

## STRATEGIJA PRIVLAČENJA RIZIČNOG I PRIVATNOG KAPITALA U USLOVIMA TRŽIŠNOG AMBIJENTA SRBIJE

*Nada Milenković\**, Ekonomski fakultet, Subotica

**Sažetak:** Kada je u pitanju finansiranje privrednih subjekata u Srbiji, treba istaći da se finansijski sistem Srbije pretežno zasniva na bankarskim institucijama kao nosiocima finansijske aktivnosti. Mali deo finansijskih tokova otpada na druge, specifične oblike finansiranja privrednih subjekata, kao što su lizing, faktoring, finansiranje putem rizičnog i privatnog kapitala. Najveći problem malih i srednjih preduzeća, kao i preduzetnika, jeste da u početnim godinama poslovanja nemaju dovoljan iznos aktive koji bi služio kao sredstvo obezbeđenja za bankarske kredite. Kao rešenje tog problema se javlja, u razvijenim zemljama već dugo prisutan, rizični i privatni kapital. Cilj ovog rada je da, oslanjajući se na neobjavljeno istraživanje prvog autora u okviru doktorske disertacije, ukaže na potencijalne pravce ulaganja privatnog i rizičnog kapitala. Naime, predviđanjem potencijalno atraktivnih sektora za investitore može se učiniti prvi korak u razvoju strategije privlačenja rizičnog i privatnog kapitala u Srbiji.

**Ključne reči:** MSP, finansiranje, privatni kapital, rizični kapital, sektorska analiza.

## THE STRATEGY OF ATTRACKTING VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY IN SERBIAN MARKET ENVIRONMENT

**Abstract:** When it comes to financing business entities in Serbia, it should be pointed out that the financial system of Serbia is predominantly based on banking institutions as bearers of financial activity. A small amount of the financial flows comes from other, specific, forms of financing such as leasing, factoring, financing through venture capital and private capital. The biggest problem for SMEs, as well as entrepreneurs, is that in the initial years of business they do not have enough amount of assets that would serve as collateral for bank loans. Developed countries have been applying venture capital and private equity as a solution to this problem for a long time ago. The aim of this paper is, using the unpublished results of research of the first author in her PhD thesis,

---

\* nadam@ef.uns.ac.rs

*to determine the potential direction of investment of private equity and venture capital by analyzing the economic sectors. Namely, the prediction of potential sectors can be the first step in developing a strategy for attracting venture capital and private equity in Serbia.*

**Key words:** *SME, financing, private equity, venture capital, sector analysis.*

**JEL classification:** *G23, G24*

## 1. UVODNA RAZMATRANJA

Ukoliko se posmatraju raspoloživi izvori finansiranja u Srbiji, može se konstatovati da su pretežno prisutni bankarski krediti, i pored drugih oblika finansiranja koji su dostupni privrednim društvima. Mali deo privrednih subjekata koristi druge oblike finansiranja, kao što su lizing, faktoring, finansiranje putem rizičnog i privatnog kapitala. Ukoliko se posmatraju izolovano mala i srednja preduzeća, njihov položaj je još nepovoljniji što se tiče dostupnosti sredstava. Relativno mali iznosi kapitala u odnosu na velika preduzeća, kao i nedovoljan iznos aktive koji bi koristio kao sredstvo obezbeđenja prilikom uzimanja bankarskih kredita, samo su neki od problema sa kojima se susreću mala i srednja preduzeća.

Sistemske promene kroz koje je prošao bankarski sistem Srbije početkom dvadesetiprvog veka je u mnogome doprineo vraćanju poverenja u instituciju banke. Ulazak inostranih banaka na domaće tržište početkom 2000-ih godina doveo je do povećanja ponude kredita na domaćem tržištu. Sve prethodno navedeno je doprinelo tome da su bankarski krediti pretežan oblik finansiranja domaćih preduzeća. Na osnovu podataka Narodne banke Srbije, u periodu 2000-2012. godine, šest puta se uvećao nominalni iznos kreditnih sredstava odobrenih kompanijama u Srbiji. Učešće lizing sektora u finansiranju privrede Srbije, prema podacima Narodne banke Srbije, u istom periodu je iznosilo oko 4%, dok je učešće bankarskih kredita oko 96%. Ostali oblici finansiranja u posmatranom periodu jedva da su prisutni među privrednim subjektima. Postavlja se opravdano pitanje: zašto nisu prisutni ostali izvori finansiranja preduzeća u Srbiji?

Kao zemlja u razvoju, Srbija treba da prati trendove ulaganja razvijenih zemalja i na osnovu njihovog iskustva da stvori uslove kako bi privukla investitore, u cilju održivog, dugoročnog razvoja zemlje. Finansiranja putem privatnog i rizičnog kapitala u razvijenim zemljama Evrope, kao i na američkom kontinentu, su na daleko višem nivou razvoja u poređenju sa regionom Centralne i Istočne Evrope, uključujući u analizu i zapadni Balkan. O tome svedoče mnoga istraživanja autora, među kojima su Megginson (Megginson,

