

# Интеграциони процеси као катализатор инвестиција приватног и ризичног капитала

Integration processes as catalyst for private equity and  
venture capital investment

Нада Миленковић\*

Универзитет у Новом Саду, Економски факултет у Суботици

Јелена М. Андрашић\*\*

Универзитет у Новом Саду, Економски факултет у Суботици

**Сажетак:** Интеграциони процеси уочи којих се налази национална економија отварају велике могућности прилива капитала у земљу. Један од изазова, у условима растуће тражње за капиталом, јесте искористити ту могућност на најбољи начин привлачењем институционалних инвеститора у виду фондова приватног и ризичног капитала. Наиме, готово две деценије се бележи раст активности на тржишту ризичног капитала у земљама Централне и Источне Европе, док су активности у Србији по питању истих на незавидно ниском нивоу. Посматрајући структуру институционалних инвеститора који су улагали у регион Централне и Источне Европе, може се уочити да су то махом инвеститори из земаља Западне Европе и Северне Америке, док је мањи број домицилних инвеститора из региона. У циљу подстицаја развоја фондова ризичног улагања на територији југоисточног Балкана, СЕАФ (фонд за асистенцију малих предузећа) је октобра 2005. године отворио представништво СЕАФ South Balkan Fund (SBF) у циљу пласирања приватног капитала инвеститора у Србију, Македонију и Црну Гору. Након тога је 2010. године формирана Српска асоцијација за приватни власнички капитал (SPEA – Serbian Private Equity Association) са циљем да промовише и привуче стране инвеститоре приватног власничког капитала и ризичног капитала. Међу земљама које су до сада показале веће износе улагања путем фондова ризичног капитала у региону истичу се Пољска, Мађарска, Румунија, Словачка, Украјина, Хрватска и Словенија. Оправдано је поставити питање зашто Србија није препознала до сада могућност привлачења инвестиција путем фондова ризичног и приватног капитала. Циљ рада јесте да на основу анализе земаља у окружењу, које су прошле интеграционе процесе, одговори на питање да ли интеграциони процеси представљају кључни катализатор за привлачење оваквог вида инвестиција у Србију?

**Кључне речи:** интеграциони процеси, приватни капитал, ризични капитал.

**Abstract:** The integration process of national economies opens up a great opportunity for foreign capital inflows into the country. One of the challenges in terms of the growing demand for capital, is to take advantage in the best way of this opportunity to attract institutional investors in the form of private equity and venture capital funds. Namely, almost two decades it is recorded a growth in venture capital market activity in Central and Eastern Europe, while the activities in Serbia regarding the same are unenviable low. There are mainly institutional investors from Western Europe and North America who have invested in the region of Central and Eastern Europe, while a small number of investors are domiciled in the region. In order to stimulate the development of

---

\* ✉ [nadam@ef.uns.ac.rs](mailto:nadam@ef.uns.ac.rs)

\*\* ✉ [jelenadj@ef.uns.ac.rs](mailto:jelenadj@ef.uns.ac.rs)

venture investment on the territory of south-eastern Balkans, SEAF (Small Enterprise Assistant Fund) in October 2005. opened a representative office SEAF South Balkan Fund (SBF) in order to place the private equity investor in Serbia, Macedonia and Montenegro. After that, in 2010. the Serbian association for the private equity was formed (SPEA - Serbian Private Equity Association) to promote and attract foreign investors, in form of private equity and venture capital. Among the countries that have so far proved greater amount of investment by venture capital funds in the region are Poland, Hungary, Romania, Slovakia, Ukraine, Croatia and Slovenia. It is reasonable to ask why Serbia has not recognized the possibility of attracting investment through venture capital and private equity. The aim of this paper is, based on analysis of the neighboring countries which have the integration process behind themselves, to answer the question of whether integration processes are a key catalyst to attract this kind of investment in Serbia?.

**Keywords:** integration processes, private equity, venture capital.

## Увод

Интеграциони процеси отварају широк спектар могућности земљама које се налазе уочи истих. Земље које се налазе на прагу интеграције треба да уоче и искористе могућности које се стварају прикључењем Европској унији. Када је реч о инвестицијама, отварају се велике могућности прилива капитала у земљу, пре свега због перцепције ризичности улагања од стране инвеститора. Србија на прагу интеграције треба да уочи могућност искоришћења до сада запостављених институционалних инвеститора и привлачења капитала у облику фондова приватног и ризичног капитала.

