



Univerzitet u Novom Sadu
Prirodno-matematički
fakultet
Departman za matematiku i
informatiku



Nikolina Ivanović

RIZIČNI KAPITAL U BIH I SRBIJI

MASTER RAD

Mentor

Prof. dr Nataša Spahić

2018, Novi Sad

PREDGOVOR

Investicioni kapital je vrsta privatnog kapitala koji obezbeđuje finansiranje preduzeća u njihovim ranim fazama, koja imaju visok potencijal rasta kao i visok stepen rizika. Veoma je važan za razvoj i napredak same države budući da unapređuje tehnologiju, pruža mogućnosti za otvaranje novih radnih mesta, pokreće preduzeća i kao takav pozitivno utiče na ekonomski rast zemlje. Razlika između privatnog i rizičnog kapitala jeste u tome što se privatni kapital obično odnosi na ulaganja u velika preduzeća, dok se rizični kapital ulaže u mala preduzeća koja započinju sa radom. Ova mala i mlada preduzeća uglavnom imaju visok stepen neizvjesnosti, što ih čini rizičnim, takođe nemaju dovoljno materijalnih sredstava pa im je teško dobiti pozajmice od banaka, te je rizični kapital vrlo dobra opcija za njih.

Fondovi rizičnog kapitala imaju dugoročan horizont ulaganja, uključeni su u poslovanje tokom cijelog trajanja ulaganja i obično ne zahtijevaju garancije za povrat uloženih sredstava i povrata. Ulaganje fonda rizičnog kapitala ne opterećuje novčani tok budući da ne zahtijeva kamatu ili dividendu na svoje ulaganje, već se „naplaćuje“ prilikom prodaje udjela u firmi. U tom slučaju, samo ako je poslovanje bilo uspješno, fond rizičnog kapitala ostvaruje određeni povrat na uložena sredstva. Upravo zbog toga interesi ostalih suvlasnika i fonda usklađeni su i fokusirani na napredak firme i povećanje njene vrijednosti. Drugim riječima, rizični kapital dijeli rizik neuspjeha kao i nagradu za uspjeh s ostalim vlasnicima firme sve do trenutka prodaje svojeg udjela.

Master rad pod nazivom „Rizični kapital u BiH i Srbiji“ ima za cilj da prikaže važnost rizičnog kapitala za razvoj ekonomije jedne države. Motiv za izbor ove teme jeste značaj koji rizični kapital ima u razvoju svjetske privrede, kao i činjenica da su BiH i Srbija zemlje u razvoju željne novih vidova finansiranja i zemlje koje imaju za cilj privlačenje investitora. U SAD-u i razvijenim zemljama Evrope, finansiranje putem rizičnog kapitala je na zavidnom nivou, pogotovo u poređenju sa zemljama Centralne i Istočne Evrope i Zapadnog Balkana.

Usvajanjem pojmove rizični kapital i fond rizičnog kapitala, te analiziranjem podataka ulaganja u preduzeća, pokušaće se podignuti svijest o rizičnom kapitalu i važnosti rizičnog kapitala za rast i razvoj preduzeća i povećanje zaposlenosti. Takođe, analiziraće se koji su to bitni faktori koji utiču na ulagače, tako da ovaj rad treba da doprinese razumijevanju ulaganja rizičnog kapitala, kao i zastupljenost ulaganja rizičnog kapitala u BiH i Srbiji. Na osnovu analiziranja podataka, zaključiće se koje su to prednosti a koji su nedostaci ulaganja rizičnog kapitala u BiH i Srbiji. Rezultati dobijeni istraživanjem treba da pomognu u donošenju konkretnih mjera kako bi se privukle investicije rizičnog kapitala.

SADRŽAJ

PREDGOVOR	2
UVOD.....	5
1. POJAM RIZIČNOG KAPITALA.....	7
1.1. Šta predstavlja rizični kapital?.....	7
1.2. Istoriski razvoj rizičnog kapitala	7
1.3. Karakteristike rizičnog kapitala.....	10
1.4. Vrste rizičnog kapitala.....	16
1.5. Investitori i strategije investiranja u rizični kapital	18
1.6. Fond rizičnog kapitala.....	21
2. FOND RIZIČNOG KAPITALA U SRBIJI I BIH	24
2.1. Fond rizičnog kapitala u Srbiji	24
2.2. Fond rizičnog kapitala u BiH	26
2.3. Poslovno okruženje u BiH i Srbiji	28
2.4. Indeks atraktivnost ulaganja u BiH i Srbiji	30
3. ANALIZA USPJEŠNOSTI POSLOVANJA PREDUZEĆA	34
4. PRISUTNOST RIZIČNOG KAPITALA U BIH I SRBIJI	40
4.1. Bilans stanja „Fratello Trade“ a.d.....	40
4.2. Bilans stanja Fabrike cementa „Lukavac“ a.d.....	42
4.3. Bilans stanja „Imlek“ a.d.....	44
4.4. Bilans stanja „Bambi“ a.d.	46
4.5 Korelacija između četiri firme.....	49
5. ZAKLJUČAK	51
LITERATURA.....	53
SPISAK TABELA, GRAFIKONA I SLIKA	54

Spisak tabela.....	54
Spisak grafikona	55
Spisak slika.....	56
Anketni upitnik.....	57
BIOGRAFIJA	58

UVOD

Sva privredna društva imaju potrebu za kapitalom kako bi finansirala svoj rast i razvoj u povoljnim prilikama ili kako bi finansirala opstanak na tržištu u teškim uslovima poslovanja. Pristup potrebnom kapitalu je od suštinske važnosti za preduzeća zbog vremenske razlike između rashoda i prihoda u proizvodnom ciklusu. Za neke troškove, kao što su investicije u osnovna sredstva, potrebne su godine da bi se investicija otplatila kroz dodatnu vrednost koju preduzeće realizuje na tržištu. Mali je broj preduzeća koja svoje potrebe za kapitalom mogu da realizuju iz sopstvene akumulacije, te je većina upućena na korištenje eksternih izvora finansiranja.

Ograničeni pristup ili pristup neodgovarajućim izvorima finansiranja (recimo, po vremenskom roku, iznosu, uslovima itd.) može negativno da utiče na budući rast i razvoj privrednog društva. Globalna finansijska kriza je stavila na ispit sposobnost mnogih privrednih društava da posluju u uslovima otežanog finansiranja poslovanja. Dobijanje kredita je postalo mnogo teže i zahtevnije jer banke zahtjevaju vrlo temeljitu analizu sposobnosti komitenta da otplati kredit kroz buduće prihode, odnosno novčane tokove.

Rizični kapital kao izvor finansiranja je najrazvijeniji i najzastupljeniji u SAD-u ali se, poslednjih godina, polako razvija i u ostalim zemljama.

Pokretanje sopstvenog preduzeća u BiH i Srbiji predstavlja problem ako osoba koja pokreće biznis nema svoja finansijska sredstva. Najčešći izvor finansiranja su bankarski krediti, a lica koja pokreću sopstveni biznis obično ne ispunjavaju uslove za dobijanje kredita, tako da sam početak pokretanja biznisa prolazi neuspješno. Rizični kapital se pokazao kao odlično rješenje kod ovakvih problema. Bez pojave rizičnog kapitala pojedini preduzetnici nikada ne bi uspjeli pokrenuti posao zbog nedostatka finansijskih sredstava. Osim finansijske podrške, ulaganje rizičnim kapitalom nudi i potrebna iskustva i znanje vezana za razvoj preduzeća.

Ovaj rad će se baviti osnovnim pojmom rizičnog kapitala, njegovim karakteristikama i potrebama za istim. Ukratko će se dati i istorijski osvrt na nastanak i razvoj rizičnog kapitala. Takođe će se objasniti vrste i karakteristike rizičnog kapitala, zatim uloga investitora i strategije investiranja u rizični kapital. Jako bitnu ulogu ima i fond rizičnog kapitala, te će se objasniti njegova uloga. Investiranje rizičnog kapitala se najčešće vrši u *start up* preduzeća i u mala i srednja preduzeća (MSP), pa će se ukratko baviti i ovim pojmom.

Istraživanjem dostupnosti rizičnog kapitala u Srbiji i BiH biće predstavljeni prisutni *Venture capital* fondovi u Republici Srbiji i BiH ali i mogućnosti iznalaženja ino rizičnog kapitala. Takođe će se izvršiti anketiranje preduzetnika, da bi se utvrdili problemi sa kojim se suočavaju pri pokretanju biznisa.

Na osnovu sprovedenog istraživanja i prikupljenih podataka doći će se do zaključaka: da li preduzeće ostvaruje profit i ako ostvaruje koji faktori su uticali na ostvarivanje profita (osnivanje fondova preduzetničkog kapitala, donošenje zakona o investicionim fondovima, podrška države, ulaganje u atraktivnost države,...) Ako preduzeće ne ostvaruje profit, razmatraćemo koji faktori koče razvoj i efikasnije poslovanje preduzeća.

Budući da je glavni cilj svakog poduzetnika i potencijalnog investitora zarada, odnosno profit, investitor će ulagati u rizični kapital samo onda kada je siguran da će prilikom izlaza iz poduzete investicije ostvariti određenu stopu povrata na uloženo, tj. dobit. Da bi imali sigurnost da će se njihov cilj ostvariti, pri ulaganju im je ključno da je dobro razvijeno tržište kapitala određene zemlje u koju namjeravaju ulagati svoj kapital. Kada ovakav tip ulaganja kao rezultat da pozitivan ishod, dolazi do povećanog broja ulaganja čiji pozitivni rezultati ponovno utiču na zainteresiranost ostalih poduzetnika za ovim tipom finansiranja. Uzimajući u obzir sve ovo, rizični kapital je izuzetno značajan za rast i razvoj ekonomije jedne zemlje, i kao takav predstavlja jednu od nezaobilaznih komponenti imovine institucionalnih investitora na razvijenim tržištima.

Na tržištima BiH i Srbije rizični kapital je relativno novost, te će se kroz ovaj rad pokušati ukazati na bitnost razvoja rizičnog kapitala u ovim zemljama, kao i na glavne probleme koje je uzrokovao njegov kasni razvoj. Cilj je da se, na primjerima preduzeća koja su svoj uspeh i razvoj obezbedila korištenjem fonda rizičnog kapitala, daju preporuke za primjenu rizičnog kapitala u razvoju preduzeća, što će omogućiti, ne samo razvoj preduzeća, nego i ekonomski napredak države.

U današnje vrijeme polako se počinje buditi svijest o ulaganju rizičnog kapitala u BiH i Srbiji, ove zemlje počinju prepoznavati njegovu važnost u privredi te donose razne podsticajne mјere kako bi unaprijedile njegov razvoj.

1. POJAM RIZIČNOG KAPITALA

1.1. Šta predstavlja rizični kapital?

Rizični kapital (anglizam *venture capital*) predstavlja ulaganje u osnovni kapital preduzeća koja još uvijek nisu u potpunosti razvijena, nisu dobro kotirana a imaju potencijal da dostignu visoke stope rasta i ostvare veliki profit. Rizični kapital, u svojoj suštini, povezuje višak sredstava na tržištu kapitala, odnosno investitore, sa potražnjom za investicijama od strane preduzeća koja imaju visok ekonomski potencijal. Za period rasta uzima se da je optimalan period od 3 do 7 godina, a po potrebi može biti i duži. Glavna uloga ovakvih ulaganja ogleda se u pružanju finansijske podrške, strateških savjeta i informacija u ključnim trenucima razvoja preduzeća. Bitnu ulogu imaju fondovi rizičnog kapitala koji imaju za cilj pronaći preduzeće sa visokim potencijalom rasta, uložiti u njega kapital, resurse i strategiju kako bi se povećala vrijednost samog preduzeća. Fondovi rizičnog kapitala idealni su za finansiranje preduzeća u trenutku njegovog intenzivnog rasta ili konsolidacije na tržištu.

Uobičajeno je da je rok trajanja fondova rizičnog kapitala predodređen na 10-12 godina, sa mogućnošću produženja uz uslov izlaska iz ulaganja, ukoliko je to neophodno. Investiranje fondova rizičnog kapitala najčešće iznosi od 3 do 5 godina, gdje je glavni cilj povećanje vrijednosti ulaganja. Prednost rizičnog kapitala nije samo u tome da donosi odgovarajuća finansijska sredstva potrebna preduzeću u usponu, već pruža i određene vještine u menadžmentu i upravljanju preduzećem pa se pokazalo da uvodi najbolje prakse i standarde u upravljanju preduzećem u portfelju što sve zajedno rezultira mnogo većom stopom rasta u odnosu na konkurente.

Fondovi rizičnog kapitala imaju uvid u cjelokupno poslovanje preduzeća. Povrat uloženih sredstava ostvaruje se samo u slučaju da poslovanje bude uspješno, ili prilikom prodaje određenog udjela u preduzeću što predstavlja neki vid sigurnosti i manjeg rizika za ostale suvlasnike firme.

1.2. Istoriski razvoj rizičnog kapitala

Razvoj rizičnog kapitala datira još od sredine 20. vijeka. Prva zabilježena upotreba riječi „*venture capital*“ datira još od 1920.godine, kada *Industrial Securities Committee* (Komisija za vrjednosne papire) sastavlja izvještaj: „Fond rizičnog kapitala je ključan za rast i razvoj zemlje, kao i za sigurnost svih investicija“. Benno Schmidt i njegovi partneri su rizični kapital vidjeli kao ulaganje u projekte u eksperimentalnim fazama.¹

¹ Rao, A., (2010), A History of Silicon Valley, [Internet]

U prvoj polovini 20. vijeka rizični kapital bio je domen samo bogatih pojedinaca i porodica poput Wallenbergs, Vanderbilts, Whitneys, Rockefellers, i Warburgs koji su ulagali u nove ideje. Međutim, istinska ulaganja u rizični kapital javljaju se tek po završetku Drugog svjetskog rata 1946. godine, i to osnivanjem dva preduzeća rizičnog kapitala „American Research and Development Corporation (ARDC)“ i „J. H. Whitney & Company“. Ipak, prvi start-up u koji je uložen kapital bila je Kalifornijska kompanija za poluprovodnike “Fairchild Semiconductor” osnovana 1957. godine u San Hoseu.

Značajan korak u razvoju industrije rizičnog kapitala odigrao se 1958. godine kada je u SAD zakonom odobreno osnivanje “Small Business Investment Companies (SBIC)” sa ciljem da se pomogne finansiranje i rukovođenje malih preduzeća. Tih godina, od 1960. do 1970., preduzeća u koja je uložen rizični kapital iskorištavala su medicinska, tehnološka i elektronska dostignuća te svoje investicijske aktivnosti najprije usmjeravali na pokretanje i širenje preduzeća. Kao rezultat toga, rizični kapital je postao sinonim za finansiranje tehnologija.²

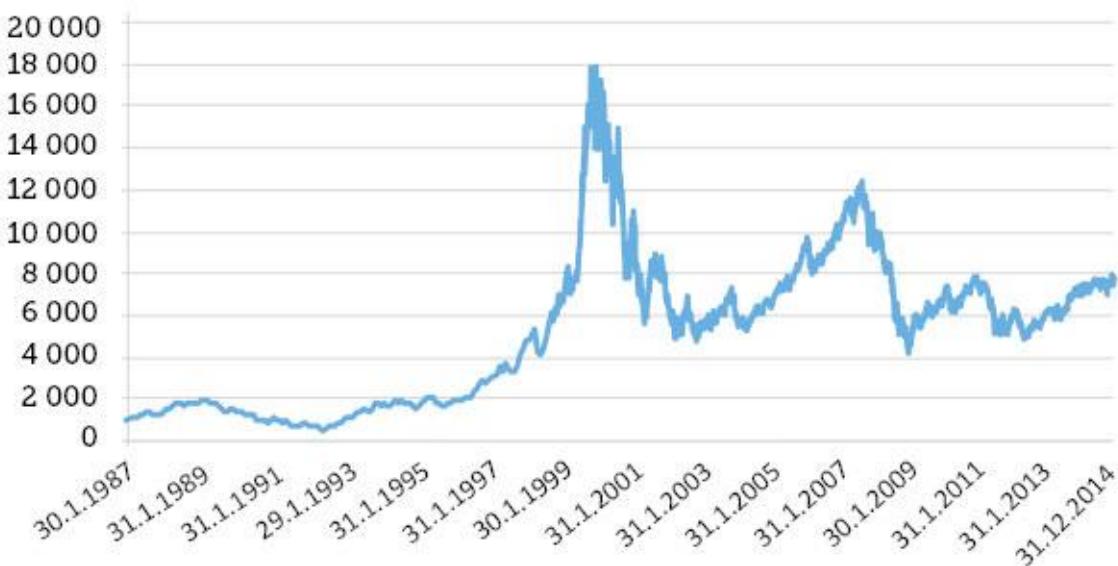
Nakon 1970. godine tržište rizičnog kapitala znatno se širi. Pojavljuje se sve veći broj privatnih kompanija fokusiranih na ulaganja u rizične investicije. Sve ovo rezultiralo je osnivanjem “National Venture Capital Association (NVCA)” 1973. godine od strane vodećih ulagača. Međutim, već naredne godine preduzeća rizičnog kapitala pretrpjela su blagu krizu nastalu usled posledica pada berze. Nedugo nakon tog perioda, 1978. godine rizični kapital doživljava značajan uspjeh budući da je industrija prikupila oko 750 miliona dolara. To je bila značajna prekretnica u istoriji rizičnog kapitala, jer je broj firmi znatno porastao, te do kraja 1980-ih dostigao brojku od 650.³

Mnoga preduzeća iz 1980-ih osnovana su i opstala u velikoj mjeri zahvaljujući rizičnom kapitalu. Neka od značajnijih ulaganja rizičnog kapitala su preduzeća: “Apple Inc.”, ”Elektronic Arts”, ”Genentech”, ”Tandem Computers” i drugi. Nadalje, industrija rizičnog kapitala polako napreduje, naročito u razvijenijim zemljama. Tokom 2000. godine industrija rizičnog kapitala dostiže svoj vrhunac, da bi nedugo posle toga doživjela još jednu krizu kada se broj firmi rizičnog kapitala znatno smanjio.

² M. Šarić, Ulaganje rizičnog kapitala na primjeru Njemačke i Engleske, Split, 2016; preuzeto sa: <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst:758/preview>; (15.7.2018; 20:00h)

³ M. Šarić, Ulaganje rizičnog kapitala na primjeru Njemačke i Engleske, Split, 2016; preuzeto sa: <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst:758/preview>; (15.7.2018; 20:00h)

Slika 1 NASDAQ-ov indeks uspješnosti



Izvor: Porssisaatio; <http://www.porssisaatio.fi/en/tutkimus-tilastot/>

Razvojem interneta, od 2004. pa do danas, uz blage oscilacije, osjetio se pomak u industriji rizičnog kapitala, ali je to i dalje daleko od njegovog maksimuma iz 2000. godine.

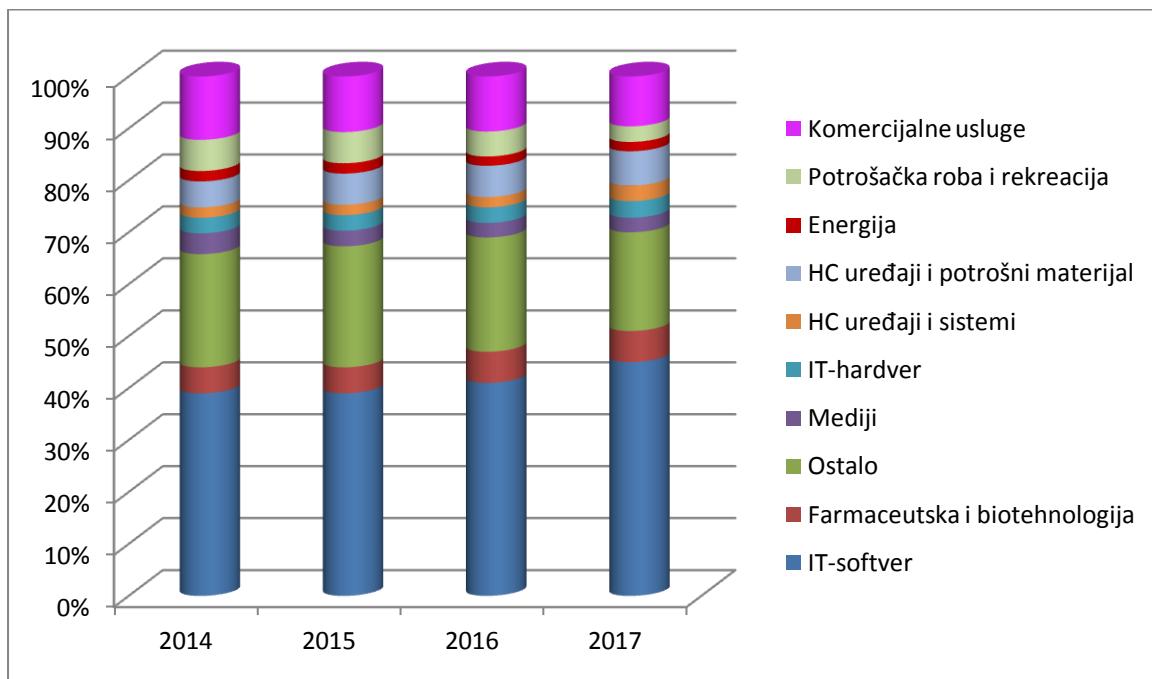
Rizični kapital u Evropi raste iz godine u godinu, naročito u njenim razvijenijim zemljama. U 2015. godini investicijska ulaganja povećana su za 5% u odnosu na prethodnu godinu, a broj firmi rizičnog kapitala kretao se oko 2830. Prema podacima "Invest Europe's", većina kapitala uložena je u prirodne nauke (oko 34%), zatim u računarsku elektroniku (oko 20%), dok je u komunikacije uloženo oko 19% investiranog kapitala.

