

UNIVERZITET SINGIDUNUM



Departman za poslediplomske studije

POSLOVNA EKONOMIJA
MASTER STUDIJSKI PROGRAM

MASTER RAD

**KOMPARATIVNA ANALIZA FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA I
HEDŽ FONDOVA**

Mentor:
Prof. dr. Zoran Jović

Kandidat:
Jelena Rajković
Br. Indeksa: 400142/2012

Beograd, 2013.

SADRŽAJ:

UVOD	2
I : METODOLOGIJA ISTRAŽIVAČKOG RADA	4
1.1.Predmet i polazišta istraživanja	4
1.2.Značaj i aktuelnost istraživanja	4
1.3.Ciljevi istraživanja	5
1.4.Hipoteze istraživanja	5
1.5.Metode istraživanja	6
1.6.Struktura rada	7
II : DEFINISANJE OSNOVNIH POJMOVA	10
2.1.Definisanje fondova rizičnog kapitala	10
2.1.1.Pojam fondova rizičnog kapitala	10
2.1.2.Karakteristike fondova rizičnog kapitala i područja ulaganja	12
2.2.Definisanje hedž fondova	15
2.2.1.Pojam i problemi definisanja hedž fondova	15
2.2.2.Karakteristike hedž fondova i sistem naknada	17
III : ISTORIJAT RAZVOJA	20
3.1.Evolucija fondova rizičnog kapitala	20
3.1.1.Počeci razvoja (1920. - 1930.)	20
3.1.2.Prvi fond rizičnog kapitala (1946.)	20
3.1.3.Nova pravila investiranja (1958.)	21
3.1.4.Faza ekspanzije (1970. - 1980.)	21
3.1.5.Fondovi rizičnog kapitala danas	22
3.1.6.Budućnost fondova rizičnog kapitala	23
3.2.Evolucija hedž fondova	24
3.2.1.Počeci razvoja (1931. - 1968.)	24
3.2.2.Period lošeg poslovanja (1969. - 1974.)	25
3.2.3.Period obnove (1975. - 1997.)	25
3.2.4.Krizne godine (1997. - 2009.)	26
3.2.5.Hedž fondovi danas	27
3.2.6.Budućnost hedž fondova	28
IV : KLASIFIKACIJA	30
4.1.Vrste rizičnog kapitala	30
4.1.1.Korporativni rizični kapital	30
4.1.2.Poslovni anđeli	31
4.1.3.Regionalni rizični kapital	33

4.2.Vrste hedž fondova	34
4.2.1.Fondovi u SAD (eng. <i>onshore</i>)	34
4.2.2.Fondovi van SAD (eng. <i>offshore</i>)	35
V: PRAVNI ASPEKT	37
5.1.Pravni aspekt fondova rizičnog kapitala	37
5.1.1.Opis transakcije i potrebna dokumenta	38
5.1.2.Preliminarni ugovori	38
5.1.3.Glavni ugovori	39
5.2.Pravni aspekt hedž fondova	40
5.2.1.Problemi sa hedž fondovima i potreba za regulativom	41
5.2.2.Regulativa u SAD i pravna akta SEC-a	41
5.2.3.Regulativa u Evropi – UCITS directive	43
VI: TIPOVI INVESTITORA	46
6.1.Tipovi investitora fondova rizičnog kapitala	46
6.1.1.Partneri sa ograničenom odgovornošću i glavni partneri	46
6.2.Tipovi investitora hedž fondova	47
6.2.1.Individualni investitori	47
6.2.2.Porodični fondovi	48
6.2.3.Fondacije i zadužbine	48
6.2.4.Korporacije	49
6.2.5.Penzioni fondovi	49
6.2.6.Osiguravajuće kompanije	50
VII: STRATEGIJE INVESTIRANJA	52
7.1.Proces ulaganja rizičnog kapitala	52
7.1.1.Politika investiranja fondova rizičnog kapitala	54
7.1.2.Faze investiranja rizičnog kapitala	55
7.1.3.Strategije investiranja fonda rizičnog kapitala	58
7.1.4.Izlazne strategije fonda rizičnog kapitala	59
7.2.Strategije investiranja hedž fondova	61
7.2.1.Kombinovanje dugih i kratkih pozicija u akcijama (eng. <i>long/short equity</i>)	62
7.2.2.Trajno nepokriveno trgovanje (eng. <i>dedicated short</i>)	63
7.2.3.Operacije sa hartijama koje su izložene poremećajima (eng. <i>distressed securities</i>)	64
7.2.4.Arbitraža (eng. <i>arbitrage</i>)	65
7.2.5.Leveridž (eng. <i>leverage</i>)	67
7.2.6.Strategije na brzorastućim tržištima (eng. <i>emerging markets strategies</i>)	68
7.2.7.Globalne makro strategije (eng. <i>global macro strategies</i>)	69
VIII : UTICAJ NA EKONOMIJU	71
8.1.Uticaj fondova rizičnog kapitala	71
8.1.1.Problemi delovanja rizičnog kapitala	72

8.1.2. Prisutnost rizičnog kapitala	73
8.1.3. Prednosti i nedostaci partnerstva sa fondom rizičnog kapitala	76
8.1.4. Rezultati ulaganja fondova rizičnog kapitala	77
8.2. Uticaj hedž fondova	81
8.2.1. Rizik i hedž fondovi	82
8.2.2. Hedž fondovi kao generatori rizika na finansijskim tržištima	85
8.2.3. Rezultati ulaganja hedž fondova	86
IX : ZAKLJUČAK	92
X : LITERATURA	95



UVOD

UVOD

Razvijeni finansijski sistem pruža mnogo više mogućnosti za prikupljanje kapitala neophodnog za finansiranje preduzeća. Na našim prostorima često se čuje kako jedan od najvećih problema predstavlja upravo finansiranje preduzeća. To je uglavnom tačno, posebno imajući u vidu da ne postoje u dovoljnoj meri takozvanih "alternativnih" izvora finansiranja. Bez razvijene mreže ovih izvora finansiranja vlasnicima malog biznisa i preduzetnicima je potrebno puno vremena da pribave kapital i reše problem oko finansiranja svog biznisa.

U uslovima skupih bankarskih kredita, potpunog odsustva berze kao izvora kapitala jasno je da se mora razviti poseban oblik finansiranja preduzeća. Jedno od mogućih rešenja je privlačenje ulaganja fondova rizičnog kapitala i hedž fondova.

Rizični kapital predstavlja novac koji ulažu bogati pojedinci ili institucionalni investitori (fondovi rizičnog kapitala) u kompanije koje nisu listirane na berzi, u različitim fazama njihovog razvoja, a u cilju ostvarivanja što većeg prinosa na ulaganja.¹ U celom svetu, rizični kapital se godinama pokazao kao pokretač razvoja zemalja. Prihvatajući velike rizike u ulaganju kapitala kojim raspolažu i vodeći mlada preduzeća ili preduzeća u nastajanju kroz sve faze poslovnog procesa, rizični kapital ima značajnu ulogu za preduzetnike sa vizijom. Bez rizičnog kapitala, preduzetnici sa najboljim idejama često nikad ne bi uspeli pretočiti svoje ideje u stvarnost usled nerazumevanja od strane standardnih kreditora, finansijskih institucija i banaka, manjka kontakta i usled svog nerazumevanja poslovnog procesa.

Hedž fondovi su aktivni na finansijskim tržištima više od pola veka. Tokom svih godina svog postojanja, finansijska tržišta su se razvijala na mnogo različitih načina. Hedž fondovi su uzrokovali neke od tih promena, ali su bili i pod uticajem posledica mnogih od njih.² Hedž fondovi su jedan od finansijskih pojmova koji izaziva čitav spektar različitih viđenja i mišljenja. Pronalaženje univerzalno prihvaćene definicije hedž fonda kao alternativne investicije je veoma teško. Specifičnosti hedž fondova o kojima će biti reči u radu dodatno komplikuju iznalaženje jedinstvene definicije ovih fondova koja bi napravila jasnu liniju razgraničenja između njih i drugih investicionih kompanija.

¹ Erić D., Beraha I., Đuričin S., Kecman N., Jakišić B. (2012), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Privredna komora Srbije, Beograd, str.72

² Agarwal V., Naik N., (2005), *Hedge funds*, Now Publishers Inc.



PRVI DEO:

**METODOLOGIJA
ISTRAŽIVAČKOG RADA**

I : METODOLOGIJA ISTRAŽIVAČKOG RADA

1.1.Predmet i polazišta istraživanja

Predmet istraživanja u okviru rada je prikupljanje i sistematizovanje znanja o fondovima rizičnog kapitala i hedž fondovima.

Motivi koji su doprineli izboru predmeta istraživanja su:

- Značaj koji fondovi rizičnog kapitala i hedž fondovi imaju na svetsku privredu, kao i na uticaj na otkrića u mnogim naučnim oblastima, kroz finansiranje istraživanja i razvoja;
- Odsustvo ovih fondova na teritoriji Srbije. S obzirom da je Srbija kao destinacija za privlačenje novih vidova finansiranja označena kao visokorizična, nosioci ekonomske politike bi trebalo posebnu pažnju posvetiti privlačenju sredstava ovih fondova;
- Istraživački rad, koji u smislu problematike nije u dovoljnoj meri predmet proučavanja na osnovnim studijama, sa ciljem proširivanja znanja o ovim vrstama fondova.

Rad se bavi teorijskom komparativnom analizom fondova rizičnog kapitala i hedž fondova. Pokušaće da da što precizniju analizu sličnosti i razlika između ovih fondova uz isticanje problema koji se javljaju prilikom njihove komparacije.

Posebna pažnja biće posvećena definisanju pojmova fondova rizičnog kapitala i hedž fondova. Pored toga, analiziraće se sve specifične karakteristike ovih fondova. Analiza će obuhvatiti komparaciju kroz nekoliko ključnih segmenata kao što su istorijat razvoja, klasifikacija, pravni aspekt, tipovi investitora i strategije investiranja. U radu će se analizirati i uticaj koji fondovi rizičnog kapitala i hedž fondovi imaju na stabilnost finansijskih tržišta i sistema, sa posebnim osvrtom na poslednju finansijsku krizu.

1.2.Značaj i aktuelnost istraživanja

Značaj istraživanja je u bližem razumevanju mogućnosti koje pružaju fondovi rizičnog kapitala i hedž fondovi.

Imajući u vidu trenutnu ekonomsku situaciju u svetu, jasno je da se moraju pronaći "alternativni" izvori finansiranja privrednog rasta, pored već skupih (domaćih) bankarskih kredita. U narednom periodu, na nosioce ekonomske politike se stavlja jasan zadatak, a to je privlačenje rizičnog kapitala u cilju finansiranja preduzeća. Imajući u vidu da je Srbija kao destinacija za kapital označena kao visokorizična,

privlačenje rizičnog kapitala će biti veoma izazovni zadatak. Takođe, u toku narednih godina očekuje se porast priliva kapitala u hedž fondove, ali i porast broja hedž fondova. Veći iznosi kapitala koji ulaze u hedž fondove primoravaju menadžere da pribegavaju novim strategijama, od kojih neke mogu povećati pritisak na uspostavljanje višeg nivoa regulacije. **Aktuelnost istraživanja** se time dodatno stavlja na proveru.

1.3.Ciljevi istraživanja

Ciljevi istraživanja u okviru rada su:

- **Naučni cilj** istraživanja je naučna deskripcija svih ili skoro svih elemenata fondova rizičnog kapitala i hedž fondova sa elementima klasifikacije.
- **Društveni cilj** istraživanja je da rezultati istraživanja mogu da pomognu kao alternativno rešenje u prevazilaženju problema komparacije fondova rizičnog kapitala i hedž fondova;
- **Poseban cilj** istraživanja odnosi se na ukazivanje prepreka za podsticanje i razvoj fondova rizičnog kapitala i hedž fondova, kao i na aktivnosti koje treba preduzeti u cilju privlačenja sredstava ovih fondova.

1.4.Hipoteze istraživanja

Hipotetički deo istraživanja sadrži sledeće hipoteze:

Generalna hipoteza:

- Osnovna hipoteza rada je: komparativna analiza fondova rizičnog kapitala i hedž fondova.

Posebne hipoteze:

- Rizični kapital predstavlja sredstva koja ulažu pojedinci ili institucije u mala i novoosnovana preduzeća sa potencijalom rasta i razvoja, i kao takav je veoma poželjan izvor finansiranja, posebno u zemljama u razvoju.
- Hedž fondovi predstavljaju "alternativnu" investiciju koja je kreirana da zaštiti investicioni portfolio od tržišne neizvesnosti, pri tome, stvarajući pozitivne prinose na tržištima. Ovi fondovi nastoje da smanje efekte širokih fluktuacija na tržištu, odnosno da ostvare punu korist od povoljnih profitabilnih prilika.
- Osnovni cilj rizičnog kapitala je maksimiranje finansijskog prinosa. Da bi se ostvario taj vrhovni cilj definiše se set strategijskih i operativnih ciljeva koje treba realizovati u zadatim rokovima.
- Cilj hedž fondova je postizanje stabilnih apsolutnih prinosa uz nizak rizik.
- Rizični kapital investira sredstva samo u privatna preduzeća, što znači da ne ulazi u aranžmane sa drugim formama vlasništva (npr. država);

- Industrija hedž fondova sastavljena je od heterogenih grupa ujedinijenih investicionih posrednika. Ne postoji "tipičan" hedž fond.
- Rizični kapital predstavlja u osnovi posredovanje, što znači da se kapital prikuplja od pojedinačnih investitora, koji se nakon toga investira u jedno ili više malih i srednjih preduzeća.
- Hedž fondovi upošljavaju veliki broj finansijskih instrumenata i investicionih strategija. Ono što odvaja hedž fondove od tradicionalnih investicionih fondova je špekulativna priroda.

1.5. Metode istraživanja

Istraživački praktični rad biće uspešno urađen ukoliko se sprovede dobra organizacija i pažljivo odaberu postupci, odnosno adekvatne metode u istraživanju. Metoda predstavlja putokaz i način rada i sastoji se od više postupaka i radnji kojima se dolazi do određenog cilja ili rešenja.

U radu, saglasno problemu i karakteru istraživanja, treba izabrati najpodesnije. Zbog toga su značaj metoda u nauci, odnosno u naučno-istraživačkom radu isticali brojni naučnici. U ovom radu smo odabrali, prema našem mišljenju, najadekvatniju definiciju naučnih metoda: "Naučnom metodom se nazivaju skup radnji i postupaka kojima se dolazi do naučnih saznanja i istine".³

Uzimajući u obzir specifičnosti proučavanog predmeta istraživanja koristili smo različite metode kako bi zadovoljili osnovne metodološke zahteve- objektivnost, pouzdanost, opštost i sistematičnost.

U istraživanju koristimo:

- **osnovne metode:**
 - ✓ analitičke metode (metoda analize, apstrakcije i dedukcije);
 - ✓ sintetičke metode (metoda sinteze, konkretizacije i generalizacije).
- **opštenaučne metode:** hipotetičko-deduktivna metoda, statistička metoda i istorijsko- komparativna metoda;
- **posebne metode:** dijalektička metoda;
- **metode prikupljanja podataka:** metoda analize sadržaja dokumenta i metoda studije slučaja.

U radu su istraživana naučno-teorijska saznanja, relevantna literatura i savremena poslovna praksa primenom sledećih kriterijuma:

³ Miljević, M. (2012), *Uvod u metodologiju društvenih istraživanja*, Univerzitet Singidunum, dostupno na <http://crnarupa.singidunum.ac.rs>

- Prema kriterijumu opštosti naše istraživanje je *pojedinacno* (obuhvata samo jednu komponentu pojave u strogo određenoj jedinici vremena i prostora);
- Prema kriterijumu svojstva predmeta istraživanja naše istraživanje je *empirijsko-teorijsko* (pretežno empirijsko);
- Prema kriterijumu vremena naše istraživanje je *transverzalno* (bavi se presekom pojava u jednom vremenskom odsečku);
- Prema kriterijumu pripadnosti nauci naše istraživanje je *interdisciplinarno* (predmet istraživanja obuhvata više disciplina jedne nauke);
- Prema kriterijumu aktuelnosti predmeta istraživanja naše istraživanje je *kombinovano* (predmet istraživanja čini istovremeno prošlost, sadašnjost i budućnost);
- Prema kriterijumu svrhe istraživanja naše istraživanje je *verifikatorno* (usmereno je na proveru postojećeg naučnog saznanja);
- Prema kriterijumu funkcije istraživanja naše istraživanje je *primenjeno* (nastoji da naučna saznanja naučne teorije obradi tako da utvrdi mogućnost njihove praktične primene).

Primenom odabranih metoda postiže se naučni, posebni i društveni cilj predmeta istraživanja.

1.6.Struktura rada

Istraživanje smo predstavili na sledeći način:

U **prvom delu** – METODOLOGIJA ISTRAŽIVAČKOG RADA izneli smo predmet i polazište istraživanja, ukazali na njihov značaj i aktuelnost, ustanovili naučni i društveni cilj, postavili hipoteze istraživanja, izneli metode istraživanja i opisali strukturu rada.

U **drugom delu** – DEFINISANJE OSNVONIH POJMOVA ukazali smo na definisanje pojmova fondova rizičnog kapitala i hedž fondova uz navođenje osnovnih problema koji se javljaju prilikom njihovog definisanja. Posebna pažnja posvećena je isticanju specifičnih karakteristika fondova rizičnog kapitala i hedž fondova koji ih odvajaju od ostalih tradicionalnih institucija.

U **trećem delu** – ISTORIJAT RAZVOJA objasnili smo kako je tekao razvoj fondova rizičnog kapitala i hedž fondova, od svojih početaka, preko perioda lošeg poslovanja, faze ekspanzije, do njihove uloge danas i perspektive razvoja u budućnosti.

U **četvrtom delu** - KLASIFIKACIJA ukazali smo na vrste rizičnog kapitala-korporativni rizični kapital, poslovni anđeli i regionalni rizični kapital, kao i na vrste hedž fondova – fondovi u SAD (eng. *Onshore*) i fondovi van SAD (eng. *Offshore*).

U **petom delu** – PRAVNI ASPEKT objasnili smo opis i potrebna dokumenta, kao i ugovore prilikom pregovaranja sa fondom rizičnog kapitala, a ujedno ukazali i na regulativu hedž fondova i pravna akta SEC-a, organizacije koja sprovodi regulaciju hedž fondova.

U **šestom delu** – TIPOVI INVESTITORA naveli smo tipove investitora fonda rizičnog kapitala (partnere sa ograničenom odgovornošću i glavne partnere) kao i tipove investitora hedž fondova (individualni investitori, porodični fondovi, fondacije i zadužbine, korporacije i penzioni fondovi).

U **sedmom delu** – STRATEGIJE INVESTIRANJA detaljno smo objasnili izlazne strategije koje primenjuju fondovi rizičnog kapitala (prodaja i emitovanje akcija i njihova prodaja na berzi kroz proces inicijalne javne ponude) i strategije investiranja hedž fondova (kratka prodaja, hedžing, arbitraža, leveridž, sintetičke pozicije ili derivati).

U **osmom delu** – UTICAJ NA EKONOMIJU ukazali smo na uticaj koji fondovi rizičnog kapitala i hedž fondovi imaju na stabilnost finansijskih tržišta i sistema, sa posebnim osvrtom na probleme delovanja i rezultate investiranja ovih fondova.

U **devetom delu** – izneli smo ZAKLJUČAK u skladu sa prethodno navedenim hipotezama.

U **desetom delu** - LITERATURA izložili smo literaturu korišćenu u istraživanju.



DRUGI DEO:

DEFINISANJE OSNOVNIH POJMOVA

II : DEFINISANJE OSNOVNIH POJMOVA

U drugom delu pokušaćemo da kroz definisanje osnovnih pojmova izvršimo komparaciju fondova rizičnog kapitala i hedž fondova. Objasnićemo probleme koji se javljaju prilikom definisanja ovih pojmova i istaći specifične karakteristike ovih fondova koje ih odvajaju od tradicionalnih finansijskih institucija.

2.1. Definisanje fondova rizičnog kapitala

Najjednostavnija definicija rizičnog kapitala je da rizični kapital predstavlja kapital bogatih pojedinaca ili institucija koji ulažu svoja sredstva, znanje i iskustvo u novoosnovana mala preduzeća koja imaju potencijal za brzi rast i razvoj. Na ovaj način preduzetnici i vlasnici malih preduzeća obezbeđuju nedostajuća sredstva u ova preduzeća očekujući visok godišnji prinos od investiranja svoje imovine, kao i značajno uvećanje te imovine u kratkom roku. Intenzivan razvoj preduzeća posredstvom rizičnog kapitala može značajno da poboljša njegovu reputaciju, status i atraktivnost za buduće investitore.

2.1.1. Pojam fondova rizičnog kapitala

Rizični kapital (*eng. venture capital*) je kapital obezbeđen od strane kvalifikovanih investitora za finansiranje kompanija, koje se obično nalaze u ranim fazama nastanka i u brzorastućim industrijama. Ovakav vid investicije nosi veliki rizik, ali potencijalno velike prinose. Rizični kapital je presudno značajan za finansiranje ovakvih kompanija, jer zbog rizika kojem su izložene, limitiran im je pristup tržištima kapitala i bankarskim kreditima.

Rizični kapital je uži pojam od pojma rizični privatni kapital (*eng. private equity*). Kod rizičnog privatnog kapitala radi se o kapitalu koji se ulaže u vlasničku strukturu bez obzira na stadijum u kojem se preduzeće nalazi. Osim toga, rizični kapital podrazumeva i aktivan angažman investitora u menadžmentu kompanije, savetovanje pa i eventualno priključenje kompanije nekoj drugoj. Kod rizičnog privatnog kapitala taj angažman može biti i aktivan i pasivan, što zavisi od strategije investiranja. Rizični privatni kapital pored rizičnog kapitala uključuje i preuzimanje kompanije pozajmljenim sredstvima (*eng. leveraged buyout*), kapital koji se ulaže u razvoj i prestrukturiranje (*eng. growth capital*), mezanin kapital (*eng. Mezzanine capital*) koji podrazumeva finansiranje kompanije subordiniranim kreditom i investiranje u finansijski stabilne kompanije (*eng. distressed investments*).

U svojoj suštini, rizični kapital povezuje višak sredstava na tržištu kapitala (investitore) sa društvima i/ili projektima visokog ekonomskog potencijala koji nemaju direktan pristup institucionalnim investitorima (berze), u situaciji kada preduzetnici ne

mogu osigurati potrebna sredstva za poslovanje bilo u banci, bilo putem otvorenih investicionih fondova ili penzionih fondova.

U našem jeziku susreću se različiti prevodi za anglosaksonski termin *venture kapital*. Neki od sinonima, koje se najčešće koriste, pored rizičnog kapitala su: preduzetnički kapital, kapital za poslovne poduhvate, itd.

Fond rizičnog kapitala je fond nekog društva koje upravlja kapitalom namenjenim prvenstveno srednjoročnom i dugoročnom investiranju u kompanije koje se po pravilu ne kotiraju na berzi i imaju visok potencijal rasta.⁴ Kada se kaže fond rizičnog kapitala misli se i na društvo koje njime upravlja. Fondovi pribavljaju kapital privlačeći kvalifikovane investitore da im povere svoj kapital koji kasnije ulažu u posebno odabrana preduzeća i projekte. Kvalifikovani ulagači mogu biti bogati pojedinci ili institucionalni investitori poput penzionih fondova, osiguravajućih društava i drugih specijalizovanih fondova. Neki fondovi uspeju prikupiti trideset miliona eura, neki sto miliona eura, a neki i znatno više. Tim kapitalom oni kupuju određeni udeo posebno izabranih kompanija i nakon nekoliko godina taj udeo prodaju. Fondovi rizičnog kapitala zarađuju na razlici između ukupnog ulaganja u preduzeće i prodaje tog udela, koji se realizuje, po pravilu, kroz 3 do 7 godina.

Fondovi rizičnog kapitala svoj kapital, znanje i iskustvo uglavnom investiraju u *start-up* kompanije, na lokalnom ili eventualno regionalnom nivou. Ređi su slučajevi ulaganja u nacionalne i internacionalne projekte i poduhvate. Oni su veoma oprezni pri odabiru projekata za finansiranje i prihvataju veoma mali broj preduzeća u odnosu na broj ponuđenih. Kapital koji investiraju višestruko je manji od sume koju ulažu profesionalni investitori.

Rizični kapital je, u tom smislu, pogodna opcija ukoliko se želi pokrenuti novo poslovanje, unaprediti ili razviti postojeće poslovanje, promeniti veličina preduzeća i repositionirati tržišni udeo, uvesti nove proizvode na tržište, iskoristiti kreativnost i inovacije, prodati deo ili celo preduzeće i sl., a da pri tome preduzetnik, odnosno preduzeće ne raspolaže dodatnim vlasničkim kapitalom koji bi omogućio realizaciju tog plana te da banke i druge institucije nisu voljne dodatno finansirati preduzeće u tu svrhu.