Наиме, готово две деценије инвеститори из земаља Западне Европе и Северне Америке препознају тржиште Централне и Источне Европе као атрактивно за пласирање својих средстава, те су се активности на тржишту ризичног капитала и приватног капитала у овим земљама повећале. Када је тржиште Србије у питању, те активности су на незавидно ниском нивоу. У циљу подстицаја развоја фондова ризичног улагања на територији југоисточног Балкана, СЕАФ (фонд за асистенцију малих предузећа) је октобра 2005. године отворио представништво СЕАФ South Balkan Fund (SBF) у циљу пласирања приватног капитала инвеститора у Србију, Македонију и Црну Гору. Након тога је 2010. године формирана Српска асоцијација за приватни власнички капитал (SPEA – Serbian Private Equity Association) са циљем да промовише и привуче стране инвеститоре приватног власничког капитала и ризичног капитала.

Међу земљама које су до сада показале веће износе улагања путем фондова ризичног капитала у региону истичу се Пољска, Мађарска, Румунија, Словачка, Украјина, Хрватска и Словенија. Оправдано је поставити питање зашто Србија није препознала до сада могућност привлачења инвестиција путем фондова ризичног и приватног капитала. Циљ рада јесте да на основу анализе земаља у окружењу, које су прошле интеграционе процесе, одговори на питање да ли интеграциони процеси представљају кључни катализатор за привлачење оваквог вида инвестиција у Србију?

## 1. Преглед теоријских схватања

Консултујући широк дијапазон иностране литературе из области приватног и ризичног капитала, може се увидети распрострањеност и заступљеност ових

облика улагања у развијеним земљама и све већи раст улагања у земљама у развоју, посебно у земљама Централне и Источне Европе. У свом истраживању The Venture Capital Revolution Gompers и Lerner (Gompers & Lerner, 2001) дају свеобухватан преглед развоја индустрије ризичног улагања, како на територији САД, тако и на територији западне Европе и указују на нови тренд развоја улагања у земље у развоју. У истраживању истичу значајне разлике између „venture“ капиталиста у Сједињеним Америчким Државама и у Европи. Наиме, истичу да први улажу претежно у високо-технолошке секторе економије, док потоњи улажу у већ формирана, зрелија предузећа која послују у традиционалним индустријским секторима. Такође, према резултатима истраживања које су спровели Хеге, Паломино и Швинбахер (Hege, Palomino, & Schwienbacher, 2009) улагања ризичног капитала у Сједињеним Америчким Државама и Европи се разликују, како они наводе, у излазним стратегијама и оствареном приносу, с једне стране и по могућностима да се пронађу профитабилна улагања с друге стране. У свом истраживању Феликс са групом аутора (Félix, Pires, & Gulamhussen, 2013) долази до закључка да су за европско тржиште специфични одређени фактори који нису присутни на тржишту САД. Као резултат истраживања су добили податке да величина тржишта мерцера и аквизиција и Р/В радио имају позитиван утицај на активности инвеститора, док стопа незапослености има негативан утицај на исти на европском тржишту приватног и ризичног капитала.

Узимајући у обзир литературу из ове области која говори о детерминантама улагања може се уочити разлика у формирању и структури фондова, структури улагања и излазним стратегијама предузећа у САД и у развијеним земљама. Према истраживању мађарског института за економију при мађарској академији наука ауторка Каршаји Ј. (Karsai, 2009) сматра да је пенетрација фондова ризичног улагања у региону централне и источне Европе још увек испод просечног улагања у Европи (при томе се мисли на развијене земље), према томе постоји широк спектар неискоришћених могућности. У истом истраживању се наводи да је „један од кључних фактора сталног пораста улагања чињеница да се прикључивањем земаља региона Европској унији правна позадина и оперативни услови приближавају нормама Европске уније. Кредитна криза која је потресла западна тржишта у другој половини 2007. године преусмерила је фокус ка значајној диверзификацији портфолија. Имајући ово у виду, није било изненађујуће да је пажња инвеститора, који траже нове географске таргете за своје инвестиције, усмерена на регион централне и источне Европе.“