2004), Metrick i Yasuda (Metrick & Yasuda, 2011), Wright i Robbie (Wright & Robbie, 1998). Razlog nedovoljne razvijenosti ovog oblika finansiranja jeste zakasneli izlazak iz socijalističkog društvenog uređenja, a samim tim i kasniji razvoj tržišta privatnog kapitala. Investitori u potrazi za novim tržištem za svoja ulaganja, u poslednje dve decenije, prepoznaju tržište Centralne i Istočne Evrope kao potencijalno atraktivnog tržišta za ulaganje privatnog i rizičnog kapitala. Isto potkrepljuju istraživanja autora: Milanov (Milanov, 2005), Aleksandra Groh (Groh & Liechtenstein, 2012) i grupe autora (Farag, Hommel, Witt, & Wright, 2004). Prema podacima Evropske asocijacije rizičnog i privatnog kapitala, u 2012. godini je ukupni plasman sredstava u region Centralne i Istočne Evrope iznosio nešto više od 1 milijarde evra, dok je 2003. godine ulaganje iznosilo 448 miliona evra. Ovi podaci evidentno upućuju na porast interesovanja za ulaganja u region. Investitori koji su plasirali sredstva u CEE region su fondovi iz zemalja Zapadne Evrope i Severne Amerike, dok je znatno manji broj investicionih fondova iz CEE regiona (Bottazzi, Rin, & Hellmann, 2008).

Prema izveštaju Evropske asocijacije rizičnog i privatnog kapitala iz 2005. godine, aktivnost fondova u regionu je porasla u 2004. godini usled priključenja osam zemalja Centralne i Istočne Evrope Evropskoj uniji. Povećanu aktivnost od 28% fondovi rizičnog i privatnog kapitala beleže već 2003. godine u odnosu na 2002. godinu, dok 2004. godine aktivnost fondova raste za 59% u odnosu na prethodnu godinu.

Vodeće zemlje u regionu po pitanju iznosa ulaganja putem fondova rizičnog kapitala su Poljska, Mađarska, Rumunija, Slovačka, Ukrajina, Hrvatska i Slovenija. Pošto su i susedne zemlje prepoznale potencijal u ovom vidu ulaganja, odnosno finansiranja, osnovni problem koji se može definisati je: zašto Srbija nije preduzela mere za privlačenje fondova, odnosno edukovala i informisala privredna preduzeća o mogućnostima finansiranja putem rizičnog i privatnog kapitala?

## **2. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA I ANALIZE**

Kako bi se stegao uvid u to kakve su preferencije investitora fondova rizičnog i privatnog kapitala, izvršena je analiza atraktivnosti zemalja Centralne i Istočne Evrope, kao i sektorska analiza strukture ulaganja unutar pomenutog regiona. Pomenuta analiza je izvršena u okviru doktorske disertacije prvog autora (Milenković, 2015), te su segmenti iste prikazani u ovom radu. Zemlje uključene u analizu su, prema Asocijaciji privatnog i rizičnog kapitala, definisane kao zemlje koje pripadaju regionu Centralne i Istočne Evrope. Sektorska analiza je bitna zbog karakteristike plasmana sredstava fondova rizičnog i privatnog kapitala. Ovi fondovi teže da ulažu u sektore sa visokom

stopom prinosa, gde uz dodavanje vrednosti u relativno kratkom vremenskom periodu mogu da povećaju vrednost preduzeća i izlaskom iz investicije da ostvare visoke prinose. Kako bi se u Srbiji targetirali ključni sektori, izvršena je komparativna analiza vodećih zemljama po pitanju ulaganja u regionu: Češkom, Mađarskom, Poljskom i Rumunijom. Kao osnovna baza podataka na kojoj se bazira istraživanje atraktivnosti pojedinih zemalja, korišćen je indeks atraktivnosti definisan i izmeren od strane grupe autora predvođenih Aleksandrom Grohom (Groh, von Liechtenstein, & Lieser, 2010). Kao baza podataka o ulaganjima fondova rizičnog i privatnog kapitala posmatranih zemalja, korišćena je baza podataka Evropske asocijacije rizičnog i privatnog kapitala. U slučaju sektorske analize Srbije korišćeni su podaci Republičkog zavoda za statistiku.

### **3. ATRAKTIVNOST ZEMALJA REGIONA KAO PREDUSLOV PRIVLAČENJA INVESTITORA**

U slučaju donošenja odluke o plasmanu sredstava, investitori se vode pravilom da je potrebno da postoji tražnja za kapitalom i uslovi za maksimizaciju prinosa na plasirana sredstva (Jääskeläinen, Maula, & Murray, 2007). U zemljama CEE regiona prvi uslov je svakako ispunjen, jer je tražnja za kapitalom daleko veća od ponude istog. Kada je u pitanju drugi uslov, investitori pronalaze svoj interes u potencijalima rasta tržišta u usponu. Naravno, u ovim uslovima neizvesnost i rizik su veliki, ali, zahvaljujući reformama koje ove zemlje sprovode i usklađivanju regulativa sa Evropskom unijom, rizik zemalja se znatno smanjuje. Do ujednačenja uslova poslovanja i smanjenja rizika zemalja, pored reformi doprinosi i činjenica da dolazi do globalizacije tržišta rizičnog i privatnog kapitala (Hazarika, Rajarishi, & Kishore, 2014). Sve ovo doprinosi širenju tržišta, te smanjenju neizvesnosti i rizika sa kojim su se investitori suočavali na tržištima zemalja u razvoju (Schöfer & Leitinger, 2002).

Kako bi se ocenio region Centralne i Istočne Evrope, potrebno je analizirati atraktivnost i položaj pojedinih zemalja unutar regiona (Groh et al., 2010). Ova analiza treba da doprinese shvatanju položaja Srbije u regionu i identifikovanju vodećih zemalja kada je u pitanju atraktivnost privlačenja investicija. Sledeći tabelarni prikaz pokazuje kretanje indeksa u vremenskom periodu od 2007. do 2014. godine za pomenuti region.