Tokom 2017. godine industrija rizičnog kapitala u Evropi ostala je snažna sudeći po ukupnim godišnjim ulaganjima. Dobra stvar je i to što su investitori fokusirani više na kvalitet nego na količinu, što nije praksa od ranije. Rezultat toga ogleda se u ulaganjima veće količine sredstava u mali broj preduzeća, za razliku od ranije, kada se ulagalo u veliki broj preduzeća i projekata.

Tokom 2017. godine u Evropi značaj broj ulaganja privukle su farmaceutska i biotehnološka industrija, industrija automobila, te finansijski sektor. Najviše investicija realizovano je u Njemačkoj, Francuskoj i Velikoj Britaniji. Budući da je u Evropi tehnologija značajno napredovala tokom 2017. godine, to je potpomoglo domaćim preduzećima da pridobiju pojedine investicije SAD-a u svoju korist, što je u ranijem periodu bilo znatno teže. Prema prognozama stručnjaka, u 2018. godini Evropa će nastaviti sa ulaganjima rizičnog kapitala, a očekuje se da će sektori iz ranijih godina i dalje ostati atraktivni.

Na sledećem grafikonu može se vidjeti raspodjela rizičnog kapitala po sektorima u Evropi.

Grafikon 1: Raspodjela rizičnog kapitala po sektorima u Evropi



Izvor: PitchBook (2018)

Kao što se moglo pretpostaviti, najatraktivniji centar za investiranje rizičnog kapitala je IT sektor, a slijede ga komercijalne usluge i HC uređaji. „Facebook“, „Twitter“, „LinkedIn“, „Uber“ – neke od današnjih najbrže rastućih preduzetničkih firmi su takođe korisnici rizičnog kapitala.

1.3. Karakteristike rizičnog kapitala

Rizični kapital je finansijski posrednik koji služi kao veza investitora koji posjeduju kapital i preduzeća u čiji portfolio se ulaže. Ovakvo shvatanje poistovjećuje rizični kapital sa bankama budući da one uzimaju novac od deponenata i kreditiraju pojedince i preduzeća.

Ako posao uspije, rizični kapital prodaje svoj udio u portfoliju preduzeća, vraća uloženi kapital i na taj način dobija šansu da na isti način profitira ulaganjem u neko drugo preduzeće.

Često se rizični kapital poredi sa “angel” investitorima što nije u potpunosti ispravno, a razlika je u tome što “angel” investitori koriste sopstveni kapital za ulaganje dok je rizični kapital samo posrednik. Još jedna razlika ogleda se u tome što “angel” investitori preferiraju da ulažu u mlađa preduzeća nego rizični kapital, iako je ukupan tok ulaganja poprilično uravnotežen.

Sledeća bitna karakteristika rizičnog kapitala jeste u tome što se on odnosi samo na privatne kompanije. Rizični kapital ima značajnu ulogu u nadgledanju i pružanju pomoći preduzećima u upravljanju nad njihovim portfoliom. Ovo je ujedno i najvažnija karakteristika rizičnog kapitala budući da uspjeh u velikoj mjeri zavisi od načina vođenja i upravljanja portfoliom. Takođe, mlada preduzeća ne mogu lako pridobiti visokoobrazovan kadar koji bi bio dio njihovog tima, dok rizični kapital to lakše radi koristeći svoju reputaciju i mrežu poznanstava. Rizični kapital koji dobro obavlja gore navedene aktivnosti ima dodatnu prednost u svom poslovanju a ona se ogleda u održivom obliku konkurentske prednosti nad investitorima.

Glavni cilj institucija rizičnog kapitala je maksimiranje finansijskog prinosa. Do toga se dolazi ostvarivanjem manjih, strateških i operativnih ciljeva koji se realizuju u određenim rokovima.

Još jedna bitna karakteristika rizičnog kapitala je to da se uložena sredstva rizičnog kapitala koriste isključivo za interni rast preduzeća. Ovakva strategija ulaganja opravdana je činjenicom da se nakon ulaganja u interni rast preduzeća očekuje povećanje ukupne vrijednosti preduzeća, nakon čega nastupa mogućnost potencijalne strategije izlaska. Glavni cilj fonda rizičnog kapitala jeste da kroz različite strategije izlaska ostvaruje profit na uložena sredstva. Ovakva vrsta kapitala nije zainteresovana za većinski paket, odnosno kupovinu preduzeća. Ulaže se novac zadržavajući pravo finansijske kontrole, kako bi se pomoglo preduzeću u podizanju nivoa proizvodnje, tehničke opremljenosti, upravljanja, nastupa na tržištu, a sve u cilju jačanja preduzeća i podizanju nivoa njegove tržišne vrijednosti.

Kao jedna od glavnih prednosti ovog načina finansiranja u odnosu na finansiranje kreditiranjem svakako je činjenica da investitor rizičnog kapitala ulaže znanja i resurse sve do trenutka izlaska. U slučaju lutanja i poteškoća u poslovanju, investitor će se truditi da preduzeće opstane i vrati se na put uspjeha. Takođe, povrati investitorima zavise o rastu i uspjehu preduzeća. Što je preduzeće uspješnije to investitori dobijaju bolje povrate na uložena sredstva.⁴

Sa druge strane, glavni nedostaci rizičnog kapitala ogledaju se u tome što rizični kapital predstavlja postupak koji iziskuje dosta vremena budući da se sprovodi detaljno finansijsko, pravno, tržišno i upravno analiziranje preduzeća prije odluke o samom ulaganju.

Takođe, za nedostatak se smatra i to što preuzetnici moraju dio vlasničkog udjela i dio kontrole nad upravljanjem preduzeća prepustiti investitorima rizičnog kapitala, kao i činjenicu da investitor određuje trenutak realizacije prodaje dijela preduzeća.⁵

Iako su mišljenja autora podijeljena u vezi prednosti i nedostataka ulaganja rizičnog kapitala, suština je više-manje ista. To možemo vidjeti i u narednoj tabeli.

⁴ Prema Rizični kapital, 2010; <http://poduzetnik.com.hr/rubrike/savjeti/item/480-private-equity-rizicni-kapital-i-dio.html> (16.7.2018;12:00h)

⁵ Prema Rizični kapital, 2010; <http://poduzetnik.com.hr/rubrike/savjeti/item/480-private-equity-rizicni-kapital-i-dio.html> (16.7.2018;12:00h)

Tabela 1: Prednosti i nedostaci ulaganja rizičnog kapitala

Izvor	Prednost	Nedostatak
<i>Hrvatska private equity i venture kapital asocijacija (HVCA)</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dugoročan horizont ulaganja; ▪ Posvećenost razvoju poslovanja i uspjehu preduzeća sve do trenutka izlaza iz poslovanja; ▪ Kapitalna osnova za realizaciju plana budućeg rasta i razvoja; ▪ Ne opterećuje novčani tok kamatama i povratom glavnice; Povrat glavnice samo u slučaju uspješnog poslovanja; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Potreban duži vremenski period za realizaciju ulaganja s obzirom da fond provodi detaljnu analizu poslovanja preduzeća neposredno prije ulaganja; ▪ Vlasnici moraju određeni udio u vlasništvu prepisati fondu, a samim tim i dio kontrole i upravljanja nad preduzećem; ▪ Fond odlučuje o momentu svog izlaska iz poslovanja;
<i>Nexus Private Equity</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Srednje do dugoročan horizont ulaganja; ▪ Fond je u obavezi da sve do trenutka izlaza pruža solidnu i fleksibilnu kapitalnu osnovu za realizaciju plana budućeg rasta i razvoja; ▪ Dobar za novčani tok, budući da su povrat kapitala, dividende i kamate strukturirani prema potrebama i mogućnostima preduzeća; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ulaganje rizičnog kapitala je postupak za koji je potrebno nešto više vremena s obzirom na to da se provodi detaljna tržišna, finansijska, pravna i upravna dubinska analiza preduzeća što može trajati i nekoliko mjeseci prije nego se doneše konačna odluka o ulaganju; ▪ Preduzetnici moraju dio vlasničkog udjela u preduzeću prepustiti fondu tj. dio kontrole nad upravljanjem preduzećem; ▪ Investitor zadržava kontrolu nad određivanjem trenutka realizacije

		prodaje dijela preduzeća;
<i>Allan Kunigis (2016)</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Osim finansijske podrške, finansiranje rizičnim kapitalom može osigurati start - up ili početno poslovanje s nizom vrijednih upustava i savjeta. To može pomoći u raznim poslovnim odlukama, uključujući finansijsko upravljanje i upravljanje ljudskim resursima. Nekolicina bitnih odluka može značajno uticati na napredak i razvoj preduzeća; ▪ U nizu kritičnih područja, uključujući pravna, porezna i kadrovska pitanja, fond rizičnog kapitala može pružiti značajnu podršku koja postaje sve važnija u ključnoj fazi rasta start-up preduzeća. Brži rast i veći uspjeh su dvije ogromne prednosti u odnosu na konkureniju; ▪ Investitori rizičnog kapitala su obično dobro povezani u poslovnoj zajednici što pomaže preduzeću da proširi svoju mrežu poznanstava sa stručnjacima njihove ili slične branše. Takva povezanost preduzeću može biti od vitalnog značaja; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Preduzetnici su prinuđeni prepustiti partneru dio vlasničkog udjela u preduzeću, te time gube potpunu kontrolu nad upravljanjem preduzeća; ▪ U zavisnosti od procenta investitorovog udjela u preduzeću, koji bi mogao biti viši od 50% preduzetnik može u potpunosti izgubiti kontrolu upravljanja budući da većina odlučuje. U suštini, preduzetnik bi moglo izgubiti vlasništvo nad svojim poslovanjem;

<p><i>Marko Makek (2011)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Za realizaciju plana budućeg razvoja i rasta postoji solidna i fleksibilna kapitalna osnova; ▪ Vremenski period ulaganja je srednjoročan do dugoročan; ▪ Gotovinski tok preduzeća nije opterećen plaćanjima kamata i glavnice, već povrat na uloženi kapital zavisi isključivo od uspješnosti poslovanja; ▪ Fond preuzima aktivnu ulogu u preduzeću, jer ukoliko poslovanje ne bude uspješno, fond je u istoj poziciji kao i ostali vlasnici preduzeća; ▪ S obzirom da fond učestvuje u svim uspjesima I padovima preduzeća te sa njim dijeli I uspjehe I rizike, stoga i sam doprinosi poslovnom uspjehu preduzeća kroz kontinuirano savjetovanje i iskustvo; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fond preuzima određeni udio u vlasništvu preduzeća, pa samim tim preuzima i dio odlučivanja o upravljanju preduzeća; ▪ Proces samog ulaganja u preduzeće može vremenski trajati duže zbog detaljnog procesa dubinske analize; ▪ Trenutak izlaza iz preduzeća zavisi isključivo od fonda;
----------------------------------	--	--

Izvor: Rad autora prema različitim izvorima

Iz gore navedene tabele možemo zaključiti da postoji mnogo više prednosti u odnosu na nedostatake, što nam daje za pravo da kažemo da je ulaganje rizičnog kapitala opravdano i da je to dobra opcija za mlada preduzeća sa velikim potencijalom rasta.

Takođe, ulaganje u fondove rizičnog kapitala isplati se zbog zadržavanja mladih i obrazovanih stručnjaka, stvaranja novih radnih mesta i činjenice, kako navodi HVCA, da kroz ulaganja rizičnog kapitala u nove investicije BDP može rasti četiri puta brže nego sada.

Kada su u pitanju rizik i očekivani prinos ulaganja rizičnog kapitala, sledeći grafikon najbolje prikazuje njihov odnos u zavisnosti od načina finansiranja.

Grafikon 2: Odnos rizika i očekivanog prinosa u zavisnosti od načina finansiranja



Izvor: <http://poduzetnik.com.hr/rubrike/savjeti/item/480-private-equity-rizicni-kapital-i-dio.html>.

Iz grafikona na slici vidimo da je najsigurnije investirati u državne obveznice jer država stoji iza njih i ima obavezu prema povjeriocu. Najveći procenat trgovinom imaju državne obveznice koje ujedno imaju i najstabilniju vrijednost ali i najmanji prinos sredstava, dok se na vrhu piramide rizika, a i očekivanja ostvarenja profita nalazi rizični kapital. Rizični kapital, kao što smo vidili, investira se u nove projekte pa je i sam rizik od neuspjeha veliki ali i velika mogućnost profita ukoliko se ostvare očekivanja. Očigledan primjer je „Apple inc“ koji je poslovao zahvaljujući rizičnom kapitalu. Tadašnji investitori su prepoznali dobru priliku, uložili kapital iako je „Apple inc“ bio na samom početku, ali sa odličnom poslovnom idejom koja se ostvarila i danas prerasla u najveću kompaniju na svijetu.

Kod obvezničkog fonda ulaganje se vrši kupovinom obveznica od država ili preduzeća. Dobit je unaprijed zagarantovana kamata, koja se plaća nakon isteka trajanja obveznica. Iako se obveznice prodaju i kupuju na berzi, rizik pada cijena je manji. Ukoliko ulagač (u ovom slučaju fond) obveznice zadrži do kraja njihovog trajanja, eminent (država ili preduzeće) isplaćuje nominalnu vrijednost (100% njene vrijednosti neovisno od cijene na berzi). Ova činjenica je dovela zemlje Južne Evrope (Grčka, Italija, Portugal i Španija) u probleme kada su 2011.godine morale vratiti cijelu sumu nazad.

Mješoviti fondovi ulažu u dionice i obveznice. Postoje tri podtipa s tim da odnosi mogu varirati:

- Defenzivni - 70% obveznice 30% dionice

- Uravnoteženi - 50% obveznice 50% dionice
- Agresivni - 30% obveznice 70 % dionice
- Fleksibilni - Stalno mijenjaju odnos ovisno o stanju na tržištu

Mogućnost profita je veća ali je veći i rizik od pada vrijednosti. Vidimo da sa porastom rizika rastu i očekivanja prinosa dobita.

Dioničarski fondovi ulažu novac u kupovinu dionica. Dobit se ostvaruje dividendom koju dobija fond, kao i prodajom dionica ako njihova cijena na berzi raste. Veliki pad cijena dionica kao 2000., 2001. ili 2007.godine može da obuhvati i fondove koji u tom slučaju imaju ogromne gubitke. Fondovi, kao i ETF, na repo tržištu mogu pozajmljivati dionice špekulantima koji kalkulišu sa cijenama dionica I na taj način pokušavaju ostavariti profit.^[2]

Postoje podtipovi koji slijede berzovne indekse (DAX, S&P 500, NIKKEI) ili kupuju dionice određenih branši: tehnologija, piće, automobilska industrija, petrohemija, softver.

U finansijama, dionica je vlasnički vrijednosni papir, tj. idealan udio u vlasništvu kompanije. Koliki udio predstavlja, zavisi od ukupnog broja izdatih dionica. Mogućnost profita u slučaju dobro izabralih dionica je velika kao i rizik koji donosi kupovina dionica. Uzmimo kao pozitivan primjer dionice Amazona koje su svoju incijalnu vrijednost uvećale za oko 300 puta u proteklih pet godina. Naravno postojao je i ogroman rizik da kompanija ne uspije ali se u ovom slučaju isplatilo rizikovati.

1.4. Vrste rizičnog kapitala

Prema Erić i sar. (2012), postoje tri osnovne vrste rizičnog kapitala, koje međusobno učestvuju u ulaganjima u novim poslovnim poduhvatima:

Slika 2: Vrste rizičnog kapitala



Izvor: prikaz autora

Korporativni rizični kapital čine kompanije ili partnerstva od dvoje do oko četrdeset profesionalnih ljudi, specijalizovanih za određeno područje djelovanja. Korporativni rizični kapital se sastoji od fonda nekog trgovačkog društva ili partnerstva, koje je namijenjeno ulaganju u preduzeća u razvoju (početnog ili srednjeg stepena), sa visokim potencijalom rasta. Osnivanje fonda se može vršiti na dva načina: otvoreni investicioni fond (dostupan javnosti) ili zatvoreni fond (ograničeno vrijeme postojanja).

Postoje dva oblika korporativnog rizičnog kapitala:

- 1) Direktni korporativni rizični kapital
- 2) Indirektni korporativni rizični kapital.

Razlika između direktnog i indirektnog korporativnog rizičnog kapitala je ta što se u prvom slučaju ulaganja vrše direktno u preduzeće, dok se kod indirektnog korporativnog rizičnog kapitala vrši ulaganje nekog preduzeća u fond, koji zatim ulaze u taj kapital. Karakteristika korporativnog rizičnog fonda, jeste da se ulaganje vrši u preduzeće sa namjerom poboljšanja konkurentnosti, bez namjere prodaje.

Već je napomenuto da postoji razlika između rizičnog kapitala i poslovnih andela. Poslovni andeli, ili neformalni rizični kapital, predstavlja fizička lica koja raspolažu većim iznosima finansijskih sredstava, koji planiraju uložiti u preduzeća u razvoju, a vrši se najčešće kroz zamjenu ulaganja za udio u preduzeću, te na taj način mogu da učestvuju u vođenju preuzeća, i dijele rizik projekta poslovanja. Ulaganje se takođe može vršiti i u vidu zajma, koji se ne mora vraćati, nego se po ispunjenju dogovorenih uslova, pretvara u vlasnički udio. Poslovni andeli su uglavnom osobe koje su vlasnici uspješnih kompanija, na rukovodećim pozicijama i posjeduju kapital, pa se novac dobijen od poslovnih andela često naziva „pametni novac“, jer uz njega idu iskustvo i savjeti. Finansiranje putem poslovnih andela je zastupljeno najviše u zdravstvu, biotehnologiji i IT sektoru. Postoji nekoliko tipova poslovnih andela: andeli preduzetnici, andeli čuvari, finansijski andeli i operativni andeli. Prije finansiranja se vrši definisanje vrijednosti koje poslovni andeo unosi u preduzeće. Andeli preduzetnici, koji već imaju preduzetničko iskustvo, ulažu u neki drugi sektor. Andeli čuvari ulažu u isti sektor, kao sektor gdje su i ranije imali preduzetničke aktivnosti. Operativni andeli su najčešće radili u velikim kompanijama, ulaganja uglavnom vrše u mala preduzeća. Finansijski andeli ulažu novac samo zbog ostvarivanja povrata na uložena finansijska sredstva.

Rajković (2013) navodi da se svrha finansiranja regionalnim rizičnim kapitalom ogleda u angažovanju cjelokupnog potencijala određenih područja, čime se stvara baza za smanjivanje regionalnih razlika. Osnivanje fonda regionalnog rizičnog kapitala utiče na efikasniji razvoj i poslovanje svih preduzeća u regionu. On takođe ističe da fond regionalnog rizičnog kapitala ima za cilj usavršavanje pojedinaca, što bi značajno uticalo na efikasnije poslovanje preduzeća.

1.5. Investitori i strategije investiranja u rizični kapital

Sama investicija u rizični kapital podijeljena je na dva modela. Te modele čine :

1. parntri sa ograničenom odgovornošću i
2. glavni partneri.