Гомперс и Лернер (Gompers & Lerner, 2001) истичу да су главни разлози раста атрактивности тржишта у развоју за инвеститоре ризичног и приватног капитала (1) простор за економски раст који ове земље имају, (2) успешне реформе које су спроведене, при чему посебно истиче пореске реформе, (3)

побољшање рачуноводствених стандарда и стандарда извештавања. Ове промене, како Лернер наводи, доводе до нижих трошкова инвестирања, као и до отклањања асиметрије информација са којима се страни инвеститори суочавају.

Бројна истраживања су потврдила, када је реч о ефектима финансирања и оправданости финансирања путем фондова ризичног капитала на макро и микро нивоу, да су економски раст на макро нивоу и раст иновативности унутар предузећа на микро нивоу управо сразмерно повезани са финансирањем предузећа путем фондова ризичних улагања. Истраживање које су спровели С. Самила, О.Соренсон (Samila, 2011) путем анализе репрезентативног узорка предузећа у САД доказали су да финансирање путем фондова ризичног улагања доводи до отварања нових предузећа, раста запослености и раста прихода у анализираним подручјима.

Посматрајући другу утицајну раван, односно микро ниво истраживања доказују да је финансирање предузећа путем фондова ризичних капитала уско повезано са растом иновативности у предузећима и са растом улагања у ИР (истраживачко-развојни) сектор. Истраживање које су спровели Хелман и Пури (Hellman & Puri, 2000) показало је да се у предузећима која су финансирана путем фондова ризичног капитала смањило временски период потребан за развој производа и пласман истог на тржиште. Нанда и Кропф (Nanda & Rhodes-Kropf, 2012) истичу да се предузећа у почетним фазама развоја сусрећу да два ризика од којих је један фундаментални, а други финансијски. Управо фондовима ризичног капитала се смањује финансијски ризик, јер исти обезбеђују фазно финансирање предузећа. Кортум и Лернер (Kortum & Lerner, 2000) су анализирали двадесет сектора у временском периоду од три деценије и дошли до закључка да је пораст активности фондова ризичног капитала сигнификантно утицао на раст пријављених патената. Бертони и Тиквова (Bertoni & Tykvová, 2013) су у свом истраживању дошли до закључка на основу анализе 870 предузећа у сектору биотехнологије и фармације да су приватни инвеститори у области ризичног капитала највише допринели иновативности у посматраним предузећима.

Консултујући домаћу литературу, може се уочити да је развој свести о значају овог вида улагања и финансирања предузећа у Србији у почетној фази, о чему сведочи и обим литературе у овој области. Стварањем повољних услова за функционисање фондова приватног и ризичног капитала у Србији и развојем свести код привредника о значају финансирања путем истих, ствара се простор за привлачење иностраних инвеститора који би с једне стране допринели приливу стално недостајућег капитала, а са друге стране допринели би развоју привредног сектора улагањем у домаћа предузећа и предузетничке идеје.

Значајан фактор привлачења улагања је несумњиво процес интеграција у којем се налази наша земља. Услови које Србија испуњава и треба да испуни као услов за прикључивање, првенствено треба да допринесу сигурности инвеститора и инвестиција у ову земљу. Као повољност коју из свог положаја

може Србија да оствари јесте да користи модел привлачења ових инвестиција по узору на суседне земље које процес интеграција имају иза себе.

## 2. Подаци и методологија

Како би се утврдило да ли су интеграциони процеси сигнификантан фактор у привлачењу улагања ризичног и приватног капитала, у раду ће се даље анализирати подаци земаља које су прошле процес интеграција. Анализираће се подаци у годинама пре интеграција и после интеграција, при томе ће се посматрати износ улагања у одабране земље, удео улагања у БДП-у, износ повећања капитала фондова у посматраним годинама.

Ради прецизније анализе, како не би дошло до заблуде у анализу се уведе и развијене земље. Наиме, исто се чини како би се искључила могућност евентуалног цикличног кретања на тржишту капитала.