Da bi privukli rizični kapital preduzetnici i mala i srednja preduzeća treba da imaju veoma atraktivne projekte, ali i da potencijalnim investorima uspešno prezentuju svoje poslovne ideje. Investitori rizičnog kapitala na različite načine dolaze do

⁴ Cumming D., (2010), *Venture Capital- Investment Strategies, Structures and Policies*, John Wiley & Sons, Ltd.

informacija o potencijalnim korisnicima njihovih investicija i u kontakt sa njima stupaju samostalno ili preko zastupnika. Zbog visokog rizika investitori očekuju da u kratkom roku ostvare značajan prinos na uložena sredstva.

Glavni cilj fonda rizičnog kapitala jeste da kroz različite strategije izlaska, ostvari 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 vrednosti.

U celom svetu, rizični kapital se godinama pokazao kao pokretač razvoja zemalja. Prihvatajući velike rizike u ulaganju kapitala kojim raspolažu i vodeći mlada preduzeća ili preduzeća u nastajanju kroz sve faze poslovnog procesa, rizični kapital ima značajnu ulogu za preduzetnike sa vizijom. Bez rizičnog kapitala, preduzetnici sa najboljim idejama često nikad ne bi uspeali pretočiti svoje ideje u stvarnost usled nerazumevanja od strane standardnih kreditora, finansijskih institucija i banaka, manjka kontakta i usled svog nerazumevanja poslovnog procesa.

Rizični kapital pokazao se kao izuzetno koristan u razvoju SAD-a, kroz niz godina. Evropska Unija, uz SAD, takođe je prepoznala njegovo značenje i može se očekivati jačanje delovanja rizičnog kapitala na području cele Evrope.

U Srbiji je domaća industrija privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala još uvek nerazvijena, a strani ulagači u privatni vlasnički kapital i rizični kapital takođe nisu pronašli dovoljno razloga da svoja ulaganja usmere u Srbiju. Iako rizični kapital nije naročito razvijen, poslednjih godina dolazi do povećanja broja ulaganja čiji pozitivni rezultati utiču na zainteresovanost ostalih preduzetnika za ovim vidom finansiranja.

2.1.2. Karakteristike fondova rizičnog kapitala i područja ulaganja

Glavna karakteristika fonda rizičnog kapitala je da kao institucionalni investitor ulaže vlasnički kapital na određeno vreme (srednje do dugoročno razdoblje koje je uobičajeno 3-7 godina), iz koje proizilaze sve ostale osobine koje ga čine drugačijim od ostalih finansijskih investitora na tržištu. Ulaganje vlasničkog kapitala znači da fond rizičnog kapitala postaje suvlasnik u preduzeću u koje ulaže čime deli poslovnu sudbinu tog preduzeća. Iz tog razloga fond je posebno zainteresovan za aktivno učešće u poslovanju preduzeća, kao i za rast i razvoj poslovanja u svim segmentima.

Sa druge strane, osobina ulaganja na određeno vreme proizilazi iz same strukture fondova rizičnog kapitala, koji su uvek osnovani na određenom roku (obično 10 godina)

u kojem fond mora uložiti sva sredstva i dezinvestirati ta uložena sredstva, te ih očekivano uvećanim za prinos, vratiti svojim investitorima.

Zbog činjenice da je fond rizičnog kapitala osnovan na određeni rok, fond već na samom početku razmatranja prilika za ulaganja, neminovno, u prvi plan stavlja mogućnosti i opcije za prodaju imovine koju bi uložio. Upravo iz ovih razloga fond rizičnog kapitala mora imati mogućnost da aktivno upravlja svojim ulaganjima i da ima određene mehanizme kontrole i odlučivanja u preduzeće u kome ulaže, a kako bi mogao uticati da se zaista kreira dodatna vrednost koja će uvećati vrednost preduzeća.

Osnovne karakteristike fondova rizičnog kapitala su sledeće:⁵

- Područje i visina ulaganja određuju se prilikom formiranja fondova rizičnog kapitala;
- Česta specijalizacija ulaganja za određenu granu industrije;
- Visoki kriterijumi prilikom izbora poslovne ponude;
- Ulaže se samo u poslovne projekte preduzeća koji imaju veliki potencijal rasta i koji imaju kvalitetan menadžment;
- Finansijska sredstva fonda rizičnog kapitala i preuzeti rizik se menja za udeo u vlasništvu preduzeća;
- Mora postojati mogućnost kvalitetnog izlaska iz ulaganja nakon određenog vremena;
- Osim samog ulaganja finansijskih sredstava u poslovne projekte, fondovi rizičnog kapitala nadziru poslovanje i rade na povećanju vrednosti preduzeća;
- Ostvarivanje što većeg prinosa na uložena finansijska sredstva s obzirom na prisutan visoki rizik.

Iako im je interes ostvarivanje što većeg prinosa na ulaganja, fondovi rizičnog kapitala itekako vode računa da nakon njihovog izlaska iz vlasničke strukture preduzeća ono i dalje nastavi uspešno poslovati, na većem stupnju razvoja i sa još boljom tržišnom pozicijom od početne budući da je to osnovni preduslov da zaista i ostvare svoj željeni prinos na ulaganje, al i kao bitan element da ubuduće budu poželjni novim preduzetnicima što će im omogućiti da i dalje mogu realizovati kvalitetna ulaganja.

Na kraju, bitno je istaći da fondovi rizičnog kapitala, pored funkcije u čiju svrhu su primarno osnovani a to je prinos na ulaganja, imaju i značajnu socio-ekonomsku funkciju budući da kapital čine dostupnim onim konkurentim preduzećima,

⁵ Metrick A. (2007), *Venture Capital and Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Ltd., New York

preduzetnicima, progresivnim poslovnim idejama i projektima, koji inače nemaju pristup uređenim tržištima kapitala i samostalno nikada ne bi bili realizovani.

Jedan dobar deo zasluge za tržišni položaj i uspeh razvijenih zemalja ima i rizični kapital, koji je svojim značajnim ulaganjima, počevši od razdoblja nakon II svetskog rata pa do danas, omogućio razvoj velikog broja kompanija koji su danas izrasle u vodeće svetske kompanije, kako u tehnološkom tako i u drugim sektorima. Rezultati tog procesa nisu vidljivi preko noći, ali su dugoročno veoma značajni i vidljivi.

Područja ulaganja fondova rizičnog kapitala su brojna i raznolika i najčešće uključuju sledeća ulaganja: ⁶

- Kablovska televizija;
- Internet;
- Informaciona tehnologija;
- Mobilna tehnologija;
- Razvoj programa;
- Distribucija medicinske opreme;
- Distribucija farmaceutskih proizvoda;
- Specijalizovane bolnice;
- Distribucija opreme za ugostiteljstvo;
- Restorani brze hrane;
- Prehrambena industrija;
- Dostava;
- Arhiviranje dokumenata;
- Zaštita i slično.

Industrije u kojima je najzastupljeniji ovakav vid finansiranja su *high-tech* sektori (biotehnologija, nanotehnologija, nuklearna fizika, istraživanje svemira, istraživanja vezana za alternativne izvore energije, farmaciju i medicinu), zatim informacione tehnologije (razvoj novih softvera), internet, telekomunikacije, elektronika i robotika, pa sve do zaštite životne sredine. Neke od svetski poznatih kompanija koje su nastale ovakvim finansiranjem su: *Apple Inc, Google, Yahoo, Facebook, Twitter, Youtube, Genentech, Oracle, Cisco Systems, Electronic Arts, Compaq, Dell, Intel, Macromedia, 3Com, FedEx, Nvidia, Tesla Motors, Wal-Mart, eBay, Amazon, Skype, PayPal, LinkedIn*, itd.⁷

Iako bi korisnici rizičnog kapitala trebali biti svi pojedinci, kao i preduzeća u raznim fazama razvoja koja poseduju kvalitetan poslovni projekat, u Srbiji je mali broj onih

⁶ EVCA – Evropska Private Equity i Venture Capital Asocijacija. <http://www.evca.eu/2012>

⁷ Sequoia Capital, Accel Partners, New Enterprise Associates – <http://www.sequoiacap.com>, <http://www.accel.com>, <http://www.nea.com>

preduzetnika koji se odlučuju za ovaj vid finansiranja. Od onih koji se na to odluče, to su najpre nova preduzeća, inovativne brzorastuće kompanije, preduzeća u procesu restrukturiranja i slično.

Premda su ulaganja rizičnog kapitala najčešće usmerena u nove preduzetničke poduhvate, odnosno u mlada i inovativna preduzeća, država merama ekonomske politike do sada nije dovoljno podstakla preduzetništvo i jačala inovativni kapacitet zemlje. Preduzetnici se teško odlučuju za neke profitabilnije projekte koji su po definiciji rizičniji, pa stoga investitori rizičnog kapitala teško dolaze do novih kvalitetnih korisnika.

Nedostatak znanja o tome šta je to investiranje rizičnog kapitala takođe se pokazao kao jako bitan činilac razloga pojavljivanja malog broja korisnika što je negativno uticalo na nastajanje i razvitak mladih i inovativnih preduzeća, kao i ekonomije u celini.

2.2. Definisanje hedž fondova

Najjednostavnija definicija hedž fonda jeste da on predstavlja alternativnu investiciju koja je kreirana da zaštiti investicioni portfolio od tržišne neizvesnosti, pri tome, stvarajući pozitivne prinose kako na rastućim, tako i na opadajućim tržištima.

2.2.1. Pojam i problemi definisanja hedž fondova

Termin „hedž fond“ još uvek nema preciznu pravnu definiciju i pored sve veće prisutnosti ovih fondova na finansijskim tržištima. Postoji određen broj definicija koje se baziraju na pravnoj strukturi, strategijama investiranja, superiornim prinosima, preuzimanju rizika i sl:⁸

- rizični fond kapitala koji je, u većini slučajeva, otvoren samo za izuzetno bogate pojedince, koji traže visok prinos preuzimajući, istovremeno, i vrlo visoke rizike;
- privatni investicioni portfolio koji se obično osniva u formi komanditnog društva, koji je otvoren za ovlašćene investitore, naplaćuje podsticajne naknade, a njime upravlja komanditor koji ima na raspolaganju sve postojeće finansijske instrumente;
- mnoštvo investicionih strategija, baziranih na veštinama menadžera, sa velikim brojem ciljeva u pogledu prinosa i rizika, pri čemu je zajednički činilac za sve veština investiranja i upravljanja rizikom fokusirana na ostvarenje pozitivnih prinosa, bez obzira na tržišna kretanja;

⁸ Lhabitant, F.S, (2006.), *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 25

- labavo regulisan privatni fond kapitala koji može da investira i na tržištima novca i na tržištima derivata, dozvoljena mu je upotreba leveridža, a u cilju postizanja što većih prinosa.

Oni koji nisu mnogo upoznati sa hedž fondovima, često ih shvataju kao tip investicionog fonda u koji mogu ulagati samo bogati pojedinci. Preciznije rečeno, samo investitori koji poseduju aktivu u vrednosti preko milion dolara ili zarađuju više od 200.000 dolara godišnje, mogu investirati u hedž fondove.⁹ Ovako posmatranje hedž fondova je usko i jednostrano.

Ako se krene od bukvalnog tumačenja naziva, stiče se utisak da su hedž fondovi investicioni fondovi koji primenjuju tehnike zaštite portfolia (hedžing tehnike). Ovakvo tumačenje može biti pogrešno, jer se zasniva na samo jednoj osobini hedž fondova i na samo jednoj od tehnika koje primenjuju. Da bi se definicija upotpunila kaže se da su hedž fondovi investicioni instrumenti koji obezbeđuju različite odnose prinosa i rizika u poređenju sa onima ostvarenim na tradicionalnim investicijama u obveznice i akcije.

Može se navesti tipična, najčešće korišćena definicija hedž fonda. Prema njoj, hedž fond je labavo regulisana investiciona kompanija koja naplaćuje podsticajne naknade i uobičajeno ima za cilj ostvarenje prinosa koji nisu visoko korelisani sa prinosima na akcije i obveznice. Ovoj definiciji se može dodati i to da hedž fondovi koriste alternativne investicione strategije.

Univerzum hedž fondova karakteriše visoka heterogenost koja se ogleda u različitim strategijama investiranja i fondovima različitih veličina. Još jedna od karakteristika su i niske barijere ulaska za nove menadžere. Niske barijere i struktura naknada koje naplaćuju, doveli su do pojave sve većeg broja novih hedž fondova. Hedž fondovi koji su zatvoreni za priliv novog kapitala, ne objavljuju podatke o performansama, pa uspevaju da izbegnu klasifikovanje. Stoga je prisutan veliki broj različitih klasifikacija koje se objavljuju od strane investicionih analitičara.

Ne postoji jasna linija razdvajanja između hedž fondova i drugih investicionih kompanija. Hedž fondovi su dosta labavije regulisani u odnosu na druge tipove investicionih fondova.

Ograničena odgovornost koja karakteriše hedž fondove nije specifična samo za njih, pa se ne može uzeti kao jedna od karakteristika za razlikovanje i lakše prepoznavanje hedž fondova. Hedž fondovi se ne oporezuju na isti način kao i

⁹ McCrary, S., (2002.), *Hedge fund Course*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, str. 36

korporacije. Svi prihodi, troškovi, dobici i gubici se transferišu investitorima. Ipak, ovo nije karakteristično samo za hedž fondove, jer i mnogi drugi tipovi investicionih kompanija vrše transfer poreza na ovakav način.

Za hedž fondove se uprošćeno može reći da su to investicioni fondovi koji nemaju obavezu poštovanja bilo kakvih pravila. Ipak, hedž fondovi podležu određenim pravilima, a i organizovani su na različit način u odnosu na investicione fondove. Poslednjih godina razlike između ova dva tipa fondova se smanjuju, budući da investicioni fondovi dobijaju šira pravila i veća ovlašćenja prilikom investiranja, dok se hedž fondovima nameće nešto strožija regulativa.

Hedž fondovi se razlikuju od investicionih fondova po tome što podležu manjem stepenu regulative. Razlog za to je što hedž fondovi primaju kapital samo od finansijski sofisticiranih individualnih investitora i organizacija.¹⁰

2.2.2. Karakteristike hedž fondova i sistem naknada

Hedž fondovi imaju nekoliko karakteristika koje ih odvajaju od tradicionalnih investicionih fondova:¹¹

- Struktura i dostupnost:

Hedž fondovi nisu posebno dostupni manjim investitorima. Mnoge strategije fondova limitiraju kapacitet investiranja pa su stoga otvoreni samo za upis u kratkim vremenskim periodima, a nudi se samo poznatim investitorima ili fondovima fondova. Mnogi nameću ulazne provizije ili prodajne izdatke. Otkup je obično teži, tipično kvartalno, uz duge objavne periode i izlazne provizije. Sva ova pitanja ograničavaju dostupnost hedž fondovima, posebno manjim investitorima.

- Performansne provizije i interesi menadžera:

Potencijalno visoke provizije privlače kvalitetne menadžere. Menadžeri hedž fondova tipično su plaćeni u formi godišnje provizije menadžmenta, i što je značajnije, preko provizije zasnovane na ispunjenom. Ovo je jedna od svojstvenih karakteristika hedž fondova. Njima se privlače visoko kvalitetni stručnjaci za investicije u sektor hedž fondova i podstiču menadžeri da stvaraju maksimalne prinose investitoima.

- Leveridž:

Leveridž se javlja u formi bankarskog duga ili kupovine na margini. Hedž fondovi su u mogućnosti da iskoriste leveridž da bi povećali prinose. To karakteristično rade kupovinom hartija na margini ili zaduživanjem kod banke, a u mogućnosti su da kupuju derivatne proizvode.

¹⁰ Hull, J., (2010.), *Risk Management and Financial Institutions*, Boston: Pearson Education, Inc, str. 70

¹¹ Lakić, S., (2009.), Institucije nove finansijske arhitekture: hedž fondovi, *Montenegrin Journal of Economics*, Nikšić: NVO Elit – Ekonomska laboratorija za istraživanje tranzicije, 95. str

Jedna od karakteristika hedž fondova koja ih razlikuje od investicionih fondova jeste to da su naknade koje naplaćuju više, da zavise od performansi i da je njihova struktura složenija od strukture naknada investicionih fondova.

Sistem nagrađivanja u okviru hedž fondova je asimetričan – menadžeri dobijaju učešće u ostvarenom profitu, ali ne učestvuju u podnošenju gubitaka. Ovo dovodi do toga da menadžeri, kada pretrpe gubitak, teže da preuzmu veći rizik kako bi pokrili gubitak i ponovo ostvarivali profit.

Vrste naknada hedž fondova su:

- Naknada za upravljanje (eng. *Management fee*) se obično izražava kao procenat aktive kojom se upravlja. Naplaćuje se godišnje ili kvartalno. Njena visina iznosi 1-2% vrednosti aktive kojom se upravlja.¹² Naknada se naplaćuje bez obzira da li je fond poslovaao profitabilno ili ne. Visina naknade se određuje na nivou na kom se pokrivaju operativni troškovi. Menadžer može obračunati naknadu agregatno, na nivou fonda, ili posebno, za aktivu svakog investitora. Iako se po definiciji naknada obračunava imajući u vidu visinu neto vrednosti aktive, naknada se, zapravo, obračunava na investitorov kapital u fondu.
- Podsticajna naknada (eng. *Incentive fee*) ima za cilj motivisanje menadžera da ostvari maksimalan prinos. Naplaćuje se na bazi profita koji je fond ostvario. Obično iznosi 15-25% profita. Naknada se strukturira tako da u fond privuče najbolje investicione menadžere.¹³

Na osnovu prethodnog, tipična struktura naknada jednog hedž fonda se može predstaviti kao „2 plus 20%“, što znači da fond naplaćuje 2% godišnje od aktive kojom upravlja i 20% od iznosa ostvarenog profita. Neki hedž fondovi, sa dobrim istorijskim performansama, naplaćuju naknade koje su mnogo veće od navedenog proseka („3 plus 35%“, „5 plus 44%“). Ipak, loše performanse fondova u toku poslednje tržišne krize, navele su ih da smanje visinu naknada.

Sve navedeno upućuje na to da su menadžeri hedž fondova zainteresovani za apsolutni profit. Njihov cilj je da budu profitabilni, bez obzira na stanje na tržištima akcija i obveznica. Struktura naknada hedž fondova im daje podsticaj da ostvare profit. Ali ih takođe i „podstiče“ da preuzimaju veći rizik. Menadžeri, poznajući strukturu naknada hedž fonda, imaju podsticaj da preuzimaju vrlo visoke rizike, pa čak i kada su očekivani prinosi negativni. Ovakvo ponašanje menadžera može biti delimično ublaženo boljom regulativom.

¹² Hull, J., (2010.), *Risk Management and Financial Institutions*, Boston: Pearson Education, Inc., str. 71

¹³ Isto, str. 72



TREĆI DEO:

ISTORIJAT RAZVOJA

III : ISTORIJAT RAZVOJA

Da bi se razumelo gde se sada nalaze fondovi rizičnog kapitala i hedž fondovi i kakav ih dalji razvoj očekuje u budućnosti, neophodno je poznavanje njihovog dosadašnjeg razvoja. Počev od osnivanja prvih fondova pa do danas, industrija fondova rizičnog kapitala i hedž fondova se menjala u zavisnosti od dešavanja na svetskim tržištima.

3.1.Evolucija fondova rizičnog kapitala

3.1.1.Počeci razvoja (1920. - 1930.)

Rizični kapital je počeo da se razvija 1920-ih i 1930-ih godina u Sjedinjenim Američkim Državama i Velikoj Britaniji, iako je tada aktivnost u toj oblasti bila bazirana na bogatim pojedincima, odnosno porodicama.

Formalna delatnost počela je da se razvija 1934.godine osnivanjem *Chaterhouse Development Capital* kompanije, prve kompanije rizičnog kapitala u Velikoj Britaniji. Nakon Drugog Svetskog rata, gotovo se istovremeno u SAD-u i Velikoj Britaniji osnivaju prvi fondovi rizičnog kapitala, ali znatno brže će se razvoj odvijati u SAD-u. U Velikoj Britaniji osnovan je 1945.godine prvi fond rizičnog kapitala *3i*. On postoji i danas kao jedan od najvećih fondova u svetu.

3.1.2.Prvi fond rizičnog kapitala (1946.)

U SAD-u se 1946.godine osniva prvi fond rizičnog kapitala *American Research and Development Corporation* (ARD). Ideja o formiranju ARD-a došla je od Ralfa Flandersa (*Ralph E. Flanders*), koji je obavljao funkciju predsednika Banke Federalnih Rezervi u Bostonu. Potporu za ideju dobio je od profesora Harvard Biznis Škole i generala Džordža Doriota (*Geogres Doriot*). Njih dvojica i još nekoliko osoba preduzetničkog duha osnovali su preduzeće ARD, koje je uspelo da prikupi kapital za svoj fond rizičnog kapitala od institucionalnih investitora, univerziteta i fizičkih lica.

Tokom svog postojanja ARD je investirao u brojne kompanije bazirane na visokoj tehnologiji, što su mu omogućile i jake lične veze vlasnika ARD-a sa poznatim univerzitetima (kao što su Harvard i MIT). Pre nego što je 1972.godine prodat jednom konglomeratu, ARD je 1957. investirao u *Digital Equipment Corporation*. Vrednost te investicije je 1971. godine porasla 5000%.¹⁴

¹⁴ Auerswald P. (2008), "Financing entrepreneurship" Cheltenham, UK., Northampton, Mass, Edward Elgar

3.1.3.Nova pravila investiranja (1958.)

Dalju fazu u razvoju industrije rizičnog kapitala obeležava 1958. godina kada je zakonom omogućeno osnivanje *Small Business Investment Companies* - privatnih preduzeća potpomognutih jeftinim državnim kreditima. Od sredine 1970-ih i SAD i Velika Britanija donose niz zakona kojima podstiču razvoj industrije rizičnog kapitala.

Jedan od katalizatora u procesu ulaganja bilo je i uvođenje novih pravila investiranja za institucionalne ulagače, posebno penzione fondove, koji su uvođenjem *Prudent Man* pravila - tzv. pravila razboritosti 1978.godine u SAD-u počeli znatno više investirati u ovaj oblik imovine, jer nisu više bili ograničeni rizičnim ulaganjima. Osim toga od 1950. godine počinje da se razvija *Silicon Valley* klaster u kojem ovi fondovi ostvaruju svoj puni potencijal i sinergiju sa univerzitetima, državnim institucijama, raznim kompanijama i pojedincima. Od tada se ovaj sektor razvija i raste prema sve složenijim opcijama finansiranja. Uspeh ove delatnosti usko je povezan sa uspehom visokotehnoloških kompanija finansiranih tim kapitalom. Kao i tehnološke revolucije, uspeh i neuspeh investicija rizičnog kapitala javlja se ciklično.

3.1.4.Faza ekspanzije (1970. - 1980.)

Javni uspeh rizični kapital doživeo je 70-tih i 80-tih godina pomoću kojeg su nastale neke od najvećih kompanija toga doba (*Apple Inc, Digital Equipment Corporation, Genentech*).

Slom berzi 1987. godine, poznat kao *Black Monday*, usporio je aktivnost fondova. Međutim od sredine 1990-tih, kada je počeo *dot.com bum*, pa sve do sloma 2000. godine, bio je period najveće ekspanzije i investiranja u *high-tech* sektor za fondove rizičnog kapitala.

Slom *Nasdaq* –a i pucanja balona *high-tech* sektora duboko je potresao industriju rizičnog kapitala. Od tada je većina fondova bila fokusirana na otpisivanje kompanija čija je vrednost u tom periodu bila niža od vrednosti investicije u njih samo nekoliko godina ranije. Međutim, od 2005. godine poverenje se vraća postepeno, posebno zahvaljujući poznatim kompanijama, uspešnoj akviziciji *Skype* -a od strane *eBay*-a, kupovine *My Space*-a od strane *The NewsCorporation*, vrlo uspešnog *IPO*-a *Google*-a, kao i pojave *Facebook*-a i *Twitter* –a.

Rizični kapital se u kontinentalnim zapadnoevopskim zemljama javlja tek 1980-ih, dok se ovakav vid ulaganja u zemljama srednje i istočne Evrope počinje razvijati od sredine 1990-ih, sa velikim razlikama od zemlje od zemlje. Fiskalne i zakonodavne mere imale su značajnu ulogu u razvoju rizičnog kapitala u Evropi, od liberalizacije

ulaganja institucionalnih ulagača (najviše otvaranjem mogućnosti ulaganja penzionih fondova) do poreskih olakšica za ulaganje rizičnog kapitala.

Tradicionalno, zemlje sa razvijenim tržištem kapitala takođe su brže razvijale ovakav model ulaganja. Jedan od razloga je taj što se preduzetnici ne boje zavisnosti od akcionarskog kapitala, te je u tim zemljama visoko razvijena i dugo prisutna kultura akcionarstva.

3.1.5. Fondovi rizičnog kapitala danas

Naročito dinamičan rast fondova rizičnog kapitala zabeležen je početkom XX veka. Samo u toku 2000. godine zabeležen je rekord od skoro 120 milijardi dolara investicija od strane ovih institucija u SAD-u. Narednih godina, taj iznos se nešto smanjio, ali i dalje ostao prilično visok u rasponu između 40 i 50 milijardi dolara godišnje.¹⁵

Uloga rizičnog kapitala je vrlo značajna u razvijenim zemljama. Činjenica da ulažu u manje kompanije koje kasnije izlaze na berzu i postaju javna akcionarska društva čijim se akcijama trguje na vodećim sekundarnim tržištima je pojedinim autorima poslužila da istaknu kako tržište privatnog kapitala pomaže u ponovnom otkrivanju tržišta za korporativnu kontrolu.