Obaveza partnera sa ograničenom odgovornošću prema fondu za rizični kapital, jeste da ima nadzornu ulogu u vođenju poslova fonda i ima ograničen iznos uloga. Uglavnom se radi o osiguravajućim kompanijama, bankama i penzionim fondovima. Fondom rizičnog kapitala upravlja glavni partner. Njegova odgovornost nad obavezama fonda je neograničena. Životni ciklus fonda je najčešće oko 10 godina, a za ostvarivanje uspješnog poslovanja fonda, jako je bitno partnerstvo, tj saradnja između partnera sa ograničenom vrijednošću i glavnih partnera. Partnerstvo između glavnih partnera i partnera sa ograničenom odgovornošću je ključno za ostvarivanje dugoročne saradnje. Prvih pet godina najčešće je predviđeno za ulaganje, a sljedećih pet godina slijedi upravljanje portfolijom investicija i osiguravanjem izlazne strategije iz svih investicija.

Za ostvarivanje što veće dobiti, jako je bitna strategija investiranja rizičnog kapitala. Ključnu ulogu ima menadžment tim, saradnja između preduzeća i investitora rizičnog kapitala, kao i kvalitetan projekat. Sa druge strane, elementi koji utiču na apliciranje za finansiranje rizičnim fondom su: ekonomski, društveni i pravni. Kao što smo već naveli, rizični kapital kao oblik finansiranja traži preduzeća sa visokim potencijalom rasta i konkurentnim proizvodima ili uslugama. Stoga, da bi neko preduzeće moglo da aplicira za ovaj vid finansiranja mora da postoji povoljna veza između ova tri faktora.

Što se tiče ekonomskih faktora glavnu ulogu igraju: veliko potencijalno tržište, visoke mogućnosti za rast prodaje i profita, visoke stope prinosa investitora, razvijen finansijski sistem i finansijska tržišta, razvijena infrastruktura, jaka privreda sa stabilnim monetarnim sistemom i poreskim olakšicama i sl. Veći broj ovih faktora nije u nadležnosti malih preduzeća u koje se ulaže. Gledano iz ugla BiH i Srbije, privredni ambijent još uvijek nema razvijen finansijski sistem, a i privreda se suočava sa velikim problemima, posebno pod uticajem globalne ekonomske krize.⁶

Društveni ili socijalni faktori uključuju kvalitetne i dobro očuvane ljudske resurse, stabilnu političku situaciju sa demokratskim političkim sistemom, atraktivnu klimu za istraživanje, naučna otkrića, intenzivnu saradnju između privrede i univerziteta. Međutim posljednje navedeni faktori u BiH i Srbiji su još uvijek rijetki što dodatno otežava pristup ovom izvoru finansiranja za mnoga preduzeća iz ovih zemalja. Takođe, u ovu grupu faktora možemo uključiti i razvijenost preduzetničkog duha koji u velikoj mjeri zavisi od svijesti ljudi i njihove kreativnosti.⁷

⁶ J. Rajković, Komparativna analiza fondova rizičnog kapitala i hedž fondova, Beograd, 2013, preuzeto sa: <file:///C:/Users/a/Downloads/MR%20-Komparativna%20analiza%20fondova%20rizi%C4%8Dnog%20kapitala%20i%20Hed%C5%BE%20fonda.pdf>, (16.7.2018; 17:00h)

⁷J. Rajković, Komparativna analiza fondova rizičnog kapitala i hedž fondova, Beograd, 2013, preuzeto sa: <file:///C:/Users/a/Downloads/MR%20->

„Pravni faktori-kompanijski i poreski zakoni koji podstiču preduzetničku aktivnost, jednostavne procedure, mala korupcija, lak pristup berzi i finansijskim tržištima, liberalizovan pristup institucionalnim investitorima, što opet u BiH i RS nije na najvišem nivou.“⁸

Nerazvijenost ovih elemenata na području BiH i Srbije glavni je razlog nedovoljnog ulaganja rizičnog fonda u preduzeća u razvoju.

Dalje, osvrnimo se na strategije investiranja i njene uticaje. Budući da je cilj svakog preduzeća ostvarivanje što većeg profita, stoga je jako bitna strategija investiranja fonda rizičnog kapitala. Osnovne strategije investiranja fondova rizičnog kapitala su:

- 1) Poboljšanje poslova
- 2) Ponovno grupisaje i fokus
- 3) Kupi i izgradi.

Poboljšanjem poslova se u prva tri mjeseca od ulaska u vlasničku strukturu, vrši poboljšanje poslovanja kroz različite edukativne programe. Ponovnim grupisanjem se vrši fokusiranje na najbitnije kompetencije preduzeća, a strategijom „kupi i izadi“ fond rizičnog kapitala realizuje preuzimanja i spajanja, kao i upotpunjavanje proizvodne linije.

Osim ulazne strategije, jako bitna je i izlazna strategija, kako je bitno procijeniti kada je bitan optimalni trenutak za strategiju izlaza. Strategije izlaza koje se najčešće koriste su prodaja i emitovanje akcija i njihova prodaja na berzi kroz proces inicijalne javne ponude.

Prodaja se može obaviti u četiri varijante.

Tabela 2: Vrste i karakteristike prodaje

Vrsta prodaje	Karakteristike vrste prodaje
1. Prodaja originalnim vlasnicima	Rijedak slučaj prodaje zbog nedovoljno finansijskih sredstava za otkup, jer se vrijednost preuzeća višestruko uveća.
2. Otkup od strane internih grupa u okviru organizacije	Prodaja menadžmentu preduzeća, zaposlenima, penzionom fondu, ili slično. Međutim, kod ovog tipa prodaje problem mogu predstavljati finansije.

[%20Komparativna%20analiza%20fondova%20rizi%C4%8Dnog%20kapitala%20i%20Hed%C5%BE%20fonda%20.pdf](#), (16.7.2018; 17:00h)

⁸ J. Rajković, Komparativna analiza fondova rizičnog kapitala i hedž fondova, Beograd, 2013, preuzeto sa: <file:///C:/Users/a/Downloads/MR%20-%20Komparativna%20analiza%20fondova%20rizi%C4%8Dnog%20kapitala%20i%20Hed%C5%BE%20fonda%20.pdf>, (16.7.2018; 17:00h)

3. Prodaja nekom od strategijskih investitora	Javlja se u vidu merdžera (spajanja preduzeća) ili akvizicije (isplata finansijskih sredstava direktno prodavcima)
4. Prodaja finansijskom investitoru	Prodaja nekoj od finansijskih institucija-da preduzeće uveća svoju vrijednost pa se dalje vrši preprodaja.

Izvor: Prikaz autora

Emitovanje akcija i njihova prodaja na berzi podrazumijeva da fondovi rizičnog kapitala odlučuju da li postoje uslovi za MSP da promijeni pravnu formu u akcionarsko društvo. Ako su uslovi ispunjeni, vrši se registracija kod komisije za hartije od vrijednosti i njihova javna emisija, te počinje javno da se trguje akcijama na berzi. Emisija akcija ima svoje prednosti i mane.

Tabela 3: Prednosti i mane emitovanja akcija

Prednosti	Mane
Emitovanje običnih akcija ne povlači fiksan trošak kapitala za preduzeće	Emitovanjem akcija povećava se broj vlasnika, što može dovesti do gubitka kontrole nad preduzećem
Akcije nemaju fiksan rok dospijeća	Akcije su rizični finansijski instrumenti, investitorima se mora ponuditi više stopa prinosa
Emitovanjem akcija preduzeće dolazi do svježeg kapitala	Emitovanje akcija je povezano sa visokim troškovima emisije
Prodaja akcija je mnogo atraktivniji način od prodaje drugih instrumenata duga	Nepovoljan dvostrukog akcionara poreski tretman (problem oporezivanja preduzeća i

Izvor: Prikaz autora prema Rajković⁹

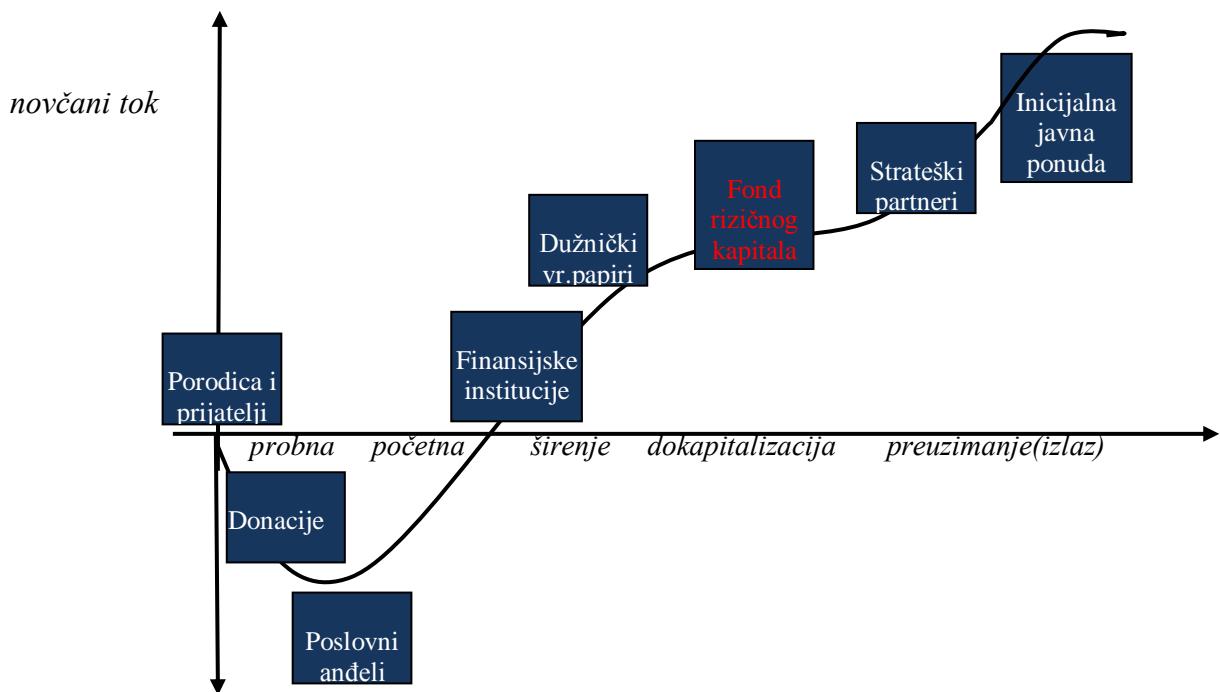
⁹ J. Rajković, Komparativna analiza fondova rizičnog kapitala i hedž fondova, Beograd, 2013, preuzeto sa: <file:///C:/Users/a/Downloads/MR%20-20Komparativna%20analiza%20fondova%20rizi%C4%8Dnog%20kapitala%20i%20Hed%C5%BE%20fonda.pdf>, (16.7.2018; 17:20h)

Za sektor malih i srednjih preduzeća emitovanje akcija kao strategije izlaza je veoma komplikovan i skup način izlaska iz ulaganja. Procesi kao što su promjena pravne forme , registracija akcija, uvođenje prakse korporativnog upravljanja zahtijevaju određeni vremenski period i iziskuju veoma visoke troškove.

1.6. Fond rizičnog kapitala

S obzirom da su preduzeća u samom začetku ograničena izborom finansiranja, pristup tržištima kapitala i bankarski krediti su im limitirani, te im je rizični kapital od velikog značaja. Tu glavnu ulogu ima fond rizičnog kapitala. Uloga fonda rizičnog kapitala jeste da kroz različie strategije ostvari profit na uložena sredstva. Fond rizičnog kapitala predstavlja fond nekog društva koje upravlja kapitalom, koji je namijenjen srednjeročnom ili dugoročnom investiranju u preduzeća koja se ne kotiraju na berzi, a imaju visok potencijal rasta. Takođe, uloga fonda jeste da obezbijedi kapital privlačeći ulagače. Zarada fondova se zasniva na razlici između ulaganja u preduzeće i prodaje udjela. Period realizovanja ulaganja i prodaje je najčešće 3 do 7 godina.¹⁰

Slika 3: Finansiranje razvoja preduzeća po fazama životnog ciklusa



Izvor: Prosperus Invest

¹⁰ Prema D. Cumming,(2010), Venture Capital – Investment Strategies, Structures and Policies, John Wiley & Sons

Sa slike možemo vidjeti da preduzetnici imaju brojne i različite načine finansiranja, u zavisnosti od faze životnog ciklusa i u zavisnosti od sopstvenih mogućnosti.

Ulaganje rizičnog kapitala znači da fond postaje suvlasnik u preduzeću u koje ulaže. Na taj način dijeli sudbinu preduzeća u koje ulaže, stoga ima za cilj da aktivno učestvuje u poslovanju preduzeća. Pošto fond ulaže sredstva na određeni rok, mora na početku ulaganja staviti mogućnosti i opcije za prodaju imovine u koju ulaže, što predstavlja glavnu motivaciju u aktivnom učeštu u upravljanju preduzećem, da bi na taj način realizovao što bolji razvoj preduzeća čime bi mu omogućio veću vrijednost po isteku roka.

Prema Metriku, glavne karakteristike fondova rizičnog kapitala su:

- 1) Visoki kriterijumi pri izboru poslovne ponude;
- 2) Finansijska sredstva fonda rizičnog kapitala i preuzeti rizik se mijenja za udio u vlasništvu preduzeća;
- 3) Područje i visina ulaganja određuju se prilikom formiranja fondova rizičnog kapitala;
- 4) Postoji mogućnost kvalitetnog izlaska iz ulaganja nakon određenog vremena;
- 5) Ostvarivanje što većeg prinosa na uložena finansijska sredstva, s obzirom na prisutan visok rizik;
- 6) Fondovi nadziru i poslovanje, ali i rade na povećanju vrijednosti preduzeća;
- 7) Česta je specijalizacija ulaganja za određenu granu industrije.

Ulaganjem u nova preduzeća, fond ima za cilj ostvarivanje dobiti, međutim, nakon isteka roka ulaganja, cilj fonda je da preduzeće u koje je uloženo, nastavi dobro poslovanje i nakon isteka roka. Na taj način fond sebi obezbjeđuje novo tržište za uspješno ulaganje. Ulaganje fonda rizičnog kapitala omogućava razvoj velikog broja preduzeća, ali taj razvoj nije vidljiv trenutno. Rezultati ulaganja su dugoročno vidljivi.

Fondovi takođe imaju ulogu da kapital obezbijede preduzećima i progresivnim poslovnim idejama koje nemaju mogućnost da samostalno pristupe tržištima kapitala. Prema izvještaju EVCA (*European Venture Capital Association*), područja ulaganja fondova rizičnog kapitala su:

- kablovska televizija
- internet
- mobilna tehnologija
- informaciona tehnologija
- razvoj programa
- distribucija medicinske opreme
- distribucija farmaceutskih proizvoda

- specijalizovane bolnice
- distribucija opreme za ugostiteljstvo
- restorani brze hrane, itd.

2. FOND RIZIČNOG KAPITALA U SRBIJI I BIH

2.1. Fond rizičnog kapitala u Srbiji

Iako je Srbija zemlja koja ima inovatore i tehnološke stručnjake, prema rezultatima Svjetske banke samo je 46% ispitanika u Srbiji izrazilo želju da budu preduzetnici, dok je samo 8% spremno da se upusti u preduzetničke vode. Glavni razlog je nestabilan poslovni ambijent. Takođe, Srbiji nedostaje zakon o rizičnom kapitalu koji je još uvijek u razvijanju. Očekuje se da će Srbija do kraja 2018.godine dobiti zakonski okvir za fondove rizičnog kapitala, definisane podsticaje za one koji žele investirati u inovativne kompanije i razrađen sistem povezivanja sa domaćim gigantima koji bi početnicima omogućili da razvijaju i isprobaju svoje proizvode.

„ICT Hub Venture“, je domaći fond za pojedinačne investicije, osnovan u januaru 2017.godine od strane sedmoro poslovnih ljudi iz Srbije. Fond nudi do 50 hiljada evra za udio od 5 do 15% u kompaniji u koju investira. Ovaj fond prvenstveno je namijenjen tehnološkim kompanijama. To je prvi privatni fond za investiranje u ranoj fazi razvoja. Osim finansijske podrške, fond nudi ulaz u zajednicu tehnoloških kompanija, programsku podršku i prilagođen program sa mentorima i ekspertima iz ove oblasti. Takođe, fond omogućava preduzetnicima povezivanje sa biznis liderima i ključnim ljudima iz određene branše, kao i investitorima u kasnijim fazama razvoja.¹¹

Takođe, još jedan predstavnik rizičnog kapitala u Srbiji je i Globalna investiciona firma „SEAF“ (*The Small Enterprise Assistance Funds*) sa sjedištem u Vašingtonu. „SEAF“ nije registrovan kao fond rizičnog kapitala, budući da fondovi rizičnog kapitala nisu definisani zakonskim propisima republike Srbije. Ova investiciona firma raspolaže kapitalom od oko 400 miliona američkih dolara, a njen ogrank „SEAF South Balkan Fund B.V.“ je investicioni font profitabilnog karaktera koji ulaže u privatne kompanije širom Srbije, Crne Gore i Makedonije.¹²

Projekat finansiranja rizičnog kapitala koji je započeo je 17. oktobra 2011. godine pod nazivom „Integrated Innovation Support Programme“ koji finansira Evropska Unija, će pomoći razvoju rizičnog kapitala u Srbiji. Ovim programom se planira upoznavanje preduzetnika sa značenjem ulaganja rizičnog kapitala, zatim pružanje informacija koje su bitne za razvoj fondova rizičnog kapitala, koji su namijenjeni MSP. Jedna od akcija je i razvoj regulatornih i finansijskih mehanizama za podsticanje ulaganja korporativnog rizičnog kapitala u MSP, što predstavlja prepoznavanje domaćih i ino finansijskih posrednika zainteresovanih za započinjanje poslovanja u Srbiji. Dalje, planirana je obuka za razvoj MSP,

¹¹ www.icthub.rs

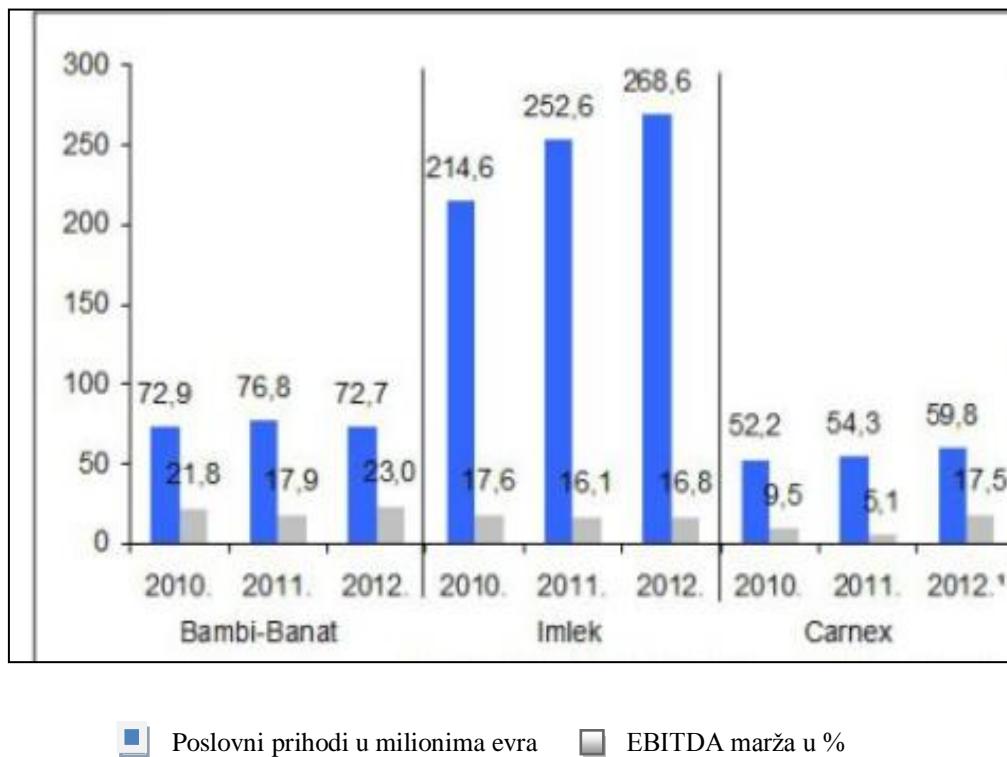
¹² www.seaf.com

podsticanje MSP za preuzimanje rizika pri započinjanju inovativnih aktivnosti, zatim uspostavljanje i razvoj mreže poslovnih anđela u Srbiji.