Као база података из које ће се црпети подаци о износу улагања и износу повећања капитала фондова користиће се подаци Европске асоцијације ризичног капитала (EVCA), као и подаци појединих националних асоцијација ризичног и приватног капитала.<sup>1</sup>

## 3. Анализа и резултати

Процес прикључивања Европској унији омогућава мање развијеним земљама да кроз процесе преговора предузму мере за побољшање институционалних, законских, тржишних услова као и макроекономских показатеља и на тај начин створе стабилно пословно окружење у својим националним економијама. Многе земље из окружења, које су раније ушле у транзиционе процесе, прошле су оно што Србију тек чека у наредном периоду. Могућност коју Србија треба да искористи јесте да учи на грешкама својих претходника и да исто претвори у своју предност.

У светлу овога, приликом привлачења инвестиција приватног и ризичног капитала, Србија из примера земаља окружења треба да створи услове за развој фондова и привлачење инвеститора. Један од круцијалних фактора који утиче на одлуке инвеститора о алокацији својих ресурса јесте стабилност региона у који улажу. Исти критеријум, дакле, стабилност и сигурност јесте оно ка чему тежи и Европска унија. Све мере које се спроводе у току интеграционих процеса, доприносе привлачењу и повећању улагања приватног и ризичног капитала. Може се онда оправдано поставити питање да ли је интеграција кључни моменат који доприноси расту улагања и повећању фондова? Анализом активности фондова одабраних земаља добиће се одговор на постављено питање.

---

<sup>1</sup> Подаци Европске асоцијације ризичног капитала су у потпуности компатибилни са подацима националних асоцијација.

У наредном табеларном приказу дат је преглед анализираних земаља и година приступања Европској унији.

Табела 1: Године приступања ЕУ анализираних земаља

Земља	Година приступања
Бугарска	2007
Мађарска	2004
Пољска	2004
Румунија	2007
Словачка	2004
Словенија	2004
Хрватска	2013
Чешка Република	2004

Да би се утврдило да ли је моменат интеграције био кључни фактор раста инвестиција у земљама Југоисточног Балкана, посматраће се две кључне године. Реч је о прикључењима земаља Европској унији у 2004. и 2007. години. Из ове анализе се искључује Хрватска, пошто се она прикључила Европској унији у 2013. години, те је то кратак временски период у ком би се говорило о утицају Интеграције на одлуке инвеститора о инвестирању.

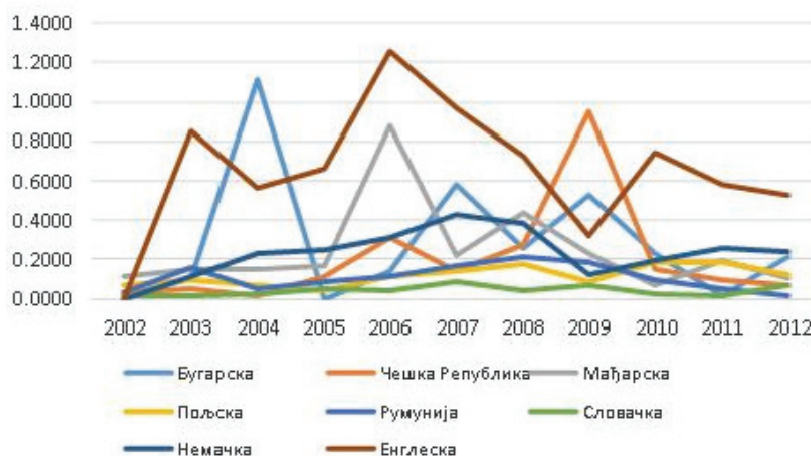
Табела 2: Улагања приватног капитала као проценат БДП у одабраним земљама у периоду од 2002-2012. године