Tabela 1

*Indeks atraktivnosti pojedinačnih zemalja CEE u periodu od 2007. do 2014. godine*

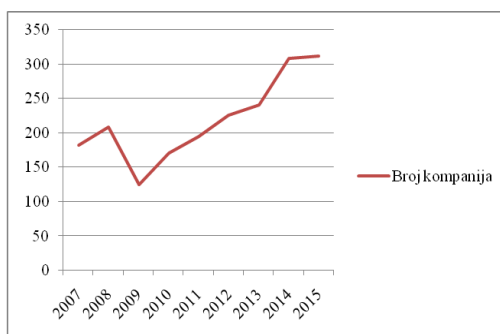
| Zemlje CEE    | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Mean  | Rang |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
| Bosna i Herc. | 77   | 71   | 79   | 73   | 76   | 72   | 73   | 75   | 74,5  | 14   |
| Bugarska      | 50   | 55   | 55   | 53   | 56   | 54   | 53   | 56   | 54    | 8    |
| Češka Repub.  | 34   | 37   | 35   | 34   | 34   | 33   | 35   | 37   | 34,87 | 2    |
| Crna Gora     | 75   | 76   | 68   | 70   | 81   | 79   | 86   | 84   | 77,37 | 16   |
| Estonija      | 41   | 36   | 52   | 59   | 55   | 50   | 51   | 51   | 49,37 | 7    |
| Hrvatska      | 55   | 59   | 60   | 61   | 64   | 65   | 65   | 64   | 61,62 | 10   |
| Letonija      | 56   | 57   | 73   | 81   | 71   | 63   | 60   | 55   | 64,5  | 11   |
| Litvanija     | 46   | 43   | 53   | 65   | 51   | 44   | 43   | 43   | 48,5  | 6    |
| Mađarska      | 43   | 48   | 38   | 39   | 38   | 41   | 42   | 45   | 41,75 | 3    |
| Makedonija    | 76   | 79   | 74   | 72   | 78   | 81   | 80   | 78   | 77,25 | 15   |
| Moldavija     | 71   | 93   | 98   | 102  | 101  | 95   | 98   | 96   | 94,25 | 17   |
| Poljska       | 35   | 34   | 33   | 29   | 29   | 28   | 28   | 29   | 30,62 | 1    |
| Rumunija      | 47   | 49   | 48   | 54   | 62   | 64   | 62   | 52   | 54,75 | 9    |
| Slovačka      | 48   | 47   | 45   | 42   | 45   | 45   | 44   | 48   | 45,5  | 4    |
| Slovenija     | 45   | 45   | 39   | 46   | 48   | 47   | 45   | 50   | 45,62 | 5    |
| Srbija        | 72   | 70   | 61   | 66   | 73   | 74   | 82   | 79   | 72,12 | 13   |
| Ukrajina      | 67   | 66   | 72   | 82   | 77   | 71   | 69   | 63   | 70,87 | 12   |

*Napomena.* Preuzeto od „Rizični i privatni kapital u zemljama Centralne i Istočne Evrope“, od N. Milenković, 2015, *Doktorska disertacija*.

Osenčena polja u tabelarnom prikazu ukazuju na to koje zemlje su rangirane ispod proseka regiona. Budući da je prikazan rang indeksa atraktivnosti koji se sastoji od ranga atraktivnosti odabranih pokazatelja – što je manja vrednost, to je bolji položaj zemlje. Zemlje koje su po atraktivnosti makroekonomskih pokazatelja ispod prosečnih vrednosti regiona su: Bosna i Hercegovina, Crna Gora, Hrvatska, Letonija, Makedonija, Moldavija, Srbija i Ukrajina. Prema rangu aritmetičke sredine indeksa atraktivnosti po zemljama za posmatrane godine, dobija se sledeći rang zemalja u regionu: Poljska (1), Češka Republika (2), Mađarska (3), Slovačka (4), Slovenija (5), Litvanija (6), Estonija (7), Bugarska (8), Rumunija (9), Hrvatska (10), Letonija (11), Ukrajina (12), Srbija (13), Bosna i Hercegovina (14), Makedonija (15), Crna Gora (16) i Moldavija (17). Na osnovu prethodnog rangiranja, može se uočiti da Srbija treba da preduzme mere za poboljšanje pokazatelja, kako bi popravila svoj položaj na listi atraktivnosti za investitore rizičnog i privatnog kapitala. Ako se posmatra pojedinačno rang atraktivnosti Srbije, može se uočiti da je u 2009. godini Srbija poboljšala svoj položaj, ali usled posledica svetske ekonomske krize prisutan je opadajući trend ranga koji dostiže svoj minimum u 2013. godini, nakon čega sledi poboljšanje položaja.

#### 4. SEKTORSKA ANALIZA ULAGANJA CEE REGIONA

Na osnovu prikupljenih podataka iz baze EVCA, broj kompanija u zemljama Centralne i Istočne Evrope koje su primile finansijska sredstva putem fondova rizičnog i privatnog kapitala u periodu od 2007. do 2015. godine kretao se na sledeći način:



*Slika 1.* Broj kompanija koje su primile finansijska sredstva putem fondova u periodu od 2007. do 2015. godine

*Napomena.* Preuzeto od „Invest Europe“, 2016, *Central and Eastern European Private Equity Statistics 2015*.