Rizični kapital igra ključnu ulogu u ekonomskom rastu i stvaranju novih radnih mesta. U periodu od 2000. do 2006. godine fondovi rizičnog kapitala investirali su više od 270 milijardi eura u preko 56 hiljada evropskih preduzeća. Dodatno, u 2007. godini investirano je 68,5 milijardi eura u evropska preduzeća. U 2005. godini rizični kapital doneo je 6,5 miliona radnih mesta, odnosno više od 3% radno sposobnog stanovništva u Evropi.¹⁶

Izuzetno je važna uloga rizičnog kapitala u finansiranju istraživanja i razvoja. Preduzeća koja su finansirana rizičnim kapitalom u proseku troše 50.693 eura po zaposlenom u istraživanje i razvoj. S druge strane, vodećih 500 evropskih preduzeća u istraživanju i razvoju troši 8.394 eura po zaposlenom za istraživanje i razvoj. Svaki treći zaposleni u preduzećima finansiranim rizičnim kapitalom radi u istraživanjima i razvoju. U Evropi su više od 25% ulagača u fondove rizičnog kapitala penzioni fondovi, što znači da se povrati ostvareni na ovaj alternativni oblik imovine vraćaju u ruke pensionera te time doprinose povećanoj štednji.

U ovom trenutku jedini predstavnik rizičnog kapitala u Srbiji je *SEAF (The Small Enterprise Assistance Funds)*. *SEAF* je globalna investiciona firma fokusirana na

¹⁵ EVCA – Evropska Private Equity i Venture Capital Asocijacija. <http://www.evca.eu/2012>

¹⁶ Isto

obezbeđivanje kapitala i operativnu podršku preduzećima u razvoju i preduzećima nedovoljno snabdevenim tradicionalnim izvorima kapitala. U Srbiji SEAF nije registovan kao fond privatnog vlasničkog ili rizičnog kapitala. Prema raspoloživim informacijama, postoji nekoliko proceduralnih problema koje treba rešiti oko registracije ove institucije. Prvo, fondovi privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala nisu priznati zakonskim propisima. Drugo, tokom investicionog procesa teško je objasniti vlastima ulogu investitora rizičnog kapitala u finansiranju novih poslovnih poduhvata, kao partnera i o njegovim pravima i obavezama. Ovo su neki od razloga koji izazivaju nizak nivo atraktivnosti ovog oblika finansiranja.

3.1.6. Budućnost fondova rizičnog kapitala

Postojanje fondova rizičnog kapitala bi uticalo na mobilisanje preduzetničkih sposobnosti, resursa kao i prihvatanje standarda koji bi rezultirali u podizanju konkurentnosti regionalnih privreda.

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

Iz tog razloga, država treba da određenim merama podstakne privlačenje i razvoj ovog oblika finansiranja. Te mere ogledaju se u sledećem:¹⁷

- Zakonom o investicionim fondovima predvideti i fond rizičnog kapitala kao posebnu ekonomsku kategoriju;
- Propisati pravnu normu komanditnog društva kao alternativnu formu privatnih investicionih fondova;
- Propisati da fondovi rizičnih kapitala daju kredite privrednim društvima;
- Obezbediti poreske podsticaje;
- Omogućiti da država u partnerstvu ili samostalno osnuje fond koji će na vlasničkim osnovama da ulaže u kompanije, te poseban fond u kome će biti sredstva za koja će fondovi rizičnog kapitala moći da konkurišu;
- Omogućiti da se sredstva tehničkih rezervi i garantne rezerve osiguravajućih društva mogu ulagati u fondove rizičnog kapitala.

Prednosti po kompaniju u koju se ulaže su mnogostruke, polazeći od svežeg kapitala, iskustva, kontakata profesionalnih investitora u cilju jačanja kompanije. Praktično, rizik uspeha i neuspeha pada podjednako i na vlasnika i na investitora rizičnog kapitala. Imajući u vidu trenutnu situaciju u nacionalnoj ekonomiji, jasno je da bi prisustvo rizičnog kapitala znatno proširilo ponudu izvora finansiranja.

¹⁷ Makroekonomske analize i trendovi (2011), broj 199., Beograd

Glavni problem kada je reč o privlačenju ove vrste investitora jeste stvaranje povoljnog institucionalnog ambijenta, od zaštite ulaganja do posebne poreske politike kojom bi trebalo motivisati dolazak stranih fondova. Imajući u vidu da ova vrsta profesionalnih investitora uključena u funkcionisanje kompanije u koju je uložila, neophodno je stvoriti stabilan zakonodavni okvir koji će pružiti sigurnost ulagača. Treba izbeći situacije u kojima je moguće, zaobilaženjem ili nedorečenošću zakonskog okvira, umanjiti značaj fondova i eventualno zloupotребiti uloženi novac. Takođe, potrebno je raditi na izmenama poreskog zakona, zakona o investicionim fondovima, zakona o osiguravajućim kućama i penzionim fondovima. Izmene moraju ići u pravcu jačanja domaćih izvora za kreiranje fondova rizičnog kapitala.

3.2.Evolucija hedž fondova

3.2.1.Počeci razvoja (1931. - 1968.)

Prvi hedž fond sa ciljem ostvarenja profita, osnovao je *Alfred Winslow Jones* 1949. godine. *Jones* je osnovao fond sa inicijalnim kapitalom u iznosu od 100.000 dolara. Fond je prvobitno osnovan u formi komanditnog društva, kako bi se zaobišla regulacija i omogućila maksimalna fleksibilnost prilikom konstruisanja portfolia.¹⁸

Jones je verovao da poseduje sposobnost superiornog izbora akcija za svoj portfolio, tj. da može identifikovati akcije koje će rasti brže od tržišta, kao i one koje će rasti sporije. Uz to, smatrao je i da ne može predvideti smer kretanja tržišta. Ovakav način investiranja omogućio mu je ostvarivanje neto profita na svim tržištima, kapitalizujući sposobnosti dobrog izbora akcija, uz istovremenu redukciju rizika kroz manju izloženost tržištu. Da bi povećao prinos, *Jones* je dodao i leveridž – koristio je prihode ostvarene na prodaji na kratko za ulazak u dodatne duge pozicije. Iako su leveridž i prodaja na kratko bili poznati i korišćeni i pre *Jones-a*, on je bio prvi koji ih je povezao unutar tradicionalnog investicionog pristupa.

Kako bi privukao investitore, odlučio je da naplaćuje provizije prema performansama (20% od realizovanog profita), a u fond je investirao čitavu svoju ušteđevinu. Ovakav pristup privukao je pažnju i investitora i menadžera.

Sa rastom tržišta tokom 1950-ih i 1960-ih i daljim razvojem poslovanja fonda, *Jones* je angažovao portfolio menadžere kako bi mu pomogli u izboru akcija koje će uključiti u portfolio. Time je on stvorio prvi dobro diversifikovan fond kojim je upravljalo više menadžera. Rezultati koje je ostvarivao bili su iznenađujući, što je izazvalo pojačano interesovanje za hedž fondove. U periodu od 1966. do 1968.

¹⁸ Lhabitant, F.S, (2006.), *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 8

godine, hedž fondovi doživljavaju procvat. U navedenom periodu jačalo je tržište akcija, a *Jones*-ov fond je dobijao sve veći publicitet.

3.2.2.Period lošeg poslovanja (1969. - 1974.)

Vođeni željom ostvarenja performansi koje je u okviru svog fonda ostvarivao *A.W. Jones*, mnogi novi menadžeri hedž fondova počeli su da prodaju hartije od vrednosti na kratko, iako nisu imali mnogo iskustva i znanja potrebnog za to. Tokom rastućeg tržišta 1960-ih, takve nasumične prodaje na kratko bile su vrlo neprofitabilne. Kao posledica toga, mnogi fondovi su napustili originalni *Jones*-ov model i prešli na investiranje samo u duge pozicije sa leveridžom.

Pad tržišta započet 1969. godine, doneo je ogromne gubitke za hedž fondove. Posebno teške godine bile su tokom perioda recesije 1973. i 1974. godine. Obim trgovanja je drastično smanjen, a mnogi hedž fondovi su prestali sa poslovanjem. Pucanje ovog balona preživeli su samo najiskusniji menadžeri, ali su i njihovi fondovi bili oštećeni, pa su nastavili poslovanje kao veoma mali fondovi, sa malom vrednošću aktive i obično orijentisani na samo jednu strategiju.

3.2.3.Period obnove (1975. - 1997.)

Nakon 1975. godine počinje rastući period tržišta. U ovom periodu bilo je teško utvrditi tačan broj hedž fondova, pre svega zbog nepostojanja marketinga i javne, zvanične registracije ovih fondova. Većina fondova je bila organizovana u obliku partnerstva sa visokim minimalnim investicionim ulaganjima, što ih je činilo otvorenim samo za bogate pojedince. Fondovi su poslovali u tajnosti i za svoje poslovanje nisu odgovarali nikome, osim svojim partnerima.

Nakon uspešnog izlaska iz krize mnogi hedž fondovi su se pojavili kao glavni igrači na finansijskim tržištima privlačeći veliku pažnju javnosti, zbog ogromnih profita koje su ostvarivali. Veličina ostvarivanih dobitaka izazvala je zabrinutost da bi hedž fondovi mogli doprineti finansijskoj nestabilnosti i poremetiti efikasno funkcionisanje tržišta.

Početkom 1990ih u fokusu su se našli globalni makro hedž fondovi sa svojim izrazito sposobnim menadžerima (*Soros, Robertson, Steinhardt*) koji su uspevali da ostvare prihode u visini od nekoliko milijardi dolara, investirajući u svim zemljama sveta, pri tom pokušavajući da predvide makroekonomske trendove. Početkom 1990ih bilo je svega 530 hedž fondova koji su upravljali sa oko 50 milijardi dolara. Nakon perioda u kom je globalna makro strategija bila dominantna, fokus se prebacuje na strategije kombinovanja dugih i kratkih pozicija u akcijama i na arbitražne strategije.¹⁹

¹⁹ Lhabitant, F.S, (2006.), *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 14

3.2.4. Krizne godine (1997. - 2009.)

Finansijska kriza u Aziji (1997. godine) dovela je do velikih padova na tržištima valuta, akcija i drugih aktiva unutar zemalja u razvoju. Hedž fondovi su okarakterisani kao jedan od glavnih pokretača ove krize. Mnogobrojni su finansijski izveštaji iz ovog perioda koji govore u prilog tome da su menadžeri hedž fondova bili špekulativni igrači na tržištu koji su poslovali izvan vladinih regulativa.

Postojalo je više hedž fondova koji nisu bili tako uspešni u sprovođenju globalne makro strategije. Jedan od njih bio je LTCM fond (*Long Term Capital Management*), koji je ostvario gubitak od četiri milijarde dolara i pokrenuo domino efekat koji je pogodio mnoge banke, finansijske institucije i velike brokerske kuće gurnuvši ih na ivicu bankrotstva. LTCM-ova strategija se zasnivala na dugim pozicijama u obveznicama za koje se smatralo da su potcenjene (visoko prinose, manje likvidne obveznice, npr. obveznice koje su emitovale zemlje u razvoju i junk korporativne obveznice) i kratkim pozicijama u obveznicama koje su smatrane precenjenim (nisko prinose, likvidnije obveznice, npr. državne obveznice SAD). Fond je usmerio velike opklade na konvergenciju kamatnih stopa unutar EMS, što se pokazalo vrlo isplativim. Budući da države članice Evropske zajednice nisu više imale mogućnost štampanja novca u cilju pokrivanja deficita, rizik difolta se povećao.

LTCM je smatrao da je tokom 1997. i 1998. godine spred prinosa između visoko likvidnih i nisko likvidnih obveznica bio previše širok, kao i da će se smanjiti kada investitori izvrše ponovnu procenu rizika. LTCM je svoj portfolio kreirao uz enormno visok nivo leveridža, što je u narednom periodu dovelo do velikih gubitaka. Posle finansijske krize u Aziji, spredovi prinosa su počeli brzo da se šire. Ovakvo kretanje spredova, suprotno od onog što je LTCM očekivao, dovelo je do urušavanja njegovog akcijskog kapitala, do gubitaka u vrednosti od nekoliko milijardi dolara i do smanjenja vrednosti fonda za 50%.

Sličan primer imao je i hedž fond *Amaranth Advisors*. Hedž fond *Amaranth Advisors*, koji je izgradio "solidnu reputaciju" u zajednici fondova, u jednonedeljnoj trgovini doživeo je debakl 2006. godine. Uključen u trgovanje naftom, fond je bio u poziciji da privuče velike iznose novca od penzionih fondova. Izlažući se na fjučers tržištima prirodnog gasa izgubio je 6 milijardi od 9 milijardi dolara neto sadašnje vrednosti. Fond je koristio multistrategiju i imao značajno podcenjivanje potencijalnih gubitaka tokom ekstremno likvidacionog događaja. Procenjuje se da je fond bio leveridžovan 7 puta, što je značilo očekivanje mesečnog profita od 1 milijarde dolara. Neke pozicije fonda su bile nekoliko stotina puta veće od prosečnog obima dnevnog trgovanja u nekim ugovorima. Rizik likvidnosti je bio posebno prisutan u nekim pozicijama. Kada su inicijalni gubici postali poznati, značajno su se pogoršali uslovi koji su ponuđeni da njegove pozicije budu otpakovane. Gubici fonda su značili i

gubtak za penzioni fond koji je investirao u *Amaranth*. Pad hedž fonda je bio rapidan, a tokom septembra negova vrednost ja pala ispod 3,5 milijardi dolara (9,2 milijarde u avgustu) nakon čega su njegove aktive likvidirane. Pokazalo se i u ovom slučaju da strategija nije bila ni fundamentalno snažna niti bezopasna i nerizična.

Slučaj LTCM-a i Amaranth-a ipak je pozitivno delovao na tržišta i na investitore. Finansijske institucije koje su poslovale sa hedž fondovima postale su mnogo opreznije, zahtevale su više informacija i poošttravale su kreditne uslove (posebno za institucije sa visokim leveridžom). Sami hedž fondovi su smanjili nivo leveridža, prihvatili su da pružaju više informacija i izdvajali su više sredstava za razvoj sistema za upravljanje rizikom i izrade planova za slučaj krize likvidnosti.

Hedž fondovi su koncipirali svoju strategiju tako da iskoriste stvoreni balon na tržištu. Svoje portfolie su kreirali fokusirajući se na akcije kompanija iz oblasti tehnologije, bez pokrivanja ovakvih dugih pozicija kratkim pozicijama ili derivatima. Određeni broj fondova koji je pokušao da ignoriše stanje na tržištu, nije preživeo.

Aktuelna kriza je dovela do toga da 2008. godina bude jedna od najlošijih kada su u pitanju performanse hedž fondova. U skoro svim strategijama investiranja prinosi su bili negativni, što važi i za fondove hedž fondova. Smanjenje aktive kojom su fondovi upravljali bilo je rezultat realociranja investitora na sigurnije klase aktive. Prema analizama, hedž fondovi nisu imali centralnu ulogu u formiranju dinamike krize, ali su prinosi na njihove aktive, kao i uslovi finansiranja znatno pogoršani. Posebno su bila pogođena tržišta na kojima su hedž fondovi obezbeđivali značajan udeo likvidnosti tržišnog trgovanja. Usled gubitaka, smanjene likvidnosti i prebacivanja investitora na sigurnije investicije, broj hedž fondova se smanjio za 10%.

3.2.5.Hedž fondovi danas

Današnji fondovi su znatno evoluirali u odnosu na *Jones*-ov fond. Mnogi su faktori doprineli tome: pojava novih finansijskih instrumenata, tehnološke inovacije, različiti modeli za procenu rizika, promene u okruženju...

Pošto hedž fondovi izbegavaju većinu regulatornih zahteva koji pogađaju tradicionalne investitore, teško je precizno odrediti tačan broj ovih fondova. Istraživanjima je utvrđeno da je broj hedž fondova, od 1988. godine, rastao po godišnjoj stopi od oko 12,6%.²⁰ Došlo se i do podatka da je aktiva kojom upravljaju hedž fondovi rasla po stopi od 21,9% godišnje. Može se videti da je aktiva rasla brže od ukupnog broja fondova, pa se zaključuje da je vremenom rasla prosečna veličina fonda.

²⁰ McCrary, S., (2004.), *Hedge fund Course*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., str. 8

Nakon 2000. godine, tokom perioda opadajućeg tržišta, hedž fondovi su beležili bolje performanse od tržišta. Ovi rezultati pojačali su interesovanje za hedž fondove, pa je tokom poslednje decenije zabeležen značajan rast i aktive fondova i broja fondova. Uspeh u privlačenju investitora nije jednako raspoređen. Prisutan je veliki broj malih igrača koji upravljaju sa manje od 10 miliona dolara aktive, dok se nasuprot njih nalaze veliki fondovi sa vrednošću aktive većom od milijardu dolara.

Dugo godina unazad, većina hedž fondova bila je locirana u SAD. Kada je američko tržište došlo u period zrelosti, Evropa se pojavila kao pogodno alternativno tržište i postepeno je postala novi centar interesovanja za menadžment hedž fondova. U skorije vreme, fokus se pomera i prema Aziji, gde pažnju privlači rast Kine, kao i oporavak industrije Japana.

3.2.6. Budućnost hedž fondova

Smatra se da će glavni izvor budućeg rasta hedž fondova biti institucionalni investitori. Ovi investitori su do sada investirali vrlo malo u hedž fondove. Ipak, orijentacija hedž fondova na apsolutni prinos i rastuće nezadovoljstvo tradicionalnim metodama investiranja, ubedilo ih je da prihvate menadžment strategiju hedž fondova i uključe se u njihovo poslovanje.

U budućnosti se očekuje da će fondovi poslovati lošije nego u prošlosti, da će biti više institucionalizovani i da će industrija biti mnogo više regulisana. Ipak, nekoliko važnih pitanja i dalje ostaje otvoreno, poput nedostatka transparentnosti, nedostatka regulacije i kontrole rizika i visokog nivoa naknada.

U toku narednih godina se očekuje porast priliva kapitala u hedž fondove, ali i porast broja hedž fondova. To će dovesti do toga da više fondova traga za istim cenovnim neusklađenostima koje se zbog toga mnogo brže eliminišu, ostavljajući manje profita za investitore. Stoga, dodatni novac koji će ući u industriju hedž fondova dovešće do smanjenja prosečnog prinosa koji su hedž fondovi ostvarivali u prošlosti. Veći iznosi kapitala koji ulaze u hedž fondove primoravaju menadžere da pribegavaju novim strategijama, od kojih neke mogu povećati pritisak na uspostavljanje višeg nivoa regulacije.



ČETVRTI DEO:

KLASIFIKACIJA

IV : KLASIFIKACIJA

Da bismo razumeli specifičnosti fondova rizičnog kapitala i hedž fondova i na efikasan način izvršili njihovu komparaciju nužno je da ukažemo na klasifikaciju ovih fondova i njihove karakteristike.

4.1.Vrste rizičnog kapitala

Rizični kapital ponekad predstavlja jedinu mogućnost finansiranja za razne preduzetnike sa dobrom idejom, ali manjkom novca. Preduzetnik prilikom ulaganja ne dobija samo novac nego i poslovnog partnera, a kakav će on biti zavisi od izbora vrste rizičnog kapitala.

Postoje tri osnovne vrste rizičnog kapitala koje međusobno učestvuju u ulaganju u nove poslovne poduhvate.²¹

Slika 1. – Klasifikacija rizičnog kapitala



4.1.1.Korporativni rizični kapital

Korporativni rizični kapital je karakterističan po tome što ga čine kompanije ili partnerstva od dvoje do četrdesetak profesionalnih ljudi koji su specijalizovani za određeno područje delovanja.

Kako bi kompanija imala sa čime investirati osniva se fond rizičnog kapitala i traže se ulagači spremni u njega uložiti znatna finansijska sredstva (najčešće institucionalni).

Fond se može osnovati u obliku otvorenog investicionog fonda dostupnog javnosti ili zatvorenog, sa ograničenim vremenom postojanja. Jednom osnovani fond služi kao izvor finansijskih sredstava koja se ulažu u perspektivne poslovne projekte kako bi se na njih dobio što je veći mogući prinos.

Korporativni rizični kapital se u osnovi sastoji od fonda nekog trgovačkog društva ili partnerstva, prvenstveno namenjenog srednjoročnom i dugoročnom investiranju u

²¹ Erić D., Beraha I., Đuričin S., Kecman N., Jakišić B. (2012), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Privredna komora Srbije, Beograd, str. 131

preduzeća početnog ili srednjeg stupnja razvoja sa velikim potencijalom rasta. Kada se govori o fondu rizičnog kapitala, obično se misli na trgovačko društvo ili partnerstvo koje njime upravlja, iz razloga što fond kao takav nije pravna osnova i ne može biti nosilac prava i obaveza.

Kod korporativnog rizičnog kapitala razlikuju se indirektni i direktni oblik. Kod indirektnog korporativnog rizičnog kapitala neko preduzeće ulaže u jedan fond rizičnog kapitala koji onda dalje investira u taj kapital. Kod direktnog korporativnog rizičnog kapitala radi se o neposrednom ulaganju u preduzeće. Namera investitora u ovakvim slučajevima je obično poboljšanje konkurentske pozicije matične kompanije, pogotovu ako su obe u istoj branši. Pod takvom pretpostavkom obično i nema opcije prodaje kompanije u koju se uložilo.

4.1.2.Poslovni anđeli

Poslovni anđeli su tzv. neformalni rizični kapital. Radi se o fizičkim licima koja imaju visoku vrednost neto imovine koju ulažu u vlasnički kapital preduzeća. Sintagma neformalni rizični kapital je opravdana jer to nisu pravna lica, nisu javno eksponirana i to im nije profesionalna delatnost. Radi se o pojedincima koji će rado uložiti novac u perspektivno preduzeće kojem će aktivno pomagati da ostvari tržišni uspeh.

Poslovni anđeli su pojedinci koji raspolažu većim iznosima finansijskih sredstava i određenim poslovnim znanjem i koji ulažu svoja sredstva i znanje u mala preduzeća sa perspektivom rasta i razvoja.

Najčešći oblik ulaganja poslovnih anđela odvija se kroz zamenu ulaganja za udeo u vlasništvu preduzeća (najčešće manjinski). To znači da ulagač, zajedno sa preduzetnikom, deli rizik projekta i vrlo često učestvuje u vođenju i operativnom radu preduzeća, po pravilu bez ikakve posebne nadoknade. Ponekad se ulaganje odvija i u formi zajma, odnosno poslovni anđeo daje zajam, koji se ne mora vraćati ukoliko se ispune određeni unapred dogovoreni uslovi, već se pretvara u vlasnički udeo.

Kapital poslovnih anđela je pogodan izvor finansiranja iz nekoliko razloga:²²

- Nema povraćaja novca, za razliku od kredita, lizinga i slično;
- Pored kapitala mogu da ponude znanje i iskustvo u pružanju podrške za razvoj kompanije;
- Ukoliko se kompanija razvija i raste, mogu biti izvor za dalja finansijska ulaganja i stabilno finansijsko poslovanje kompanije i unapređuju sistem poslovanja i rukovođenja kompanijom i slično.

²² Erić D., Beraha I., Đuričin S., Kecman N., Jakišić B. (2012), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Privredna komora Srbije, Beograd, str. 134

Bitna razlika koja ih deli od korporativnog rizičnog kapitala je da poslovni anđeli u poslovne projekte ne ulaze samo radi profita nego i u tome nalaze neko svoje poslovno zadovoljstvo. Karakteristike koje dele sa korporativnim rizičnim kapitalom su da će poslovni anđeli investirati u preduzeće, raditi na povećanju njegove vrednosti i nakon određenog vremena izaći iz svog ulaganja. Delovanje poslovnih anđela često se jako razlikuje jer zavisi od brojnih pojedinaca i njihovog shvatanja poslovanja, pa prilikom investiranja primenjuju u većoj ili manjoj meri metodologiju ulaganja korporativnog rizičnog kapitala.

MIT Entrepreneurship Center razlikuje četiri vrste poslovnih anđela:²³

- anđeli čuvari (*eng. guardian angels*) koji donose i preduzetničko iskustvo i poznavanje određene industrije. To su osobe koje su bile uspešni preduzetnici u istom sektoru u koji ponovo žele da ulažu;
- anđeli preduzetnici (*eng. entrepreneur angels*) koji imaju iskustvo pokretanja preduzetničkog poduhvata, ali u nekom drugom sektoru, različitom od onog u koji ulažu;
- operativni anđeli (*eng. operational angels*) koji imaju iskustvo i znanje stečeno u određenoj industriji, ali radeći u velikim kompanijama. Možda im nedostaju iskustva u malim, tek osnovanim kompanijama;
- finansijski anđeli (*eng. financial angels*) investiraju isključivo radi ostvarivanja povrata na uložena finansijska sredstva.

Svi su tipovi prisutni u današnjim organizacijama poslovnih anđela, ali se mnoge grupe formiraju oko sličnog tipa investiranja. Pre investiranja, ugovorom se definišu međusobni odnosi: koje će vrednosti poslovni anđeo uneti u kompaniju, na koje vreme, po kojoj ceni i kako će izaći iz kompanije. Oni aktivno učestvuju u kompaniji preuzimanjem mesta u nadzornom odboru i/ili u upravi, tako što preuzimaju zaduženje za neku od poslovnih funkcija.