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Бугарска	0.016	0.101	1.11	0	0.143	0.582	0.259	0.529	0.229	0.019	0.212
Чешка	0.037	0.052	0.019	0.112	0.315	0.137	0.274	0.953	0.152	0.092	0.069
Мађарска	0.11	0.154	0.15	0.167	0.883	0.222	0.438	0.232	0.067	0.194	0.103
Пољска	0.069	0.098	0.069	0.045	0.118	0.139	0.175	0.088	0.184	0.183	0.125
Румунија	0.037	0.159	0.055	0.088	0.115	0.171	0.211	0.187	0.096	0.049	0.02
Словачка	0.018	0.016	0.021	0.052	0.045	0.087	0.04	0.066	0.024	0.019	0.066
Немачка	n.a.	0.116	0.231	0.247	0.313	0.43	0.388	0.127	0.197	0.258	0.244
Енглеска	n.a.	0.852	0.564	0.662	1.258	0.971	0.725	0.32	0.744	0.587	0.53

Извор: EVCA Yearbook, 2013, Karsai 2012

На основу претходне табеле се може уочити да је у одабраним земљама порасло учешће улагања приватног капитала у односу на БДП. Исто је посебно изражајно у случају Бугарске, док су код неких земаља ефекти видљиви у каснијим годинама или ако је реч о Пољској интеграциони процес није у многоме утицао на раст улагања.

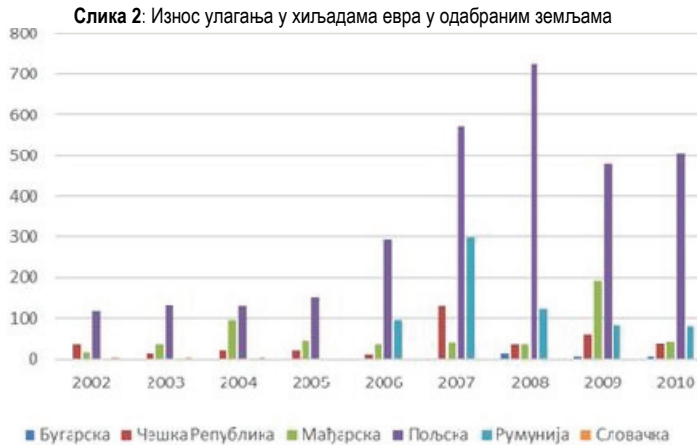
Слика 1: Преглед % улагања приватног капитала у односу на БДП кроз временски период



Извор: Аутори на основу података из EVCA

Као што се на основу пређашње слике може уочити промена тока улагања није имало циклично кретање те се може констатовати да промене нису резултат цикличног кретања на тржишту капитала. Анализом претходне слике се може уочити да је улагање након године интеграција код сваке посматране државе порасло. Примера ради, специфичан случај јесте Бугарска код које је износ улагања достигао максимум и пре интеграције у Европску унију. Разлог раста улагања приватног капитала јесте резултат реформи у овој земљи и резултат процеса приватизације државних предузећа. Велики износ улагања у овој земљи је географски алоциран у приморску област ове земље.

У земљама пост-социјалистичког поретка је карактеристично да је износ улагања приватног капитала претежно по структури чинио капитал који је уложен у приватизацију државних предузећа. Тек у каснијим годинама се јављају улагања у виду ризичног капитала у почетним и каснијим фазама финансирања предузећа. Разлог томе јесте што су се интеграцијом стекли услови за сигурна улагања од стране инвеститора, који су према подацима Европске асоцијације ризичног капитала махом инвеститори из развијених земаља Европске уније и из Сједињених Америчких Држава.



*Извор: Аутори на основу података EVCA, Yearbook 2013*

Као што се на основу слике бр. 2 може уочити пораст вредности улагања је у Румунији и Бугарској уследио уочи и након 2007. и 2008. године, респективно, мада у знатно мањем апсолутном износу у Бугарској. Може се закључити да је овај пораст повезан са приступањем Европској унији (у обе државе је у питању 2008. година). Уколико се посматра удео ризичног капитала у укупном улагању приватног капитала, на основу података EVCA, Yearbook 2013, може се уочити да је у Румунији он износио више од 50 % уочи и након 2007. године, а у Бугарској је био приближно 35 % .

Када је реч о Мађарској, Чешкој и Пољској, знатни пораст улагања је уочљив уочи и након 2004. године, што се и у овом случају може сматрати резултатом процеса прикључења Европској унији.

Посматрајући трећи параметар који говори о износу средстава прибављених у фондове приватног и ризичног капитала који су намењени за улагања у Централну и Источну Европу (ЦИЕ), уочава се растућа атрактивност овог подручја као таргетираног тржишта улагања од стране инвеститора.