Neka od preduzeća u Srbiji, koja su svoj rast i razvoj dostigla zahvaljujući ulaganjem rizičnog kapitala su „Bambi–Banat“, „Imlek“ i „Carnex“. Primjetimo da su uglavnom u pitanju veliki giganti koji imaju realne šanse za dalju ekspanziju, te su zbog toga bili primamljivi investitorima.

Takođe, zanimljiva činjenica je i to da je Britanski „CVC Capital Partners“ 2010. godine za 1,5 milijardi evra preuzeo devet istočnoevropskih pivara (u BiH, Srbiji, Hrvatskoj, Češkoj, Rumuniji, Mađarskoj, Crnoj Gori, Slovačkoj), da bi nakon dvije godine iste preprodao, po transakciji od 2,65 miliona evra.

Grafikon 3: Uporedni rezultati poslovanja kompanija u vlasništvu PE fondova u Srbiji



Izvor: Agencija za privredne registre, Top 500

Grafikon 3 pokazuje rezultate poslovanja kompanija „Bambi-Banat“, „Imlek“ i „Carnex“. Za mjerenje je uzet period od 2010. do 2012. godine. Kao što vidimo, najveće poslovne prihode u milionima evra ostvarila je kompanija „Imlek“, a najmanje „Carnex“. Sa grafika se, takođe, vidi da su prihodi rasli iz godine u godinu, izuzev za „Bambi-Banat“ kada je prihod

2012.godine opao u odnosu na 2011.godinu. Kao što je već ranije navedeno, upravo je povećanje prihoda i rast vrijednosti preduzeća jedan od glavnih ciljeva investitora.

EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) nam govori koliko kompanija napravi operativnog keša, odnosno predstavlja dobit prije kamata, poreza i amortizacije. Ona nam pokazuje uspješnost poslovanja kompanije koji uzima u obzir fiktivnu prirodu amortizacije kao računovodstvene kategorije. Amortizacija je isključivo knjiženje i nema nikakvog učinka na novčane tokove kompanije. Uz amortizaciju, EBITDA isto tako isključuje učinke finansiranja, vanrednih poslovnih događaja te drugih mogućih nenovčanih računovodstvenih knjiženja. Na taj način nam EBITDA pokazuje uspješnost poslovanja. Uz to, EBITDA je izuzetno dobar pokazatelj profitabilnosti, posebno u odnosu na relativno poređenje sa drugim kompanijama u istoj djelatnosti. EBITDA se u velikoj mjeri koristi kao osnova za kreditnu analizu (ocjena sposobnosti kompanije da redovno ispunjava svoje finansijske obaveze).¹²

„Pokazatelj EBITDA se izračunava na sljedeći način:

$$\text{EBITDA} = \text{dabit prije kamata i poreza (EBIT)} + \text{amortizacija}^{13}$$

EBITDA je približna vrijednost novčanog toka poslovnih aktivnosti i ne može se u potpunosti izjednačiti sa novčanim tokom poslovnih aktivnosti jer EBITDA zanemaruje novčani tok koji je potreban za finansiranje obrtnog kapitala.

Ako se osvrnemo na gore navedeni grafik i za mjerilo uspješnosti uzmem parametar EBITDA, dobićemo nešto drugačije rezultate u odnosu na ranije. Ovoga puta najuspješnija je kompanija „Bambi-Banat“, dok je najmanje uspjeha i po EBITDA mjerilu imala kompanija „Carnex“.

2.2. Fond rizičnog kapitala u BiH

Podaci iz Republičke agencije za razvoj MSP u BiH pokazuju da ne postoje finansijske institucije poput fondova rizičnog kapitala koje mogu obezbijediti sredstva za razvoj MSP a takođe i za početna ulaganja. U toku je realizacija projekta „Razvoj akceleratora za obezbjeđenje boljeg pristupa finansiranju za inovativna MSP“. Ovaj projekat sufinasira Evropska unija u okviru Dunavskog transnacionalnog programa, u kojem učestvuje devet zemalja Dunavskog regiona. Vrijednost projekta je 1,9 miliona evra, a period realizacije je do juna 2019. godine. Cilj projekta je lakši pristup finansijama razvijanjem usluga akceleracije. Akceleratori su novi oblik preduzetničke infrastrukture koji su usmjereni na pružanje podrške početnicima u ostvarivanju biznis ideja. Osim finansijske pomoći, pruža se i pomoć u vidu mentorstva, umrežavanja, povezivanja sa ulagačima.

¹² Prema Ekonomski rječnik, 2016; <http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/dobit-prije-kamata-poreza-amortizacije-ebitda.html>; (24.7.2018; 18:22h)

¹³ Ekonomski rječnik, 2016; <http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/dobit-prije-kamata-poreza-amortizacije-ebitda.html>; (24.7.2018; 18:22h)

Jedan od uspješnijih start-up akceleratora na području Bosne i Hercegovine svakako je Mostarski „SPARK“, koji je osnovan 2010.godine i iza koga stoji vjerovatno najuspješniji BiH IT start-up „NSoft“. SPARK start-upima nudi potpunu i kontinuiranu podršku u razvoju proizvoda, te kompletну infrastrukturu kao i potrebna znanja i mentorstvo od strane domaćih i stranih stručnjaka.

Budući da ni BiH, kao ni Srbija, nema definisane zakonske okvire u pogledu fondova rizičnog kapitala, smatram da bi najveću pomoć BiH trebala pružiti vlada u osnivanju fondova rizičnog kapitala, jer analizirajući ekonomsku situaciju u zemlji, očigledno je da postoji nedovoljno razvijen pravni i poreski sistem, koji ne podržava MSP. Kako bi privukli strane i domaće investitore i formirali fondove rizičnog kapitala, neophodno je stvoriti povoljno poslovno okruženje, te usvojiti propise koji uređuju ovu oblast, zatim stvaranje povoljnog poreskog sistema i uvođenje gotovinske osnove za obračun PDV-a za MSP.

U BiH se razvio rizični kapital zbog potrebe da finansiraju investicione projekte sa visokim stepenom rizika na fleksibilniji način i razvoj malih i srednjih preduzeća kao izvora inovacija. Fondove rizičnog kapitala u BiH imaju kompanije „Fratello Trade“ i Fabrika cementa „Lukavac“. Očekuje se da će se ova sredstva u BiH razviti kada BiH uđe u Evropsku uniju. Međutim, još uvijek postoji visok nivo političke nesigurnosti u zemlji koja takođe ima i nerazvijenu preduzetničku infrastrukturu. Gladano na sve ovo, potreban je veliki napor kako bi BiH privukla investitore.

Evropska banka za rekonstrukciju i razvoj (EBRD) i Evropska investiciona banka stvorile su inicijativu za osnivanje regionalnog fonda rizičnog kapitala čiji će uspjeh zavisiti od stvaranja povoljnog pravnog i poreskog okruženja za razvoj preduzetništva.

U BiH važno je razviti tržiste rizičnog kapitala, kao način finansiranja koji može doprinijeti smanjenju nezaposlenosti, povećanju konkurentnosti privrede i privlačenje stranog kapitala. Za privlačenje stranih i domaćih investitora prvo je potrebno stvoriti povoljno poslovno okruženje, što je slučaj za Bosnu i Hercegovinu kao i Republiku Srbiju.

Najčešći razlozi zbog kojih se ne ulaže u fondove rizičnog kapitala u BiH povezani su sa nerazvijenim tržistima kapitala, nedostatkom atraktivnosti tržišta u pogledu veličine, barijera jezika i kulture, i nedostatak znanja o investicionim mogućnostima i nedovoljno razvijenoj tehnologiji infrastrukture.

U mnogim drugim zemljama u razvoju jedan od otvarača vrata za institucionalne investitore su direktne strane investicije poput EBRD-a, EIF-a i Međunarodne finansijske korporacije (IFC).

Za privlačenje sredstava rizičnog kapitala u Bosnu i Hercegovinu neophodno je poboljšati tržišne uslove zemlje, obezbijediti ekonomski i politički razvoj preduzetničkog i dinamičnog privatnog sektora.

Generalno, sva ova sredstva ulažu kompanije koje moraju dobro poznavati jezik i kulturu zemlje i moraju imati povjerenje u projekte i ljude.

Kompanije iz Bosne i Hercegovine trebale bi biti mnogo proaktivnije međunarodnim tržistima kroz umrežavanje, konferencije i forume, posebno one koje su posvećene početku poslovanja, inovacijama i izgradnji kapaciteta MSP-a.

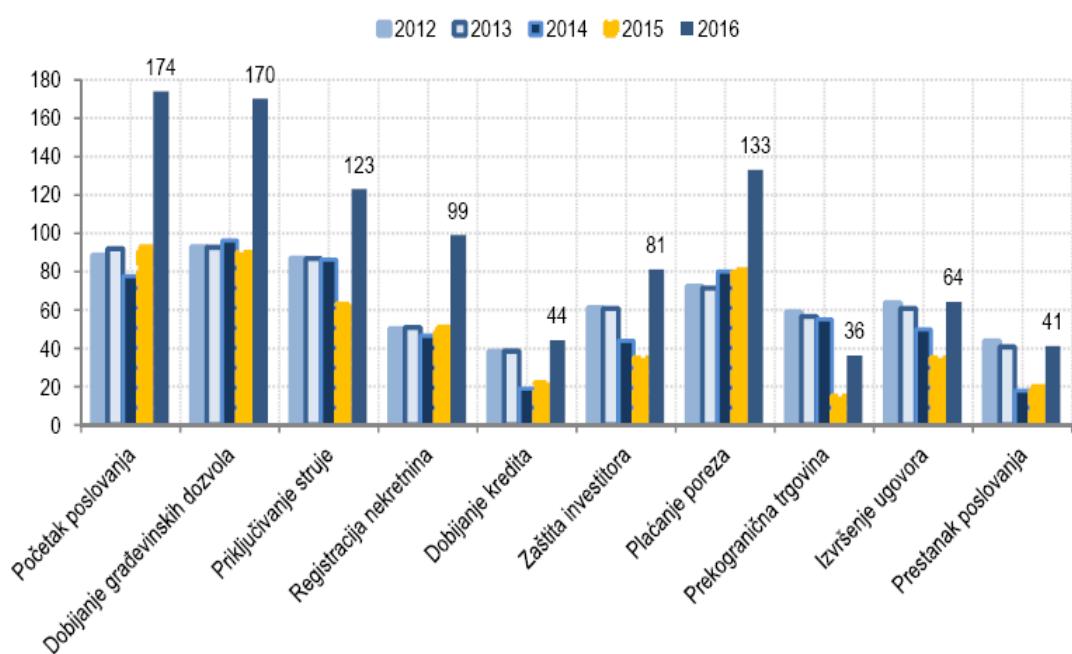
Fondovi rizičnog kapitala imaju tendenciju da investiraju u kompanije sa nezavisnim upravljanjem, koje imaju jaku poziciju na tržištu i one koje su već pokazale pozitivne poslovne rezultate i povrat investicije. Bosna i Hercegovina je prilično mala, multietnička zemlja sa nestabilnom političkom situacijom što nije povoljno za privlačenje stranih fondova rizičnog kapitala.

2.3. Poslovno okruženje u BiH i Srbiji

S obzirom da se investiranje rizičnog kapitala vrši najčešće i u start-ap i u MSP, podaci koji se razmatraju, su podaci o razvoju MSP u BiH i Srbiji. Postoje brojni faktori koji utiču na razvoj i efikasnije poslovanje preduzeća. Najveći uticaj predstavlja poslovno okruženje (ekonomski, pravni, politički, tehnološki faktori), a posebno se ističe administrativna barijera. Poteškoće prilikom otvaranja MSP nepovoljno utiču na potencijalne investitore, te je kreiranje zakonskih okvira za podršku i razvoj preduzetništva ključni faktor.

Npr., da bi jedno preduzeće poslovalo na teritoriji BiH, mora biti registrovano i u Republici Srpskoj i u Federaciji Bosne i Hercegovine što investitorima dodatno otežava sami početak poslovanja. Izvještaj Svjetske banke 2017. godine, za lakoću poslovanja, za period od 2012. do 2016. godine, prikazan je Grafikonom 4.

Grafikon 4: Prikaz poslovanja u BiH

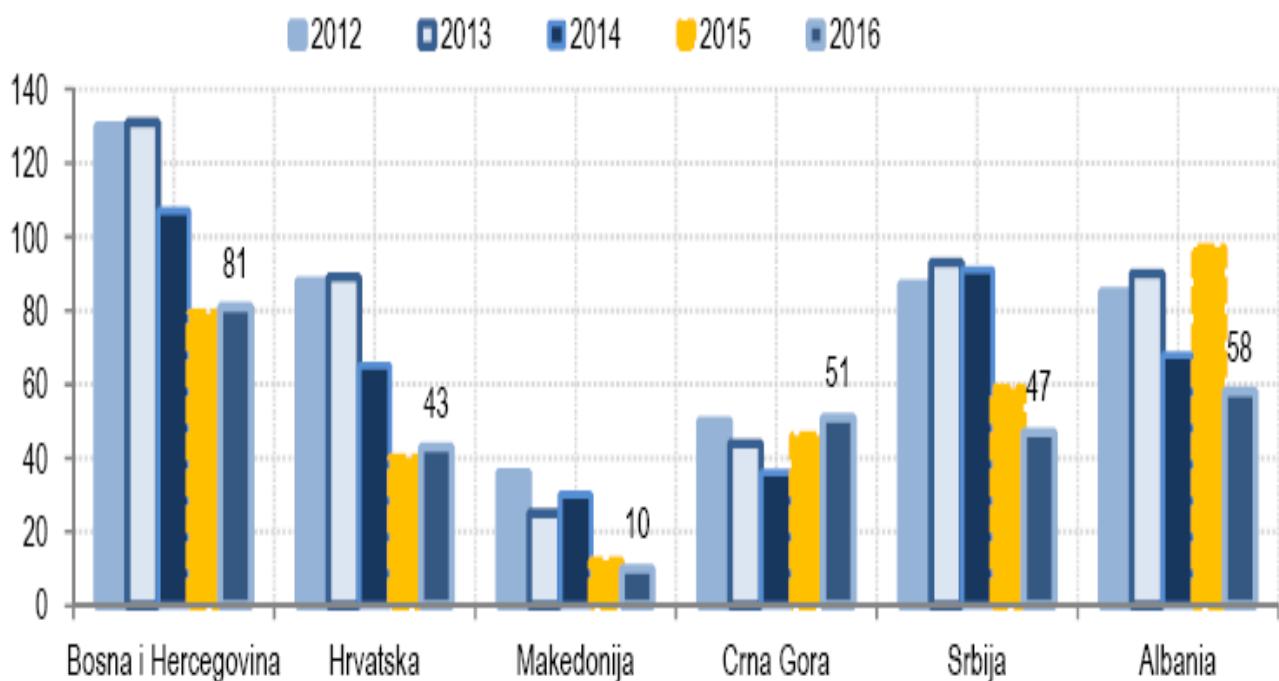


Izvor: Izvještaj Svjetske banke 2017. godine

Kao što možemo vidjeti, sami početak poslovanja i dobijanje građevinske dozvole predstavljaju najveći problem: Svjetska banka navodi da bi preduzeće počelo sa radom u BiH, potrebno je da prođe kroz 12 procedura u trajanju od 62 dana, zatim, za dobijanje građevinske dozvole 15 procedura u trajanju od 179 dana i vrijeme potrebno za pristup električnoj energiji 123 dana. Sve ovo umnogome komplikuje početak poslovanja i odvraća investitore od ulaganja kapitala u BiH budući da je u nekim drugim zemljama ovaj proces znatno jednostavniji.

Na osnovu podataka prema izvještaju Svjetske banke za period od 2012-2016. godine, od 190 zemalja, Srbija zauzima 47. mjesto po uspjehu poslovanja u 2016. godini, dok je prethodne godine bila lošije rangirana za tri pozicije. Bosna i Hercegovina je znatno lošije rangirana i nalazi se na 81. mjestu.

Grafikon 5: Prikaz poslovanja u BiH i Srbiji i zemljama iz okruženja



Izvor: Izvještaj Svjetske banke 2017. godine

Dalje, prema ocjeni o raširenosti korupcije u javnom sektoru i među dužnicima, u 2016. godini obuhvaćeno je 176 zemalja svijeta, a Srbija zauzima 72. mjesto, što je lošija situacija u odnosu na 2015. godinu, kada je bila rangirana na 71. mjestu. Ostvarila je 42 boda (0 predstavlja potpunu korupciju, a 100 bez korupcije).

Tabela 4: Indeks percepcije korupcije BiH i zemalja komparatora

DRŽAVA	2016	CPI 2015	RAZLIKA U RANGU	POZICIJA 2016.	POZICIJA 2015	RAZLIKA U POZICIJI
HRVATSKA	49	51	-2	55	50	-5
CRNA GORA	45	44	1	64	61	-3
SRBIJA	42	40	2	72	71	-1
ALBANIJA	39	36	3	83	88	5
BOSNA I HERCEGOVINA	39	38	1	83	76	-7
MAKEDONIJA	37	42	-5	90	66	-24

Izvor: Transparency International BiH, 2017.

Prema Istraživanju "Transparency Internationala" za 2016. godinu BiH je u 2016. godini dobila ocjenu 39 na skali od 0-100, gdje je 0 najviši nivo percipirane korupcije, dok 100 predstavlja najniži nivo. Prema ovom Indeksu BiH je na 83. mjestu od ukupno 176 zemalja uključenih u istraživanje. Poredeći rezultate prethodnih godina, gdje se ocjene kreću od 42 za 2012. i 2013. godinu što je bila najviša ocjena u ovom periodu, pa do 38 za 2015. godinu i 39 za 2016. godinu, vidljivo je da nije ostvaren napredak. Za razliku od BiH, Srbija je u 2016. godini dobila ocjenu 42 i zauzela 72. poziciju.

2.4. Indeks atraktivnosti ulaganja u BiH i Srbiji

VCPE (*Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index*) indeks je indeks atraktivnosti neke zemlje za ulaganje u rizični kapital, i na osnovu njega se sačinjava rang lista atraktivnosti koja sluši kao vodilja ulagačima koji planiraju uložiti svoj kapital u toj zemlji.

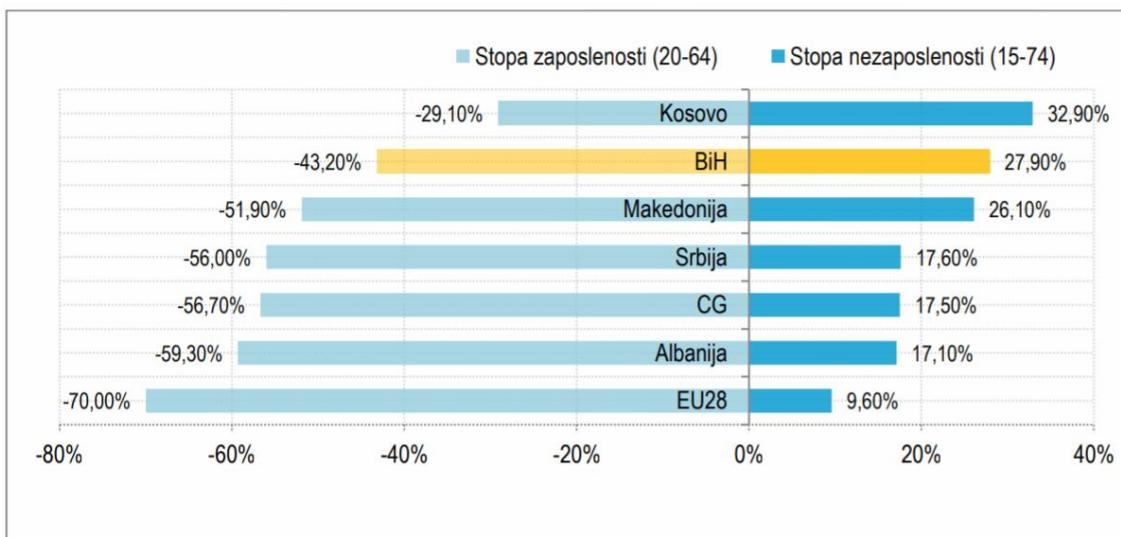
Da bi se izračunala atraktivnost neke zemlje za ulaganje, pomoću VCPE indeksa, mora se analizirati šest elemenata:

- 1) Ekonomска atraktivnost
- 2) Dubina tržišta kapitala
- 3) Oporezivanje
- 4) Zaštita ulagača
- 5) Socijalno okruženje
- 6) Preduzetnička kultura i poslovne mogućnosti. (*Groth i sar., 2016*)

Ekonomска atraktivnost daje informacije o razvijenosti privrede jedne zemlje, zaposlenosti i preduzetničkim aktivnostima. Za izračunavanje indeksa ekonomске vrijednosti, koriste se sljedeći faktori: nezaposlenost, veličina privrede po iznosu BDP-a, srednjeročni rast realnog BDP-a. Ekonomска atraktivnost daje informacije investitorima o veličini privrede, preduzetničkim aktivnostima i broju zaposlenosti. Povećanjem broja zaposlenosti se povećava i razvoj privrede, a samim tim država postaje atraktivnija za ulaganje.

