti zaštićeni samo jedan unapred definisan period kako bi se vremenom izložili konkurenciji i u realnim uslovima sagledali i ocenili rezultate.

Možda najvažnije pitanje kad je reč o postojanju regionalnih investicionih fondova jeste pitanje finansiranja, odnosno prikupljanja inicijalni sredstava. Imajući na umu činjenicu da su ovi fondovi zamišljeni kao partnerstvo privatnog i javnog sektora, to se napor mora usmeriti u pravcu pronalaženja inostarnih Fondova sa iskustvom u zajedničkim ulaganju, odnosno sa iskustvom u ulaganju i razvoju preduzeća na bazi dokapitalizacije. Kada je reč o fondovima koji imaju isustva moraju se pomenuti državni: SBIR, koji je do sada uložio blizu 21 milijardu dolara u 120 000 kopmanija u SAD, IIF u Australiji, LSCVV u Kanadi i VCT u Velikoj Britaniji. Oni mogu biti izvor kapitala ali i iskustva pošto neki od njih uspešno postoje i posluju ve dvadesetak godina (6, str.168). Takođe, treba raditi na privlačenju i privatnih investicionih fondova koji, imajući u vidu trenutnu ekonomsku situaciju, predstavljaju jeftinije izvore finansiranja nego bankarski krediti. Jedan od oblika investicionih fondova koje se može pojaviti kao izvor kapitala jesu i tkzv. Državni fondovi koji su kreirani u zemljama koje su bogate resursima (UAE, Rusija, Kina) ili su u prošlom periodu imali jako uspešne strategije trgovanja(Singapur). Ipak zbog njihove veličine i sredstava sa kojima raspolažu treba ih isoristiti za velike kapitalne projekte, poput izgradnje autoputa, aerodroma ili rečnih luka.

Dobar deo početnog kapitala budućih Regionalnih investicionih fondova treba obezbediti preraspodelom sredstava namenjenih finansiranju razvojnih potencijala privrede. Naime, u Srbiji postoje dve institucije, koje raspolažu sredstvima za finansiranje privrednog razvoja kroz različite programe podrške, i to: Fond za razvoj i Agencija za mala i srednja preduzeća. Njihov ukupni budžet projektovan za ovu godinu jeste 11,5 milijardi dinara. Programska politika Agencije za mala i srednja preduzeća i Fonda za razvoj se u velikoj meri p odudaraju sa politikom delovanja bankarskog sredstva jer kompanije koje konkurišu za ova sredstva moraju obezbediti kolateral i ujedno moraju biti spremni da plaćaju kamtnu stopu kao naknadu za korišćenje sredstava. Istina, visina kamatne stope je 3% uz valutnu klauzulu, ali je potreban i kolateral prvog reda u odnosu 1:1,5. Međutim, najveći problem sa kojim se suočavaju preduzetnici jeste informisanost na šta je ukazala Unija poslodavaca Srbije, činjenicom da 71% preduzetnika nije čulo za Konkurs koji je raspisan u 2008.godini, a koji je namenjen početnicima u biznisu (2, str.38).

3. Očekivani rezultati funkcionisanja Regionalnih investicionih fondova

Formiranje Regionalnih investicionih fondova ima za osnovni cilj angažovanje celokupnog potencijala određenih područja čime će biti stvoren osnov za smanjivanje regionalnih razlika unutar Srbije.

Osnovna prednost u odnosu na sadašnja rešenja jeste što se kroz partnerski odnos privatnog i javnog sektora mogbišu razvojni potencijali podizanjem niva preduzetničkih sposobnosti pojedinica i preduzeća. Postojanje ovakve vrste fondova će uticati na preduzeća u svakom regionu da svoj razvoj baziraju na neprestanom usavršavanju, osvajanju novih znanja kako bi bili u mogućnosti ne samo da konkurišu za sredstva fonda već i da ih dobiju.