**Табела 3: Износ средстава прикупљених у фондове приватног и ризичног капитала у периоду од 2002-2007. године (у милионима евра и процентима)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Средства намењена улагању у ЦИЕ (у милионима евра)	273,7	312,0	496,0	1293,0	2254,0	4253,3	2489	400	645
Средства намењена улагању у ЦИЕ као проценат укупног износа средстава намењених улагању у ЕУ (%)	1,0	1,2	1,8	1,8	2,0	5,4	3,0	11,0	3,0

*Извор: EVCA Yearbook, 2008; Yearbook 2013*



На основу приказане табеле се може уочити да регион Централне и Источне Европе у апсолутном износу показује пораст улагања приватног и ризичног капитала након 2004.године. У 2009.години се смањује улагање под утицајем светске економске кризе, али у процентуалном износу расте под утицајем пораста улагања у земљама новоприкљученим чланицама. Имајући на уму да је већина земаља Централне и Источне Европе 2004. године приступила Европској унији исто се може повезати са интеграционим процесима.

### **3.1. Осврт на стање ризичног и приватног капитала у Србији**

Консултујући *домаћу литературу*, може се уочити да је развој свести о значају овог вида улагања и финансирања предузећа у Србији у почетној фази, о чему сведочи и обим литературе у овој области. Стварањем повољних услова за функционисање фондова приватног и ризичног капитала у Србији и развојем свести код привредника о значају финансирања путем истих, ствара се простор за привлачење иностраних инвеститора који би с једне стране допринели приливу стално недостајућег капитала, а са друге стране допринели би развоју привредног сектора улагањем у домаћа предузећа и предузетничке идеје.

У овом тренутку, једини представник индустрије улагања ризичног капитала у Србији је Фонд приватног капитала назван СЕАФ South Balkan Fund. СЕАФ је глобална инвестициона фирма усмерена на пружање капиталне и оперативне подршке предузећима у земљама у развоју и оним предузећима која немају довољно извора капитала. Са седиштем у Вашингтону, СЕАФ инвестира у више од 20 земаља широм света путем међународне мреже 15 канцеларија у Централној и Источној Европи, Латинској Америци и Азији. Инвеститори укључују одређен број јавних и приватних институција, укључујући неколико међународних финансијских институција, локалних пензионих фондова, осигуравајућих друштава, банака и породичне канцеларије.

Проблеми који у Србији коче развој фондова приватног и ризичног капитала и њиховог улагања се могу поделити у неколико група. Прво, фондови приватног капитала и ризичног капитала као инвестициони фондови нису признати Законом о инвестиционим фондовима. Друго, у току процеса инвестирања се јављају потешкоће око власничке улоге, пошто је тешко објаснити улогу инвестиционог фонда као новог партнера у компанији са свим његовим правима и обавезама. Ово су неки од разлога који изазивају низак ниво атрактивности за улагање капитала инвестиционих фондова. Осим тога, постоје и неки други проблеми који нису резултат правног поступка, али је резултат унутрашњег СЕАФ истраживања :

- Веома низак ниво транспарентности финансијских резултата компанија,
- Неразумевање улоге инвестиционог фонда у развој компаније,
- Неразумевање тржишне вредности предузећа

Ситуација у Србији је јасна, нема довољно капитала и постоје неки потенцијални сектори где инвеститори могу да остваре профит. Међутим, држава мора да учини напор, ако жели да привуче иностране улагаче у земљу.

Први кључни кораци су промене у правном оквиру у вези са инвестирањем кроз инвестиционе фондове. Велики проблем за фондове приватног капитала и ризичног капитала је да их ниједан закон не признаје као привредне ентитете. У будућим напорима треба донети сет закона који препознају и регулишу област приватног капитала и ризичног капитала. Ово би требало да помогне регистрацији инвестиционих фондова, њиховом процесу инвестирања и заштити инвестиционих пројеката. Други корак се тиче пореских правила, јер је ово један од најзначајнијих питања везаних за привлачење страних инвеститора. Инвеститори су у потрази за земљом у којој могу да остваре профит, а да при томе не плаћају високе порезе. Трећи корак би требало да буде стварање државног инвестиционог фонда као подршке могућностима инвестирања.