Na sledećem grafiku prikazana je stopa zaposlenosti, odnosno nezaposlenosti u zemljama regionala i u Evropskoj Uniji.

Grafikon 6: Stopa zaposlenosti(20-64) i stopa nezaposlenosti (15-74) u BiH, Srbiji, zemljama regionala i Evropskoj Uniji za 2016.godinu



Izvor: EUROSTAT

Dalje, dubina tržišta kapitala predstavlja izlaz iz ulaganja, koje je već preduzeto, a takođe predstavlja i ostvarivanje stope povrata u slučaju dobro razvijenog tržišta kapitala. Ulaganje u kapital će se vršiti samo onda kada je investitor siguran da će pri izlazu iz investicije ostvariti dobru zaradu.

Faktori koji se uzimaju u obzir pri izračunavanju indeksa su: veličina berze, sofisticiranost finansijskog tržišta, bankarski krediti i ukupni bruto krediti. Ako je vrijednost indeksa niska, onda je mogućnost ostvarivanja stope povrata na uloženi kapital veoma mala, te je država manje atraktivna.

Oporezivanje je najbitnije kod start-ap preduzeća. Oporezivanje ne predstavlja tako bitan element, jer se ispostavilo da neke zemlje imaju visoke stope poreza, ali bez obzira na to, i visok procenat ulaganja rizičnog kapitala. Faktori koji se najviše razmatraju pri određivanju indeksa atraktivnosti su poreske olakšice i administrativna opterećenja. Ako su česte promjene poreznih opterećenja ili porast administrativnih opterećenja, onda vrijednost indeksa opada.

Zaštita ulagača je jako bitan element. Ovdje je jako bitno da su dobro razvijeni zakonski i pravni okvir, koji štite investitore rizičnog kapitala. Logično je da ako se investitori ne osjećaju zakonom zaštićeni, da neće ni izvršiti ulaganja. Faktori koji se koriste pri određivanju indeksa atraktivnosti su korporativno upravljanje i sigurnost imovinskih prava kao i kvalitet u provođenju zakona.

Socijalno okruženje, kao što su visoka stopa nezaposlenosti, korupcija, siva ekonomija, itd, takođe predstavlja bitan faktor za investitore. Faktori koji su bitni za određivanje indeksa atraktivnosti su obrazovanje, ljudski kapital, korupcija.

Preduzetnička kultura i poslovne mogućnosti predstavljaju najvažniji faktor za određivanje atraktivnosti neke zemlje. Inostrane investitore privlače preduzete investicije i patenti. Visok procenat realizovanih investicija i patenata predstavlja ključni faktor za nova investiranja i investitore. Faktori koji su najbitniji za izračunavanje indeksa atraktivnosti su: inovacije, naučni i tehnički članci časopisa, lakoća pokretanja i upravljanja preduzeća, kao i zatvaranje preduzeća.

U Tabeli 5 je prikazan indeks atraktivnosti BiH i Srbije i zemalja iz okruženja u 2016. godini.

Tabela 5: VCPE indeks atraktivnosti BiH i Srbije i zemalja iz okruženja

Država	Rang	VCPE indeks	Ekonomска atraktivnost	Dubina tržišta kapitala	Porezno opterećenje	Zaštita ulagača	Socijalno okruženje	Poslovne mogućnosti
BiH	98	32,9	53,6	16,8	72,9	48,5	34,6	41,4
Hrvatska	80	46,0	71,5	27,9	105,1	59,1	39,3	56,8
Makedonija	73	47,5	53,7	26,6	103,0	68,5	62,5	58,1
Srbija	77	46,1	63,5	34,7	77,6	49,3	43,0	51,1
Crna Gora	82	44,8	64,4	25,1	94,7	66,3	53,0	49,7

Izvor: Rad autora prema Groh i sar.

U tablici možemo vidjeti potvrdu navedenoga i detaljniji prikaz po kategorijama VCPE indeksa. Makedonija je najatraktivnija i ima visoke vrijednosti kategorija ekonomske atraktivnosti, dubine tržišta, oporezivanje, zaštita ulagača, socijalno okruženje i poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti. Slijedi Srbija na 77. mjestu. Ako se analiziraju podaci po elementima atraktivnosti, najviša vrijednost je kod poreskog opterećenja (u BiH iznosi 72,9, a u Srbiji 77,6). Najniža vrijednost indeksa je kod dubine tržišnog kapitala (u BiH iznosi 16,8, a u Srbiji 34,7).

Ako se osvrnemo na grafik koji prikazuje stope zaposlenosti i nezaposlenosti vidimo da rezultati, odnosno indeksi ekonomske atraktivnosti nisu iznenađujući. Vidimo da je zaposlenost odnosno nezaposlenost stanovništva usko povezana sa ekonomskom atraktivnošću zemlje. Što je stopa zaposlenosti veća, odnosno stopa nezaposlenosti manja, to je država atraktivnija i privlačnija stranim investitorima.

Poređenja radi, navodimo VCPE indekse atraktivnosti 10 najbolje plasiranih zemalja svijeta prikazanih u narednoj tabeli.

Tabela 6: VCPE indeks najbolje rangiranih zemalja svijeta

Država	Rang	VCPE indeks
SAD	1	100
Velika Britanija	2	94.4
Kanada	3	92.6
Hong Kong	4	91.2
Japan	5	91.2
Singapur	6	90.7
Australia	7	90.2
Njemačka	8	87.7
Novi Zeland	9	87.2
Danska	10	84.3

Izvor: <https://blog.iese.edu/vcpeindex/>

Kao što smo mogli i očekivati, najveći VCPE indeks i najbolji plasman imaju najrazvijenije zemlje Evrope i svijeta. Zaključujemo da su VCPE indeksi Srbije i BiH daleko od najboljih.

3. ANALIZA USPJEŠNOSTI POSLOVANJA PREDUZEĆA

“Upitnik je mjerni instrument sastavljen od pitanja ili stavova koja se ispitaniku u kineziološkim istraživanjima predstavljaju na pogodan način (u pisanoj formi na papiru, na računaru) ili kao intervju koji je standardizovan skupom pitanja u štampanom obliku. Konstruiše se prema problematici i namjeni, a služi za ispitivanje stavova i preferencija u anketnim istraživanjima.”¹⁴

Osim analiziranja bilansa stanja, izvršeno je anonimno anketiranje preduzetnika koji su tek počeli sa preduzetništvom, kako bi se dobio uvid u analizu uspješnosti poslovanja preduzeća. Tehnikom slučajnog uzorka odabrali smo ukupno 15 preduzetnika. Sedam iz BiH i osam iz RS koji predstavljaju veličinu uzorka. Istraživanje je provedeno od 29.4. do 15.5. 2018. godine. Upitnik je bio ispunjavaju e-mailom. Nije bila ni jedna situacija zatvaranja odnosno nezavršavanja jednom započetog/otvorenog upitnika od strane ispitivanih poslodavaca, što znači da je autorov fokus na zanimljivosti upitnika, jasnoći postavljanja pitanja i eliminaciji onih pitanja koja bi mogla zbuniti ispitanike – uspješno obavljen. Upitnik se sastojao od ukupno 5 pitanja.

Nakon metode pribavljanja podataka, za metodu obrade i prezentacije podataka je primijenjen statistički program izrađen u Microsoft office excel 2007. Potrebne analize su izračunavanje procentualnih odgovora, i primjena deskriptivne statistike..

Na osnovu dobijenih rezultata je utvrđeno na koje probleme su naišli pri pokretanju biznisa.

U nastavku se daje pregled analize anketnog upitnika, odnosno pregled odgovora ispitanih poslodavaca.

Tabela 7: Ulaganje rizičnog kapitala

1) Da li znate za finansiranje ulaganjem rizičnog kapitala?

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	DA	15	100.0	100.0	100.0

Izvor: Rad autora

Svi ispitanici su odgovorili da su upoznati sa pojmom rizičnog kapitala, a rezultati su dati u Tabeli 7. Dakle, svih 7 firmi iz BiH upoznato je sa pojmom rizičnog kapitala, kao i svih 8 firmi iz Srbije.

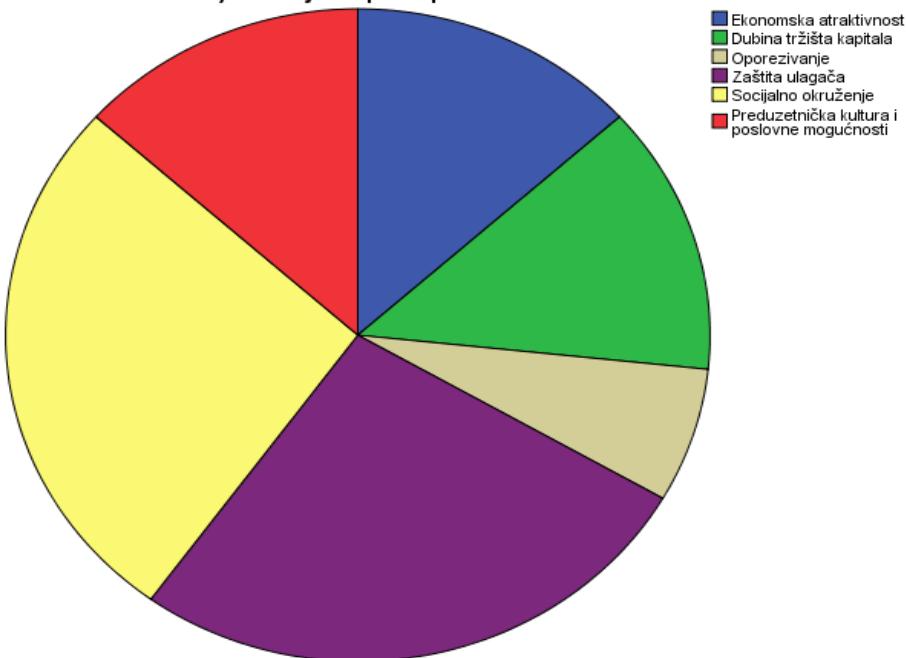
¹⁴ https://krneta.in.rs/images/Fajlovi/Predavanja/Ankete_i_skale_stavova.pdf; (26.7.2018; 18:23h)

*Tabela 8: Lakoća poslovanja***2) Da li ste zadovoljni lakoćom poslovanja?**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	NE	15	100.0	100.0	100.0

Izvor: Rad autora

Što se tiče lakoće poslovanja, niko od ispitanika iz BiH i Srbije nije zadovoljan istom. Dakle, i BiH i Srbija bi morale mnogo da se angažuju da bi olakšali početnu fazu pokretanja preduzetništva.

*Grafikon 7: Šta je najveći problem za ino investitore?***3) Šta najviše pravi problem ino investitorima?***Izvor: Rad autora*

Što se tiče atraktivnosti poslovanja, u Srbiji i BiH, došlo se do sljedećih zaključaka:

Da je ekonomski atraktivnost glavni problem za inostrane investitore smatra 13,3% preduzetnika.

Sa druge strane, 13,3% preduzetnika smatra da je ipak dubina tržišnog kapitala najveći problem za ino investitore.

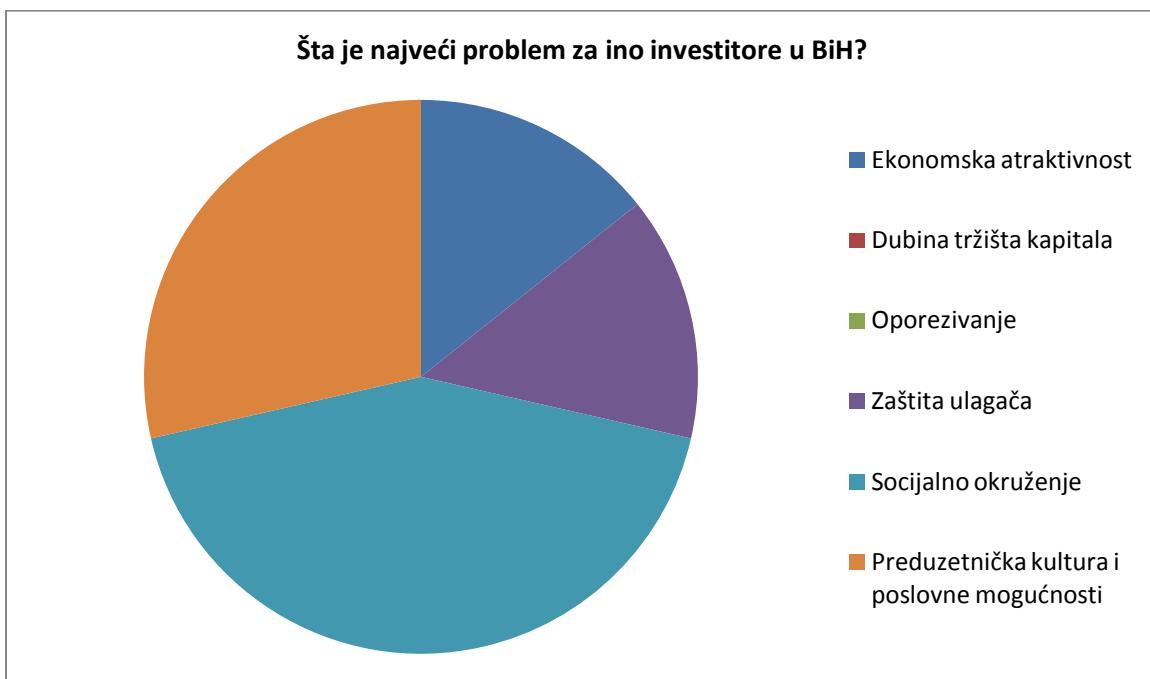
Dok 6.7% ispitanika smatra da je oporezivanje najveći problem i glavna prepreka inostranim investitorima.

Zaštita ulagača, kao i socijalno okruženje, na osnovu podataka ankete, predstavlja ključni problem za ino investitore, da se odluče investirati u inovativna preduzeća. Čak 26.7% ispitanika tvrdi da su to glavni problemi.

Na Grafikonu 7 se vidi da je, kao i za ekonomsku atraktivnost i dubinu tržišnog kapitala, takođe i za preduzetničku kulturu i poslovne mogućnosti, isti rezultat analiziranja, 13,3%.

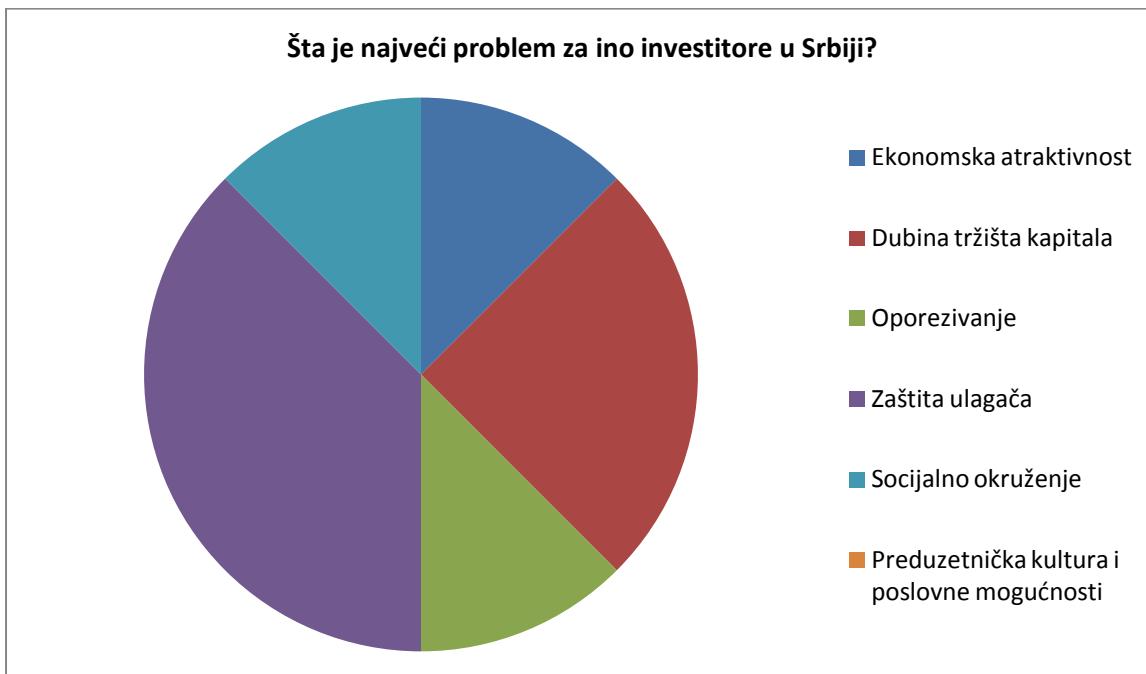
Ako sada pojedinačno po zemljama razmotrimo ovo pitanje, dobićemo sledeći rezultat.

Grafikon 8: Šta je najveći problem za ino investitore u BiH?



Izvor: Rad autora

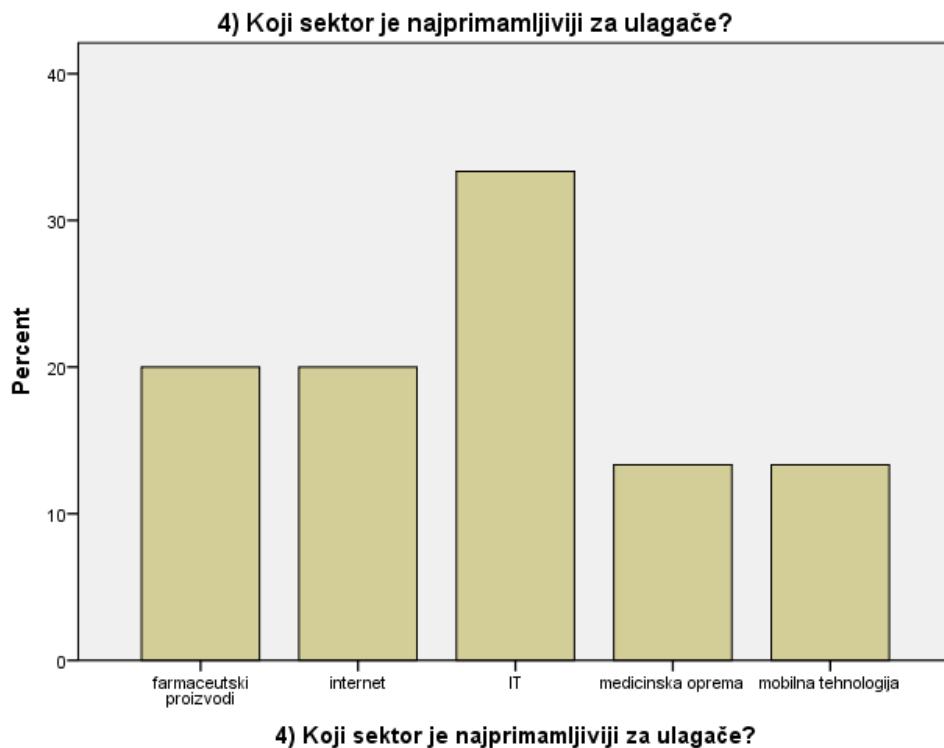
Kao što možemo vidjeti sa grafikona 8, niko od ispitanika iz BiH ne smatra da strane investicije u njihovoј zemlji koči oporezivanje i dubina tržišta kapitala. Njih 42,8% kao glavnu prepreku stranih investicija u BiH vide u socijalnom okruženju, dok njih 28,6% smatra da je problem preduzetnička kultura i poslovne mogućnosti. Sa druge strane, isti broj ispitanika, njih 14,3% smatra da je glavni problem ekonomski atraktivnost i zaštita ulagača

Grafikon 9: Šta je najveći problem za ino investitore u Srbiji?