Rezultati brojnih istraživanja pokazuju da je finansiranje putem poslovnih anđela najzastupljenije u: IT sektoru, uključujući Internet, e-trgovanje, softver i multimedije, industriji, zdravstvu i biotehnologiji.

Poslovni anđeli su najčešće dokazani preduzetnici, osobe koje su dugo na rukovodećim pozicijama, vlasnici uspešnih kompanija ali i mnogi drugi koji poseduju kapital i žele da investiraju u poslove za koje veruju da im mogu doneti brz povraćaj i ozbiljnu zaradu, pa i po cenu rizika da ostanu bez svog novca.

²³ MIT Entrepreneurship Center, "Venture support system project – Angel investors", Copyright 2000 MIT, http://www.angelscapitaleducation.org/data/Documents/Resources/AngelCapitalEducation/Research_VentureSupportProject.pdf, str.17-20

Poslovni anđeli su neretko i ljudi koji žele poslovno da se aktiviraju, bilo aktivnim učešćem u realizaciji projekta u koji ulažu, bilo kao savetnici menadžmenta. Motivi za ovu vrstu ulaganja su nekad i često psihološke prirode, kada pojedinci ovom vrstom ulaganja žele da produže svoju radnu aktivnost ili da dokažu i sebi i drugima da su i dalje sposobni za veoma uspešne poslovne inicijative.

Poslovni anđeo je u prilici da oduči da li će se sam direktno uljučiti u posao u koji ulaže ili će biti samo mentor, savetnik, ili će pak angažovati stručnjaka koji će preduzetniku pomagati u realizaciji projekta. Novac dobijen od poslovnih anđela često se u poslovnom žargonu naziva i “pametnim novcem” budući da uz njega preduzetnik najčešće dobija i iskustvo, znanje, poslovne kontakte, menadžerske savete i sva ostala znanja investitora.

4.1.3.Regionalni rizični kapital

Finansiranje regionalnim rizičnim kapitalom ima za osnovni cilj angažovanje celokupnog potencijala određenih područja čime će biti stvoren osnov za smanjivanje regionalnih razlika.²⁴

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

Postojanje fonda regionalnog rizičnog kapitala bi uticalo na mobilisanje preduzetničkih sposobnosti, resursa kao i prihvatanja standarda koji bi rezultirali u podizanju konkurentnosti regionalnih privreda. Saradnja privatnog i javnog sektora u formiranju ovog oblika finansiranja rezultirala bi u povećanoj efikasnosti prilikom izbora projekata što bi vodilo jačanju privrede regiona i smanjivanju regionalnih disproporcija unutar zemlje. Vezano za funkcionisanje države u ekonomiji kao pružaoca podrške razvoju, nezaobilazno se nameće pitanje korupcije. Jednostavno, kapital ne ide tamo gde će se najefikasnije upotrebiti već kako bi se zadovoljili pojedinci ili grupe. Ovakav način ponašanja samo šteti ekonomiji kroz demotivisanje preduzetništva i inovacija.

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

²⁴ Makojević N.,(2012); *Regionalni investicioni fondovi-šansa za smanjivanje regionalnih razlika*, [http://www.singipedia.ac.rs/naučni radovi](http://www.singipedia.ac.rs/naučni%20radovi), str.6

koje se donose prilikom ulaganja regionalnog rizičnog kapitala, predstavlja glavnu prepreku razvoja ovog oblika finansiranja.

4.2.Vrste hedž fondova

Posmatrajući način poslovanja, može se reći da su hedž fondovi veoma slični tradicionalnim investicionim kompanijama - i jedni i drugi prikupljaju sredstva investitora izdajući akcije i upravljaju sredstvima u ime investitora. Ono u čemu se razlikuju je organizaciona struktura i zakonski tretman.

Svaki hedž fond je specifičan, svaki ima jedinstvenu organizacionu i pravnu strukturu, poslovnu kulturu, stil upravljanja, profesionalno iskustvo i znanje menadžera. U svakom hedž fondu menadžer postavlja osnovne smernice trgovanja: stil upravljanja, dužinu investicionog horizonta, ciljeve vezane za prinos i rizik, ciljane tržišta i optimalni kapacitet fonda.

Pod samostalnim hedž fondom se podrazumeva neregulisani fond kapitala koji potiče od više različitih sofisticiranih investitora. Pravna struktura ovih fondova variraće u zavisnosti ko su investitori fonda i gde je fond registrovan. Veliki hedž fondovi sa menadžment kompanijom baziranom u SAD, imaju *offshore* fond za strane investitore i *onshore* za investitore iz SAD. Struktura koja se uobičajeno primenjuje podrazumeva da se onshore i offshore fond objedine u okviru jednog master fonda.

Slika 2. – Klasifikacija hedž fondova



4.2.1.Fondovi u SAD (eng.onshore)

Najčešće pravne forme za poslovne organizacije u SAD (preduzetnik, partnerstvo, korporacija) ne odgovaraju hedž fondovima. Dva pravna oblika koja bi zadovoljila način poslovanja ovih fondova su: forma komanditnog društva i forma društva sa ograničenom odgovornošću. Forma društva sa ograničenom odgovornošću i forma komanditnog društva omogućavaju izbegavanje oporezivanja na nivou fonda i obezbeđuju transfer plaćanja poreza na investitore. Forma komanditnog društva je preferirana kod osnivanja domaćih hedž fondova. Njene prednosti su lakše prilagođavanje investitora na poresku politiku, kao i nepostojanje problema koji se javljaju prilikom javne ponude hartija. Ograničena odgovornost omogućava hedž

fondovima da koriste leveridž, a investitorima sigurnost da od njih neće biti tražene dodatne investicije, čak ni u slučaju bankrotstva.²⁵

Jednostavna struktura hedž fonda podrazumeva poslovnu jedinicu koja drži investirana sredstva i bar još jednu poslovnu jedinicu koja ima ulogu menadžera fonda. Poslovna jedinica koja funkcioniše kao menadžer fonda se sastoji od zaposlenih zaduženih za upravljanje poslovima i za marketing. Vremenom se javilo nekoliko varijacija navedene strukture. Sa razvojem strukture ograničene odgovornosti, fond može biti kreiran bez ijednog generalnog partnera, tako da svi investitori ulažu kao akcionari i imaju ograničenu odgovornost.

4.2.2.Fondovi van SAD (eng.offshore)

Fondovi van SAD se uglavnom osnivaju u tzv. zemljama „poreskog raja“ koje fondovima nude brojne privilegije: lakša registracija, zadovoljavajući nivo poverenja, ograničene obaveze izveštavanja i nizak nivo poreskih obaveza. Osnivanje offshore fondova često nudi manji nivo uniformnosti u standardima izveštavanja i niži nivo supervizije. Dozvoljeno im je da investitorima obelodanjuju manje informacija ili da te informacije obelodanjuju ređe, a u formi koja se razlikuje od one koja se zahteva u zemljama sa višim stepenom regulative.

Offshore hedž fondovi se obično organizuju u formi korporacija. Umesto komanditora, ovi fondovi imaju menadžment kompaniju. Investitori kupuju učešća kao i kod domaćih fondova, a njihova odgovornost je ograničena na iznos koji su uložili.

Uobičajeni investitori u fondove van SAD su nerezidenti SAD, kojima odgovara anonimnost omogućena u ovim fondovima, kao i izbegavanje plaćanja poreza u Americi. Kao investitori se javljaju i pravna lica iz SAD koja su oslobođena plaćanja poreza (penzioni fondovi, dobrotvorne organizacije, fondacije i zadužbine), jer ako bi investirali u domaće hedž fondove morali bi da plate porez.

Izbor konkretne zemlje za osnivanje hedž fonda je veoma važan. Na takvu odluku utiče više faktora: poreska politika zemlje; imidž zemlje; dostupnost kompetentnih lokalnih banaka, advokata, računovođa i sl; operativni troškovi; pogodnost lokacije u smislu dužine putovanja, vremenske zone, jezika i sl; lokalna regulativa u oblasti poverljivosti investicija i pranja novca; lokacija ciljanih investicija; lokacija ciljanih investitora i slično.

²⁵ Lhabitant, F.S, (2006.), *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 86



PETI DEO:

PRAVNI ASPEKT

V: PRAVNI ASPEKT

Komparaciju između fondova rizičnog kapitala i hedž fondova izvršićemo i sa stanovišta pravnog aspekta, što je naročito značajno budući da će sve veći razvoj i sve veća prisutnost ovih fondova na finansijskim tržištima zahtevati i viši nivo regulacije. U tom smislu, govorićemo o regulisanju transakcija sa fondom rizičnog kapitala, kao i o problemima sa hedž fondovima i potrebom za boljom regulacijom.

5.1. Pravni aspekt fondova rizičnog kapitala

Osim karakteristika koje bi se mogle svrstati u krug tzv. ekonomskih karakteristika, postoji i čitav niz pravnih karakteristika koje su specifične za ovakav način finansiranja i predstavljaju svojevrsnu pravnu veštinu.

Svako finansiranje kompanija putem rizičnog kapitala po pravilu podrazumeva ulaganje u vlasnički kapital određenog društva. Sa pravnog gledišta, bitno je razlikovati na koji način je transakcija struktuirana, kao što je bitno razlikovati finansira li se radi preuzimanja određenog društva ili ne, ko ga preuzima, npr. postojeći menadžment (*MBO, MBI*) ili institucionalni investitor (*IBO*), da li se radi o tzv. transakciji razvojnog tipa, itd.

Najčešća vrsta transakcije rizičnog kapitala u poslednje vreme jeste transakcija rizičnog kapitala razvojnog tipa. U navedenoj transakciji investitor ulaže novčana sredstva u određeno društvo sa ciljem korišćenja tog kapitala za rast i razvoj društva, i to najčešće preuzimanjem drugih kompanija iz istog sektora. Isto tako u predmetnom tipu transakcije obično je menadžment društva ujedno i većinski vlasnik, te nakon dobijanja kapitala od strane investitora zapravo smanjuje svoj vlasnički udeo u društvu u korist investitora. Postojeći menadžment uglavnom nastavlja upravljati društvom, što je često i uslov za ulazak investitora u poslovni poduhvat.

Za razliku od tipične MBO transakcije²⁶, u jednostavnijem obliku ove transakcije učestvuju samo dva glavna subjekta – investitor (fond rizičnog kapitala) i društvo primalac investicije. Tipična transakcija rizičnog kapitala razvojnog tipa uključuje nekoliko ugovornih strana između kojih će postojati ugovorna prava i obaveze. Kakva će biti prava i obaveze zavisi od stepena njihove povezanosti sa transakcijom, odnosno da li imaju partnerski odnos ili je njihova funkcija isključivo za sprovođenje transakcije. Ovde se misli na činjenicu da određene institucije nisu partnerski vezane

²⁶ U MBO transakcijama, gde postoji menadžment određenog društva uz pomoć spoljašnjeg investiranja (fonda) preuzima to društvo od postojećeg vlasnika društva. Najčešće učestvuju tri glavna subjekta: fond rizičnog kapitala, društvo koje se preuzima i SPV (eng. *Special purpose vehicle*), odnosno novo društvo osnovano isključivo sa ciljem regulisanja poslovnih odnosa menadžmenta i fonda. U MBO transakciji fond stavlja na raspolaganje kapital SPV-u, a ne direktno društvu koje se preuzima.

za sprovođenje transakcije i razvoj investicije, već su samo davaoci kapitala za finansiranje transakcije, npr. banke. Institucije koje dele partnerski odnos u sprovođenju transakcije i razvoj investicije obično se zovu glavne institucije. Partnerski odnos u sprovođenju tog tipa transakcije imaju po pravilu samo fond kao investitor i društvo primalac investicije.

5.1.1.Opis transakcije i potrebna dokumenta

Po definiciji fondovi rizičnog kapitala ulažu finansijska sredstva u određena društva sa ciljem stvaranja profita. Profit ostvaruju uspešnim izlaskom iz kompanije. Prilikom pisanja potrebnih dokumenata, posebno glavnih ugovora, svi elementi saradnje moraju biti detaljno razrađeni, od načina ulaska i delovanja unutar kompanije do izlaska iz nje.

Temeljni dokumenti koji su uobičajeni u predmetnim transakcijama uključuju preliminarne pravne ugovore: kada menadžment društva pripremi poslovni plan koji sadrži sve elemente na osnovu kojih bi potencijalni investitor mogao doneti odluku o ulasku u investiciju.

5.1.2.Preliminarni ugovori

Preliminarni ugovori obično su:²⁷

- Ugovor o čuvanju poverljivih informacija (*eng. confidentiality agreement, nondisclosure agreement*) - njime se reguliše koje će se informacije smatrati tajnim i načinima koji će se održavati tajnim. To su obično informacije vezane za kompaniju koja je predmet preuzimanja;
- Pismo namere ili ugovor preliminarne uslova (*eng. heads of terms*): to je zapravo odgovor investitora na poslovni plan menadžmenta i rezultat inicijalnih pregovora. Njegov je cilj da na jezgrovit i jednostavan način opiše temeljne uslove pod kojima bi investitor bio spreman ulagati;
- *Exclusivity/lock-out* ugovor: tim ugovorom se stranke obavezuju da za vreme trajanja njegovog važenja neće tražiti treće osobe sa kojima bi pregovarali o istom projektu;
- *Standstill* ugovor: sklapa se isključivo onda kada je u pitanju preuzimanje kompanije koja se kotira na berzi. Predmetnim ugovorom reguliše se da strane iz ugovora neće kupovati akcije (ili ostale vrednosne papire) te kompanije tokom određenog vremena, najčešće do realizacije investicije.

²⁷ Erić D., Beraha I., Đuričin S., Kecman N., Jakišić B. (2012), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Privredna komora Srbije, Beograd

Nakon potpisivanja nužnih preliminarnih ugovora, obično sledi proces detaljne analize. On se obavlja obično nakon potpisivanja pisma o namerama, odnosno inicijalne ponude ili sklapanja ugovora preliminarnih uslova. Rezultate detaljne analize savetnici investitora prezentuju u dokumentu koji se naziva izveštaj o detaljnoj analizi (*eng. due diligence report*). Ako rezultati izveštaja budu zadovoljavajući, nastavljaju se pregovori koji dovode do zaključivanja glavnih ugovora.

5.1.3.Glavni ugovori

Kako se kod transakcije rizičnog kapitala razvojnog tipa radi investiranja u kompaniju ne osniva nova kompanija, već se direktno ulaže u kompaniju u kojoj se preuzima udeo, sastavljanje pravne dokumentacije donekle je pojednostavljeno. Pre sklapanja glavnih ugovora, mnogi drugi dokumenti moraju biti pripremljeni, kao npr. finansijski izveštaji, poslovni plan, menadžerski ugovori itd.

U glavne ugovore spadaju društveni ugovor i investicioni ugovor.

5.1.3.1.Društveni ugovor

Društveni ugovor je jedan je od glavnih ugovora transakcije rizičnog kapitala. Njime stranke definišu međusobne odnose vezano za poslovanje predmetnog društva. On sadrži sledeće odredbe:²⁸

- Odredbe vezane za osiguranje kontrole nad preduzećem (*eng. swamping rights*) - predstavlja situacije u kojima određene osobe gube određena prava i njihova prava preuzimaju osobe koje ih do nastanka tih situacija nisu imali. Njihov smisao je da se omogući investitoru da vrši kontrolu nad društvom u situaciji kada ga on po pravilu ne bi mogao vršiti. Među ovim situacijama su npr: kašnjenje sa plaćanjem rate dugoročnog zajma, kašnjenje sa plaćanjem kupona obveznica, kašnjenje sa isplatom dividende, kršenje investicionog ugovora, itd;
- Odredbe vezane za poslovne rezultate (*eng. ratchets*): predstavljaju određene finansijske i modele posebnog vrednovanja rada menadžmenta tokom trajanja poslovnog odnosa investitora i društva, odnosno menadžmenta u relaciji sa uspehom društva;
- Odredbe vezane za odlazak menadžmenta za vreme trajanja investicije (*eng. good leaver/bad leaver*): regulišu obračun i način isplate udela menadžmenta u slučaju njihovog odlaska sa dužnosti najčešće unutar određenog razdoblja (npr. unutar roka od 2 godine od dana ulaska investitora). Praksa je da menadžer prilikom odlaska iz kompanije mora da otuđi svoje udele u korist postojećih akcionara društva ili menadžmenta;

²⁸ Cvijanović V., Marović M., Struk B. (2008), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća*, Gipa d.o.o., Zagreb

- Ograničenja prenosa udela i obavezni prenosi udela: uobičajena su u društvima u kojima se želi očuvati struktura udela akcionara. Situacije koje se obično obuhvataju ovim odredbama uključuju pojave kada menadžment društva napušta pozicije za vreme trajanja investicije ili kada neka osoba koja ima udeo u kompaniji postane insolventna, prezadužena, itd;
- *Tag along/drag along* prava: predstavljaju pravila po kojima se moraju ponašati menadžeri i investitori u određenim situacijama koje se mogu pojaviti tokom poslovnog poduhvata. Najčešće su povezane sa izlaskom investitora iz vlasničke strukture. Smisao ovih prava je da se zaštiti interes investitora, kao i da se obezbedi da i ostali akcionari mogu prodati svoje udele. Zahvaljujući ovim pravima, manjinski investitori osiguravaju da za svoje udele dobiju onoliko koliko i investitor koji izlazi iz kompanije.

5.1.3.2. Investicioni ugovor

Investicioni ugovor predstavlja drugi glavni ugovor u transakciji rizičnog kapitala. Tim ugovorom stranke dogovaraju međusobna prava i obaveze vezano za ulazak investitora, kao i modalitete investiranja. Stranke su redovni investitori, postojeći menadžeri, te sama kompanija. Investicioni ugovor redovno sadrži niz uslova koji se moraju ispuniti da bi predmetni investicioni ugovor postao obavezujući za stranke. To su:

- oznaka finansijskih instrumenata koji će se učiniti dostupnim predmetnom društvu;
- modaliteti finansiranja;
- način upravljanja finansijama i kontrola;
- način obaveštavanja o poslovanju - njime će se načelno definisati i saradnja menadžmenta i investitora nakon investiranja.

5.2. Pravni aspekt hedž fondova

Regulativa koja se odnosi na hedž fondove oduvek je bila specifična u odnosu na regulativu koja se odnosila na tradicionalne investicione fondove. Specifičnost se odnosi na činjenicu da hedž fondovi ipak posluju na regulisanim tržištima, koriste finansijsku infrastrukturu i finansijske centre koji su regulisani od strane nadležnih institucija, ali sa druge strane teže da se organizuju na način da izbegnu direktnu regulativu. Ovakva regulativa u početku je bila kritikovana, ali i prihvaćena u isto vreme. Pristup hedž fondovima imali su samo bogati i sofisticirani investitori, pa se smatralo da oni imaju mogućnost da samostalno procene sa kakvim se rizicima suočavaju. Problem su predstavljali i *offshore* hedž fondovi koje nacionalna zakonodavstva nisu mogla kontrolisati.

5.2.1.Problemi sa hedž fondovima i potreba za regulativom

Nakon slučaja LTCM-a, potreba za boljom regulativom izbila je u prvi plan. Trebalo je dovesti u red menadžere koji su preuzimali prevelike rizike. Međutim, javio se problem kako odrediti adekvatan način regulisanja. Regulatori žele da primoraju menadžere hedž fondova da se registruju, jer kolapsi hedž fondova mogu proizvesti ogromne gubitke za njihove investitore. Stoga se kao jedan od najvažnijih razloga za regulativu hedž fondova navodi zaštita investitora.

Iako su bili svesni da je regulativa hedž fondova neophodna, regulatori su shvatili da bi direktno regulisanje bilo samo kontraproduktivno. Ako bi različite institucije bile regulisane od strane više supervizora, moglo bi doći do toga da se slične aktivnosti različito tretiraju, što bi dovelo do regulatorne arbitraže i osujetilo inicijalnu nameru regulatora. Viši stepen regulative mogao bi da odvuče hedž fondove ka *offshore* centrima, gde bi regulatori izgubili kontrolu nad njima u potpunosti.

Hedž fondovi su specifični jer uživaju određene izuzetke od regulative. Izuzeci se odnose na pojedince i institucije sa značajnim prihodima i bogatstvom, investicionim iskustvom i sofisticiranim pristupom investiranju. Razlozi zašto baš ovi investitori imaju regulatorne povlastice su ti da oni od regulative ne bi imali velike koristi i da bi bilo bolje pružiti im slobodu da investiraju onako kako im najviše odgovara. Investitori sa navedenim karakteristikama poseduju dovoljno resursa kojima bi pokrili eventualne visoke gubitke, a i dovoljno znanja za donošenje dobrih investicionih odluka.

Tokom 2000-tih godina, kada je poraslo učešće manjih investitora i institucionalnih investitora, zahtevi za objavljivanjem većeg obima informacija o poslovanju hedž fondova postaju učestaliji. Sve ovo dovodi do toga se hedž fondovi, po određenim karakteristikama, približavaju investicionim fondovima, što pojačava problem njihovog preciznog definisanja.

5.2.2.Regulativa u SAD i pravna akta SEC-a

Finansijske institucije u SAD regulisane su od strane tri federalna regulatora: *The Securities and Exchange Commission* (SEC) koja je zadužena za zaštitu investitora, očuvanje integriteta tržišta hartija od vrednosti i garantovanje jednakog pristupa tržištu za sve; *The Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) koja zahteva da se investitorima obezbede periodični detaljni izveštaji o poslovanju fonda, kao i godišnji revizorski izveštaji; FED. Hedž fondovi koji posluju na teritoriji SAD su primarno pod kontrolom SEC, a jednim delom i pod kontrolom CFTC.²⁹

²⁹ Lhabitant, F.S, (2006.), *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 39

Svi akti SEC-a su se pokazali uspešnim kada je u pitanju regulisanje tradicionalnih fondova, dok se kod hedž fondova javljaju određeni problemi. Način poslovanja hedž fondova koji, između ostalog, podrazumeva prodaju na kratko, upotrebu derivata i naknade u skladu sa ostvarenim performansama, nije kompatibilan sa svim aktima SEC-a.

Securities Act (1933) propisuje da se ulazak u hedž fond posmatra kao javna ponuda hartija od vrednosti, čak i kad je fond organizovan kao komanditno društvo ili društvo sa ograničenom odgovornošću. Ovakva prodaja će biti izuzeta od odredbi Akta sve dok se kamata prodaje u formi privatnog plasmana. Većina fondova želi da izbegne visoke troškove registracije, pa svoje ponude za ulazak u fond kvalifikuje kao privatne plasmane, izbegavajući tako registraciju.

Propis D (eng. *Regulation D*) daje rešenje problema za ponudu privatnih plasmana. Ponuda mora biti ograničena i direktno upućena ovlašćenim investitorima. Svi neovlašćeni investitori moraju imati dovoljno znanja i iskustva iz oblasti finansija kako bi mogli da procene nivo rizika sa kojim se suočavaju. Stoga, veliki broj hedž fondova ograničava svoje plasmane samo na ovlašćene investitore.

Propis S (eng. *Regulation S*) hedž fondovi koriste za izuzeće od regulative u slučajevima kada posluju sa investitorima izvan SAD. Na osnovu ovog propisa, hartije mogu biti izuzete od zahtevane registracije ako nisu u posedu državljanina SAD i ako ne mogu biti prodane na tržištu SAD u određenom periodu nakon datuma izdavanja.

Securities Exchange Act (1934) reguliše transakcije sa hartijama od vrednosti na sekundarnom tržištu, kroz regulisanje poslovanja brokera i dilera. Krajnji cilj ovog akta je zaštita investicione javnosti. Akt tangira hedž fondove na dva načina. Hedž fondovi se mogu posmatrati pre kao dileri nego kao trgovci (eng. *Trader*). Ključna razlika između ova dva pojma je ta da dileri moraju biti registrovani. Da bi izbegli regulaciju, fondovi moraju trgovati isključivo za svoj račun bez ikakvih direktnih transakcija za klijente. Savetnici fonda ne smeju primati naknade za transakcije kada vrše kupoprodaju hartija sa državljanima SAD, jer bi ih to kvalifikovalo kao dilere i zahtevalo registraciju.

Investment Company Act (1940) reguliše organizovanje kompanija koje se bave investiranjem, reinvestiranjem i trgovinom hartijama od vrednosti. Akt reguliše registraciju investicionih kompanija, transakcije između njih i njihovih filijala, kupoprodaju akcija investicionih kompanija, kao i zaduženja direktora i poverenika investicionih kompanija.

National Securities Markets Improvement Act (1996) ima za cilj da poboljša sve prethodne zakone i propise koji su se odnosili na tržišta hartija od vrednosti. Između ostalog, ovaj akt je izmenio određeni broj odredbi koje su se ticale investicionih kompanija izuzetih iz registracije kod SEC-a. Tim izmenama povećan je broj hedž fondova i investitora koji su bili izuzeti od vladine regulative.