Imajući na umu činjenicu da će ulogu donosioca kranje odluke imati privatni investitor, normalno je da će on od preduzeća zahtevati visoku profesionalnost, inventivnost i prihvatanje standarda u oblastima finansija, organizacije, marketinga koji su prisutni u zemljama koje imaju razvijeno tržište VCF. Fond zajedničkog ulaganja će u preduzećima u koje ulaže doneti iskustva u načinu organizovanja, funkcionisanja preduzeća u konkurentskim uslovima privređivanja. Promene će pretrpeti i način upravljanja preduzećem, naročito u oblasti finansija. Naime, fond će zahtevati od preduzeća u koja ulaže transparentnost i tačnost finansijskih izveštaja iz dva razloga. Prvi, stvaranje neposrednog poverenja između fonda i preduzeća u koje se ulaže, a drugi je povezan sa krajnjim ciljem a to je ostvarivanje profita kroz prodaju vlasništva (paketa akcija). Kako bi Fond ostvario profit kroz prodaju, on mora uticati na preduzeće da transparentno i istinito objavljuje finansijske izveštaje kako bi potencijalni kupci bili upoznati sa funkcionisanjem preduzeća, njegovim istorijatom i njegovom perspektivom.

Uticaj postojanja ovako organizovanih fondova bi se mogao osteiti i u smanjivanju troškova države kroz redukciju njenog prisustva u ekonomskoj sferi. Sadašnja Agencija za mala i srednja preduzeća ima budžet od 296 000 000 dinara, 50 zaposlenih čiji troškovi plata iznose oko 48 000 000 dinara što znači da 1/5 sredstava odlazi na zaposlene. S druge strane, VCF fond SEAF sa kancelarijom u Beogradu ima budžet od 850 000 000 dinara kojim upravlja 8 zaposlenih. Ovi podaci ukazuju da bi agažovanjem privatnih investitora bilo moguće smanjiti troškove funkcionisanja države i povećanu efikasnost upotrebe sredstava sa kojim država raspolaže.

Vezano za funkcionisanje države u ekonomiji kao pružaoca podrške razvoju nezaobilazno se nameće pitanje korupcije. Prilikom odlučivanja o raspodeli sredstava, praksa i iskustvo je pokazalo da je korupcija prisutna i predstavlja ozbiljnu pretnju funkcionisanju sistema. Jednostavno, kapital ne ide tamo gde će se najefikasnije upotrebiti već kako bi se zadovoljili pojedinci ili grupe. Ovakvim ponašanjem nanosi se šteta ekonomiji kroz demotivisanje preduzetništva i inovacija čime se na dugi rok smanjuje konkurentnost privrede. Fondovi, sa većinskim privatnim vlasništvom, su motivisani da izaberu najbolje investicione projekte očekujući razvoj preduzeća koji će im doneti profit kroz prodaju udela. Iz tog razloga, element "lobiranja" za pojedina preduzeća, kompanije ili pojedince biće sveden na minimum.

Funkcionisanje fondova bi moglo dovesti i do jačanja BB kroz pojavu kvalitetnih hartija od vrednosti. Ulaganjem u preduzeća fondovi insistiraju na tačnosti i transparentnosti finansijskih izveštaja čime se stvaraju preduslovi za organizovanje uspešnih inicijalnih ponuda akcija koje će dopineti pojavi kvalitetnih HoV u budućnosti. Fond je zainteresovan da širok krug potencijalnih investitora dobije odgovarajuće informacije o stanju preduzeća kako bi kroz inicijalnu ponudu mogao ostvariti veću cenu za svoj paket vlasništva.