Izvor: Rad autora

Sa preduzetništvom u Srbiji je malo drugačija situacija. Preduzetnici u ovoj zemlji smatraju da je zaštita ulagača najveći nedostatak koji sprečava strana ulaganja, i tog je mišljenja njih 42,8%. 25% ispitanika smatra da je prepreka dubina tržišta kapitala, dok je po 14,3% ispitanih mišljenja da je glavni problem ekonomski atraktivnost, oporezivanje i socijalno okruženje. Zanimljivo je da niko od ispitanika iz Srbije ne smatra da su preduzetnička kultura i poslovne mogućnosti glavni uzrok manjka stranih ulaganja.

Ako uporedimo odgovore preduzetnika iz BiH i preduzetnika iz Srbije uočavamo da je ključna razlika u tome što Bosanskohercegovački preduzetnici, za razliku od Srbijanskih, smatraju da je problem stranih ulaganja socijalno okruženje, kao i preduzetnička kultura i poslovne mogućnosti. Kada se osvremo na sistem uređenja Bosne i Hercegovine i sistem uređenja Srbije, kao i na stopu zaposlenosti jedne i druge zemlje, onda ovakav rezultat ne iznenađuje. Još jedna zanimljiva razlika jeste to što Srbijanski preduzetnici, za razliku od Bosanskohercegovačkih problem vide u oporezivanju. Budući da je stopa poreza u Srbiji nešto malo veća od stope poreza u BiH onda je i ova razlika očekivana.

Grafikon 10: Sektor ulaganja

Izvor: Rad autora

Na Grafikonu 10 su prikazani rezultati odgovora na pitanje koji sektor je najprivlačniji investitorima. Većina anketiranih smatra da IT sektor najviše zanima investitore, kao što smo mogli i očekivati. Podjednako vlada zainteresovanost za farmaceutske proizvode i internet, a najmanja zainteresovanost je za medicinsku opremu i mobilnu tehnologiju.

Gledano pojedinačno na ulaganja u BiH i ulaganja u Srbiji rezultati su gotovo identični. Jedina razlika jeste to što su ulagači u BiH blagu prednost dali ulaganju u farmaceutsku industriju u odnosu na medicinsku opremu, dok je u Srbiji obratno.

Tabela 9: Izvor finansiranja

4) Izvor finansiranja

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	rizični kapital	3	20.0	20.0	20.0
	lična finansijska sredstva	1	6.7	6.7	26.7
	kredit	3	20.0	20.0	46.7
	nešto drugo	8	53.3	53.3	100.0
	Total	15	100.0	100.0	

Izvor: Rad autora

Što se tiče izvora finansiranja, ulaganjem rizičnog kapitala je 20%, odnosno troje anketiranih pokrenulo preduzetničke aktivnosti. Lična finansijska sredstva je imao samo jedan od anketiranih preduzetnika, što je 6,7% anketiranih. Dalje, kredit, kao izvor finansiranja, su koristili takođe 20% ispitanika, dok je čak 53,3%, odnosno 8 anketiranih, izjasnilo se da je nešto drugo bilo izvor finansiranja njihovog biznisa.

Poređenja radi, ove podatke ćemo prikazati i pojedinačno po zemljama. To nam daje sledeća tebela.

Tabela 10: Izvor finansiranja u BiH i u Srbiji-poređenje

Način finansiranja	Frequency (BiH)	Percent (BiH)	Frequency (Srbija)	Percent (Srbija)
Rizični kapital	1	14.3	2	25
Lična finansijska sredstva	0	0	1	12.5
Kredit	2	28.6	1	12.5
Nešto drugo	4	57.1	4	50

Kao što možemo vidjeti iz tabele 10, način finansiranja u BiH i u Srbiji je dosta sličan. Zanimljivo je da su preuzeća iz BiH više koristila kredit kao način finansiranja, iako Srbija ima nešto povoljniju efektivnu kamatnu stopu, u prosjeku nižu za 0.22. Sa druge strane, Srbija ima više finansiranja rizičnog kapitala što nam ukazuje, na osnovu datog uzorka, da je rizični kapital malo više prisutniji u Srbiji nego u Bosni i Hercegovini.

Uzimajući u obzir sva ova razmatranja možemo zaključiti da su način i lakoća poslovanja u Srbiji i način i lakoća poslovanja u BiH dosta slični, kao i ukupna ekomska situacija.

4. PRISUTNOST RIZIČNOG KAPITALA U BIH I SRBIJI

Iako je na području Zapadnog Balkana tržište rizičnog kapitala dosta nerazvijeno, ipak postoje kompanije koje su se razvile upravo ovim načinom ulaganja. Uglavnom se radi o MSP, koja su nakon ulaganja rizičnog kapitala postala akcionarska društva.

U BiH su to „Fratello Trade“ a.d. i Fabrika cementa „Lukavac“ a.d.

U Srbiji su među poznatijim „Imlek“ a.d. i „Bambi“ a.d.

4.1. Bilans stanja „Fratello Trade“ a.d.

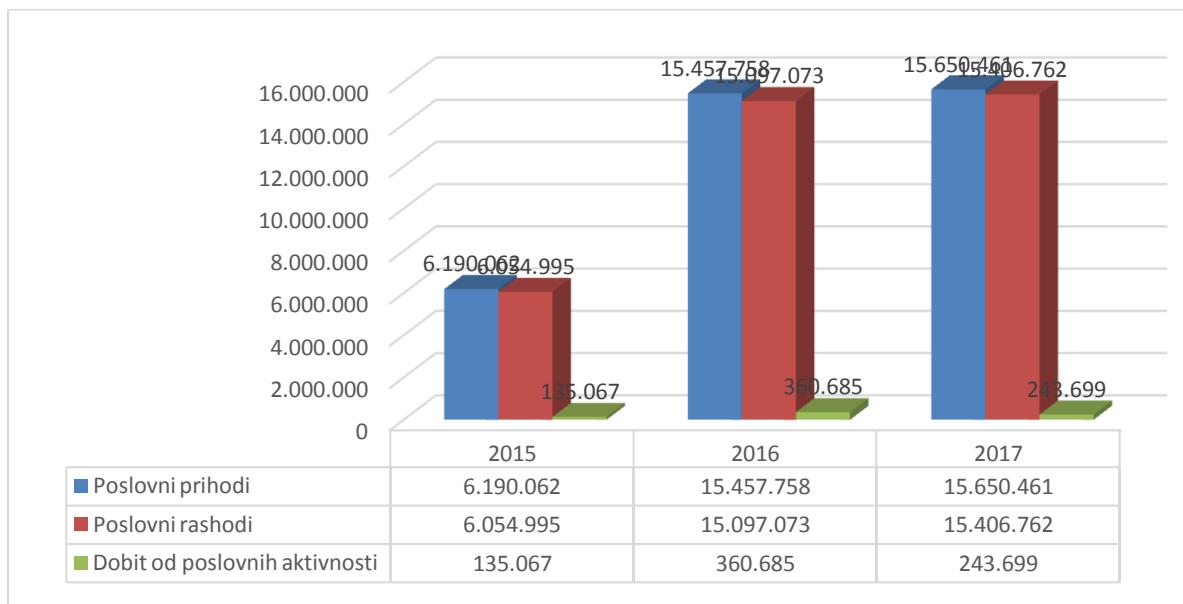
„Fratello Trade“ a.d. svoju prednost vidi u najkompletnijem asortimanu ribljih proizvoda u odnosu na konkurenciju. „Fratello Trade“ a.d. je kao samostalno preduzeće počelo sa radom 27.12.2000. godine, dok je 2002. godine postalo mješovito preduzeće kupovinom od 30% akcija od strane pravnog lica van BiH, „Horizonte Enterprise Development company B.V.“ Holandija sa sjedištem u Beču. „Fratello Trade“ a.d. je prva privatna kompanija u BiH koja je kroz postupak inicijalne javne ponude na Banjalučkoj berzi prikupila dodatni kapital za razvoj, te njenu akcionarsku strukturu čini više od 100 akcionara. Roba se nabavlja sa svih kontinenata, a plasira se na tržište BiH.

Tabela 11: Bilans uspjeha „Fratello Trade“ a.d

Fratello Trade a.d.	2015	2016	2017	2015-2016	2016-2017	2015-2017
Poslovni prihodi	6,190,062	15,457,758	15,650,461	59.95	1.23	60.45
Poslovni rashodi	6,054,995	15,097,073	15,406,762	59.89	2.01	60.70
Dobit od poslovnih aktivnosti	135,067	360,685	243,699	62.55	-48.00	44.58
Gubitak od poslovnih aktivnosti	0	0	0			
Finansijski prihodi	292	7,683	11,133	96.20	30.99	97.38
Finansijski rashodi	108,249	165,778	220,404	34.70	24.78	50.89
Dobit od finansijskih aktivnosti						
Gubitak od finansijskih aktivnosti						
Dobit redovne aktivnosti	27,110	86,604	151,414	68.70	42.80	82.10
Gubitak redovne aktivnosti	0	0	0			
Ostali prihodi	0	7,689	4,391	100.00	-75.11	100.00
Ostali rashodi	25,023	71,471	105,719	64.99	32.40	76.33
Neto dobit perioda	6,190,354	15,673,890	11,473,453	60.51	-36.61	46.05
Neto gubitak perioda	6,188,267	15,644,011	11,423,196	60.44	-36.95	45.83

Izvor: Rad autora prema podacima www.sase.ba

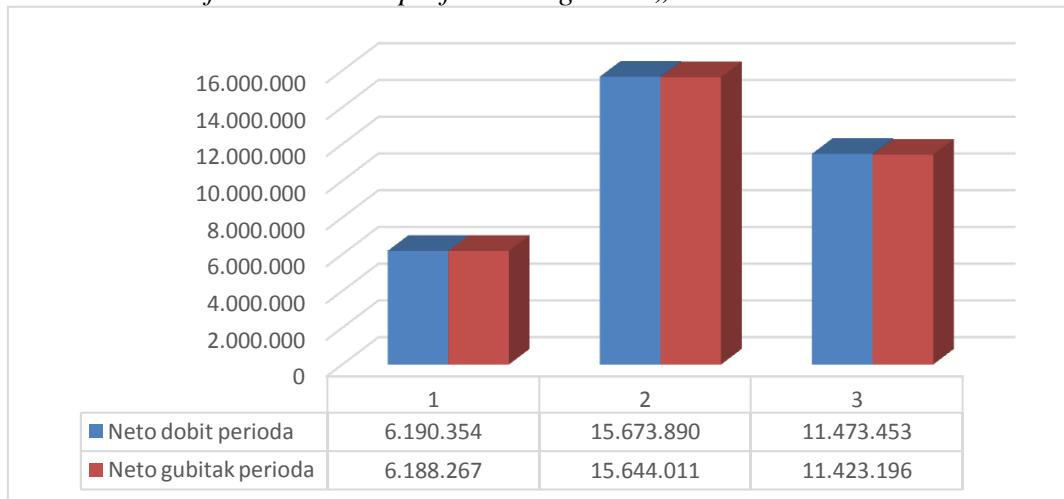
Grafikon 11: Bilans uspjeha, poslovni prihodi, poslovni rashodi i dobit od poslovnih aktivnosti „Fratello Trade“ a.d.



Izvor: Rad autora prema podacima www.sase.ba

Kompanija „Fratello Trade“ a.d. u 2016. godini imala je povećanje prihoda od 59,95% u odnosu na prethodnu godinu, a istovremeno dolazi i do povećanja rashoda. Ovo je posljedica značajnih ulaganja kompanije u otvaranju distributivnih centara u Sarajevu i Tuzli što dovodi do značajnog povećanja prometa. Vidimo da dolazi do povećanja i ostalih prihoda u iznosu 100% što je posljedica puštanja u rad solarne elektrane i njeno priključenje na elektroenergetski sistem. Ulaganje u solarnu elektranu u istom vremenskom periodu utiče i na povećanje ostalih rashoda u iznosu od 64,99%. U 2015. godini kompanija je ostavarila čist profit od 2087 KM dok za 2016. godinu on iznosi 29,897 KM, što je povećanje za preko 14 puta. U 2017. godini zbog lošeg poslovanja dolazi do zatvaranje jedne poslovne jedinice kompanije Fratello Trade a.d., pa kao posledicu toga imamo pad dobiti od poslovne aktivnosti od 48% kao i pad neto dobiti od 36,61%, a istovremeno dolazi i do smanjenja neto gubitaka od 36,95% tako da je čist profit za 2017. godinu 50,257 KM. Budući da je navedena poslovna jedinica loše poslovala, te imala više gubitaka nego profita, njeno zatvaranje u 2017.godini rezultiralo je smanjenjem prometa ali i povećanjem čistog profita što je posledica smanjenja rashoda.

Grafikon 12: Neto profit i neto gubici „Fratello Trade“ a.d



Izvor: Rad autora prema podacima www.sase.ba

Prepreka ostvarenju većeg profita je velika konkurenca firmi iz EU koji su i svojim kapitalom i proizvodnim kapacitetima mnogo jače pozicionirane na tržištu EU. Još jedan od negativnih aspekata koji utiču na usporenje prihoda kompanije je neuređena finansijska politika i klima u državi koja sprječava i odvraća ulagače u kupovini akcija prve i jedine firme u BiH koja je izašla na berzu. Time je smanjena mogućnost priliva svježeg kapitala i povećanje vrijednosti kompanije.

4.2. Bilans stanja Fabrike cementa „Lukavac“ a.d.

Fabrika cementa „Lukavac“ a.d. posluje još od 1969. godine. U periodu od 1992. - 1996. godine proizvodnja se odvijala povremeno, po potrebama tržišta. Kontinuirani proces proizvodnje je počeo 1996. godine, a u oktobru 2001. godine potpisana je ugovor o privatizaciji između agencije za privatizaciju Tuzlanskog kantona i austrijske kompanije ALAS Baustoffproduktions AG, te austrijska kompanija postaje većinski vlasnik sa 51% vlasništva, a takođe je 2002. godine fabrika notirana na sarajevskoj berzi SASE. Do 2009. godine je izvršena modernizacija fabrike, dok je 2012. godine od ministarstva okoliša i turizma FBiH fabrika dobila dozvolu za korištenje alternativnih goriva.

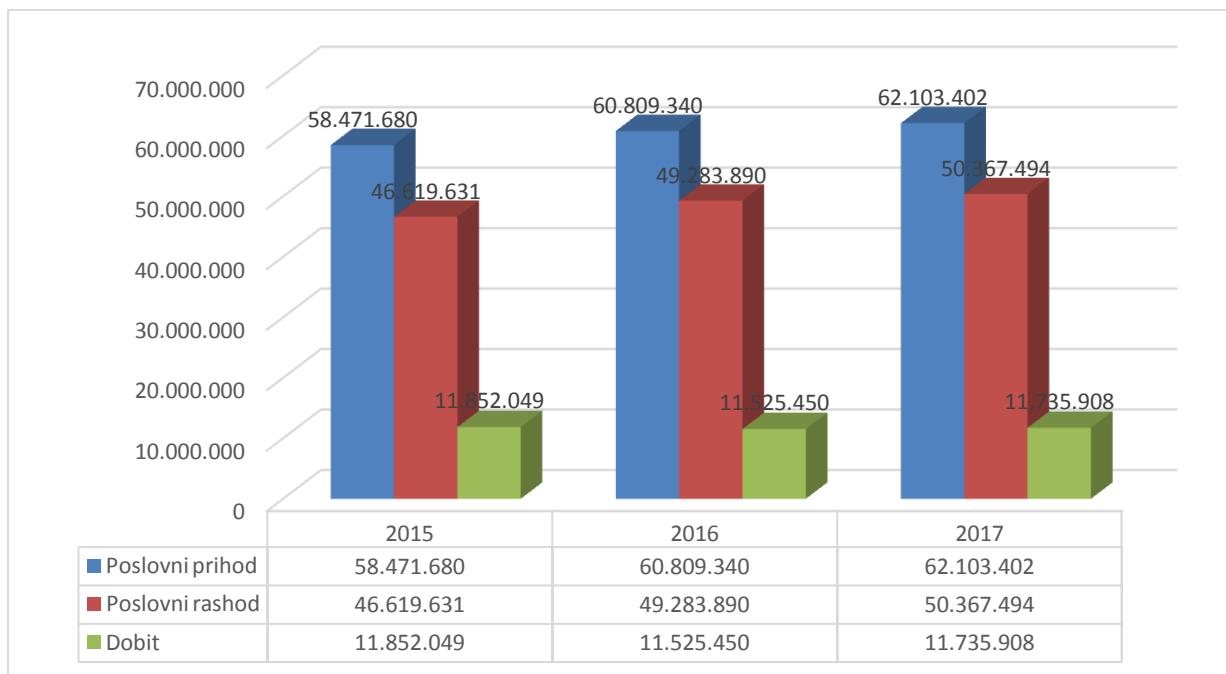
Tabela 12: Bilans uspjeha Fabrike cementa „Lukavac“

Fabrika cementa Lukavac	2015	2016	2017	2015-2016	2016-2017	2015-2017
Poslovni prihodi	58,471,680	60,809,340	62,103,402	3.84	2.08	5.85
Poslovni rashodi	46,619,631	49,283,890	50,367,494	5.41	2.15	7.44
Dobit od poslovnih aktivnosti	11,852,049	11,525,450	11,735,908	-2.83	1.79	-0.99
Gubitak od poslovnih	0	0	0			

aktivnosti						
Finansijski prihodi	152,943	12,152	17,566	-1158.58	30.82	-770.68
Finansijski rashodi	1,259,639	1,055,724	930,068	-19.32	-13.51	-35.44
Dobit od finansijskih aktivnosti	0	0	0			
Gubitak od finansijskih aktivnosti	1,106,696	1,043,572	912,502	-6.05	-14.36	-21.28
Dobit redovne aktivnosti	10,745,353	10,481,878	10,823,406	-2.51	3.16	0.72
Gubitak redovne aktivnosti	0	0	0			
Ostali prihodi	2,188,802	3,022,655	2,015,334	27.59	-49.98	-8.61
Ostali rashodi	625,978	740,797	432,466	15.50	-71.30	-44.75
Neto dobit perioda	12,298,725	12,744,199	12,351,040	3.50	-3.18	0.42
Neto gubitak perioda	0	0	0			

Izvor: Rad autora prema podacima www.sase.ba

Grafikon 13: Bilans uspjeha, poslovni prihodi, poslovni rashodi i dobit od poslovnih aktivnosti Fabrika cementa „Lukavac“ a.d.