Prilikom utvrđivanja broja kompanija koje su primile finansijska sredstva u toku jedne godine, korišćena je sledeća metodologija utvrđivanja broja: kompanija koja je eventualno dobila sredstva putem različitih kategorija kapitala, posmatrana je kao jedna kompanija. Na primer, ako je kompanija dobila sredstva u ranoj fazi razvoja i sredstva za iskup od strane menadžera (MBO), u tom slučaju postoje dva finansijska toka, ali samo jedna kompanija, jer je ista kompanija povukla sredstva od dva fonda. Na osnovu grafičkog prikaza se može uočiti da je u kriznim godinama opao broj kompanija koje su dobile finansijska sredstva putem fondova. Broj kompanija koji se finansirao na ovaj način se prepolovio (od oko 200 kompanija, broj je pao na 100). Glavni razlog smanjenja jeste sama poslovna aktivnost prikupljanja kapitala fondova. Naime, u godinama krize fondovi su prikupili znatno manje kapitala usled bojazni investitora od gubitka ulaganja, zbog velikog broja bankrotstava koja su pratila svetsku ekonomsku krizu. Nakon 2009. godine kriva poprima uzlaznu putanju, koja raste tokom narednih godina.

Ukoliko se uključi sektorska analiza kako bi se uočilo u koje su kompanije investitori ulagali u regionu, može se zaključiti da su pojedini sektori atraktivniji za investitore. Tabela 2 pokazuje sektorsku strukturu ulaganja u regionu.

Kada se posmatra sektorska struktura apsolutnog iznosa ulaganja i sektorska struktura broja kompanija koje su dobile finansiranje putem fondova, dobijaju se različiti podaci o tome koji sektor je atraktivan za investitore. Naime, sektor koji je dobio najveće apsolutne iznose ulaganja ne poklapa se sa sektorom u kojem je najveći broj kompanija primio finansijska sredstva.

Na osnovu broja kompanija, jednoznačno je da je najveće učešće u finansiranju pripalo preduzećima u oblasti računara i elektronike sa 20,2%, zatim slede preduzeća koja posluju u sektoru korisničkih proizvoda (potrošačka dobra) i trgovine sa 16,7%. Za njima slede sektori komunikacije, industrijski proizvodi i prirodne nauke i to sa 13,5%, 9,6% i 9,3% učešća od ukupnog broja kompanija. Međutim, ukoliko se posmatraju iznosi koje su kompanije primile, odnosno sektorska struktura prema iznosu plasiranih sredstava fondova, struktura je sasvim drugačija. Najveći udeo u finansiranju ima sektor energije i okruženja sa 32,1%. Sektor korisničkih proizvoda i trgovine se nalazi na drugom mestu sa 28,9% udela, a sektor prirodnih nauka se nalazi na trećem mestu sa 8,2% udela u dobijenim finansijskim sredstvima.

Tabela 2

*Sektorska struktura ulaganja u 2015. godini u CEE regionu*

| Sektor                          | Broj komp. | %           | Iznos ulaganja u 000 EUR | %           |
|---------------------------------|------------|-------------|--------------------------|-------------|
| Poljoprivreda                   | 8          | 2,6%        | 37.904                   | 2,3%        |
| Industrijski proizvodi          | 30         | 9,6%        | 88.748                   | 5,4%        |
| Industrijske usluge             | 24         | 7,7%        | 43.431                   | 2,7%        |
| Hemija i materijali             | 8          | 2,6%        | 1.104                    | 0,1%        |
| Komunikacije                    | 42         | 13,5%       | 73.657                   | 4,5%        |
| Računari i elektronika          | 63         | 20,2%       | 74.396                   | 4,6%        |
| Konstruktivska industrija       | 1          | 0,3%        | 70                       | 0%          |
| Korisnički proizvodi i trgovina | 52         | 16,7%       | 470.853                  | 28,9%       |
| Korisničke usluge               | 22         | 7,1%        | 32.120                   | 2,0%        |
| Energija i okruženje            | 14         | 4,5%        | 523.997                  | 32,1%       |
| Finansijske usluge              | 11         | 3,5%        | 88.233                   | 5,4%        |
| Prirodne nauke                  | 29         | 9,3%        | 134.193                  | 8,2%        |
| Realna imovina                  | 2          | 0,6%        | 7.388                    | 0,5%        |
| Transport                       | 6          | 1,9%        | 55.040                   | 3,4%        |
| Ostalo                          | 0          | 0%          | 0                        | 0%          |
| <b>Ukupno:</b>                  | <b>312</b> | <b>100%</b> | <b>1.631.135</b>         | <b>100%</b> |

*Napomena.* Preuzeto od „Rizični i privatni kapital u zemljama Centralne i Istočne Evrope“, od N. Milenković, 2015, *Doktorska disertacija*.

Fondovi rizičnog i privatnog kapitala su fokusirani većim delom na visokotehnoške sektore (Bottazzi & Da Rin, 2002; Nanda & Rhodes-Kropf, 2011). Sektor komunikacija je dominirao u regionu Centralne i Istočne Evrope,



a onda je prvo mesto preuzeo sektor korisničkih proizvoda (potrošačkih dobara)/trgovine i računara i elektronike.

## **5. SEKTORSKA ANALIZA VODEĆIH ZEMALJA U REGIONU**

Na osnovu podataka Evropske asocijacije rizičnog i privatnog kapitala, sledeće zemlje su pokazale izraženije aktivnosti po pitanju aktivnosti fondova: Češka, Mađarska, Poljska i Rumunija. Tendencije ulaganja u vremenskom periodu od 2001. do 2014. godine ukazuju na to da su određeni sektori atraktivniji, što dokazuju iznosi sredstava plasiranih u iste. Prosek uloženog kapitala po sektorima u vremenskom periodu od 2001. do 2014. godine prikazan je u Tabeli 3.