Prethodne ukazane prednosti ovako organizovanih fondova ujedno predstavljaju i najveće slabosti i opasnosti za razvoj ovog sektora. Smanjivanje uticaja države na raspodelu sredstva izbija ozbiljan instrument vladajućim političkim strukturama namećući spremnost istih za takav korak kao pitanje. Dalje, bankarski sektor ne voli konkurenciju a ova vrsta fondova to upravo jeste. Postavlja se pitanje, znajući uticaj banaka kod nas, da li je moguće doneti odgovarajuća rešenja koja bi vodila osnivanju pomenutih fondova. Neka vrsta rešenja, koja je prisutna u razvijenim privredama, ukazuju na to da se banke javljaju kao vlasnici ili partneri fondova zajedničkog ulaganja.

Postoje i nedostaci koji proističu iz same karakteristike fondova a koje se odnose na period ulaganja i kadrove. Ulazeći u ovaj posao, kao akcionar ili direktor Fonda, mora se računati na duži period investicionog ciklusa, počevši od ulaganja do prodaje. Taj period iznosi između 5 do 7 godina što znači da u tom vremenskom intervalu nije moguće očekivati bilo kakve rezultate ili naplatu profita. Ovakva vrsta fondova ne poznaje tzv. "mark to market" obračune profita i na bazi njih isplate odgovarajućih bonusa.

Drugi problem sa kojim će se suočiti eventualno formiranje ovakvih fondova jeste pitanje raspoloživih kadrova koji bi bili u mogućnosti da prate

zahteve privatnog investitora. Tačno je da su fondu potrebni finansijski analitičari ali su mu još potrebni kadrovi koji imaju kreativnost, osećaj za inovacije, jer ocena i ulaganje u preduzeće je jedno a podizanje vrednosti preduzeća je druga obaveza ovakvih fondova. Ta druga obaveza pred fondove stavlja težak izazov, odabir kadrova koji će raditi na podizanju nivoa organizacije, marketinga i strateškog upravljanja odabranih kompanija.

Zaključak

Postojanje regionalnih Fondova zajedničkog ulaganja bi uticalo na mobilisanje preduzetničkih sposobnosti, resursa kao i prihvatnja standarda koji bi rezultirali u podizanju konkurentnosti regionalnih privreda. Saradnja privatnog i javnog sektora u formiranju ovakvih izvora finansiranja rezultirala bi u povećanoj efikasnosti prilikom izbora projekta što bi vodilo jačanju privrede regiona i smanjivanju regionalnih disproporcija unutar zemlje.

Naravno, ovakav sistem funkcionisanja zahteva promene zakonskih okvira kao i preraspodelu sredstava i gubitak dela samostalnosti države u oblasti finansiranja privrednog razvoja. Jasno je da je upravo pitanje smanjenja uticaja države na odluke koje fond donosi glavna prepreka razvoju ovakvog obilka finansiranja.

Literatura

1. Benjamin, G., Margulis, J., The Angel investor's Handbook, Bloomberg press, Princeton, NJ, 2001.,
2. Bajić, O., Nisu čuli za start-up, Ekonomist, br.433, Ekonomist media group, Beograd, 2008.,
3. Dostanić, G., Budućnost tržišta kapitala na Balkanu – realnost i perspektive, Četvrta godišnja konferencija, Ekonomist, 24.06.2008., Beograd
4. Gladstone, D., Gladstone, L., Venture Capital Investing, FT Prentice Hall, New Jersey, 2004.,
5. Gompers, P., Lerner, J., The Venture Capital Cycle, The MIT Press, London, 2004.,
6. Landstrom, H., Handbook of Research on Venture Capital, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, UK, 2007.,

7. Metric, A., Venture Capital and Finance of Innovation, Couriere/Westford, New Jersey, 2007.
8. Schertler, A., The Venture Capital Industry in Europe, Palgrave Macmillan, London, 2006.,
9. Strategija regionalnog razvoja Srbije 2007-2012. godine, Vlada Republike Srbije,
10. Istorijski podaci, izračunati prema dostupnim podacima sa zvaničnog sajta Beogradske berze <http://www.belex.rs/>