## **Закључак**

Почетак трансформације привредне структуре у Србији је уједно и почетак прилива страног капитала у земљу. Страни капитал је у Србију углавном стизао кроз продају постојећих предузећа, док је мањи део улаган у формирање нових предузећа. Управо циљ Србије, тачније, инвестиционе политике Србије, треба да буде што већа фаворизација улагања у формирање нових предузећа или улагања у почетним фазама развоја предузећа. Овај концепт треба да се оствари кроз развој фондова ризичног и приватног капитала.

Да би се предузеле мере око развоја и активирања ових фондова потребно је променити институционалне оквире на којима се заснива садашња инвестициона политика земље која иде ка денационализацији домаће привреде. Управо подстицајем фондова приватног и ризичног капитала и улагањем у предузећа која се не котирају на берзама, повећањем њихове вредности и изласком на тржиште стварају се нове пословне могућности за предузећа односно предузетнике с једне стране, а и за инвеститоре са друге стране у виду остварене стопе приноса на уложена средства.

Промене у институционалним оквирима у циљу привлачења инвестиција су почеле од 2000.године и трају до данас. Процесу промена и побољшања инвестиционе климе у Србији је у многоме допринео процес преговора са Европском унијом о придруживању Србије. Мерама и реформама на путу ка интеграцији се ствара сигурно окружење за инвеститоре који би пласирали капитал у Србију. Погодности које говоре у корист могућности привлачења

инвеститора јесте чињеница да су земље Централне и Источне Европе, у последње две деценије препознали инвеститори као атрактивно тржиште за остваривање приноса преко улагања у фондове приватног и ризичног капитала. Прегледом детерминанти које утичу на индекс атрактивност земаља за привлачење институционалних инвеститора (ниво економске активности, тржиште капитала, пореска регулатива, предузетничка култура и пословне могућности, људски и социјални амбијент привређивања, заштита инвеститора и корпоративно управљање) (Groh, von Liechtenstein, & Lieser, 2010) могу се уочити предности и недостаци региона, помоћу којих се могу предвидети правци побољшања и пројекције раста улагања у регион.

На основу дескриптивне статистичке анализе износа инвестиција, процената инвестиција у односу на БДП и на основу анализе средстава која су се слила у фондове намењене за улагања у поједине земље Централне и Источне Европе, може се закључити да је процес приступања Европској унији допринео порасту улагања у анализиране земље. Тренутак интеграције представља крајњи резултат предузетих мера ка реформисању система који тежи да се усклади како институционално тако и формално-правно и социјално са нормативима Европске уније. Дакле, акценат и тежи део задатка јесу реформе и мере предузете у процесу интеграција. Управо се исто уочава и у суседним земљама које су прошле процес интеграције. Пораст износа улагања и броја фондова приватног и ризичног капитала је постепено растао, док се значајно повећање осећа у години или годинама након процеса интеграција.

Кључни фактор привлачења фондова, а самим тим и инвестиција приватног и ризичног капитала јесте побољшање нивоа економске активности, развој тржишта капитала, реформисање пореских регулатива, предузетничке културе и пословних могућности, побољшање људског и социјалног амбијента привређивања, заштита инвеститора и побољшање корпоративног управљања. Интеграција представља мотив, може се рећи катализатор, побољшања општих услова у домицилној економији. Европске интеграције саме по себи неће повећати износ улагања ако се не побољшају кључне детерминанте атрактивности Србије за привлачење инвестиција.