Poređenjem analiziranih zemalja, Češke, Mađarske, Poljske i Rumunije, može se uočiti da je najveći prosek ulaganja bio u slučaju Poljske, dok je druga zemlja po prosečnim ulaganjima za posmatrani period Mađarska, a za njom slede Rumunija i Češka. U Češkoj su ulaganja koncentrisana u sektor industrijske proizvodnje sa 26,46% ulaganja, u sektor korisničkih proizvoda i trgovine sa 26,82% i u sektor komunikacija sa 16,54% udela u ukupnim ulaganjima. U okviru svih sektora, ulaganja u visoku tehnologiju su iznosila 13,38%. Kada je u pitanju Mađarska, najveća ulaganja su bila u sektor telekomunikacija sa 34,36% u ukupnim ulaganjima u posmatranom periodu, zatim u sektor transporta sa 15,7 % i u sektor korisničkih proizvoda i trgovine sa 11,82% udela u ukupnim ulaganjima. Ukoliko se u slučaju Mađarske posmatra međuzbir ulaganja u visoku tehnologiju, koji iznosi 32,32% od proseka ukupnih ulaganja, može se konstatovati da je ovaj iznos značajno najveći među posmatranim zemljama. Kada je u pitanju Poljska, ulaganja su koncentrisana u sektor komunikacija sa 21,09% udela, zatim u sektor korisničkih proizvoda i trgovine sa 20,60% udela i na kraju u sektor industrijske proizvodnje i u sektor prirodnih nauka, sa 10,44% i sa 10,24% udela u ukupnim ulaganjima. Ulaganja u visoku tehnologiju u Poljskoj su na nižem nivou i ne dostižu 10% sektorske strukture ulaganja. Rumunija pokazuje najmanju specijalizaciju u određeni sektor. Ulaganja u Rumuniji su diverzifikovana gotovo na svaki sektor poslovanja. Nešto veću koncentraciju ulaganja beleži sektor prirodnih nauka sa 16,51% udela i sektor finansijskih usluga sa 12,80% udela u ukupnom prosečnom ulaganju rizičnog i privatnog kapitala u posmatranom periodu.

Tabela 3

*Prosečne sektorske vrednosti ulaganja rizičnog i privatnog kapitala u posmatranim zemljama u 000 EUR*

| Sektor ulaganja             | Češka Republika |              | Mađarska      |              | Poljska        |              | Rumunija      |              |
|-----------------------------|-----------------|--------------|---------------|--------------|----------------|--------------|---------------|--------------|
|                             | Mean            | %            | Mean          | %            | Mean           | %            | Mean          | %            |
| Poljoprivreda               | 0               | 0            | 346           | 0,49         | 68             | 0,02         | 3             | 0            |
| Industrijski proizvodi      | 11.021          | <b>26,46</b> | 2.073         | 2,91         | 37.669         | <b>10,44</b> | 3.812         | 6,07         |
| Industrijske usluge         | 2.212           | 5,31         | 2.414         | 3,39         | 17.005         | 4,71         | 5.428         | 8,64         |
| Hemija i materijali         | 1.605           | 3,85         | 1.471         | 2,07         | 1.651          | 0,46         | 5.059         | 8,05         |
| Komunikacije                | 6.892           | <b>16,54</b> | 24.465        | <b>34,36</b> | 76.062         | <b>21,09</b> | 5.256         | 8,36         |
| Računari i elektronika      | 2.883           | 6,92         | 3.834         | 5,39         | 12.799         | 3,55         | 6.001         | 9,55         |
| Konstruktivska industrija   | 1.424           | 3,42         | 2.395         | 3,36         | 7.727          | 2,14         | 3.522         | 5,60         |
| Korisnički proizvodi i trg. | 11.172          | <b>26,82</b> | 8.412         | <b>11,82</b> | 74.313         | <b>20,60</b> | 5.535         | 8,81         |
| Korisničke usluge           | 937             | 2,25         | 1.325         | 1,86         | 31.727         | 8,80         | 5.126         | 8,16         |
| Energija i okruženje        | 827             | 1,99         | 5.775         | 8,11         | 12.765         | 3,54         | 3.163         | 5,03         |
| Finansijske usluge          | 1.803           | 4,33         | 2.801         | 3,93         | 35.557         | 9,86         | 8.042         | <b>12,80</b> |
| Prirodne nauke              | 598             | 1,43         | 4.425         | 6,22         | 36.933         | <b>10,24</b> | 10.376        | <b>16,51</b> |
| Realna imovina              | 0               | 0            | 40            | 0,06         | 6.163          | 1,71         | 706           | 1,12         |
| Transport                   | 0               | 0            | 11.190        | <b>15,72</b> | 26.112         | 7,24         | 3.082         | 4,90         |
| Ostalo                      | 283             | 0,68         | 812           | 1,14         | 371            | 0,10         | 232           | 0,37         |
| High-Tech                   | 5.572           | <b>13,38</b> | 22.298        | <b>31,32</b> | 29.870         | 8,28         | 4.964         | 7,90         |
| <b>Ukupno investicija</b>   | <b>41.658</b>   | <b>100</b>   | <b>71.194</b> | <b>100</b>   | <b>360.684</b> | <b>100</b>   | <b>62.844</b> | <b>100</b>   |

*Napomena.* Preuzeto od „Rizični i privatni kapital u zemljama Centralne i Istočne Evrope“, od N. Milenković, 2015, *Doktorska disertacija*.

## 6. ANALIZA PRIVREDNIH SEKTORA SRBIJE

Imaju u vidu preferencije investitora prilikom odabira oblasti plasmana sredstava, potrebno je odrediti u domaćim uslovima koje bi delatnosti privukle investitore rizičnog i privatnog kapitala. Kao što je u metodološkom postupku navedeno, za potrebe analize se koriste podaci Republičkog zavoda za statistiku.