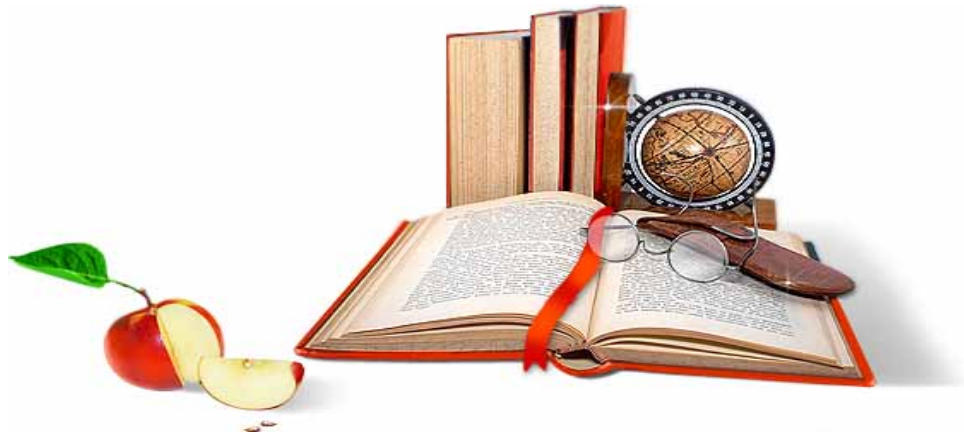
REGIONAL INVESTMENT FUNDS – CHANCES FOR DECREASING REGIONAL DIFFERENCES

Abstract: *The main problem in future period for Serbian economy will be lacking of fresh capital in a form of direct investments in economy. Serbian economy needs capital, but furthermore needs technology, modern management, know – how. Simply Serbian economy needs improvements in various fields of conducting business and this emphasis the question how to solve this problem. Well one of the possible solution is to create environment in order to attract venture capital funds (VCFs)*

Key words: *regional development, Venture capital funds, entrepreneurship, innovations*

BESPLATNI GOTOVI SEMINARSKI, DIPLOMSKI I MATURSKI RAD.

**RADOVI IZ SVIH OBLASTI, POWERPOINT PREZENTACIJE I DRUGI EDUKATIVNI
MATERIJALI.**



WWW.SEMINARSKIRAD.ORG

WWW.MATURSKIRADOVI.NET

WWW.MATURSKI.NET

WWW.SEMINARSKIRAD.INFO

WWW.MATURSKI.ORG

WWW.ESSAYSX.COM

WWW.FACEBOOK.COM/DIPLOMSKIRADOVI

NA NAŠIM SAJTOVIMA MOŽETE PRONAĆI SVE, BILO DA JE TO [SEMINARSKI](#), [DIPLOMSKI](#) ILI [MATURSKI](#) RAD, POWERPOINT PREZENTACIJA I DRUGI EDUKATIVNI MATERIJAL. ZA RAZLIKU OD OSTALIH MI VAM PRUŽAMO DA POGLEDATE SVAKI RAD, NJEGOV SADRŽAJ I PRVE TRI STRANE TAKO DA MOŽETE TAČNO DA ODABERETE ONO ŠTO VAM U POTPUNOSTI ODGOVARA. U BAZI SE NALAZE [GOTOVI SEMINARSKI, DIPLOMSKI I MATURSKI RADOVI](#) KOJE MOŽETE SKINUTI I UZ NJIHOVU POMOĆ NAPRAVITI JEDINSTVEN I UNIKATAN RAD. AKO U [BAZI](#) NE NAĐETE RAD KOJI VAM JE POTREBAN, U SVAKOM MOMENTU MOŽETE NARUČITI DA VAM SE IZRADI NOVI, UNIKATAN SEMINARSKI ILI NEKI DRUGI RAD RAD NA LINKU [IZRADA RADOVA](#). PITANJA I ODGOVORE MOŽETE DOBITI NA NAŠEM [FORUMU](#) ILI NA MATURSKIRADOVI.NET@GMAIL.COM