## Референце

- Bertoni, F., Tykvová, T. (2013). *Which form of venture capital is best - suited for innovation?* Radni dokument, radna sveska No. 69-2013, pp. 1–40. Preuzeto sa: [http://emma.polimi.it/emma/events/vicoconference/attachments/i003\\_bertoni\\_tereza\\_new2\\_x.pdf](http://emma.polimi.it/emma/events/vicoconference/attachments/i003_bertoni_tereza_new2_x.pdf)
- EVCA (2008), *European Venture Capital Association, Yearbook 2008*
- EVCA (2013), *European Venture Capital Association, Yearbook 2013*

- Félix, E., Pires, C. P., Gulamhussen, M. (2013). *The Determinants of Venture Capital in Europe — Evidence Across Countries*, Journal of Financial Services Research, 44(3), 259–279. doi: 10.1007/s10693-012-0146-y
- Gompers, P., Lerner, J. (2001). *The Venture Capital Revolution*. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 145–168.
- Groh, A. P., von Liechtenstein, H., Lieser, K. (2010). *The European Venture Capital and Private Equity country attractiveness indices*. Journal of Corporate Finance, 16(2), 205–224. doi:10.1016/j.jcorpfin.2009.09.003
- Hege, U., Palomino, F., Schwienbacher, A. (2009). *Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States*, Radni serijal Evropske Centralne banke (pp. 1–42). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.482322>
- Hellman, T., Puri, M. (2000). *The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital*. Review of Financial Studies, 13(4), 959–984.
- Karsai, J. (2009). "The End of the Golden Age " *The Developments of the Venture Capital and Private Equity Industry in Central and Eastern Europe*. Radni serijal Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences.
- Karsai, J (2012). "Development of the Hungarian Venture Capital and Private Equity Industry over the Past Two Decades," IEHAS Discussion Papers 1201, Institute of Economics, Centre for Economic and Regional Studies, Hungarian Academy of Sciences.
- Kortum, S., Lerner, J. (2000). *Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation*. The RAND Journal of Economics, 31(4), 674. doi:10.2307/2696354
- Nanda, R., Rhodes-Kropf, M. (2012). *Financing Risk and Innovation*, Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper No. 11-013, (pp. 1–41).
- Samila, S. (2011), *Venture capital, entrepreneurship and economic growth*, Review of Economics and Statistics, 93: 338-349.

## Resume

The transformation of the Serbian economy marked the beginning of the inflow of foreign capital into the country. The inflow of foreign capital in Serbia came mainly through the sale of existing businesses, while a smaller amount was invested in the form of new companies. The investment policy of Serbia, should be favoring investments in new businesses opportunities or investments in the early stages of companies life cycles. This concept should be achieved through the development of venture capital and private equity investment.

In order to develop venture capital and investment funds Serbia has to change the institutional framework underlying the current investment policy that goes to the denationalization of the domestic economy. With the increase of the activity of venture capital and private equity funds, Serbia would be open a variety of possibilities for the investors to make returns on their investment through exit strategies on one side, and on the other side, for small companies to develop their business and become a needed

source of finance. The last one is very important because these funds invest in not listed companies which might have difficulties with the obtaining of capital.

The framework of the institutional changes in order to attract investment has started since 2000, and lasts until the present days. Process changes and improvements in the investment climate in Serbia have largely contributed to the process of negotiations with the European Union about becoming a member state. Policy changes and reforms towards integration create a safe environment for investors in Serbia. Features that could help Serbia attract investors is the fact that the Central and Eastern Europe Region has been recognized, in the last two decades, by investors as an attractive market for achieving yield via private equity and venture capital investment funds.

Based on the descriptive statistical analysis of the invested amount, percent of investment to GDP and the capital raised during the period of time before and after accession of some countries of Central and Eastern Europe, it can be concluded that the process of accession to the European Union contributed to the increase in investments in the analyzed countries.

The moment of integration is the ultimate result of the undertaken measures to reform the environment that seeks to harmonize as well as institutionally, legally and socially with the norms of the European Union. Thus, the focus and the hard part of the task are the reforms and undertaken acts during the integration process, which requires a longer period of time. This argumentation is proven, as shown, in the neighboring countries that have undergone a process of integration. An increase in the amount of investment and the number of new private equity and venture capital funds has slightly increased during the years of reform, while a significant increase was made after the joining to the European Union.

Key factors in attracting funds, and hence private equity and venture capital investment are to improve the level of economic activity, the development of capital markets, reforming the tax regulations, entrepreneurial culture and business opportunities, improving human and social environment of business, protecting investors and improve corporate governance. Integration is the motive, or it can be said a catalyst, improving the general conditions in the Serbian economy. European integration itself will not increase the amount of investment if there is no improvement of the key determinants of the country attractiveness to attract investment.