U narednom tabelarnom prikazu se posmatraju privredni sektori prema tri ključna kriterijuma: (1) broju preduzeća koja posluju u sektorima, (2) prema ukupnom ostvarenom godišnjem prometu u sektoru i (3) prema dodatnoj

vrednosti po zaposlenom licu u sektorima. Prva kolona tabele prikazuje sektore prema sledećem redosledu: B – Rudarstvo, C – Prerađivačka industrija, D – Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija, E – Snabdevanje vodom, upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti, F – Građevinarstvo, G – Trgovina na veliko i trgovina na malo, popravka motornih vozila i motocikala, H – Saobraćaj i skladištenje, I – Usluge smeštaja i ishrane, J – Informisanje i komunikacije, L – Poslovanje nekretninama, M - Stručne, naučne i tehničke delatnosti, N – Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti.

Analiza prema navedenim kriterijumima je izvršena za vremenski period od 2007. do 2013. godine. Tabela 4 pokazuje sumarne rezultate istraživanja sektora.

Sektori koji imaju broj preduzeća iznad proseka vrednosti privrednih sektora u Srbiji, osenčeni su u kolonama BR. Na osnovu analize broja preduzeća po sektorima, može se zaključiti da su četiri sektora dominantna po broju preduzeća u Srbiji. Ovi sektori, rangirani prema veličini su: 1) Trgovina na veliko i trgovina na malo, popravka motornih vozila i motocikala, 2) Prerađivačka industrija, 3) Stručne, naučne i tehničke delatnosti, 4) Građevinarstvo. Treba istaći da je broj preduzeća u pomenutim sektorima, kao i u ostalim sektorima, u porastu u posmatranom vremenskom periodu.

Kada je u pitanju ostvareni promet preduzeća po sektorima, najveći promet, odnosno promet iznad proseka celokupne privrede, u vremenskom intervalu od 2007. do 2013. godine ostvarili su sektori: Trgovina na veliko i trgovina na malo; Popravka motornih vozila i motocikala, Prerađivačka industrija, Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija. Isto je prikazano u osenčenim poljima u kolonama označenim sa PR. Međutim, ako se iznosi ostvarenog prometa stave u odnos sa brojem preduzeća i zaposlenih u svim preduzećima po sektorima, tada rezultati analize pokazuju da su najveći promet po zaposlenom i po preduzeću ostvarili sektori: Rudarstvo i Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija.

Tabela 4

*Pregled privrednih sektora u periodu od 2007. do 2013. godine u Srbiji*

|          | 2007  |        |     | 2008  |        |     | 2009  |        |     | 2010  |        |     | 2011  |        |     | 2012  |        |     | 2013  |        |     |
|----------|-------|--------|-----|-------|--------|-----|-------|--------|-----|-------|--------|-----|-------|--------|-----|-------|--------|-----|-------|--------|-----|
|          | BR    | PR     | DV  | BR    | PR     | DV  | BR    | PR     | DV  | BR    | PR     | DV  | BR    | PR     | DV  | BR    | PR     | DV  | BR    | PR     | DV  |
| <b>B</b> | 261   | 79,5   | 167 | 283   | 84,5   | 96  | 294   | 68,5   | 182 | 313   | 94,3   | 276 | 306   | 89,2   | 181 | 314   | 102    | 296 | 320   | 112    | 312 |
| <b>C</b> | 16441 | 1547,6 | 131 | 16991 | 1792,7 | 72  | 17145 | 1553,8 | 114 | 17282 | 1880,4 | 182 | 17199 | 2033,2 | 109 | 16972 | 2241,9 | 194 | 17102 | 2481,8 | 186 |
| <b>D</b> | 133   | 286,9  | 318 | 149   | 344,3  | 179 | 199   | 368,3  | 331 | 311   | 408,4  | 432 | 427   | 501,5  | 275 | 567   | 540,1  | 414 | 687   | 642,5  | 567 |
| <b>E</b> | 636   | 61,2   | 124 | 673   | 66,9   | 60  | 680   | 60,7   | 106 | 714   | 80,5   | 151 | 795   | 103    | 93  | 834   | 115,3  | 146 | 883   | 107,3  | 139 |
| <b>F</b> | 5823  | 320,5  | 201 | 6719  | 381,3  | 87  | 6838  | 326,9  | 141 | 7142  | 347,8  | 199 | 7280  | 415    | 122 | 7378  | 436,4  | 173 | 7526  | 399,6  | 179 |
| <b>G</b> | 34205 | 1916,7 | 161 | 35243 | 2327,7 | 74  | 34385 | 2198,2 | 113 | 33860 | 2486   | 169 | 33270 | 2784,4 | 99  | 32752 | 3120,8 | 181 | 33554 | 3015   | 158 |
| <b>H</b> | 4342  | 285,8  | 150 | 4608  | 342,9  | 69  | 4586  | 332,1  | 147 | 4744  | 412    | 177 | 4901  | 429,3  | 96  | 4938  | 443,4  | 147 | 5131  | 462,8  | 165 |
| <b>I</b> | 1666  | 31,8   | 85  | 1911  | 37,7   | 39  | 2070  | 35     | 62  | 2254  | 38     | 87  | 2480  | 41,2   | 51  | 2601  | 46,7   | 87  | 2856  | 48,5   | 89  |
| <b>J</b> | 3352  | 204,9  | 344 | 3577  | 234    | 189 | 3607  | 238    | 293 | 3760  | 260,3  | 439 | 3924  | 278,9  | 256 | 4064  | 297,9, | 420 | 4244  | 307,1  | 384 |
| <b>L</b> | 457   | 8,1    | 129 | 597   | 8,4    | 131 | 604   | 10,2   | 356 | 710   | 12     | 531 | 780   | 12,8   | 260 | 837   | 18,5   | 484 | 930   | 18,4   | 390 |
| <b>M</b> | 7796  | 179,5  | 206 | 8965  | 227,3  | 87  | 9316  | 218    | 133 | 10007 | 231,3  | 177 | 10541 | 243,8  | 106 | 10797 | 229,8  | 173 | 11280 | 215,7  | 162 |
| <b>N</b> | 2352  | 42445  | 111 | 2564  | 51106  | 57  | 2631  | 48019  | 95  | 2690  | 52512  | 130 | 2787  | 58626  | 75  | 2867  | 67916  | 115 | 3016  | 75,7   | 104 |