Ubrzan rast industrije hedž fondova primorao je SEC da bliže ispita i, eventualno, nešto promeni u dotadašnjoj regulativi. U oktobru 2004. godine SEC je predstavio nove zahteve za menadžment hedž fondova. Hedž fond sa najmanje 15 klijenata i 30 miliona dolara aktive mora biti registrovan kod SEC nakon 1. februara 2006. Samo hedž fondovi sa bar dve godine trajanja lock-up perioda mogu biti izuzeti od ove regulative. Registracija kod SEC podrazumeva da menadžment hedž fonda mora vršiti periodična obelodanjivanja koje se tiču organizacione strukture, kao i da komisije SEC-a mogu vršiti periodične provere poslovanja.³⁰

5.2.3.Regulativa u Evropi – UCITS directive

Za razliku od SAD gde je, uz postojanje određenih zakonskih odredbi, ostavljena mogućnost hedž fondovima da pregovaraju o ugovorima, kao i određena doza fleksibilnosti, u Evropi je situacija drugačija. Evropski regulatori su usvojili stroga pravila koja se mogu tumačiti i kao zabrana poslovanja hedž fondova, bez ostavljanja bilo kakve alternative. Ovakva regulativa može dovesti do seljenja fondova i njihovih menadžera na zakonski i poreski povoljnije lokacije.

Problem u procesu integracija i stvaranja Evropske Unije bila je integracija finansijskih tržišta. To se posebno odnosilo na investicione fondove za koje je svaka zemlja imala sopstveni sistem regulacije i supervizije. Takav način regulacije otežavao je bilo kakvo poslovanje van nacionalnih granica. Većina fondova bila je organizovana i poslovala je isključivo na nacionalnom nivou. To je vodilo sve većoj fragmentaciji industrije i rastu troškova, što se prenelo na veće provizije koje su plaćali investitori i na niže stope prinosa na njihova ulaganja.

Decembra 1985. godine, Evropska Zajednica donosi direktivu o koordinaciji zakonskih, regulatornih i administrativnih odredbi vezanih za poslovanje fondova.³¹ Na osnovu ove direktive, zemlja porekla fonda je zadužena za njegovo regulisanje, a problemima obelodanjivanja i prodaje bave se zemlje unutar kojih se poslovanje obavlja. Nakon ove direktive, početkom 1990-tih javila se ideja o uvođenju UCITS-II regulative sa ciljem harmonizacije zakona širom Evrope i otvaranja mogućnosti osnivanja fondova tržišta novca, fondova hedž fondova i derivativnih fondova. Ipak,

³⁰ Edwards, F., (2006.), *Hedge Funds and Investor Protection Regulation*, Economic Review, Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, str. 35.

³¹ *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)*

ova regulativa je ubrzo odbačena kao previše ambiciozna, da bi se 2001. godine usvojila nova, poznata kao UCITS-III.³²

Evropski regulatori su propisali smernice vezane za upotrebu određenih investicionih instrumenata i ograničili aktivnosti prodaje na kratko sa ciljem zaštite investitora od potencijalnog rizika. Ovo je za posledicu imalo odlazak investitora i menadžera iz zemalja EU (sa izuzetkom Velike Britanije i Švajcarske), pa su hedž fondovi na tlu Evropske Unije bili retkost.

Pod pritiskom rastuće tražnje (ali i ponude) za investiranjem u hedž fondove, mnogi evropski regulatori su prihvatili investiranje u ove fondove kao razumnu alternativu za ulaganje. Olabavili su vrlo stroge zakonske odredbe koje su se ticale hedž fondova. Smanjili su zahteve vezane za poslovanje fondova i omogućili ulazak u ove fondove široj javnosti i manjim investitorima. To je dovelo do povećanja broja hedž fondova na tlu EU, a distribucija njihovih usluga se preorijentisala sa offshore centara na Evropsku Uniju, ali i sa bogatih pojedinaca na mnogobrojne manje privatne investitore.

Komitet za ekonomska i monetarna pitanja doneo je izveštaj o budućnosti hedž fondova i derivata u kom se navodi da će hedž fondovi doprinositi efikasnosti i uravnoteženju finansijskih tržišta. Imajući u vidu teškoće sa kojima su se suočavali zajednički fondovi od samih početaka kreiranja jedinstvenog evropskog tržišta, ne može se očekivati znatno bolja situacija kada su u pitanju hedž fondovi. Oni će i dalje morati da se bore sa različitim lokalnim zakonima.

³² Lhabitant, F.S, (2006.), *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 61



ŠESTI DEO:

TIPOVI INVESTITORA

VI: TIPOVI INVESTITORA

Komparativnu analizu fondova rizičnog kapitala i hedž fondova izvršićemo i sa aspekta tipova investitora u ove fondove. Pokušaćemo da ukažemo na vrste investitora u ove fondove, kao i na njihove razlike u odnosu na investitore tradicionalnih finansijskih institucija.

6.1. Tipovi investitora fondova rizičnog kapitala

Termini menadžer, investicija i investitor u svetu rizičnog kapitala nemaju isto značenje. Menadžeri investicionih fondova jedni su od investitora u fondove rizičnog kapitala. Fondom upravlja menadžment kompanije sa menadžerskim timom. Menadžerski tim odlučuje se za investiciju u preduzeće gde odlučujući faktor često ima i sam menadžment.

Razvoj industrije rizičnog kapitala doveo je i do visokog stepena institucionalizacije procesa ulaganja, pa su investitori postali visoko sofisticirani u odabiru strukture i načina ulaganja. Danas je gotovo nemoguće zamisliti osnivanje fonda rizičnog kapitala bez mnogih savetnika (pravnih, poreskih, investicionih i drugih).

6.1.1. Partneri sa ograničenom odgovornošću i glavni partneri

Bez obzira na mnoštvo struktura ulaganja rizičnog kapitala, anglosaksonski model fonda kao partnerstva sa ograničenom odgovornošću (eng. *limited partnerships*)³³ nametnuo se kao najčešće korišćeni model ulaganja za međunarodne fondove rizičnog kapitala. Po tom modelu, u fond ulažu investitori sa ograničenom odgovornošću (eng. *limited partners*), čije su obaveze prema fondu ograničene na iznos vlastitog uloga i ne učestvuju u vođenju poslova fonda, već imaju nadzornu ulogu. To su svi investitori, a najčešće se radi o institucionalnim ulagačima poput penzionih fondova, osiguravajućih kompanija, banaka, multilateralnih organizacija, razvojnih agencija i slično. Sa druge strane, fondom rizičnog kapitala upravlja glavni partner (eng. *general partner*), kompanija koja ima neograničenu odgovornost nad obavezama fonda rizičnog kapitala, koja ne pokriva njegovu imovinu.

Za penzione fondove ulaganje u sektor rizičnog kapitala je atraktivno, ponajviše zbog dugoročne perspektive ulaganja, što se podudara sa njihovim dugoročnim obavezama, kao i zbog mogućnosti atraktivnih prinosa sa obzirom na rizik i diversifikaciju u odnosu na ostale oblike imovine.

Partnerstvo između glavnih partnera i partnera sa ograničenom odgovornošću je ključno za ostvarivanje dugoročne saradnje. Prosečnom fondu rizičnog kapitala

³³ Nour, D. (2009); *The entrepreneurs guide to raising capital*, Greenwood publishing group, str.84

životni ciklus traje oko 10 godina. Prvih 5 godina uključuje investiranje, sledećih 5 godina upravljanje portfolijom investicija i osiguravanjem izlazne strategije iz svih investicija. Struktura menadžmenta fonda rizičnog kapitala daje veliku autonomiju jer ulagači u fond zadržavaju ograničenu odgovornost pod uslovom da se ne upliću u svakodnevno vođenje fonda.

6.2. Tipovi investitora hedž fondova

Dok je u početku investiranje u hedž fondove bilo rezervisano samo za izuzetno bogate pojedince, sada postaje sve više pristupačno i ostalim klasama investitora. Investitori se klasifikuju u nekoliko kategorija: individualni investitori, porodični fondovi, zadužbine i fondacije, penzioni fondovi, korporativni investitori.³⁴ Između kategorija, ali i između investitora unutar svake kategorije postoje određene razlike, koje postaju značajne prilikom izbora konkretne strategije koju će menadžer fonda primenjivati.

Individualni i institucionalni investitori koji ulažu u hedž fondove znatno se razlikuju u pogledu stepena averzije prema riziku, dužine investicionog horizonta, investicionih ciljeva i ograničenja koja postavljaju prilikom investiranja, kao i u pogledu poreskog tretmana.

6.2.1. Individualni investitori

Individualni investitori su bili aktivni još od prvih godina poslovanja hedž fondova. Motivi ulaganja u hedž fondove kod ovih investitora se razlikuju od pojedinca do pojedinca.

Zakonska regulativa i zahtevi koji su vezani za privatne plasmane sprečavaju investitore sa malim iznosima sredstava da ulažu u hedž fondove. Stoga su glavni individualni investitori u ove fondove zapravo bogati pojedinci. Ovaj tip investitora regulatori različito definišu. Obično su to individualni ili ovlašćeni investitori koji ostvaruju prihod od najmanje 200.000 dolara ili raspolažu aktivom u vrednosti od milion dolara. Bogati individualni investitori ulažu u hedž fondove očekujući dovoljno visoke prinose koji bi kompenzovali visok iznos plaćenog poreza.

Posebnu grupu individualnih investitora čine tzv. „polubogati“ ili „skoro bogati“ investitori. U literaturi i u regulativi se različito definišu. Jedni ih definišu kao pojedince sa neto bogatstvom između jednog i deset miliona dolara, drugi postavljaju raspon bogatstva između 500.000 i milion dolara, treći preko milion dolara... Ono što im je svima zajedničko je to da im u prošlosti nije bilo dozvoljeno investiranje u hedž fondove. Sa promenama koje su se dogodile unutar hedž fondova i u okviru

³⁴ McCrary, S., (2004.), *Hedge fund Course*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc., str. 36

regulative, promenio se i položaj ovih investitora. Oni su postali ogroman potencijal i izvor kapitala za buduća investiranja u hedž fondove. Ovi investitori ulažu u hedž fondove želeći da smanje rizik svog portfolia, ali i da povećaju prinos na ukupan portfolio.

Hedž fondovi ostavljaju mogućnost ulaganja i neovlašćenim investitorima. Ovi investitori mogu biti dobro informisani i investiciono obrazovani, ali da pri tom nemaju dovoljno prihoda ili bogatstva kako bi bili ovlašćeni za investiranje u hedž fondove. Oni mogu biti posebno značajni za hedž fondove koji tek počinju sa poslovanjem, jer svojim investiranjem u takve fondove, pokazuju da imaju poverenja u njih. Veliki hedž fondovi neće imati koristi od ovih investitora, osim malog povećanja vrednosti aktive kojom se upravlja.

6.2.2.Porodični fondovi

Porodični fond predstavlja grupu investitora koji angažuju investicione, poreske, računovodstvene i pravne savetnike. Ovi fondovi se mogu posmatrati kao čuvari aktive koja se može investirati u hedž fond. U hedž fondove ne mogu investirati svi članovi ovog tipa fonda. Članovi fonda se razlikuju u pogledu visine bogatstva, stepena averzije prema riziku i osetljivosti na poreski tretman.

Prilikom investiranja, savetnici ovih fondova će se pre opredeliti za balansiranje između očekivanog prinosa i pratećeg rizika, nego za strategije sa visokim prinosom. Preferiraće strategije koje obezbeđuju nisku korelaciju sa tradicionalnim investicijama. Ovi fondovi se često opredeljuju za indirektno investiranje, preko fondova hedž fondova. Tako koriste investicione veštine i znanje. Takođe, mogu da investiraju u dva ili više fondova kako bi izvršili diversifikaciju.

6.2.3.Fondacije i zadužbine

Fondacija podrazumeva određeni fond novca i grupu zaposlenih koji investiraju taj novac i deo distribuiraju različitim organizacijama i aktivnostima u skladu sa postavljenim ciljevima. Pošto ne podležu visokim stopama poreza na dohodak i na kratkoročni kapitalni dobitak, fondacije su od samih početaka hedž fondova, investitori u iste. Razlozi zbog kojih fondacije ulažu u hedž fondove mogu biti smanjenje rizika ili povećanje prinosa.

Zadužbine su formirane od iznosa sredstava koja imaju za cilj da pomognu realizaciju konkretnih projekata ili ostvarenje ciljeva. Njih interesuje dugi rok investiranja, privlači ih visok prinos, nizak rizik i niska korelacija. Prilikom investiranja, zadužbine prave duža i čvršća vezivanja u odnosu na fondacije, pa se može reći i da imaju određeni stepen averzije prema riziku. Zaduzbine moraju

proceniti da li alokacija kapitala u hedž fondove donosi koristi njihovom ukupnom portfoliju i da li je u skladu sa njihovim investicionim ciljevima. Neophodno je utvrditi i da li zaposleni angažovani na plasiranju investicija u hedž fondove poseduju dovoljno znanja i iskustva kako bi na pravi način upravljali kapitalom investiranim u hedž fondove. Mnoge zadužbine angažuju konsultante kako bi im pomogli u izboru konkretnog hedž fonda i strategije investiranja.

6.2.4.Korporacije

Većina investicija od strane korporacija u hedž fondove su male u poređenju sa njihovom strukturom kapitala. Ipak, korporacije su jedan od najvećih izvora kapitala za hedž fondove.

Razlozi zbog kojih korporacije investiraju u hedž fondove: smanjenje rizika, povećanje prinosa, investiranje kapitala do trenutka kada postane potreban za proizvodne namene... Korporacije plaćaju porez na prinos ostvaren investiranjem u hedž fondove, a ako se prinosi distribuiraju akcionarima, oni će platiti porez na dohodak na takav prinos. Svaka distribucija akcionarima biće oporezovana kao dividenda, pa će akcionari imati manje novca (nakon poreza) za investiranje u hedž fondove, u odnosu na korporaciju koja distribuiran prinos može investirati umesto isplate dividendi.

6.2.5.Penzioni fondovi

Penzioni fondovi u početku nisu bili česti investitori u hedž fondove, da bi se poslednjih godina situacija promenila. Penzione fondove je u početku odbijao iznos naknada koje su morale biti plaćene za investiranje u hedž fondove. Posmatrajući uspeh koji su postigle fondacije i zadužbine takvim investiranjem, kao i sposobnost hedž fondova da uspešno posluju u različitim tržišnim uslovima, penzioni fondovi su počeli sve više, i u sve većem broju, da ulažu u hedž fondove.

Penzioni fondovi imaju izraženu averziju prema riziku. Prilikom investiranja u hedž fondove angažuju konsultante koji im pomažu pri izboru i kontroli poslovanja izabranog hedž fonda. Pri odabiru hedž fonda, penzioni fondovi preferiraju fondove sa niskim nivoom leveridža, a izbegavaju investiranje u većinu arbitražnih strategija. Praktikuju i investiranje u fondove hedž fondova sa ciljem ostvarenja diversifikacije i korišćenja ekspertskih usluga menadžera.

Investiranjem u hedž fondove, penzioni fondovi poboljšavaju svoj odnos rizika i prinosa. Ovo stoga što penzionim fondovima nije dozvoljeno da zauzimaju kratke pozicije, da koriste leveridž, da investiraju u derivate niti da se uključuju u neke složenije transakcije koje su uobičajene za hedž fondove. Hedž fondovi su im

primamljivi jer obezbeđuju visoke prinose prilikom investiranja u akcije, uz smanjen rizik u periodima opadajućeg tržišta. Investiranje u hedž fondove je jednostavan način na koji penzioni fondovi mogu proširiti svoj opseg investiranja i poboljšati svoju efikasnu granicu.

6.2.6.Osiguravajuće kompanije

Iako poseduju velike iznose aktive, osiguravajuće kompanije nisu veliki investitori u hedž fondove. Zbog regulacije kojoj podležu, one više ulažu u tradicionalnu aktivu. Proizvodi osiguravajućih kompanija uživaju određene poreske olakšice, pa se efikasno kombinuju sa hedž fondovima čiji se prinosi oporezuju odmah i po maksimalnoj stopi poreza na dohodak pojedinca.

U poslednje vreme, veliki broj reosiguravajućih kompanija investira u hedž fondove. Veoma je važno da su reosiguravajuće kompanije locirane izvan SAD kako bi se izbeglo dvostruko oporezivanje prinosa na investicije. Reosiguravajuće kompanije koje ulažu u hedž fondove su obično blisko povezane sa menadžerima hedž fondova. Menadžeri hedž fondova ih vide kao način prikupljanja sredstava i njihovog zadržavanja duži vremenski period.



SEDMI DEO:

**STRATEGIJE
INVESTIRANJA**

VII: STRATEGIJE INVESTIRANJA

Od primenjene strategije investiranja zavisiće uspešnost ulaganja i prinosi fondova rizičnog kapitala i hedž fondova. U ovom delu objasnićemo izlazne strategije koje primenjuju fondovi rizičnog kapitala kako bi iz ulaganja izašli sa maksimalnim prinosom, kao i različite strategije investiranja hedž fondova koje su se menjale tokom njihovog razvoja.

Ulaganje rizičnog kapitala u razne poslovne projekte zasniva se na temelju promišljanja da je jedino dobro ulaganje ono kod kojeg postoji dobra izlazna opcija. Funkcionisanje rizičnog kapitala temelji se na mogućnošću izlaza iz ulaganja koja predstavlja uspešnost investicionog procesa i saradnje između investitora i preduzetnika. Budući da je svrha ulaganja u razne poslovne poduhvate zarada, odnosno dobijanje što većeg prinosa na uložena finansijska sredstva, investitor će iskoristiti neku od izlaznih strategija kako bi ostvario maksimalnu moguću tržišnu cenu.

Ono što karakteriše hedž fondove jesu mnogobrojne strategije investiranja koje su na raspolaganju njihovim menadžerima. Budući da ne podležu restriktivnim organičenjima prilikom investiranja, menadžeri imaju mogućnost da investiraju na nekonvencionalne načine koji se značajno razlikuju od tradicionalnih načina investiranja drugih investicionih kompanija.

7.1.Proces ulaganja rizičnog kapitala

Rizični kapital kao oblik finansiranja traži preduzeća sa visokim potencijalom rasta i konkurentnim proizvodima ili uslugama. Vrlo je važno da preduzećem upravlja kvalitetan i stabilan menadžment, tim sposoban ispuniti dogovoreni poslovni plan. Važno je i da postoje kvalitetne procedure upravljanja ili potencijal uspostavljanja istih u kratkom roku. Važno je i da postoje zajednički interesi preduzeća i ulagača rizičnog kapitala. U zamenu za ulaganje u preduzeće, ulagači rizičnog kapitala očekuju kontrolu nad upravljanjem preduzeća u donošenju strateških odluka, nadzor i jasnu opciju za izlaz. Proces ulaganja rizičnog kapitala je veoma kompleksan. Jedno od najvažnijih pitanja je vezano za određivanje vrednosti celog poslovnog poduhvata. Vrlo često vrednost preduzeća u koja se ulaže je relativno mala, pa je potrebno vršiti procene budućih prinosa, posebno analizu stope prinosa.

Da bi neko preduzeće moglo da aplicira za ovaj vid finansiranja mora da postoji povoljan spoj najmanje tri grupe faktora:³⁵

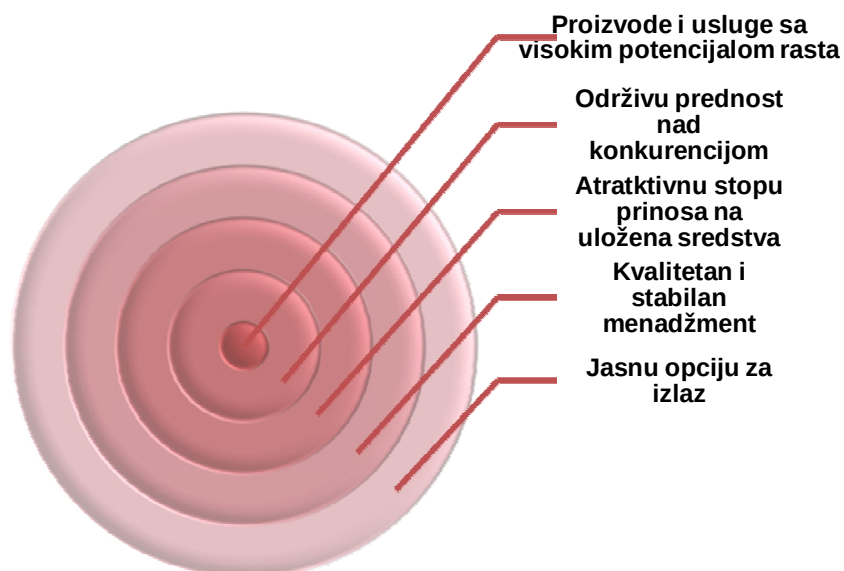
³⁵ Erić D., Beraha I., Đuričin S., Kecman N., Jakišić B. (2012), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Privredna komora Srbije, Beograd, str. 80

- Ekonomskih faktora - veliko potencijalno tržište, visoke mogućnosti za rast prodaje i profita, visoke stope prinosa investitora, razvijen finansijski sistem i finansijska tržišta, razvijena infrastruktura, kako primarna tako i u uslugama, raspoloživost faktora *inputa* odgovarajućeg kvaliteta, jaka privreda sa stabilnim monetarnim sistemom i poreskim olakšicama, kvalitetni menadžment timovi, skriveni interni izvori rasta i slično. U pitanju je veliki broj faktora, od kojih mnogi nisu u nadležnosti malih preduzeća u koje se ulaže. Naš privredni ambijent još uvek nema razvijen finansijski sistem, a i privreda se suočava sa velikim problemima, posebno pod uticajem globalne krize.
- Društvenih (socijalnih) faktora - takođe, vrlo heterogena grupa faktora, u koje je moguće uključiti: kvalitetne i dobro obučene ljudske resurse, stabilnu političku situaciju sa demokratskim političkim sistemom, atraktivnu klimu za istraživanje, interesantne rezultate naučno-istraživačke aktivnosti i naučna otkrića, kao i intenzivnu saradnju između privrede i univerziteta i naučnih instituta. Međutim, ovi poslednji navedeni faktori, na našim prostorima su još uvek izuzetno retki što otežava pristup mnogim preduzećima ovom izvoru finansiranja. U ovu grupu faktora možemo uključiti i razvijenost preduzetničkog duha koji u velikoj meri zavisi i od svesti ljudi, njihove kreativnosti, inicijative i otvorenosti. Tu je i podrška institucija, koja na našim prostorima nije previše prisutna.
- Pravnih faktora- 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 našim uslovima nije na najvišem nivou.

Jasno je da fondovi rizičnog kapitala imaju dosta novca, međutim, postoji veliki broj ovih fondova i konkurencija među njima je žestoka. Kako bi oplodili kapital, fondovima je izuzetno potreban kvalitetan projekat. Fondovi rizičnog kapitala mogu dobiti na hiljade zahteva i poslovnih planova preduzetnika, ali se može desiti da ni jedan nije dovoljno dobar. Činjenica je da manje od 5% zahteva rezultira ulaganjem u preduzetničku kompaniju.

Proces investiranja fonda rizičnog kapitala u kompaniju je poseban u donosu na druge opcije koje stoje na raspolaganju i razlikuje se od slučaja do slučaja. Finansiranje opcijom rizičnog kapitala uključuje duboku povezanost investitora i preduzeća u koje se investira. Ta povezanost seže mnogo dalje od one koja je prisutna u odnosu na banke koja daje kredit i klijenta koji ga prima i ogleda se ne samo tokom pregovaranja, već kroz čitavo vreme trajanja investicije. Hoće li fond rizičnog kapitala uložiti novac u neko preduzeće ili ne, zavisi ne samo od vrednosti njegove imovine, rizika i kontinuiteta poslovanja, nego i u proceni investitora da li je preduzeće, u koje se ulaže, sposobno ostvariti buduće prihode, odnosno dobit u meri u kojoj se to od njega očekuje.

Slika 3. – Šta traži fond rizičnog kapitala kada razmatra potencijalna ulaganja?



Fondovi rizičnog kapitala traže prilike za investiranje u preduzeća koja imaju veliki potencijal razvoja. Od perspektivnog preduzeća se traži da uspe razviti održivu komparativnu prednost nad konkurentima na istom lokalnom, regionalnom ili svetskom tržištu u proizvodu ili usluzi koju pruža. Po pravilu, to znači ostvarivanje dvocifrene stope rasta na godišnjem nivou za vreme trajanja investicije fonda. Mnogi fondovi traže, da u osnovnom scenariju projekcije novčanog toka, ostvarena interna stopa prinosa (eng. *internal rate of return, IRR*) bude od 25% pa na više.

Osim poslovnih i finansijskih planova, te ostalih kvantitativnih pokazatelja, osluškujuću ulogu ima menadžerski tim preduzeća u koje se ulaže. On mora uveriti investitora da je spreman ostvariti poslovni i finansijski plan i da za to ima valjanu strategiju. Delovanje rizičnog kapitala u odnosu na druge vrste ulaganja ne prestaje samo nakon odabira objekta ulaganja finansijskih sredstava i investiranja, nego podrazumeva i aktivan angažman na povećanju vrednosti i smanjivanju rizika ulaganja.