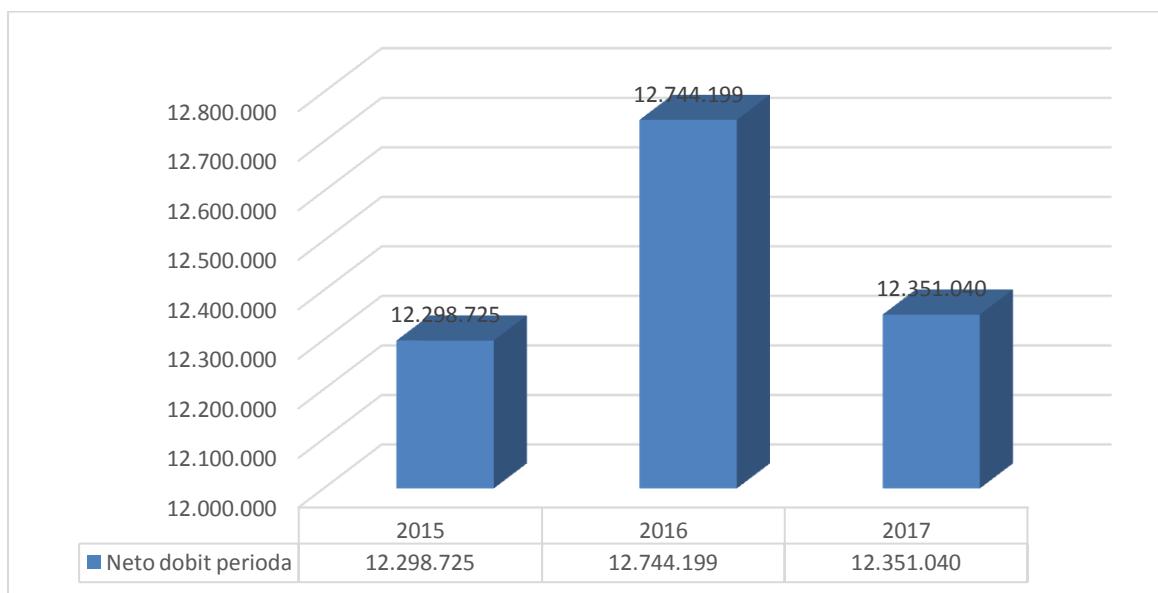


Izvor: Rad autora prema podacima www.sase.ba

Iz tabele 12 i sa grafikona 13 možemo zaključiti da Fabrika cementa „Lukavac“ a.d. ima stabilan izvor dobiti. Sa grafikona možemo uočiti pad poslovne dobiti u 2016. godini u odnosu na 2015. godinu od 2,83 % uslijed povećanja rashoda od 5,41% u 2016. godini. Ovakav rezultat možemo protumačiti kao posledicu potpunog obustavljanja proizvodnje zbog

remonta postrojenja, koji se odvijao u prvom kvartalu 2016.godine. Dobit od finansijskih prihoda u 2016. godini se smanjila za 1158,58 % dok su i finansijski rashodi smanjeni za 19,32%. Uzimajući u obzir i ostale finansijske parametre (dabit od finansijskih aktivnosti, rashodi od finansijskih aktivnosti, ostali prihod, ostali rashodi) u 2016.godini nakon proširenja skladišnog kapaciteta i povećanja proizvodnje imamo neto rast prihoda u iznosu od 3,5% u odnosu na prethodnu godinu. U 2017.godini kompanija je najviše skoncentrisana na modernizaciju pogona sa ciljem da obogate prodajni assortiman i plasiraju na tržiste još 6 novih proizvoda, te je neto dobit u 2017. godini pala za 3,18 % u odnosu na 2016. godinu, najviše zbog smanjenja ostalih prihoda u iznosu 49,98%. Gledajući period od 2015. do 2017.godine imamo povećanje dobiti od 0.42% što je rezultat stabilizacije preduzeća nakon mnogobrojnih ulaganja i modernizacije pogona.

Grafikon 14: Neto profit i neto gubici Fabrike cementa „Lukavac“ a.d.



Izvor: Rad autora prema podacima www.sase.ba

Iz analize bilansa uspjeha možemo zaključiti da Fabrika cementa „Lukavac“ a.d. u protekle tri godine ima rast. Rast kompanije se predviđa i u narednim periodima pogotovo kada znamo da su završene tri investicione faze koje su u periodu od 2002. do 2017. godine iznosile preko 120.000.000 eura. Ovim investicijama modernizovani su proizvodni pogodni po najvišim standardima i povećani proizvodni kapaciteti koji će doprinjeti širenju na EU tržiste. Trenutni plasman proizvoda najvećim dijelom se vrši na domaće tržiste koje je u proteklom periodu u značajnom porastu.

4.3. Bilans stanja „Imlek“ a.d.

Fabrika „Imlek“ a.d. osnovana je 1953.godine u Beogradskoj opštini Palilula gdje joj je i danas sjedište, a trenutno je najveća kompanija za proizvodnju mlijeka i mlječnih proizvoda u Srbiji i regionu. Bavi se proizvodnjom svježeg mlijeka, jogurta i mlječnih prerađevina. U Srbiji postoje tri proizvodna pogona: u Padinskoj Skeli, Subotici i Nišu. U BiH i u Makedoniji

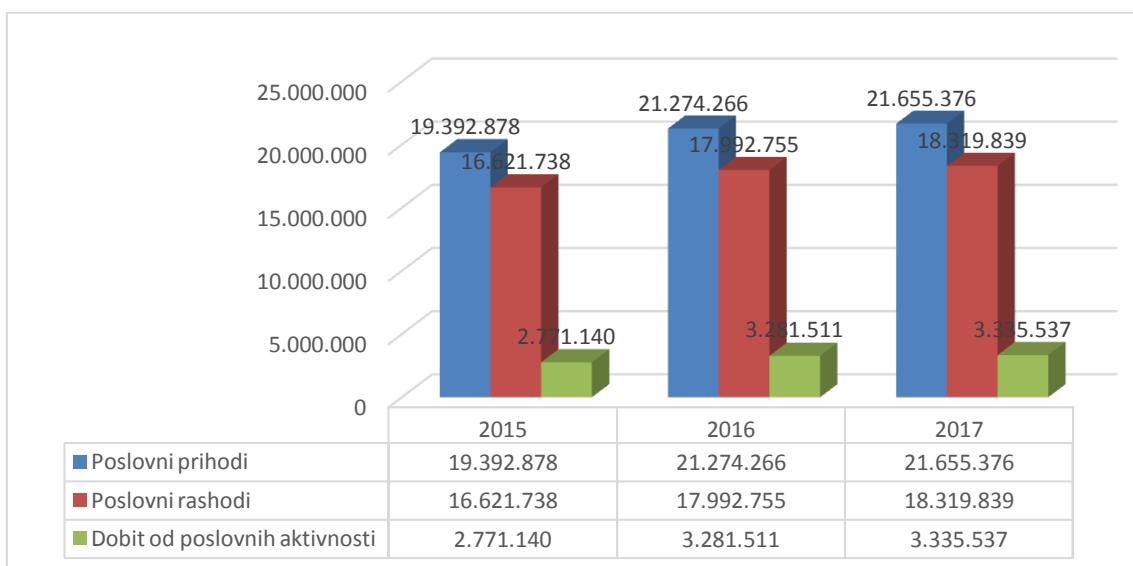
takođe ima svoje pogone. U periodu od 2003. do 2004. godine „Imlek“ je kupio investicioni fond „Salford“, zatim je 2010. godine investicioni fond „Denjub“ fuds postao vlasnik 80% akcija, dok je od 2015. godine kompanija Imlek u većinskom vlasništvu fonda „Mid Evropa“.¹⁵

Tabela 13: Bilans uspjeha „Imlek“ a.d.

	2015	2016	2017	2015-2016	2016-2017	2015-2017
Imlek a.d.						
Poslovni prihodi	19,392,878	21,274,266	21,655,376	8.84	1.76	10.45
Poslovni rashodi	16,621,738	17,992,755	18,319,839	7.62	1.79	9.27
Dobit od poslovnih aktivnosti	2,771,140	3,281,511	3,335,537	15.55	1.62	16.92
Gubitak od poslovnih aktivnosti						
Finansijski prihodi	1,005,286	1,450,186	961,135	30.68	-50.88	-4.59
Finansijski rashodi	996,984	1,507,629	1,301,502	33.87	-15.84	23.40
Dobit od finansijskih aktivnosti						
Gubitak od finansijskih aktivnosti						
Dobit redovne aktivnosti						
Gubitak redovne aktivnosti						
Ostali prihodi	195,128	549,175	345,977	64.47	-58.73	43.60
Ostali rashodi	857,655	958,583	750,242	10.53	-27.77	-14.32
Neto dobit perioda	1,946,522	2,670,444	2,971,901	27.11	10.14	34.50
Neto gubitak perioda	0	0	0			

Izvor: Rad autora prema podacima www.imlek.rs

Grafikon 15: Bilans uspjeha, poslovni prihodi, poslovni rashodi i dobit od poslovnih aktivnosti „Imlek“ a.d (Izvor: Rad autora prema podacima www.imlek.rs)

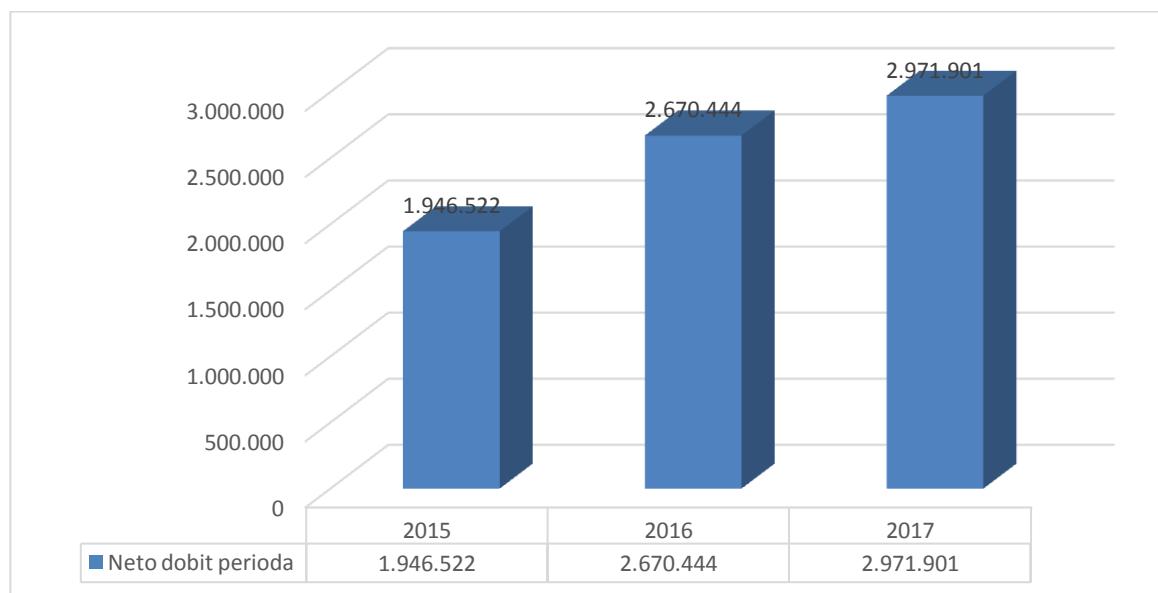


¹⁵ www.imlek.rs

Iz gore navedene tabele i grafikona možemo viditi značajan rast poslovnih prihoda u 2016. godini u odnosu na 2015. i to u iznosu od 8,84%, dok vrijednost poslovnih rashoda za pomenuti period iznosi 7,76% što za posledicu ima povećanje dobiti od poslovnih aktivnosti za 15,55%. Ovakav rast zapravo je rezultat velikih ulaganja koja su započela početkom 2016. godine kada je u različite projekte za unapređenje poslovanja uloženo preko 30 miliona evra čime je pokrenut rast cijelokupne mlječne industrije. Kada gledamo period od 2015. do 2017. godine rezultat ulaganja je bio još vidljiviji jer je dobit od poslovnih aktivnosti povećana za čak 16,92%.

Vidimo da je porast dobiti od poslovnih aktivnosti u 2017. godini u odnosu 2016. godinu 1,62%, što je značajno manje nego kada poređimo odnos izmedju 2015. i 2016. godine. To se može objasniti stabilizacijom tržišta poslije velikih ulaganja u 2016. godini, koja su dovela do povećanja dobiti. Takođe, u 2016. godini na tržište je kompanija lansirala novih 40 proizvoda i proširala svoje poslovanje na zemlje bivše Jugoslavije što je takođe uticalo na povećanje dobiti. Sumirajući sve ovo, možemo zaključiti da je 2016. godina zlatna godina kompanije „Imlek“ a.d., godina u kojoj su ostvarili značajan pomak i dosegli do najvećeg giganta mlječne industrije u cijelom regionu.

Grafikon 16: Neto profit i neto gubici „Imlek“ a.d.



Izvor: Rad autora

Na grafikonu iznad vidimo skok neto profita od 34,50% u periodu od 2015. do 2017. godine, što je odličan prikaz kako je kompanija „Imlek“ a.d. pametno investirala rizična sredstva na širenje svoga tržišta i plasman novih proizvoda iz svoga assortimana.

4.4. Bilans stanja „Bambi“ a.d.

Fabrika „Bambi“ a.d. osnovana je 1967. godine i bavi se proizvodnjom konditorskih i prehrabnenih proizvoda. Koncern posjeduje dvije fabrike „Bambi 1“ i „Bambi 2“. U toku

2006. godine stvoren je Koncern „Bambi – Banat“, a naredne 2007. godine postignuta je rekordna prodaja, uvećana za 16%. U 2015. godini je kompanija „Bambi“ dobila nove vlasnike, investicioni fond „Mid Europa Partners“ iz Londona. Već 2016. godine i kompanija „Banat“ dobija novog vlasnika „Swisslion Takovo“, te dolazi do razdvajanja „Bambija“ i „Banata“. „Bambi“ posjeduje brojne sertifikate, a takođe je i nosilac mnogih nagrada. Najbolji poslovni rezultat je zabilježen u 2010. godini, kada je rast prodaje bio 24,7% a izvoz povećan za 20%. Tokom narednih godina kompanija je uspjela da održi obim prodaje kao prethodnih godina.¹⁶

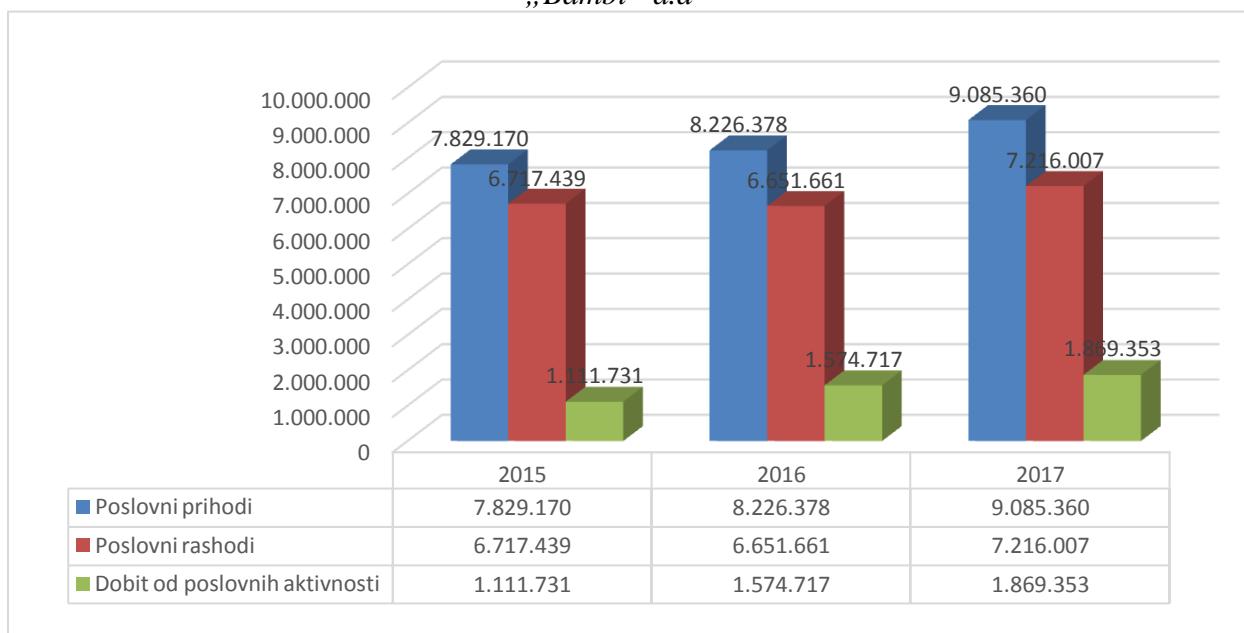
Tabela 14: Bilans uspjeha „Bambi“ a.d.

Bambi a.d.	2015	2016	2017	2015-2016	2016-2017	2015-2017
Poslovni prihodi	7,829,170	8,226,378	9,085,360	4.83	9.45	13.83
Poslovni rashodi	6,717,439	6,651,661	7,216,007	-0.99	7.82	6.91
Dobit od poslovnih aktivnosti	1,111,731	1,574,717	1,869,353	29.40	15.76	40.53
Gubitak od poslovnih aktivnosti						
Finansijski prihodi	203,152	250,657	294,109	18.95	14.77	30.93
Finansijski rashodi	265,635	410,828	142,109	35.34	-189.09	-86.92
Dobit od finansijskih aktivnosti						
Gubitak od finansijskih aktivnosti						
Dobit redovne aktivnosti						
Gubitak redovne aktivnosti						
Ostali prihodi	110,478	82,607	101,617	-33.74	18.71	-8.72
Ostali rashodi	213,874	232,966	132,889	8.20	-75.31	-60.94
Neto dobit perioda	897,929	1,098,494	1,718,238	18.26	36.07	47.74
Neto gubitak perioda	0	0	0			

Izvor: Rad autora prema podacima <https://bambi.rs>

¹⁶ <https://bambi.rs>

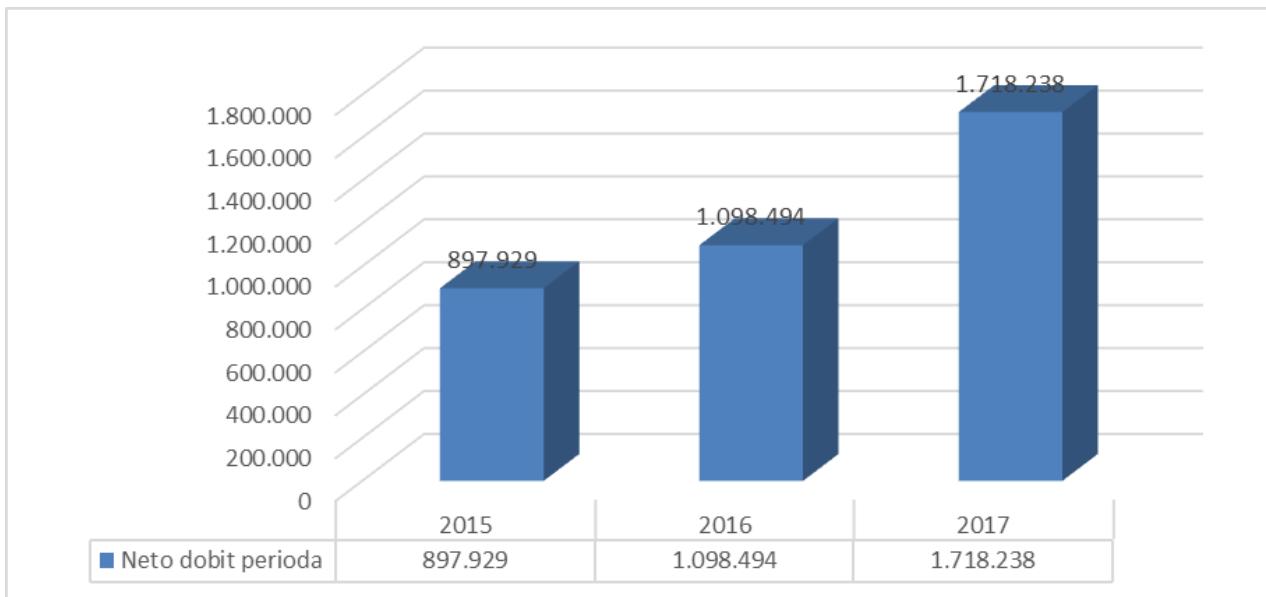
Grafikon 17: Bilans uspjeha, poslovni prihodi, poslovni rashodi i dobit od poslovnih aktivnosti „Bambi“ a.d



Izvor: Rad autora prema podacima <https://bambi.rs>

Kako „Mid Europa Partners“ fond preuzima većinski paket akcija kompanije „Bambi“ a.d., tako sa novim svježim kapitalom i poslovnim odlukama povećava poslovni prihod za 4,83% u 2016. godini u odnosu na 2015. godinu. Takođe, smanjuju se i poslovni rashodi za 0,99% što dovodi do povećanja dobiti od poslovnih aktivnosti za navedeni period za 29,40%. Pozitivan rezultat ogleda se u povećanom izvozu u zemljama regionala i zemljama Evropske Unije budući da su početkom 2016.godine proizvodi kompanije „Bambi“ pronašli put na čak 5 novih tržišta. Ipak, u 2016.godini proizvodi ove kompanije bili su najprodavaniji na domaćem tržištu, gdje bilježe značajan rast u odnosu na 2015.godinu. Trend rasta nastavlja se i u 2017. godini tako da rast dobiti od poslovnih aktivnosti iznosi 40,53% u periodu od 2015. do 2017.godine kada kompanija nastavlja sa dobrom poslovnim odlukama i lansira 3 nova proizvoda na domaće i strano tržište. Jedan od tih proizvoda je i „slana plazma“ koja je na odličan način pronašla put do potrošača, a samo u prve dvije nedjelje od lansiranja proizvoda prodato je milion pakovanja. Uspješne poslovne odluke, povećanje proizvodnje, širenje plasmana robe na tržište Evropske Unije i zemalja bivše Jugoslavije dovode do povećanja neto dobiti u periodu od 2015. do 2017. godine za 47,74%. Takođe, pozitivna finansijska klima u Srbiji, zatim otvaranje tržišta EU i Rusije otvara mogućnosti za dalje širenje i povećanje proizvodnje, a samim tim i profita kompanije „Bambi“ a.d. Širenje tržišta za „Bambi“ a.d. bilo je uslovljeno i usklađivanjem sa uredbama EU koje su ispunjene u 2016. godini, a koje su širom otvorile vrata tržištu Evropske Unije.