*Napomena:* Podaci su preuzeti iz baze Republičkog zavoda za statistiku, uz korekciju za uticaj inflacije

**BR** – analiza prema kriterijumu broja preduzeća u sektorima; **PR** - pregled sektora prema ukupnom ostvarenom prometu (izražen u milionima dinara), **DV** - dodata vrednost po zaposlenom licu po sektorima.

Sa aspekta dodate vrednosti po zaposlenom licu, odnosno produktivnosti poslovanja preduzeća kao jednog od najznačajnijih indikatora poslovanja preduzeća, izdvajaju se četiri sektora koja pokazuju vrednosti iznad proseka celokupne privrede. Isti su osenčeni u kolonama sa oznakom DV\*. Podaci nakon korekcije za indeks opšteg rasta cena pokazuju realne dodate vrednosti po zaposlenima u različitim sektorima privređivanja. Sektori koji se prema ovom kriterijumu mogu izdvojiti kao dominantni su: sektor Snabdevanja električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija, sektor Poslovanja sa nekretninama, sektor Informisanja i komunikacija i sektor Rudarstva. Redosled pobrojanih sektora ujedno korespondira sa rastom dodate vrednosti u navedenim sektorima. Svi istaknuti sektori su, izuzev sektora Rudarstva, pokazali natprosečne dodate vrednosti kroz celokupan posmatrani period. Sektor Rudarstva je samo u poslednje dve godine pokazao natprosečne rezultate koji se tiču rasta dodate vrednosti.

## 7. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Kreatori ekonomske politike treba da usmere napore ka poboljšanju pokazatelja ulaganja na domaćem tržištu, te da, ukoliko je moguće, unutar pojedinih sektora stvore povoljne uslove za ulazak investitora. Da bi se to realizovalo, potrebno je da se utvrde sektori koji bi bili, sa aspekta ulaganja, atraktivni za fondove rizičnog i privatnog kapitala. Kako bi se isto realizovalo, potrebno je objediniti sve prethodno analizirane kriterijume. Sumarno, kao rezultat analize služi sledeći prikaz potencijalnih sektora u domaćoj privredi.

Tabela 5

*Sumarni pregled vodećih sektora po analiziranim kriterijumima*

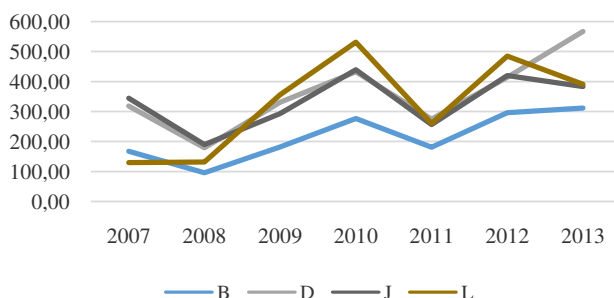
| <b>Broj preduzeća</b>                |   |   |   |
|--------------------------------------|---|---|---|
| C                                    | F | G | H |
| <b>Godišnji promet</b>               |   |   |   |
| C                                    | D | G | - |
| <b>Dodata vrednost po zaposlenom</b> |   |   |   |
| B                                    | D | J | L |

*Napomena.* Preuzeto od „Rizični i privatni kapital u zemljama Centralne i Istočne Evrope“, od N. Milenković, 2015, *Doktorska disertacija*.

\* Za svrhu analize podaci Republičkog zavoda za statistiku su korigovani za CPI pokazatelj inflacije, kako bi se dobila realna dodata vrednost.

Na osnovu tabelanog prikaza može se uočiti da su sektor C – Prerađivačka industrija i sektor G – Trgovina na veliko i trgovina na malo, popravka motornih vozila i motocikala, dominantni sektori u koje bi fondovi rizičnog i privatnog kapitala mogli da ulože svoja sredstva. Pored ova dva dominantna sektora, značajne potencijale pokazuju i sektori F – Građevinarstvo i D – Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija, kao i sektori J – Informisanje i komunikacija i L – Poslovanje nekretninama.

Ako se uzme u obzir karakter ulaganja fondova rizičnog i privatnog kapitala, odnosno činjenica da ovi fondovi ulažu pretežno u visokotehnološka preduzeća sa velikim potencijalima rasta, prethodno analizirani kriterijumi odabira sektora imaju različitu težinu. Iz ovog razloga im se mogu dodeliti različiti ponderi. Kriterijumu dodate vrednosti po zaposlenom pripada najveći ponder, zatim sledi kriterijum godišnjeg prometa, a na kraju je kriterijum broja preduzeća. Ako se uzme u obzir kriterijum koji nosi najjači ponder, odnos najatraktivnijih sektora kroz posmatrani vremenski period bio bi sledeći:



Slika 2. Kretanje dodate vrednosti u odabranim sektorima

*Napomena.* Preuzeto od „Rizični i privatni kapital u zemljama Centralne i Istočne Evrope“, od N. Milenković, 2015, *Doktorska disertacija*.