7.1.1. Politika investiranja fondova rizičnog kapitala

Politika investiranja fonda rizičnog kapitala je raznovrsna, jer ne ulažu svi fondovi na jednak način. Ulaganja se razlikuju po veličini investicije, veličini udela, fazi ulaganja, industriji, zemlji i slično. Većina fondova je specijalizovana, ako ne po svim navedenim kriterijumima, onda barem prema fazi razvoja preduzeća. Ciljana veličina investicije i minimalni iznos koji fond ulaže u preduzeća povezan je i sa fazom

razvoja preduzeća. Fondovi rizičnog kapitala koji ulažu u ranu fazu razvoja preduzeća obično ulažu minimalno 500 hiljada eura. Sa druge strane, fondovi rizičnog kapitala koji su fokusirani na ekspanziju, imaju za cilj da ulažu u kompaniju minimalno i po 10 miliona eura. Fondovi koji su posvećeni transakcijama preuzimanja neretko imaju taj minimalni prag investiranja i do nekoliko desetina miliona eura.³⁶

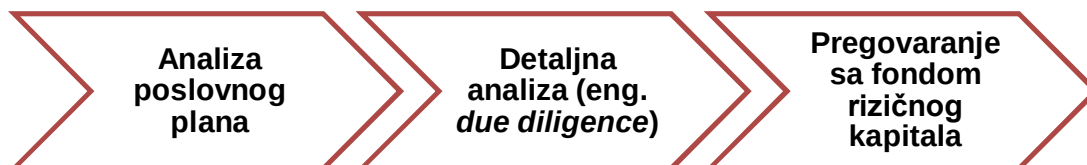
Sa obzirom na fazu ulaganja i investicionu strategiju, fondovi rizičnog kapitala će kupiti većinske odnosno manjinske udele u kompaniji i kombinovati oba pristupa. Investicije mogu imati formu ili preferencijalnih akcija ili kombinaciju običnih akcija i duga, obično konvertibilnog duga, koji može postati akcija, ukoliko je određeni nivo rizika premašen.

Osim faze investiranja, vrlo je važna podela fondova rizičnog kapitala na opšte i specijalizovane, prema izboru sektora investiranja. Tako će opšti fondovi rizičnog kapitala investirati u veći broj sektora, a specijalizovani će se ograničiti na jedan sektor ili na manji broj povezanih sektora. Vrlo često su opšti fondovi, takođe, vezani za jednu zemlju gde imaju nameru ostvariti prednosti i realizovati dodatnu vrednost svojih aktivnosti, zahvaljujući poznavanju lokalnog tržišta. Sa druge strane, specijalizovani fondovi rizičnog kapitala koji ulažu u jednu ili manji broj industija, često će delovati u regiji, panevropski ili globalno.

7.1.2. Faze investiranja rizičnog kapitala

Prvi korak je kontakt investicionog menadžera i vlasnika preduzeća. Ako su komunikacijski stilovi usklađeni i ako je i jednoj i drugoj strani stalo do kvalitetnog partnerstva, čini se drugi korak a to je detaljna analiza (eng. *due diligence*). Ukoliko je i detaljna analiza rezultirala pozitivnim ishodom, sledeći korak je odluka investicionog odbora fonda. U slučaju da je i ona pozitivna, fond rizičnog kapitala se odlučuje za investiranje. Od trenutka pokazivanja interesa do samog investiranja može proći i po nekoliko meseci.

Slika 4. – Faze investiranja rizičnog kapitala



³⁶ Gregorou G., Kooli M., Kraeussi R.(2007), „*Venture Capital in Europe*“, Elsevier Inc, str.55

7.1.2.1. Analiza poslovnog plana

Analiza poslovnog plana predstavlja prvi korak u procesu investiranja fondova rizičnog kapitala. U njemu se prezentuje poslovni plan sa detaljima kompanije. Dobar poslovni plan najčešće sadrži sledeće celine:³⁷

- Kratak opis prilike za investiranje;
- Opis sektora i tržišta u kojem preduzeće posluje ili planira poslovati;
- Opis strategije preduzeća;
- Biografije menadžerskog tima preduzeća (često odlučujući faktor za ulaganje u preduzeće);
- Finansijske izveštaje i projekcije (najčešće za 5 godina).

Odluka o investiranju ne donosi se samo na temelju kvalitetnog poslovnog projekta, nego i na osnovu kvaliteta menadžmenta koji preduzeće poseduje. Sposoban menadžment je osnovna pretpostavka da bi bilo koji poslovni projekat zaživeo, ma kako kvalitetan bio, investitori mu zato posvećuju značajnu pažnju pre nego što se odluče na investiranje. Osim izbora poslovnog projekta sa navedenim karakteristikama, investitori će pre ulaganja veoma temeljno proučiti i koji su mogući izlazi iz ulaganja, a koji bi rezultirali sa što većim mogućim profitom.

Investitor očekuje pristrasnu analizu preduzetnika, stoga nakon analize sledi pismo indikativne ponude koja će biti potvrđena tek nakon obavljenog procesa detaljne analize.

7.1.2.2. Detaljna analiza

Sledeću fazu u procesu investiranja rizičnog kapitala označava detaljna analiza, pri čemu se podrazumeva analiza i istraživanje poslovanja kompanije u svrhu pripreme poslovne transakcije. U užem smislu, podrazumeva analizu poslovnog plana, a u širem smislu celokupnu analizu poslovanja kompanije u nameri investiranja u nju. Cilj detaljne analize je da se utvrdi u kojoj meri kompanija predstavlja dobru investiciju, te koji su glavni rizici na ishod ulaganja.

Detaljna analiza je proces prikupljanja odgovora na listi detaljnih i neiscrpnih pitanja. Procene su da investitor potroši u proseku od nekoliko meseci do pola godine na detaljnu analizu. Statistički gledano, minimum 120 sati se potroši u proseku samo na procenjivanje humanog kapitala preduzetnika, pokušavajući da se umanjí interni rizik. To ne uključuje vreme potrošeno na tržište, proizvode, finansijsku stabilnost kompanije i slično.

³⁷ Erić D., Beraha I., Đuričin S., Kecman N., Jakišić B. (2012), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Privredna komora Srbije, Beograd

Nivo detaljne analize ograničen je vremenom, troškovima smanjivanja asimetričnih informacija, tako da u suštini predstavlja balansiranje između troškova i koristi (eng. *cost benefit trade off*) – koliko vremena investitor treba da utroši kako bi eliminisao negativnu selekciju koja je interni rizik. Dodatna vrednost detaljne analize za preduzetnika predstavlja fokus investitora na dugoročne i strateške ciljeve, te SWOT analiza koja se radi u toku detaljne analize. Preduzetnik tako stiče uvid u sopstveno poslovanje, što može doprineti poboljšanoj strategiji poslovanja.

Detaljna analiza (eng. *due diligence*) odnosi se na čitav niz radnji provjere finansijskih, pravnih i drugih aspekata poslovanja ciljne kompanije koje preuzima investitor pre nego što sklopi kupoprodajni ugovor da bi dobio određenu sigurnost u odnosu na imovinu koju kupuje, odnosno da bi identifikovao eventualne rizike koji mogu nastati nakon sticanja udela u ciljnoj kompaniji. Pored finansijske i pravne, kupac može sprovesti i operativnu detaljnu analizu, u kojoj će detaljno snimiti poslovne procese ciljne kompanije, te proceniti njihovu adekvatnost, kao i komercijalnu detaljnu analizu u kojoj će detaljno istražiti položaj ciljne kompanije na tržištu u odnosu na konkurenciju.

Šta fond rizičnog kapitala mora saznati o ciljnoj kompaniji u procesu detaljne analize?

- Provera prošlih finansijskih i poslovnih rezultata – da li prošli finansijski podaci tačno prikazuju poslovanje ciljne kompanije?;
- Procena sadašnjeg i budućeg novčanog toka – koliko novca ciljna kompanija generiše?;
- Procena menadžmenta preduzeća i mogućnosti buduće saradnje – kakav je menadžment ciljne kompanije?;
- Postojeće ili prethodne obaveze i rizici poslovanja – kupac želi tačno znati šta kupuje i postoje li bilo kakvi rizici za nastanak naknadnih finansijskih obaveza?;
- Projekcije poslovanja – da li je poslovni plan ostvariv, odnosno da li su ključne pretpostavke korišćene u pripremi poslovnog plana realne? Da li su poslovni planovi iz prošlosti ostvareni?

7.1.2.3. Pregovaranje sa fondom rizičnog kapitala

Pregovori sa fondom rizičnog kapitala kreću od samog početka i traju tokom analize poslovnog plana i detaljne analize. Već nakon prvog sastanka i analize poslovnog plana investitor šalje inicijalno pismo ponude koje predstavlja okvir za strukturu ulaganja rizičnog kapitala.

Osnovne vrednosti o kojima se pregovara u strukturi ulaganja uključuju:

- Vrednost kompanije;
- Udeo fonda rizičnog kapitala u vlasništvu kompanije;

- Način na koji će se taj udeo smanjivati ili povećavati u predviđenoj strukturi transakcije;
- Međusobna prava i obaveze strana;
- Način upravljanja kompanijom;
- Nadoknade za menadžment i slično.

Kako bi interesi menadžerskog tima kompanije bili u skladu sa onim što je interes investitora, često se primenjuje struktura u kojoj za ostvarene poslovne rezultate menadžerski tim dobija deo akcija kao nagradu za svoj rad. Važno je i načelno dogovoriti izlaznu strategiju, odnosno koje su izlazne strategije moguće i šta to znači za svakog od partnera u procesu ulaganja.

Prilikom analize ponude investitora treba uzeti u obzir finansijske i nefinansijske prednosti sklapanja posla. Tako će često preduzetnik dati prednost i strateški dobro pozicioniranom fondu koji je manje vrednovao njegovu kompaniju, nego manjem i nepoznatom fondu koji je više vrednovao kompaniju. Uz novac dolazi i ekspertiza te poslovnih kontakt za bolje buduće poslovanje i finansiranje.

Pregovaračka snaga preduzetnika zavisi najviše od toga koliko je posao razvijen, te da li investitor ima interesa za stvaranje dugoročnog partnerstva, koje će rezultirati jednom cilju, a to je da oba partnera budu zadovoljna od početka do kraja investicije.

7.1.3.Strategije investiranja fonda rizičnog kapitala

Fondovi rizičnog kapitala ne ulažu samo kapital, već i svoje znanje i socijalni kapital. Ali isto tako, oni pokušavaju povezati preduzeća koja kupuju kako bi ona mogla poslovno sarađivati, odnosno pokušavaju povećati vrednost tih preduzeća. Logika je jasna, kupiti udeo u nekom preduzeću, raditi na povećanju njegove vrednosti kako bi njegov udeo bio vredniji nego kada je kupljen, te na kraju ga prodati. Na taj način, vraća se kapital sa željenim prinosom ulagačima, ali fond rizičnog kapitala zarađuje i za sebe.

Postoje tri temeljne strategije investiranja fondova rizičnog kapitala:

- Strategija “poboljšanja poslova” kojom u prvih 100 dana od ulaska u vlasničku strukturu fondovi rizičnog kapitala sprovode različite programe koji imaju za cilj poboljšati čitavo poslovanje;
- Strategija “ponovno grupisanje i fokus” kojom fondovi rizičnog kapitala redukuju kompleksnost poslovanja i fokusiraju se na ključne kompetencije preduzeća;
- Strategija “kupi i izgradi” kojom fond rizičnog kapitala uz postojeću investiciju realizuje preuzimanja i spajanja, strateške saveze, licenciranja, upotpunjuje proizvodne linije i slično.

7.1.4. Izlazne strategije fonda rizičnog kapitala

Generalno, investitori rizičnog kapitala nemaju interes da ostanu previše dugo u kompanijama u koje investiraju. Proces investiranja je takav da ovi investitori obezbeđuju kapital od većeg broja individualnih i institucionalnih investitora koje kasnije plasiraju u portfolio kompanija koje ga koriste radi povećanja vrednosti.

Pri tome, institucije rizičnog kapitala pružaju usluge identifikovanja i ocene kandidata, vođenje pregovora, zaključivanja sporazuma sa izabranim malim i srednjim preduzećima, sprovode proces monitoringa i dodavanja vrednosti i po potrebi obezbeđuju pribavljanje dodatnog kapitala u cilju rasta pojedinačnih kompanija u koje su investirali.

Kada se proceni da je optimalan trenutak ide se u strategiju izlaza. Uspešan izlazak je od kritične važnosti za ostvarivanje atraktivnog prinosa na investicije.

Postoji više strategija izlaza iz malih i srednjih preduzeća u koja se investiralo. Najviše korišćene su sledeće:³⁸

- Prodaja;
- Emitovanje akcija i njihova prodaja na berzi kroz proces inicijalne javne ponude.

7.1.4.1. Prodaja

Prodaja je najčešće korišćena izlazna strategija fonda rizičnog kapitala koja može da se obavi u četiri varijante i to:

- Originalnim vlasnicima, tj. osnivačima ili pokretačima biznisa

Prodaja vlasničkog udela nazad originalnom vlasniku ili osnivačima kompanije je ređi slučaj prodaje. Postoji kao opcija, ali je nije ni malo jednostavno realizovati. Jedan od osnovnih razloga leži u činjenici da oni obično nemaju dovoljno finansijskih sredstava. Treba imati u vidu da se u periodu od par godina vrednost kompanije višestruko uveća.

- Otkup od strane ostalih internih grupa u okviru organizacije

Reč je o prodaji menadžmentu kompanije, zaposlenima, penzionom fondu zaposlenih i slično. Kao i u slučaju prodaje originalnim vlasnicima ili osnivačima i ovde se javlja veći broj praktičnih problema, od kojih je svakako najveći obezbeđivanje dovoljnog nivoa finansijskih sredstava od ove kategorije interesnih grupa.

- Prodaja nekom od stratezijskih investitora (partnera)

³⁸ Erić D., Beraha I., Đuričin S., Kecman N., Jakišić B. (2012), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Privredna komora Srbije, Beograd, str. 77

Oni imaju strateški interes u okviru samog biznisa malog i srednjeg preduzeća. Ovo je vrlo realna opcija prodaje i u velikom broju slučajeva se strategija izlaza tako realizuje. Sama forma transakcije može biti jako različita. Moguće je da bude u formi merdžera ili akvizicija. Kod merdžera dolazi do spajanja sa većom kompanijom, gde manja postaje jedan njen organizacioni deo. Vlasnici malog i srednjeg preduzeća koje se pripaja dobijaju određeni procenat vlasništva veće kompanije. Kasnijom prodajom tih akcija na berzi oni mogu ostvariti finansijsku dobit. Akvizicija ima različite forme i obično podrazumeva prodaju i isplatu finansijskih sredstava direktno prodavcima. Ključni element pregovora je nivo cene i način plaćanja.

- Prodaja finansijskom investitoru (partneru)

Ovaj način prodaje podrazumeva prodaju nekoj od finansijskih institucija koje kasnije vrše procenu kako da biznis još više poraste, kompanija uveća svoju vrednost i dalje se preprodaje. Ta preprodaja može da bude prodaja strateškom partneru ili priprema za javnu ponudu akcija, čime kompanija postaje otvoreno akcionarsko društvo čijim akcijama se kasnije javno trguje na sekundarnom finansijskom tržištu bilo u okviru berzanskog ili vanberzanskog prometa.

7.1.4.2. Emitovanje akcija i njihova prodaja na berzi kroz proces inicijalne javne ponude

Ova strategija izlaza podrazumeva da fondovi rizičnog kapitala odlučuju da su se stekli svi uslovi da kompanija koja je bila malo i srednje preduzeće u formi društva sa ograničenom odgovornošću promeni pravnu formu u akcionarsko društvo. Tada se vrši registracija akcija kod Komisije za hartije od vrednosti i njihova javna emisija. Pošto se menja forma i preduzeće postaje akcionarsko društvo, njegovim akcijama počinje javno da se trguje na berzi.

Da bi malo i srednje preduzeće uopšte moglo da emituje akcije, svako akcionarsko društvo mora da bude spremno da izvrši promene i uvede kvalitetan sistem korporativnog upravljanja. S tim u vezi je i potreba prihvatanja prakse javnog objavljivanja najvažnijih poslovnih odluka i finansijskih pokazatelja iz finansijskih izveštaja. Uz sve navedeno, sama berza ima svoje specifične zahteve vezane za listing tj. stavljanje na listu trgovanja date akcije. Sve to ima i svoju troškovnu dimenziju, pa izlazak na berzu i emisija akcija predstavljaju jako ozbiljne stvari. Iz navedenih razloga, na ovom mestu ističemo najvažnije prednosti i nedostatke ove strategije izlaza.

Emisija akcija može doneti niz prednosti svakom preduzeću. Kao najvažnije možemo istaći:³⁹

- Emitovanje običnih akcija ne povlači fiksni trošak kapitala za preduzeće, kao

³⁹ Erić, D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, 2. izdanje, Čigoja štampa, Beograd

što je to slučaj kod uzimanja kredita ili emitovanja obveznica, gde preduzeće ima unapred definisanu kamatnu stopu (koja može biti fiksna ili promenljiva);

- Akcije nemaju fiksni rok dospeća. To je velika prednost, pošto se preduzeće ne suočava sa danom definitivnog izmirenja obaveza;
- Emitovanjem akcija kompanija poboljšava svoj bonitet i kreditni rejting, na taj način kompanija dolazi do svežeg kapitala, što predstavlja svojevrsnu garanciju i za same investitore;
- Prodaja običnih akcija je mnogo atraktivnija od prodaje drugih instrumenata duga, pošto donose veći prinos i niz drugih prava vlasnicima.

Emisija akcija ima i određene nedostatke za samo preduzeće, od kojih posebno ističemo:⁴⁰

- Emitovanjem običnih akcija se povećava broj vlasnika, što može dovesti do gubitka kontrole nad kompanijom;
- Akcijski kapital je izuzetno skup oblik finansiranja, možda najskuplji od svih. Akcije su prilično rizični finansijski instrumenti, što znači da investitorima moraju ponuditi i više stope prinosa;
- Emitovanje akcija je povezano sa visokim troškovima emisije, što u startu umanjuje pozitivne efekte ovog načina finansiranja;
- Nepovoljan poreski tretman, gde postoji problem dvostrukog oporezivanja kako same kompanije, tako i akcionara.

Istražujući mogućnost emitovanja akcija kao strategije izlaza došli smo do zaključka da je za sektor malih i srednjih preduzeća ovo veoma komplikovan i skup način izlaska iz ulaganja. Pre svega, postoji čitav niz administrativnih problema koji bi se našli pred potencijalnim preduzećima. Na primer, promena pravne forme, registracija akcija, uvođenje prakse korporativnog upravljanja su procesi koji zahtevaju određeni vremenski period i iziskuju veoma visoke troškove.

7.2.Strategije investiranja hedž fondova

Tokom godina, hedž fondovi su menjali stilove i strategije investiranja. Počevši od prvog hedž fonda koji je koristio neki vid strategije kombinovanja dugih i kratkih pozicija u akcijama (eng. *long/short equity*), broj fondova koji je prihvatio takvu strategiju je počeo brzo da raste. Ubrzo, većina tih fondova je prešla na visokorizične globalne makro strategije koje su uključivale poslovanje sa različitim valutama, akcijama, obveznicama koje su poticale iz različitih delova sveta. Sledeće strategije koje su postale popularne među hedž fondovima bile su arbitražne strategije, posebno arbitraža sa hartijama sa fiksnim prinosom koja se pojavila kao reakcija na visokorizično trgovanje globalnih makro fondova. Poslednjih godina, opet je

⁴⁰ Erić, D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, 2. izdanje, Čigoja štampa, Beograd

popularna strategija kombinovanja dugih i kratkih pozicija u akcijama koja veoma liči na onu koju je koristio i A.W. Jones u svom hedž fondu.

7.2.1. Kombinovanje dugih i kratkih pozicija u akcijama (eng. *long/short equity*)

Strategija se zasniva na kombinovanju dugih i kratkih pozicija u akcijama, kreirajući na taj način portfolio koji ima smanjen nivo tržišnog rizika. Hedž fondovi koji primenjuju ovu strategiju postoje decenijama unazad, a trenutno su jedna od najvećih grupa među alternativnim, netradicionalnim investicijama.

Strategija se sastoji u kombinovanju dugih i kratkih pozicija u cilju smanjenja tržišnog rizika. Cilj menadžera je da kreiraju portfolio akcija čiji prinosi neće biti korelisani sa performansama tržišta. Ostvareni prinosi na tako kreirani portfolio treba da zavise isključivo od umeća menadžera da izabere prave akcije za svoj portfolio. Ono što ovu strategiju razlikuje od njoj sličnih, tradicionalnih strategija jeste mogućnost menadžera da slobodno prodaju akcije na kratko. Na rastućim tržištima, menadžeri očekuju da se vrednost njihovih dugih pozicija poveća više u odnosu na tržište, a da vrednost kratkih pozicija opadne manje u odnosu na tržište. Na opadajućem tržištu, menadžeri očekuju da vrednost njihovih kratkih pozicija padne brže od tržišta, a da njihove duge pozicije izgube manje u vrednosti u odnosu na tržište. Profit se ostvaruje kada vrednost dugih pozicija raste, a opada vrednost akcija prodatih na kratko, dok se gubici ostvaruju pri padu vrednosti dugih pozicija i (ili) porastu vrednosti akcija prodatih na kratko. Ključni faktor od koga zavisi uspešnost ove strategije je mogućnost prodaje na kratko, tj. mogućnost pozajmljivanja hartija po razumnoj ceni.

Neki menadžeri koji primenjuju ovu strategiju su vrednosno orijentisani, drugi stavljaju u fokus rast, a treći teže da iskoriste tržišne uslove i njihove promene. Menadžeri koji su se fokusirali na rast imaju dugu izloženost prema akcijama rastućih kompanija sa pozitivnom korelacijom sa tržišnim indeksima. Kratke pozicije se zauzimaju u cilju povećanja opklade na rast. Menadžeri koji su vrednosno orijentisani imaju dugu izloženost prema akcijama kompanija visoke vrednosti.

Dobra strana ove strategije je da, iako menadžer izvrši pogrešan izbor hartija za portfolio, pozicija i dalje može biti profitabilna. Ono što je važno za ostvarenje profita jeste da duga pozicija ima relativno bolje performanse od kratke. Da bi smanjili posledice potencijalnog pogrešnog izbora akcija, menadžeri obično diversifikuju portfolio i na dugim i na kratkim pozicijama.

Strategija nosi i određene nedostatke. Jedan od glavnih su visoki troškovi trgovanja, budući da je bruto izloženost mnogo veća od inicijalno uloženog kapitala, pa su i troškovi (izraženi kao procenat inicijalno uloženog kapitala) vrlo visoki. Kako bi

redukovali iznos ovih troškova, menadžeri hedž fonda moraju smanjiti bruto izloženost svog portfolia. Troškovi se dodatno uvećavaju i usled obaveze fonda da konstantno ispunjava propisani nivo margine. Pošto se vrednost pozicija (i dugih i kratkih) konstantno menja usled tržišnih kretanja, menja se i nivo margine, što zahteva dodatne transakcije u cilju dovođenja portfolia u ravnotežu. Različite vrste kašnjenja takođe mogu predstavljati nedostatke ove strategije. Određena pravila koja propisuje berza odlažu izvršenje prodaje na kratko.

Problem se može javiti pri zauzimanju dugih pozicija u podcenjenim akcijama koje mogu biti nedovoljno istražene, pa samim tim kretanje njihovih cena može biti izrazito nepredvidivo. Sa druge strane, prilikom ulaska na kratke pozicije, mogu se javiti problemi vezani za nedostatak likvidnosti na tržištima precenjenih akcija i svi drugi problemi koji karakterišu prodaju na kratko. Fondovi koji primenjuju ovu strategiju imaju koristi od racionalnog poslovanja na tržištima akcija koje nagrađuje kvalitetne kompanije rastom cene akcije, a kažnjava one lošije nižom cenom.

7.2.2.Trajno nepokriveno trgovanje (eng. *dedicated short*)

Prodaja na kratko je zasnovana na logici – kupiti jeftino, pa prodati po višoj ceni. Ono što je specifično za prodaju na kratko jeste to što se aktiva prvo prodaje, a zatim kupuje. Prodavac na kratko će pozajmiti aktivu (npr. akciju) i prodati je na tržištu. Nakon isteka dogovorenog vremena pozajmljena aktiva se mora vratiti, tako što će biti otkupljena na tržištu po ceni za koju se prodavac nada da će biti niža od one po kojoj je izvršio inicijalnu prodaju.

Prodaja na kratko je oduvek bila ne tako dobro prihvaćena aktivnost na tržištima kapitala. Moralni aspekt ovakve trgovine, kao i strah da ona može izazvati ozbiljne poremećaje na tržištu doveli su do brojnih pokušaja da se prodaja na kratko ograniči ili zabrani u potpunosti. Hedž fondovi koji su posvećeni isključivo strategiji prodaje na kratko se retko sreću, a mnogi od njih su promenili strategiju i prešli na strategiju kombinovanja dugih i kratkih pozicija, sa neto kratkom izloženošću.