Grafikon 18: Neto profit i neto gubici „Bambi“ a.d.



Izvor: Rad autora

4.5 Korelacija između četiri firme

Kao što smo mogli vidjeti u dosadašnjem dijelu rada, od ranije navedenih firmi najviše uspjeha nakon ulaganja rizičnog kapitala imala je srpska firma „Imlek“ a.d. koja je i ranije bila gigant mlječne industrije, a sada je tu poziciju dodatno ojačala. Slijedi je kompanija „Bambi“ a.d. koja je takođe imala značajan rast, dok su bosanskohercegovačke kompanije „Fratello Trade“ a.d. i fabrika cementa „Lukavac“ a.d. bilježile nešto slabiji uspjeh.

Kada je riječ o korelaciji između samih firmi rezultati su prikazani u narednoj tabeli.

Tabela 15: Korelacija profita između firmi (Izvor: Rad autora)

Firme	„Fratello Trade“ a.d.	„Lukavac“ a.d.	„Imlek“ a.d.	„Bambi“ a.d.
„Fratello Trade“ a.d.	1.00	0.655	0.327	0.561
„Lukavac“ a.d.	0.655	1.00	0.413	0.303
„Imlek“ a.d.	0.327	0.413	1.00	0.316*

„Bambi“a.d	0.561	0.303	0.316*	1.00
------------	-------	-------	--------	------

Postojala je značajna statistička korelacija (sa koeficijentom 0.316 koja je značajna na nivou značajnosti 0.01 ($p<0.01$)) između ostvarenog prihoda srpskih firmi „Imlek“ i „Bambi“, kao što smo mogli i očekivati, budući da su obje firme bilježile sličan rast nakon ulaganja rizičnog kapitala. Koeficijent korelacije između firme „Lukavac“ i „Fratelo Trade“ iznosi 0.655 međutim nije pronađena statistički značajna povezanost između ovih firmi. Opravданje ovakvom rezultatu može se kriti u tome što kompanija „Fratelo Trade“ nije na najbolji način iskoristila ulaganje rizičnog kapitala i nije imala najbolje poslovne odluke te je samim tim izostala i planirana dobit, dok je kompanija „Lukavac“ bilježila nešto bolje rezultate. Takođe, nije pronađena statistički značajna povezanost između prihoda srpskih firmi, koje su ostvarile značajan profit, i prihoda bosanskohercegovačkih firmi koje su u istom imale znatno manje uspjeha. Razlozi ovakvog rezultata mogu biti to što su ove firme imale drugačije strategije poslovanja i ulaganja, drugačije tržište i nešto drugačije poslovno okruženje kao i različite poslovne odluke. Takođe, kao jedan od razloga je i to što su srpske firme „Bambi“ i „Imlek“, za razliku od bosanskohercegovačkih firmi „Lukavac“ i „Fratelo Trade“, i prije ulaganja rizičnog kapitala bile značajni giganti u svojim industrijama a ulaganje rizičnog kapitala je doprinijelo dodatnom rastu i uspjehu.

5. ZAKLJUČAK

Rizični kapital predstavlja ključni faktor za razvoj ekonomije jedne države. Na području Zapadnog Balkana još uvijek nije dovoljno razvijen način investiranja u preduzeća i inovativne projekte ulaganjem rizičnog kapitala. Postoje brojni faktori koji utiču na inostrane investitore da investiraju u projekte na tržištu BiH i Srbije. Problemi sa kojim se susreću i BiH i Srbija su dosta slični. Glavna prepreka zbog koje je ulaganje u rizični kapital slabije razvijeno jeste manjak atraktivnosti ovih zemalja u odnosu na ostale zemlje Evrope i svijeta, što je, između ostalog, posljedica lošeg ekonomskog stanja ovih zemalja i zemalja njihovog regiona, kao i nepoznavanje prednosti ovog načina ulaganja.

U prvom dijelu rada se vršilo upoznavanje sa osnovnim pojmovima koji su vezi sa rizičnim kapitalom. Vršeći istraživanja, došlo se do sljedećih zaključaka:

Potrebno je što više ulagati u obrazovanje i razvijati sistem obrazovanja i smanjiti stopu nezaposlenosti. Siva ekonomija, korupcija, kriminal i mito takođe predstavljaju veliki problem. Potrebno je baviti se i tim pitanjem, te svesti kriminal, korupciju, mito i sivu ekonomiju na minimum. Ovi faktori predstavljaju jedan od najbitnijih elemenata za investitore. Zbog problema sa korupcijom, investitori nisu sigurni u proces investiranja, te zbog toga odlučuju da planirano investiranje ulože u nekoj drugoj državi. Dalje, potrebno je školstvo i obrazovanje uskladiti sa potrebama tržišta, te vršiti usavršavanje nastavnog kadra. Takođe, obezbijediti što više praktične nastave, da budući preduzetnici mogu sigurno i samostalno pokretati svoj biznis.

Analiziranjem podataka, došlo se do zaključka da zakonom nije regulisan rizični kapital i fond rizičnog kapitala. To je takođe jedan od bitnijih elemenata koji utiču na inostrane ulagače. Ako nemaju zakonsku podršku, onda ulaganje ne predstavlja sigurnost za investitore. Postojanje fondova rizičnog kapitala još uvijek nije oživjelo ni u BiH ni u Srbiji, još uvijek se nalazi u početnoj fazi. Dakle, donošenjem zakona o rizičnom kapitalu, kao i formiranjem fondova rizičnog kapitala, mnogo bi se olakšalo i domaćim i stranim investitorima.

Elementi koji utiču na apliciranje za finasiranje rizičnim kapitalom su slabo razvijeni u BiH i Srbiji. Ekonomski faktori (kvalitetni menadžment timovi, jaka privreda, poreske olakšice, razvijena infrastruktura, razvijen finansijski sistem, veliko tržište, itd.), društveni faktori (stabilna politička situacija, kvalitetno obučeni ljudski resursi, saradnja između privrede i naučnih instituta, naučno – istraživačka aktivnost, itd.) i pravni faktori (mala korupcija, jednostavne procedure, zakoni koji podstiču preduzetničke aktivnosti, itd.) su ključni za investiranje u preduzeća, a na području BiH i Srbije su pod uticajem globalne krize još uvijek nerazvijeni. Privredni ambijent nema razvijen finansijski sistem, podrška institucija nije na zavidnom nivou.

S obzirom da se ulaganje rizičnog kapitala najčešće vrši za u inovativne ideje i MSP, u radu se dao osvrt na tu temu. Sektor za razvoj MSP je nedovoljno razvijen, što je takođe veliki problem.

Na primjerima preduzeća koja su svoj profit ostvarila ulaganjem rizičnog kapitala, potvrđena je bitnost upoznavanja sa pojmom rizičnog kapitala. Nakon sklapanja ugovora, kompanije su doživjele procvat i ostvarile znatno veće prihode nego što je to bio slučaj sa periodom prije ulaganja rizičnog kapitala.

Iz analize podataka iz firme koje posluju na području BiH zaključujemo da fabrika cementa „Lukavac“ iz godine u godinu povećava svoj prihod, od dana privatizacije i da se višestruko vraća uloženi rizični kapital. Povećanje kapitala postignuto je pravovremenom modernizacijom firme, ulaganjem u nove tehnologije koje su omogućile pokrivanje najvećeg dijela tržišta Bosne i Hercegovine.

Analizom podataka iz firme „Frattelo Trade“ vidimo da je firma ostvarila značajan poslovni prihod, ali su srazmjerne i povećani poslovni gubici. Prihod je ostvaren otvaranjem novih distributivnih centara u Sarajevu i Tuzli koji nisu ispunili očekivanja za ostvarenje planiranog neto profita. Za ovu firmu možemo reći da je rizik plasmana rizičnog kapitala bio veliki i da se nije isplatio u onoj mjeri u kojoj su to investitori očekivali, najvećim dijelom zbog nelojalne konkurenциje od strane velikih kompanija iste djelatnosti iz EU.

Srbijanske firme „Imlek“ a.d. i „Bambi“ a.d. predstavljaju pozitivne primjere dobro uloženog rizičnog kapitala. U 2015. godini obje firme su iskoristile rizični kapital za širenje svojih proizvodnih asortimana kao i za širenje tržišta na prostoru republika bivše Jugoslavije i Evropske Unije. Rizični kapital je iskorišten za investiranje u nove asortimane i dobijanje sertifikata i licenci za izvoz u zemlje EU. Otvaranje tržišta zemalja EU omogućilo je značajno povećanje prihoda obje firme.

Međusobna saradnja BiH i Srbije, kao i BiH i Srbije sa zemljama u regionu, predstavlja jedan od ključnih faktora za ino investitore. Otvaranje novih radnih mesta, smanjenje stope nezaposlenosti, jačanje privrede predstavljaju osnovu za buduća investiranja u preduzeća u BiH i Srbiji.

LITERATURA

1. Cumming, D. (2010), *Venture Capital – Investment Strategies, Structurews and Policies*, John Wiley & Sons, Ltd.
2. Čaušević, F. (2012), *Osnove ekonomije- Prvi dio: Osnovi mikroekonomije i ekonomski funkcije države*, Ekonomski fakultet u Sarajevu, BiH
3. Direkcija za ekonomsko planiranje BiH, *Izvještaj o razvoju BiH, Godišnji izvještaj 2016, Sarajevo, septembar 2017*
4. Džafić, Z. (2015), *Patterns of growth and development of the BiH economy – Small and medium versus Large companies*, Third International conference, FINCONSULT, PP. 462-484, -
5. Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2106), *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractivness Indeks*, Emilio bussines school
6. Lučić, Lj.(2006), *Preduzetničke finansije*
7. Metrick, A. (2007), *Venture capital and Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Ltd. New York
8. Metrick, A., Yasuda, A. (2011), *Venture capital and the finance of innovation*
9. Ožegović, L. & Pavlović, N. (2012), *Menadžment malih i srednjih preduzeća nosilac razvoja privrede*, Škola biznisa, UDC 005.71-022.5:33035
10. Romans, A. (3013), *The entrepreneurial Bible to Vesture Capital*
11. Zakon o razvoju malih i srednjih preduzeća, Službeni glasnik Republike Srpske, 50/2013, čl. 5 i 6.
12. Fondovi rizičnog kapitala nužni kao podrška početnicima u biznisu – RS dio projekta razvoja akceleratora preuzeto sa <https://ba.ekapija.com> (21.4.2018.)
13. <https://bambi.rs> (11.5.2018.)
14. <http://poduzetnik.com.hr/rubrike/savjeti/item/480-private-equity-rizicni-kapital-i-dio.html>, (21.4.2018.)
15. www.ap.rs.gov (30.5.2018.)
16. www.icthub.rs (29.4.2018.)
17. www.imlek.rs (5.6.2018.)
18. www.fratello-trade.com (10.6.2018.)
19. www.sase.ba (21.8.2018.)
20. www.seaf.com (20.9.2018.)
21. <http://www.porssisaatio.fi/en/tutkimus-tilastot/> (3.10.2018.)
22. <https://blog.iese.edu/vcpeindex/> (15.10.2018.)

SPISAK TABELA, GRAFIKONA I SLIKA**Spisak tabela**

Tabela 1. Prednosti i nedostaci ulaganja rizičnog kapitala

Tabela 2. Vrste i karakteristike prodaje

Tabela 3. Prednosti i mane emitovanja akcija

Tabela 4. Indeks percepcije korupcije BiH i zemalja komparatora

Tabela 5. VCPE indeks atraktivnosti BiH i Srbije i zemalja iz okruženja

Tabela 6. VCPE indeks najbolje rangiranih zemalja svijeta

Tabela 7. Ulaganje rizičnog kapitala

Tabela 8. Lakoća poslovanja

Tabela 9. Izvor finansiranja

Tabela 10. Izvor finansiranja u BiH I Srbiji-poređenje

Tabela 11. Bilans uspjeha Fratello Trade a.d

Tabela 12. Bilans uspjeha Fabrike cementa Lukavac

Tabela 13. Bilans uspjeha Imlek a.d.

Tabela 14. Bilans uspjeha Bambi a.d.

Tabela 15. Korelacija profita između firmi

Spisak grafikona

Grafikon 1: Raspodjela rizičnog kapitala po sektorima u Evropi

Grafikon 2: Odnos rizika i očekivanog prinosa u zavisnosti od načina finansiranja

Grafikon 3: Uporedni rezultati poslovanja kompanija u vlasništvu PE fondova u Srbiji

Grafikon 4: Prikaz poslovanja u BiH

Grafikon 5: Prikaz poslovanja u BiH i Srbiji i zemljama iz okruženja

Grafikon 6: Stopa zaposlenosti (20-64) i stopa nezaposlenosti (15-74) u BiH, Srbiji, zemljama Okruženja i EU za 2016.godinu

Grafikon 7: Šta je najveći problem za ino investitore?

Grafikon 8: Šta je najveći problem za ino investitore u BiH?

Grafikon 9: Šta je najveći problem za ino investitore u Srbiji?

Grafikon 10: Sektor ulaganja

Grafikon 11: Bilans uspjeha, poslovni prihodi, poslovni rashodi i dobit od poslovnih aktivnosti Fratello-Trade a.d.

Grafikon 12: Neto profit i neto gubici Fratello Trade a.d.

Grafikon 13: Bilans uspjeha, poslovni prihodi, poslovni rashodi i dobit od poslovnih aktivnosti Fabrika cementa Lukavac a.d.

Grafikon 14: Neto profit i neto gubici Fabrika cementa Lukavac a.d.

Grafikon 15: Bilans uspjeha, poslovni prihodi, poslovni rashodi i dobit od poslovnih aktivnosti Imlek a.d

Grafikon 16: Neto profit i neto gubici Imlek a.d.

Grafikon 17: Bilans uspjeha, poslovni prihodi, poslovni rashodi i dobit od poslovnih aktivnosti Bambi a.d

Grafikon 18: Neto profit i neto gubici Bambi a.d.

Spisak slika

Slika 1 NASDAQ-ov indeks uspešnosti

Slika 2: Vrste rizičnog kapitala

Slika 3: Finansiranje razvoja preduzeća po fazama životnog ciklusa

Anketni upitnik

Poštovani,

U svrhu izrade master rada provodi se istraživanje na temu „Rizični kapital u BiH i Srbiji“. Vaše mišljenje mi je izrazito važno, jer samo tako možemo dobiti potrebne informacije za istraživanje. Molim Vas da izdvojite malo vremena da popunite anketu. Anketa je anonimna.

S poštovanjem,

Nikolina Ivanović.

1. Da li znate za finansiranje ulaganjem rizičnog kapitala?
 - DA
 - NE

2. Da li ste zadovoljni lakoćom poslovanja?
 - DA
 - NE

3. Šta najviše pravi problem ino investitorima?
 - Ekonomski atraktivnost
 - Dubina tržišta kapitala
 - Oporezivanje
 - Zaštita ulagača
 - Socijalno okruženje
 - Preduzetnička kultura i poslovne mogućnosti

4. Koji sektor je najprimamljiviji za ulagače?

5. Izvor finansiranja za pokretanje vašeg biznisa?
 - RIZIČNI KAPITAL
 - LIČNA FINANSIJSKA SREDSTVA
 - KREDIT
 - NEŠTO DRUGO

BIOGRAFIJA



Nikolina Ivanović rođena je 23.oktobra 1992.godine u Nevesinju, BiH, gdje i danas živi. Gimnaziju „Aleksa Šantić“ završila je 2011.godine u Nevesinju. Dalje školovanje nastavlja iste godine na Prirodno-matematičkom fakultetu u Novom Sadu, smjer Primjenjena matematika, model Matematika finansija.

Osnovne akademske studije završava 2016.godine i obrazovanje nastavlja upisom na master studije Primjenjene matematike, na Prirodno-matematičkom fakultetu.

U periodu od avgusta 2017. do avgusta 2018.godine pohađala je kurs programiranja i bila član tima „Imicron“ u Mostarskom akceleratoru SPARK. Zajedno sa timom razvijala je aplikaciju koja djeci olakšava učenje matematike. U periodu od januara do juna 2018.godine radila je kao profesor matematike u srednjoškolskom centru „Aleksa Šantić“ u Nevesinju.

Univerzitet u Novom Sadu

Prirodno-matematički fakultet

Ključna dokumentacijska informacija

Redni broj: RBR	
Identifikacioni broj: IBR	
Tip dokumentacije: TD	Monografska dokumentacija
Tip zapisa: TZ	Tekstualni štampani materijal
Vrsta rada: VR	Master rad
Autor: AU	Nikolina Ivanović
Mentor: MN	Vanredni profesor dr Nataša Spahić
Naslov rada: NR	Rizični kapital u BiH I Srbiji
Jezik publikacije: JP	Srpski(latinica)

Jezik izvoda:	s/en
JI	
Zemlja publikovanja:	Republika Srbija
ZP	
Uže geografsko područje:	Vojvodina
UGP	
Godina:	2018
GO	
Izdavač:	autorski reprint
IZ	
Mesto i adresa:	Novi Sad, Trg Dositeja Obradovića 4
MA	

Fizički opis rada:	5 poglavlja / 58 strana / 16 lit. citata / 15 tabela / 3 slike /18 grafika /
--------------------	---

FO	
Naučna oblast:	Matematika
NO	
Naučna disciplina:	Primjenjena matematika
ND	
Predmetna odrednica, ključne reči: PO	Rizični kapital, fond rizičnog kapitala, start-up
UDK	
Čuva se: ČU	Cuva se: u biblioteci Departmana za matematiku i informatiku, Prirodno-matematičkog fakulteta, u Novom Sadu
Važna napomena: VN	
Izvod: IZ	Cilj master rada je da predstavi važnost rizičnog kapitala i njegovu primjenu. Na primjeru preduzeća u BiH i Srbiji pokazali smo pozitivne i negativne strane ulaganja rizičnog kapitala i zaključili da pametno uložen rizični kapital donosi usmjeh i mnoge pogodnosti mladom preduzeću.
Datum prihvatanja teme od strane NN veća: DP	

Datum odbrane: DO	
Članovi komisije: (naučni stepen/ime prezime/zvanje/fakultet) KO	Predsednik: dr Nataša Krejic, redovni profesor Prirodno-matematičkog fakulteta u Novom Sadu Mentor: dr Nataša Spahic, vanredni profesor Prirodno-matematičkog fakulteta u Novom Sadu Clan: dr Sanja Rapajic, vanredni profesor Prirodno-matematičkog fakulteta u Novom Sadu

University of Novi Sad

Faculty of Natural Sciences And Mathematics

Key word documentation

Accession number: ANO	
Identification number: INO	
Document type: DT	Monograph documentation
Type of record: TR	Textual printed material
Contents code: CC	Master thesis
Author: AU	Nikolina Ivanović
Mentor: MN	associate professor dr Nataša Spahic
Title: TI	Venture capital in BiH and Serbia
Language of text: LT	serbian (latin)

Language of abstract: LA	en/s
Country of publication: CP	Republic of Serbia
Locality of publication: LP	Vojvodina
Publication year: PY	2018
Publisher: PU	Author's reprint
Publ. place: PP	Novi Sad, Trg Dositeja Obradovica 4

Physical description: PD	5 chapters, 58 pages, 16 references, 15 tables, 3 pictures, 18 graphs
Scientific field SF	Mathematics
Scientific discipline SD	applied mathematics
Subject Key words	Venture capital, venture capital fond, start up

SKW	
UC	
Holding data: HD	Department of Mathematics and Informatics Library, Faculty of Science, Novi Sad
Note: N	
Abstract: AB	The goal of the MSc is to present the importance of risk capital and its application. On the example of companies in BiH and Serbia, we showed positive and negative foreign investments in risk capital and concluded that smartly invested risk capital brings us back to the past and has many benefits for the young company.
Accepted on Scientific Board on: AS	
Defended: DE	
Thesis Defend board: DB	President: dr Nataša Krejic, full professor Mentor: dr Nataša Spahic, associate professor Member: dr Sanja Rapajic, associate professor