Na osnovu grafičkog prikaza, može se uočiti da su svi posmatrani sektori podložni cikličnim kretanjima, te dostižu minimum aktivnosti u 2008. i 2011. godini. Sektor L – Poslovanje nekretninama je bio najosetljiviji na ciklična kretanja. Međutim, ovaj sektor i dalje daje najviše dodatne vrednosti u odnosu na ostale sektore. U toku 2012. godine je uticaj sektora D – Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija, nadmašio prinose ostalih sektora i ostvario natprosečne rezultate. Takođe, treba imati u vidu da se u 2013. godini dodatna vrednost svih sektora smanjila, a jedino je kod ovog sektora imala trend rasta. Budući da kriterijum dodate vrednosti ima najjači ponder i ujedno najviše utiče na odluku investitora o ulaganju, isti je prilikom definisanja

najznačajnih sektora bio od ključne važnosti, uvažavajući naravno i ostale kriterijume.

Imajući u vidu stav investitora po pitanju ostvarivanja prinosa na ulaganja, a pritom uzimajući u obzir ranije kriterijume selekcije sektora, potencijalni sektori ulaganja se prema prioritetima mogu rangirati na sledeći način: **(1)** Sektor D – Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija, **(2)** Sektor J – Informisanje i komunikacija, **(3)** Sektor G – Trgovina na veliko i trgovina na malo, popravka motornih vozila i motocikala, **(4)** Sektor C – Prerađivačka industrija, **(5)** Sektor L – Poslovanje nekretninama.

Prilikom rangiranja sektora na ovaj način, kao premisa je uzet kriterijum dodate vrednosti i kriterijum godišnjeg prometa. Treba napomenuti da je sektor L – Poslovanje nekretninama, uvršten na poslednje mesto, iako daje visoke iznose dodate vrednosti u posmatranom periodu. To je učinjeno iz razloga što je ovaj sektor najosetljiviji na ciklična kretanja, koja u domaćim uslovima mogu biti izazvana, pored privrednog, i političkim rizikom. Ovaj sektor, iz pomenutih razloga, može biti atraktivan za investitore, ali u uslovima daleko nižeg nivoa političkog rizika zemlje.

Kako bi se učinili naponi da se ovako rangirani sektori učine atraktivnim za investitore rizičnog i privatnog kapitala, buduća istraživanja treba usmeriti na analizu stanja unutar ovih sektora, kako bi se definisale prednosti i nedostaci istih. Kao rezultat toga mogu se doneti konkretne mere unutar sektora, kako bi se privukle investicije rizičnog i privatnog kapitala.

## REFERENCE

- Bottazzi, L., & Da, R. M. (2002). Venture capital in Europe and the financing of innovative companies. *Economic Policy*, 17(34), 229-270. doi:10.1111/1468-0327.00088
- Bottazzi, L., Darin, M., & Hellmann, T. (2008). Who are the active investors? Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89(3), 488-512. doi:10.1016/j.jfineco.2007.09.003
- Farag, H., Hommel, U., Witt, P., & Wright, M. (2004). Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies: A comparative analysis of Eastern European and German markets. *Venture Capital*, 6(4), 257-282. doi:10.1080/1369106042000258490
- 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

- Groh, A., & Liechtenstein, H. (2012). Assessing Country Attractiveness in the Venture Capital and Private Equity Landscape in Emerging Markets. In *Private Equity in Emerging Markets* (31-43). New York: Springer Nature. doi:10.1057/9781137309433\_4
- Invest Europe. (2016). *Central and Eastern European Private Equity Statistics 2015*. Retrieved from <https://www.investeurope.eu/media/504370/invest-europe-cee-statistics-2015.pdf>.
- Jääskeläinen, M., Maula, M., & Murray, G. (2007). Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds. *Research Policy*, 36(7), 913-929. doi:10.1016/j.respol.2007.02.021
- Meggison, W. L. (2004). Toward a Global Model of Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(1), 89-107. doi:10.1111/j.1745-6622.2004.tb00599.x
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. *European Financial Management*, 17(4), 619-654. doi:10.1111/j.1468-036x.2011.00606.x
- Milanov, H. (2005). Examination of Foreign Venture Capitalists' Role in Developing Economies. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 103(103), 51-71.
- Milenković, N. (2015). *Rizični i privatni kapital u zemljama Centralne i Istočne Evrope*. Novi Sad: Univerzitet u Novom Sadu, Ekonomski fakultet u Subotici (Doktorska disertacija).
- Nahata, R., Hazarika, S., & Tandon, K. (2014). Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(04), 1039-1070. doi:10.1017/s0022109014000568
- Nanda, R., & Rhodes-Kropf, M. (2011). Financing Risk and Innovation. *SSRN Electronic Journal*, doi:10.2139/ssrn.1657937
- Schoefer, P., & Leitinger, R. (2002). Framework for Venture Capital in the Accession Countries to the European Union. *SSRN Electronic Journal*, doi:10.2139/ssrn.314412
- Wright, M., & Robbie, K. (1998). Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25(5-6), 521-570. doi:10.1111/1468-5957.00201

[www.nbs.rs](http://www.nbs.rs).



[www.evca.com](http://www.evca.com) odnosno [www.investeurope.eu](http://www.investeurope.eu).

*Primljeno: 20.12.2017.*

*Odobreno: 08.01.2018.*