Prodavci na kratko imaju lošu reputaciju na finansijskim tržištima, a posebno kod kompanija čije akcije prodaju na kratko. Međutim, njihova uloga na tržištu je ipak važna, jer obezbeđuju signale upozorenja na nepovoljne događaje na tržištu. Imaju i ulogu stabilizatora cena kada one beleže opadajući trend budući da tada vrše kupovinu hartija kako bi zatvorili svoje kratke pozicije. Fokuseranje samo na kratke pozicije može se objasniti činjenicom da je mnogim institucionalnim investitorima zabranjena prodaja na kratko, pa menadžeri hedž fondova, kojima je prodaja na kratko dozvoljena, tu vide neiskorišćene mogućnosti za ostvarenje profita.

Na tržištu je prisutnije traganje za potcenjenim, nego za precenjenim akcijama, pa se može reći da postoje neiskorišćene mogućnosti prodaje na kratko. Zbog toga, ova strategija može biti vrlo profitabilna. Mnogi individualni investitori nisu dovoljno upoznati sa procesom prodaje na kratko, dok institucionalni investitori ne žele ili im nije dozvoljeno da prodaju na kratko. Stoga se brokeri i analitičari tržišta usredsređuju na akcije koje žele da kupe, a ne da prodaju, pa je konkurencija u pronalaženju precenjenih hartija vrlo niska ili ne postoji. . Sa druge strane, mnogi analitičari koji rade u investicionim bankama ne žele da objavljuju negativne komentare o kompanijama kako bi izbegli sukob interesa. Ako bi to činili, bilo bi im mnogo teže da očuvaju dobre odnose sa kompanijom.

Ono što ne ide na ruku menadžerima jeste prirodna tendencija rasta vrednosti akcija na dugi rok. Dok čekaju da otkupe akcije i da ih vrate investitorima od kojih su ih pozajmili, bivaju pogođeni rastom cena i obavezom transfera isplaćenih dividendi zajmodavcu. Zajmodavac im može tražiti i vraćanje akcija u bilo kom trenutku, nezavisno od trenutnog nivoa cene tih akcija na tržištu.

7.2.3. Operacije sa hartijama koje su izložene poremećajima (eng. *distressed securities*)

Iako većina hedž fondova ulaže u akcije najboljih kompanija, postoji određeni broj fondova koji to izbegavaju. Predmet njihovog interesovanja su akcije kompanija u finansijskim neprilikama, difoltu ili bankrotstvu. Ovi fondovi su često osuđivani od strane investicione javnosti, koja pri tome zaboravlja da oni mogu igrati značajnu ulogu u procesima restrukturiranja kompanija koje su zapale u teškoće.

Strategija investiranja se najopštije može opisati kao kupovina duga ili kupovina akcija kompanija koje se nađu u finansijskim, pravnim ili poslovnim neprilikama. Kada krenu u proces investiranja, menadžeri pretražuju čitavu industriju, pojedinačne sektore, kao i izdavaoce hartija kako bi utvrdili da li postoje određene informacije koje bi mogle negativno da utiču na hartiju i njenog izdavaoca. Menadžeri traže kompanije koje imaju veliku verovatnoću nastavka poslovanja, ali čije su dugovne hartije značajno pogođene dešavanjima na tržištu. Neki hedž fondovi se fokusiraju na čitavo tržište hartija kompanija u finansijskim neprilikama, dok se drugi ograničavaju na određene sektore.

Ove hartije su vrlo nelikvidne i tržište poseduje vrlo malo informacija o njima. Ponuda na ovim tržištima je obično dosta veća od tražnje. Ovakva situacija odgovara hedž fondovima, jer oni mogu privremeno obezbediti likvidnost i profitirati na tome da tržište ne prepoznaje pravu vrednost hartija.

Hartije izložene poremećajima nisu tako popularne kod svih investitora. Većini institucionalnih investitora nije dozvoljeno da ulažu u njih, dok se individualni investitori ne usuđuju na kupovinu zbog visokog rizika i visokih potencijalnih gubitaka. Institucionalni investitori žele da se oslobode pozicija u ovim hartijama pre nego što dođe do difolta ili pada rejtinga kompanije, što dovodi do obaranja cena hartija i otvara mogućnosti za ostvarenje profita za investitore koji žele da ulažu u ovakve hartije.

7.2.4.Arbitraža (eng. *arbitrage*)

Strategija arbitraže uključuje pokušaje da se iskoriste povremene neefikasnosti cena ili nesklad između hartija od vrednosti i tržišta. Ove strategije su retko prave arbitraže oslobođene rizika, tj. korišćenje razlika u ceni između potpuno utrživih aktiva.

Arbitražeri koji primenjuju ovu strategiju zauzimaju duge i kratke pozicije, sa ciljem da iskoriste trenutne neusklađenosti u cenama hartija od vrednosti. Pošto su te neusklađenosti obično male, koristi se leveridž kako bi se uvećale profitne mogućnosti. Portfolio se kreira tako da ne bude osetljiv na promene u kamatnim stopama, tj. tako da se njegovo trajanje smanji što je više moguće.

Strategija se primarno zasniva na dugovnim instrumentima. Najčešće korišćene hartije su: državne i korporativne obveznice, hartije vladinih agencija, municipalne obveznice i državne hartije od vrednosti zemalja u razvoju. U SAD strategija se sprovodi i korišćenjem hipotekarnih obveznica i drugih hipotekarnih derivativnih hartija od vrednosti.

Na današnjim tržištima, ove arbitraže tipično počivaju na istorijskim odnosima između instrumenata na različitim tržištima da bi se identifikovala i iskoristila odstupanja od istorijskih obrazaca. Ovo je obično područje u kojem se mnogi hedž fondovi "nesrećno" pojave. Uz datu stalno rastuću efikanost finansijskih tržišta, prinosi na mnoge od ovih investicija su beznačajni. Znači, jedini način da hedž fond poveća svoje prinose jeste vezivanje velikih pozicija preko leveridža.

Postoji nekoliko vrsta arbitraže koje primenjuju hedž fondovi.

7.2.4.1.Arbitraže pri preuzimanju (eng. *merger arbitrage*)

Strategija se može nazvati i arbitražom rizika, imajući u vidu da njen ishod primarno zavisi od rizika povezanog sa ishodom korporativnog događaja. Odnosno, uspeh strategije zavisi od uspešnosti merdžera ili akvizicije. Proces sprovođenja strategije počinje objavljivanjem merdžera ili akvizicije, i to obično nakon zatvaranja tržišta. Pravno lice koje vrši preuzimanje trenutnim akcionarima ciljane kompanije nudi da

otkupi njihove akcije po ceni koja je obično veća od poslednje tržišne cene. Razlika između ponuđene i poslednje tržišne cene naziva se arbitražni spread.

Strategija podrazumeva zauzimanje duge pozicije u akcijama ciljane kompanije i prodaju na kratko akcija kompanije koja vrši preuzimanje. Nakon objave merdžera ili akvizicije vrednost hartija ciljane kompanije raste, dok vrednost hartija kompanije koja vrši preuzimanje pada. Cena akcija ciljane kompanije neće rasti do visine ponuđene cene za preuzimanje, zbog prisustva rizika da se merdžer ili akvizicija neće sprovesti na vreme ili da se uopšte neće sprovesti. Stoga, ova strategija je pod velikim uticajem sistematskog rizika na širem tržištu akcija.

Osnovi rizik karakterističan za ovu strategiju je rizik neuspeha ili odlaganja dogovora. Menadžer hedž fonda mora imati dovoljno znanja i iskustva kako bi procenio rizik sa kojim se suočava u slučaju neuspeha transakcije. Kada uđe u arbitražu, on ne može da zna kada će doći do određenih događaja. Što je veća nesigurnost u pogledu ishoda transakcije, veći je merdžer arbitražni spread. Širenje spreda dovodi do gubitaka za menadžera koji je već ušao u transakciju arbitraže. Što su menadžeri sigurniji u pozitivan ishod transakcije i što se transakcija bliži kraju, sve više će povećavati veličinu svojih pozicija. Najveći gubitak hedž fond će ostvariti kada dogovor propadne neposredno pre predviđenog trenutka završetka. Verovatnoća uspešnosti transakcije se menja tokom vremena, povećavajući se kako se transakcija približava pozitivnom ishodu.

7.2.4.2. Arbitraže sa konvertibilnim hartijama (eng. convertible arbitrage)

Konvertibilna arbitraža je strategija čiji prinosi nisu korelisani sa kretanjima na tržištu kapitala, već prevashodno zavise od sposobnosti menadžera fonda da pronađu i da iskoriste povoljna kretanja cena akcija i obveznica. Prinosi ove strategije u prošlosti su bili vrlo visoki, a ostvarivani su uz nizak nivo rizika. Poslednjih godina, menadžeri pribegavaju upotrebi sve većeg nivoa leveridža i fokusiraju se na kratkoročno trgovanje, kako bi povećali prinose.

Ova strategija arbitraže zasnovana je na konvertibilnim hartijama od vrednosti. Ove hartije su idealne za arbitražu, jer se akcijama iz njihove osnove ili povezanim derivatima trguje uz predvidiva racia, pa svako odstupanje ili pogrešna procena pruža arbitražne mogućnosti. Ove hartije se obično izdaju po ceni koja je niža od fer vrednosti što privlači hedž fondove da iskoriste arbitražne mogućnosti. Osnovna strategija fondova je kupovina podcenjenih konvertibilnih hartija i prodaja na kratko akcija izdavaoca tih konvertibilnih hartija.

Arbitraža sa konvertibilnim obveznicama se sprovodi zauzimanjem duge pozicije u konvertibilnoj obveznici i prodajom na kratko obične akcije za koju je obveznica

zamenljiva. Investitor tako koristi podcenjenost konvertibilne obveznice, dok istovremeno smanjuje izloženost cenovnim kretanjima akcije za koju je obveznica zamenljiva. Cilj menadžera hedž fonda je da pronađe konvertibilne obveznice čija se tržišna cena značajno razlikuje od njene teorijski utvrđene vrednosti, zauzme poziciju u njima i ostvari profit, istovremeno se štiteći od tržišnih rizika.

Menadžer koji vrši arbitražu mora znati kakav je kreditni kvalitet obveznice i da li će se menjati tokom perioda njenog držanja. On mora proceniti i implicitnu vrednost opcije na akcije, kao i da li se akcija iz osnove obveznice može lako pozajmiti, kako bi se prodala na kratko. Potrebno je proceniti i mogućnost dešavanja određenih korporativnih događaja koji bi mogli uticati na vrednost hartija.

Svaka komponenta konvertibilne obveznice nosi određene rizike. Tako, primenjujući ovu strategiju, hedž fondovi se suočavaju sa kreditnim rizikom, kamatnim rizikom, rizicima vezanim za akcijsku komponentu i sa rizikom volatilnosti. Da bi se izmerio rizik konvertibilne obveznice, potrebno je izmeriti izloženost riziku obične obveznice i izloženost riziku call opcije. Rizik obične obveznice se izražava pomoću trajanja, konveksnosti i kreditne osetljivosti.

7.2.5.Leveridž (eng. *leverage*)

Mnogi hedž fondovi koriste leveridž kao deo svojih strategija investiranja. Za neke strategije (npr. strategije arbitraže) leveridž je ključni činilac. Pre kolapsa LTCM-a, leveridž od 100:1 i viši bio je uobičajen za fondove koji su sprovodili arbitražu hartija sa fiksnim prinosima. Danas, ovi fondovi imaju pozicije koje su u proseku 40 puta veće od njihovog kapitala.⁴¹

Leveridž povećava rizik portfolia u poređenju sa rizikom koji imaju tradicionalno kreirani portfolii bez leveridža. Pozicija sa leveridžom može doneti gubitak koji je veći od 100% kapitala fonda, dok je kod pozicija bez leveridža iznos gubitka ograničen iznosom kapitala. Pošto individualni investitori ne mogu da izgube više od 100% svog investiranog kapitala, ne pogađaju ih gubici portfolia iznad vrednosti kapitala fonda. Ipak, njih brine uticaj leveridža na verovatnoću ostvarenja gubitaka. Koristeći leveridž, hedž fond može zapasti u probleme ako aktiva koju poseduje značajno izgubi u svojoj vrednosti, a tržište te aktive postane nelikvidno, tako da fond ne može izaći iz svojih pozicija.

Hedž fondovi mogu pozajmljivati sredstva za kupovinu različitih klasa aktive. Ako unošenje tako kupljene aktive u portfolio bez leveridža obezbeđuje diversifikaciju, povećanje rizika izazvano leveridžom biće ublaženo smanjenjem rizika koje je

⁴¹ Lhabitant, F.S, (2006.), *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 153

posledica takve diversifikacije. Portfolio sa leveridžom ima znatno veću verovatnoću ostvarenja visokih gubitaka, ali i znatno veće šanse za ostvarenje velikih dobitaka. Pošto je moguće osloboditi portfolio većeg dela ukupnog tržišnog rizika, ne može se reći da više leveridža vodi većem riziku. Zapravo, najmanju volatilnost beleže fondovi koji koriste strategije arbitraže koje imaju najveći leveridž u odnosu na sve druge investicione strategije. Visina leveridža koji hedž fond može kreirati ograničena je efektom koji leveridž ima na volatilnost prinosa. Hedž fondovi bi trebali imati nivo leveridža koji je u skladu sa aktivom koju imaju u posedu, kao i strategijama koje primenjuju. Prilikom odabira nivoa leveridža, fondovi mogu posmatrati nivo leveridža drugih fondova koji primenjuju istu strategiju.

7.2.6.Strategije na brzorastućim tržištima (eng. *emerging markets strategies*)

Fondovi koji primenjuju ovu strategiju investiraju u hartije malih, manje razvijenih privreda. Specijalizuju se za investiranje u vlasničke hartije ili u hartije sa fiksnim prinosom. Način na koji ovi fondovi upravljaju svojom valutnom izloženošću može imati značajan efekat na neto prinose. Hedž fondovi koji slede ovu strategiju nisu tržišno neutralni. Oni su veoma osetljivi na ekonomske i političke faktore koji utiču na sva brzorastuća tržišta u razvoju.

Strategija uključuje zauzimanje dugih pozicija u hartijama kompanija iz zemalja u razvoju ili sa finansijskih tržišta u razvoju. Menadžeri uz pomoć specijalizovanog znanja i direktnog prisustva na ovim tržištima stiču informacionu prednost koja im omogućava da iskoriste pogrešno formirane cene hartija usled neefikasnosti tržišta u razvoju. Ostvaruju profit kupovinom podcenjenih hartija pre nego što tržište koriguje njihovu vrednost.

Osnovne karakteristike strategije (visoka volatilnost i neefikasnost tržišta) omogućavaju investitorima da lako profitiraju ukoliko izaberu prave akcije, pravi sektor i pravu zemlju za plasiranje svog kapitala. Hedž fondovi, u odnosu na druge investitore, imaju veće mogućnosti da se povuku sa tržišta kada im se ukaže potreba za tim. Usled toga, poslednjih godina prisutan je konstantan rast broja hedž fondova koji ulaze na tržišta u razvoju.

Hedž fondovi koji ulažu na tržišta u razvoju nude značajne prednosti u odnosu na investicione fondove koji ulažu na ovim tržištima. Dok investicioni fondovi investiraju samo u obveznice, hedž fondovi investiraju i u sofisticiranije instrumente, uključujući robu, nekretnine, valute i derivate. Hedž fondovi mogu koristiti i leveridž, što može znatno povećati prinosni potencijal ulaganja, ali i rizik.

7.2.7. Globalne makro strategije (eng. *global macro strategies*)

Ukoliko su investitori zainteresovani za ostvarenje velikih kapitalnih dobitaka, a pri tom su dovoljno kvalifikovani, hedž fondovi koji investiraju globalno su najbolji način da investiraju svoj novac. Za ove hedž fondove se može reći da su najpopularniji i da se o njima u investicionoj javnosti najviše govori. Razlozi za to su višestruki: ovi fondovi su veoma veliki, njihovi menadžeri poseduju izuzetne sposobnosti odabira pravog tajminga za investiranje, njihove pozicije su izražene u različitim valutama, a mnogi od njih su stekli zavidnu reputaciju u finansijskoj štampi.

Menadžeri hedž fondova koji primenjuju globalne makro strategije imaju najširi spektar investicionih mogućnosti. Mogu investirati na skoro svim tržištima, koristeći bilo koje finansijske instrumente. Menadžeri uglavnom primenjuju top-down pristup, primarno se bazirajući na analizu makroekonomskih varijabli vezanih za zemlje u koje žele da ulože svoj kapital. Sprovodeći takvu analizu, upotrebom ekonometrijskih modela, pokušavaju da iskoriste nedoslednosti statističke analize makroekonomskih varijabli (GDP, javni deficit, kamatne stope, prinosi na akcije, cene sirovina, devizni kurs, različiti demografski podaci).

Ovi fondovi se nazivaju hedž fondovima, ne zbog toga što pružaju zaštitu (hedž), već zbog činjenice da ne podležu ograničenjima koja su karakteristična za druge investicione fondove. Oni se ne štite od tržišnih rizika, već teže da profitiraju na kretanjima na finansijskim tržištima, uspostavljajući pozicije koje odražavaju njihova predviđanja u pogledu kretanja tržišta. Može se zaključiti da njihove performanse u potpunosti zavise od kvaliteta i tajminga njihovih predviđanja. Za ove fondove često se kaže da su čisti špekulanti, budući da zauzimaju pozicije u različitim klasama aktive samo na osnovu predviđanja kako će se vrednost te aktive menjati u budućnosti.

Prilikom sprovođenja ove strategije, menadžeri fondova formiraju sopstveno viđenje o trendovima na finansijskim tržištima, a zatim pokušavaju da profitiraju trgujući glavnim svetskim makroekonomskim indeksima. U svojoj analizi cenovnog kretanja, menadžeri proučavaju političke događaje, globalne makroekonomske faktore i sve ekonomske i finansijske faktore koji mogu uticati na procenu vrednosti finansijskih instrumenata. Menadžeri baziraju trgovinu na svim klasama aktive, koristeći sve finansijske instrumente, kao i prodaju na kratko i leveridž.



OSMI DEO:

UTICAJ NA EKONOMIJU

VIII : UTICAJ NA EKONOMIJU

Komparativnu analizu fondova rizičnog kapitala i hedž fondova završićemo sa aspekta uticaja na ekonomiju. Sagledaćemo probleme delovanja, prednosti i nedostatke partnerstva sa fondovima rizičnog kapitala i hedž fondovima i ukazati na rezultate ulaganja ovih fondova.

8.1.Uticaj fondova rizičnog kapitala

Rizični kapital igra ključnu ulogu u ekonomskom rastu i stvaranju novih radnih mesta. U periodu od 2000.-2006.godine ovi fondovi su investirali više od 270 milijardi eura u preko 56 hiljada evropskih kompanija. Dodatno, u 2007.godini investirano je 68,5 milijardi eura u evropske kompanije. U 2005.godini rizični kapital je doneo 6,5 miliona novih radnih mesta, odnosno više od 3% radnog sposobnog stanovništva u Evropi.⁴²

Istraživanja pokazuju da 0,1% BDP-a investirano u rizični kapital rezultira sa 0,4% rasta BDP-a. Veoma je važna uloga rizičnog kapitala u finansiranju istraživanja i razvoja. Kompanije koje se finansiraju ovim kapitalom u proseku troše 50,5 eura po zaposlenom za istraživanje i razvoj. Sa druge strane, vodećih 500 evropskih kompanija u istraživanje i razvoj troši 8,3 eura po zaposlenom. Svaki treći zaposleni u kompanijama finansiranim rizičnim kapitalom radi u istraživanju i razvoju, a 13% od ukupno zaposlenih u tim kompanijama ima doktorat.⁴³

U Evropi su 25% ulagača u fondove rizičnog kapitala penzioni fondovi, što znači da se povrat ostvareni na ovaj alternativni oblik imovine vraćaju u ruke penzionera, doprinoseći time povećanoj štednji.

Rizični kapital doprinosi razvoju i podizanju dinamike privrede iz više aspekata:

- Otvara nova radna mesta kroz podsticanje kompanija orijentisanih na visok rast, često u najpoželjnijim granama privrede;
- Povećava konkurentnost efikasnim restrukturiranjem privrednih sektora temeljno na tržišnim principima;
- Povećava likvidnost na tržištu kapitala ulaganjem dugoročnog vlasničkog kapitala i pri izlasku iz investicije, pomaže mogućem kotiranju kompanija na berzi;
- Pruža atraktivne investicione mogućnosti za institucionalne ulagače i kompanije;
- Privlači strani kapital sa dugoročnim investicionim težnjama .

⁴² Gregoriou G. , Kooli M., Kraeussl R. (2007), „*Venture Capital in Europe*“, Elsevier Inc

⁴³ Isto

Zbog promena na finansijskom tržištu prouzrokovanih svetskom ekonomskom krizom, preduzetnicima će klasični oblici finansiranja biti sve nedostupniji. Stoga je za očekivati znatan porast potražnje za finansiranjem putem alternativnih izvora kapitala, uključujući fondove rizičnog kapitala. U regionu postoji ogroman neiskorišćeni potencijal za ovaj oblik ulaganja.

8.1.1.Problemi delovanja rizičnog kapitala

Iz prethodne kratke analize efekata rizičnog kapitala evidentno je da pojava rizičnog kapitala u Srbiji može doneti mnogo više dobrih nego loših stvari. Većina anketiranih menadžera malih i srednjih preduzeća u Srbiji vrlo pozitivno gleda na institucije rizičnog kapitala kao potencijalne investitore. Međutim, neophodan je oprez. Tu se pre svega misli na preterana očekivanja samog sektora malih i srednjih preduzeća.

Proces finansijske analize i dubinskog snimanja često zahteva puno vremena. Selekcija potencijalnih kandidata od strane investitora rizičnog kapitala podrazumeva primenu rigoroznih kriterijuma, kao i veoma urednu poslovnu dokumentaciju o poslovnim planovima i finansijskom poslovanju. Samo zaključivanje sporazuma koje podrazumeva veliki broj administrativnih i pravnih problema zahteva duži vremenski period. Sve navedeno, može predstavljati ozbiljne prepreke u zaključivanju aranžmana investitora rizičnog kapitala i izabranog preduzeća.

Ulaganje rizičnog kapitala donosi različite probleme na koje preduzetnik i investitor rizičnog kapitala računaju i pre početka odvijanja samog poslovnog projekta. U slučaju pojavljivanja problema koji su unapred predviđeni, preduzetnici i investitori u većini slučajeva već imaju pripremljen plan njihovog rešavanja. Nepredviđeni problemi stvaraju veće poteškoće ukoliko se ne isprave odmah na početku i mogu ugroziti celokupno ulaganje.

Mogući problemi ulaganja rizičnog kapitala mogu biti sledeći:⁴⁴

- Finansijski problemi;
Izvor finansijskih problema može biti ili investitor rizičnog kapitala ili preduzeće u koje se ulaže. Finansijski problemi investitora ogledaju se u nemogućnosti da ispuni ugovorenu obavezu daljeg finansiranja poslovnog poduhvata usled slabljenja njegove likvidnosti. Finansijski problemi preduzetnika javljaju se ili zbog lošeg poslovanja preduzeća ili zbog raznih neprevidenih situacija. Nezavisno sa koje strane dolaze, finansijski problemi mogu biti razlog propadanja celog poslovnog projekta.
- Problemi ljudske prirode;

⁴⁴ Makojević N.,(2012); *Regionalni investicioni fondovi-šansa za smanjivanje regionalnih razlika*, http://www.singipedia.ac.rs/naučni_radovi

Problemi ljudske prirode manje ugrožavaju sami poslovni projekat, ali samo ukoliko se uoče na vreme te prisutupi njihovom pravovremenom ispravljanju. Ukoliko investitor rizičnog kapitala prilikom nadzora preduzeća uoči da menadžeri ili zaposleni ne ispunjavaju određenu normu u svom radu, treba ih odmah zameniti. Budući da investitor dobijanjem udela u vlasništvu preduzeća stiče i odgovarajuća upravljačka prava, to može učiniti odmah kako bi se otklonila šteta i pad vrednosti celog ulaganja.

- Tržišni problemi;
Promene tržišta uzrokuju probleme u poslovanju i profitabilnosti preduzeća u koje se uložilo, te onemogućuju profitabilan ili bilo kakav izlaz investitora iz ulaganja. Tržišni problemi predstavljaju značajan problem budući da se u većini slučajeva na njih ne može odgovoriti na zadovoljavajući način.

Tradicionalne finansijske institucije redovno odbijaju da finansiraju inovativne poslovne projekte visokog stepena rizika, i to je upravo ključni problem u Srbiji zbog čega je ovaj oblik finansiranja neophodan.

8.1.2. Prisutnost rizičnog kapitala

Trenutna ekonomska i finansijska kriza je stavila ozbiljan zadatak pred kreatore ekonomske politike, posebno u zemljama koje se oslanjaju na bankarski sektor. Ovaj zadatak se odnosi na to kako da se pronađe dovoljno novca da bi se obezbedio stabilan privredni razvoj. Većina ovih zemalja, uključujući i Srbiju, nemaju u dovoljnoj meri alternativne izvore kapitala tj. tržišta kapitala i fondova rizičnog kapitala.

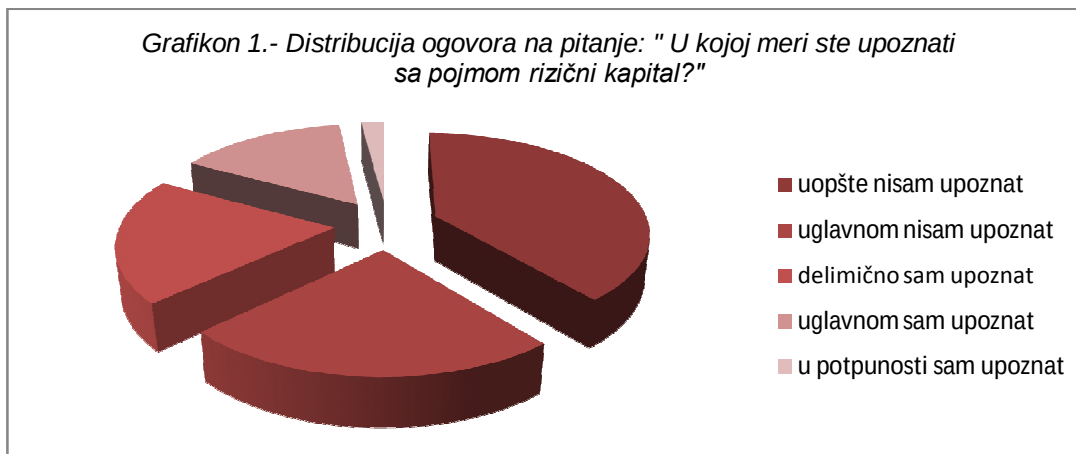
Obzirom da je Srbija kao destinacija za privlačenje rizičnog kapitala označena kao visokorizična, glavni problem naše zemlje u narednom periodu će biti kako privući svež kapital kroz formu stranih direktnih investicija. Srbiji nije potreban samo kapital, već joj je neophodna i tehnologija, moderno upravljanje i prihvatanje pravila i standarda razvijenih ekonomija.

Jednostavno, u ovom trenutku, Srbija ima potrebe za unapređivanjem više aspekata ekonomije i postavlja se kao pitanje kako se to može postići. Jedno od mogućih rešenja jeste privlačenje rizičnog kapitala.

Srbija pripada grupi zemalja čiji je poreski i pravni sistem nepovoljan za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital. Osim nepovoljnih uslova sa poreske i pravne strane, čini se da ne postoji preterana zainteresovanost za investiranje rizičnog kapitala od strane malih i srednjih preduzeća.

Naime, rezultati sprovedenog istraživanja pokazuju da, u Srbiji, sa pojmom rizični kapital nije upoznato čak 39% ispitanika, uglavnom nije upoznato 24% ispitanika,

delimično je upoznato, odnosno nije upoznato 20% ispitanika, dok je svega 15% uglavnom i 2% u potpunosti upoznato sa ovim pojmom.



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora ⁴⁵

Danas su SAD, u kojima je registrovano preko 260 hiljada aktivnih investitora rizičnog kapitala (poslovnih anđela i fondova rizičnog kapitala) koji godišnje investiraju preko 20 milijardi eura, vodeća zemlja u primeni ovog oblika finansiranja. U Evropi je registrovano oko 75 hiljada investitora rizičnog kapitala sa godišnjim iznosom investicija od oko 4 milijarde eura, što govori u prilog daleko skromnijoj zastupljenosti datog izvora finansiranja.

Postoje neki osnovni elementi koji utiču na prisutnost rizičnog kapitala u Srbiji, a to su:⁴⁶

- Okruženje koje utiče na investitore rizičnog kapitala;
Prikupljanje sredstava za fondove rizičnog kapitala jedan je od osnovnih preduslova kako bi se dalje moglo odvijati investiranje u kvalitetne poslovne projekte preduzetnika. Uticaj zakonodavnih propisa kojima se uređuju penzioni fondovi, osiguravajuća društva i naročito ulaganja u rizični kapital, u Srbiji nisu povoljni. Propisi ne omogućavaju da penzioni fondovi i osiguravajuća društva potpuno slobodno ulažu u rizični kapital, te smeju ulagati u fondove rizičnog kapitala samo ako se oni kotiraju na javnom tržištu.
- Okruženje koje utiče na preduzeća u koja se ulaže;
Budući da se investira u nove preduzetničke poduhvate, odnosno u mlada i inovativna preduzeća, za razvoj institucija rizičnog kapitala važna je njihova nacionalna razvijenost. Srbija merama ekonomske politike do sada nije

⁴⁵ Erić D., Beraha I., Đuričin S., Kecman N., Jakišić B. (2012), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Privredna komora Srbije, Beograd, str.132

⁴⁶ Makojević N., (2012); *Regionalni investicioni fondovi-šansa za smanjivanje regionalnih razlika*, <http://www.singipedia.ac.rs/naučni-radovi>

dovoljno podstakla preduzetništvo i jačanje inovativnog koncepta zemlje tako da se preduzetnici nalaze u vrlo teškom okruženju koje ih demotiviše da se upuštaju u poslovne poduhvate sa većim stepenom rizika, ali i većim prinosom na uložena finansijska sredstva.

- Okruženje koje utiče na zadržavanje nadarenih na području rizičnog kapitala; Za napredak rizičnog kapitala od presudne je važnosti privući, podstaknuti i zadržati nadarene pojedince, posebno preduzetnike, istraživače, visokokvalifikovane menadžere u preduzećima i društvima za upravljanje fondovima. Bitne činioce koje utiču na ovo područje Srbija nije kvalitetno rešila, i iz tih razloga je rizični kapital kao oblik finansiranja veoma malo zastupljen.

Postojanje fondova rizičnog kapitala bi uticalo na mobilisanje preduzetničkih sposobnosti, resursa kao i prihvatanje standarda koji bi rezultirali u podizanju konkurentnosti regionalnih privreda.

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

Iz tog razloga, država treba da određenim merama podstakne privlačenje i razvoj ovog oblika finansiranja. Te mere ogledaju se u sledećem:⁴⁷

- Zakonom o investicionim fondovima predvideti i fond rizičnog kapitala kao posebnu ekoomsku kategoriju;
- Propisati pravnu normu komanditnog društva kao alternativnu formu privatnih investicionih fondova;
- Propisati da fondovi rizičnih kapitala daju kredite privrednim društvima;
- Obezbediti poreske podsticaje;
- Omogućiti da država u partnerstvu ili samostalno osnuje fond koji će na vlasničkim osnovama da ulaže u kompanije, te poseban fond u kome će biti sredstva za koja će fondovi rizičnog kapitala moći da konkurišu;
- Omogućiti da se sredstva tehničkih rezervi i garantne rezerve osiguravajućih društva mogu ulagati u fondove rizičnog kapitala.

Glavni problem kada je reč o privlačenju ove vrste investitora jeste stvaranje povoljnog institucionalnog ambijenta, od zaštite ulaganja do posebne poreske politike kojom bi trebalo motivisati dolazak stranih fondova. Imajući u vidu da ova vrsta profesionalnih investitora uključena u funkcionisanje kompanije u koju je uložila, neophodno je stvoriti stabilan zakonodavni okvir koji će pružiti sigurnost

⁴⁷ Makroekonomske analize i trendovi (2011), broj 199., Beograd

ulagača. Treba izbeći situacije u kojima je moguće, zaobilaženjem ili nedorečenošću zakonskog okvira, umanjiti značaj fondova i eventualno zloupotребiti uloženi novac. Takođe, potrebno je raditi na izmenama poreskog zakona, zakona o investicionim fondovima, zakona o osiguravajućim kućama i penzionim fondovima. Izmene moraju ići u pravcu jačanja domaćih izvora za kreiranje fondova rizičnog kapitala.

8.1.3. Prednosti i nedostaci partnerstva sa fondom rizičnog kapitala

Vodeći računa o osnovnim specifičnostima ulaganja rizičnog kapitala kao oblika finansiranja preduzeća u početnim fazama njihovom razvoja ističemo određene prednosti i nedostatke ovog oblika finansiranja.

Pre svega, prednosti ovog načina finansiranja predstavljaju:⁴⁸

- Relativno lak i pristupačan izvor kapitalu, faktički bez ograničenja;
- Ne postoji opasnost od bankrotstva, kao što je to slučaj prilikom korišćenja pozajmljenih izvora sredstava;
- Poboljšanje boniteta i finansijskih parametara, čime se stvaraju mogućnosti za kasnije efikasnije korišćenje kreditnih i drugih pozajmljenih izvora finansiranja;
- Kontinuitet poslovanja, nema neminovnog gubitka kontrole kao kod klasične prodaje ili uključivanja novih partnera;
- Usredsređenost menadžmenta na poslovne aktivnosti, rast i razvoj, a ne rešavanje problema "kako doći do kapitala";
- Mogućnost dobijanja stručne pomoći i konsaltinga od strane investitora rizičnog kapitala;
- Prihvatanje inovacija, preduzetničkog razmišljanja i nove organizacione kulture;
- Podizanje nivoa odgovornosti za poslovne performanse.

Neke od potencijalnih nedostataka i "loših" strana finansiranja putem rizičnog kapitala mogu da se odnose na sledeće:

- Visoke zahtevane stope prinosa, što može obeshrabriti menadžment mnogih preduzeća da se uopšte uključi u razmatranje ove opcije finansiranja;
- Teže pronalaženje kvalitetnih investicionih mogućnosti i sužavanje broja investicionih projekata koji mogu biti prihvaćeni. Otuda je ova forma finansiranja isplativa samo za visoko profitne organizacije;
- Strah od gubitka kontrole i sukoba između osnivača (ranijih vlasnika) i menadžera ili novih vlasnika, što može rezultirati u pojavi niza problema.

⁴⁸ Erić, D., Stefanović, S., Bradić-Martinović, A. (2008), *Private Equity Funds as Possible Source of Capital form SMEs in Transitional Economies – Case of Serbia, Challenges of Economic Sciences in the 21st Century*, Institut ekonomskih nauka, Beograd

U odnosu na finansiranje putem bankarskih kredita, mogu se istaći sledeće prednosti rizičnog kapitala:

- Srednje do dugoročan horizont ulaganja;
- Predanost razvoju poslovanja i uspehu preduzeća sve do momenta izlaska;
- Solidna i fleksibilna kapitalna osnova za realizaciju plana budućeg rasta i razvoja;
- Ne opterećuje novčani tok preduzeća kamatama i povratom glavnice, već povraćaj uloženog kapitala zavisi od uspešnosti preduzeća;
- Ako preduzeće ne ostvari rezultate, investitori rizičnog kapitala su rangirani uporedo sa drugim ulagačima, i mogu izgubiti svoje ulaganje što ih motiviše za aktivnu konstruktivnu ulogu u preduzeću;
- Što je pravi poslovni partner koji sa preduzećem deli i rizike i rezultate, sa praktičnim savetima i ekspertizom kako bi aktivno doprineo poslovnom uspehu preduzeća.

Sa druge strane, ograničenja rizičnog kapitala u odnosu na bankarske kredite su sledeća:

- Potrebno je nešto više vremena za realizaciju ulaganja obzirom na to da fond sprovodi detaljno dubinsko snimanje poslovanja preduzeća (*due-diligence*), prethodno ulaganju, tako da postupak ulaganja može trajati nekoliko meseci;
- Preduzetnici moraju deo vlasničkog udela u preduzeću prepustiti fondu, a time i deo kontrole nad odlučivanjem u upravljanju društvom;
- Fond rizičnog kapitala zadržava kontrolu nad određivanjem trenutka realizacije svog izlaza iz preduzeća.

8.1.4.Rezultati ulaganja fondova rizičnog kapitala

Analiza rizičnog kapitala u Srbiji daje nam veoma razočaravajuće informacije, što ukazuje na nerazvijenost industrije rizičnog kapitala, nizak nivo preduzetništva, nedostatak dobrih investicionih mogućnosti, smanjene šanse za uspešan izlazak investitora rizičnog kapitala iz ulaganja i slično.

U ovom trenutku jedini predstavnik rizičnog kapitala u Srbiji je SEAF (*The Small Enterprise Assistance Funds*). SEAF je globalna investiciona firma fokusirana na obezbeđivanje kapitala i operativnu podršku preduzećima u razvoju i preduzećima nedovoljno snabdevenim tradicionalnim izvorima kapitala. U Srbiji SEAF nije registovan kao fond privatnog vlasničkog ili rizičnog kapitala. Prema raspoloživim informacijama, postoji nekoliko proceduralnih problema koje treba rešiti oko registracije ove institucije. Prvo, fondovi privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala nisu priznati zakonskim propisima. Drugo, tokom investicionog procesa teško je objasniti vlastima ulogu investitora rizičnog kapitala u finansiranju novih poslovnih poduhvata,

kao partnera i o njegovim pravima i obavezama. Ovo su neki od razloga koji izazivaju nizak nivo atraktivnosti ovog oblika finansiranja.

Osim toga, postoje i drugi problemi koji nisu rezultat pravnog postupka:⁴⁹

- Veoma nizak nivo znanja među preduzetnicima, kao što su osnovna znanja o finansijama, tržištu, marketingu i strategijama razvoja kompanije;
- Veoma nizak nivo transparentnosti finansijskih rezultata kompanija;
- Nerazumevanje uloge i značaja fondova rizičnog kapitala u finansiranju;
- Nerazumevanje tržišne vrednosti kompanije; nekoliko investicionih projekata su otkazani zbog nerealne procene vrednosti kompanije od strane njenih vlasnika, što dokazuje da su želje jedno a realnost sasvim nešto drugo.

Osnovno pitanje koje se nameće jeste šta to Srbija treba da uradi u cilju stvaranja povoljnijeg ambijenta za privlačenje rizičnog kapitala.

Prva grupa aktivnosti se odnosi na promenu insitucionalnog okvira, odnosno zakonskih rešenja koja regulišu funkcionisanje fondova rizičnog kapitala, finansijskog tržišta i promene fiskalnih propisa.

Najpre, država mora da inicira promenu postojećeg Zakona o investicionim fondovima koji ne prepoznaje institucije fondova rizičnog kapitala i kao takav predstavlja ozbiljnu prepreku. Trebalo bi, zakonskom regulativom, omogućiti da osnivači ovih fondova budu strani fondovi, bogati pojedinci, lokalne uprave, država, penzioni fondovi i osiguravajuće kuće.

Postojanje ovakvih fondova bi se mogao osetiti i kroz smanjivanje troškova države kroz redukciju njenog prisustva u ekonomskoj sferi. Sadašnja Agencija za mala i srednja preduzeća ima budžet oko 296 miliona dinara, 50 zaposlenih čiji troškovi plata iznose oko 48 miliona dinara što znači da 1/5 sredstava odlazi na zaposlene. Sa druge strane, fond rizičnog kapitala SEAF sa kancelarijom u Beogradu ima budžet od 850 miliona dinara kojim upravlja 8 zaposlenih. Ovi podaci ukazuju da bi angažovanjem privatnih investitora bilo moguće smanjiti troškove finansiranja države i povećati efikasnost upotrebe sredstava sa kojima država raspolaže.

U narednom periodu, Srbija može da postane lider u regionu, ako njena ekonomska politika bude definisana na takav način da se privuku sredstva rizičnog kapitala nudeći profitabilne mogućnosti i prilagođavanje insitucionalnog okvira. Srbija treba da podstakne investiture rizičnog kapitala slanjem jasne poruke da je bezbedno

⁴⁹ Makojević N.,(2009); *Venture capital funds- Current position in the economy of Serbia*, Ekonomski horizonti, str. 25-32

mesto za rizični kapital ili bilo koji drugi oblik investiranja. To je težak zadatak, obzirom na trenutnu situaciju na globalnim finansijskim tržištima i sliku Srbije.

Evropska Unija je prepoznala neophodnost rizičnog kapitala i započela je projekat finansiranja pod nazivom "*Inetgrated Innovation Support Programme*" u našoj zemlji.

⁵⁰

Aktivnosti koje će se realizovati kroz ovaj program u narednih nekoliko godina ogledaju se u sledećem:

- Upoznavanje preduzetnika i finansijskih posrednika u Srbiji sa značenjem novih finansijskih instrumenata na bazi ulaganja privatnog kapitala;
Ova aktivnost programa uključuje predlog najadekvatnijeg modela podrške za investiranje privatnog akcijskog kapitala u Srbiji na osnovu revizije modela u zemljama Evropske Unije, procenu prepreka za investiranje privatnog akcijskog kapitala i pružanje informacija o najboljim praksama razvoja privatnih investicionih fondova i fondova rizičnog kapitala, koji su namenjeni određenoj fazi razvoja malih i srednjih preduzeća.
- Razvoj regulatornih i finansijskih mehanizama za podsticanje ulaganja korporativnog rizičnog kapitala u mala i srednja preduzeća;
Ovaj deo programa uključuje pripremu analiza i preporuka za unapređenje regulative za uspostavljanje mehanizma za ulaganje korporativnog rizičnog kapitala u Srbiji i identifikovanje domaćih i međunarodnih potencijalnih finansijskih posrednika zainteresovanih za započinjanje poslovanja u Srbiji.
- Uspostavljanje i dalji razvoj mreže poslovnih anđela u Srbiji;
Podrazumeva pripremu analiza i preporuka za unapređenje regulative za poslovanje poslovnih anđela u Srbiji i identifikovanjem potencijalnih poslovnih anđela u Srbiji u cilju uspostavljanja veza sa mrežom poslovnih anđela u Evropskoj Uniji.
- Razvoj i pokretanje obuke za mala i srednja preduzeća kako bi bila spremna za investiciona ulaganja;
Program će organizovati treninge za 100 malih i srednjih preduzeća, kao i uspostavljanjem i obučavanjem konsultanata za sprovođenje budućih trening programa investicione spremnosti.
- Podsticanje malih i srednjih preduzeća da preuzmu rizik prilikom započinjanja inovativnih aktivnosti.
Ostvari li se sve ovo, Srbija će slediti primere zemalja u okruženju u kojima je zbog rizičnog kapitala došlo do razvoja ekonomije i bruto domaćeg proizvoda, što je rezultiralo povećanjem kvaliteta života njihovih stanovnika.

⁵⁰ "*Inetgrated Innovation Support Programme*", dostupno na <http://www.iisp.rs/Aktivnosti>

Prema statistikama u regionu, po privlačenju stranih investicija rizičnog kapitala prednjače Bugarska i Rumunija, sa 556 miliona eura, odnosno 476 miliona eura ulaganja. Sledi Srbija sa 61 miliona eura, dok je u Hrvatskoj 17 miliona eura i to sve u 2007.godini. Razlog niskog nivoa takvih investicija je odsustvo sistematskog sprovođenja politike podsticanja takvog investiranja. Takođe, u regionu dominiraju drugi oblici finansiranja, pre svega bankarski krediti koji su lakše dostupni.

Rizični kapital se ne razvija brže ni zbog samih preduzetnika. Prema jednom istraživanju sprovedenom u Hrvatskoj 2004.godine među preduzetnicima ICT sektora u Hrvatskoj⁵¹ (brzorastućih, sa prosekom rasta 15% godišnje, dakle idealni kandidati za privlačenje rizičnog kapitala), više od 60% se izjasnilo da nema interesa za takav način finansiranja. Dve trećine kao glavni razlog navode da ne žele uvid u poslovanje svog preduzeća, dok jedna trećina smatra da je pronalaženje investitora preskupo i preteško, te da su drugi oblici finansiranja jeftiniji. Sa druge strane, preduzetnici ICT sektora koji imaju interes za ovakvo investiranje (40%), opravdano očekuje da investitor uz dokapitalizaciju i ulazak u vlasničku strukturu takođe doprinese i poboljšanju menadžmenta kompanije i strukture organizacije, te proširivanju poslovnih kontakata i pristupu novim tržištima.

Međutim, strani fondovi uzimaju u obzir i relativno malo tržište u regionu po broju stanovnika, kupovnoj moći, te tržišnoj kapitalizaciji i likvidnosti. Strani fondovi imaju teškoća sa identifikovanjem kompanija koje su pogodne za takva ulaganja i vlasnika upoznatih sa takvim načinom finansiranja.

*Ernst & Young*⁵² je sproveo istraživanje u 2006.godini, u kojem je uočio tri ključne tajne uspešnosti ulaganja fondova rizičnog kapitala:

- 75% sprovodi proaktivnu strategiju pažljive i selektivne kupovine kompanija;
- 68% je izvršilo promene u menadžmentu;
- 80% ispunilo je, ili čak i prebacilo plan izlaska iz preduzeća, jer je dobro prodalo svoj udeo.

Prednosti po kompaniju u koju se ulaže su mnogostruke, polazeći od svežeg kapitala, iskustva, kontakata profesionalnih investitora u cilju jačanja kompanije. Praktično, rizik uspeha i neuspeha pada podjednako i na vlasnika i na investitora rizičnog kapitala. Imajući u vidu trenutnu situaciju u nacionalnoj ekonomiji, jasno je da bi prisustvo rizičnog kapitala znatno proširilo ponudu izvora finansiranja.

⁵¹ Cvijanović M., Marović M., Sruck B. (2008), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća*, Gipa d.o.o., Zagreb

⁵² *Ernst & Young* je jedna od 4 najveće revizorske kuće u svetu

8.2. Uticaj hedž fondova

Hedž fondove je oduvek karakterisalo visokorizično trgovanje. Rizici koje investitor mora da snosi investiranjem u hedž fondove pretežno zavise od strategije investiranja koju primenjuje konkretni hedž fond. Povećanjem zahteva za transparentnošću, raste i potreba za što boljom analizom i merenjem rizika investiranja u hedž fondove.

Javnost pojam hedž fondova neizostavno povezuje sa rizikom. Iako su hedž fondovi pod uticajem različitih tipova rizika, ne može se tvrditi da su oni po prirodi rizični fondovi. Većina rizika karakterističnih za hedž fondove povezana je sa njihovom strukturom. Oni koriste složene, nelikvidne i netransparentne finansijske instrumente i strategije. Uz to, ovakav način investiranja ne podleže značajnijem nivou regulacije. Stoga, investiranje postaje pogodno samo za sofisticirane investitore koji imaju sposobnost da identifikuju, analiziraju i podnesu rizike koje takvo investiranje nosi.

Upravljanje rizikom je izuzetno važna aktivnost neophodna za uspeh svakog hedž fonda. Kako bi opstali na volatilnim tržištima, umeće izbora akcija ne sme biti jedini izvor prednosti menadžera u odnosu na njegove konkurente. Umeće i veštine menadžera moraju biti dopunjeni dobro osmišljenim i strogo kontrolisanim sistemom za upravljanje rizicima.

Efektivno upravljanje rizikom pomaže investitorima da zaštite svoju aktivu, da ublaže izloženost neočekivanim rizicima i da donesu disciplinovane investicione odluke. Upravljanje rizikom se ne odnosi samo na eliminisanje rizika. Ono ima za cilj da investitoru predoči sa kolikim se rizikom suočava, kao i da zadrži proporcionalan odnos rizika i prinosa. Cilj bi trebalo da bude i minimizacija nekompenzovanih i nepredviđenih rizika.

Menadžer mora razumeti rizik koji je svojstven njegovom portfoliju, kao i kako se taj portfolio ponaša u različitim tržišnim uslovima. Potrebno je i da identifikuje faktore koji utiču na povećanje tog rizika, ali i tehnike kojima se sprečava takvo preterano povećanje. Menadžeri koji upravljaju rizikom moraju razumeti strategije trgovanja hedž fondova, kao i rizike povezane sa svakom od njih. Oni su odgovorni za razmatranje podataka o riziku, merama rizika, performansama, trenutnoj rizičnoj izloženosti, izvorima rizika i sl.

U okviru većih hedž fondova, odvojena grupa, nezavisna od procesa investiranja, treba da nadgleda proces upravljanja rizikom portfolia. Ovakva nezavisnost smanjuje konflikt interesa i dozvoljava efektivnu proveru usklađenosti sa parametrima rizika. Naknade za zaposlene zadužene za proces upravljanja rizikom ne bi trebalo da zavise od ostvarenih performansi.

8.2.1. Rizik i hedž fondovi

Pre kreiranja savremenih mera rizika, jedan od najjednostavnijih načina upravljanja rizikom bilo je ograničavanje određenih tipova investicija koje mogu biti uključene u portfolio (npr. na osnovu kreditnog rejtinga, vremena do dospeća i sl.). Ovakve tradicionalne tehnike kontrole rizika često su bile nejasne, a njihovi rezultati su se mogli različito tumačiti.

Bez obzira da li ulaže u tradicionalne investicije ili u hedž fondove, investitor mora biti upoznat koliki je rizik sa kojim se suočava i koliki iznos kapitala može izgubiti. Rizik gubitka kapitala se može meriti kao potencijalni gubitak u vrednosti portfolia, pri definisanoj verovatnoći i u toku određenog vremenskog perioda, a može se meriti i kao verovatnoća ostvarenja konkretnog gubitka tokom datog vremenskog perioda (verovatnoća gubitka).

Investitori moraju da identifikuju osnovne faktore rizika u portfoliu hedž fonda kako bi mogli proceniti njihov uticaj na alokaciju aktive. Sa druge strane, svi oni koji posluju sa hedž fondovima, kao i regulatori koji se njima bave moraju da razumeju osnovne izvore rizika kod hedž fondova, kako bi izmerili visinu rizičnog kapitala.

Hedž fondovi investiraju u veliki broj različitih finansijskih instrumenata i pri tome koriste različite tehnike investiranja. Fondovi često profitiraju kroz izloženost riziku koji nije tipičan za tradicionalne investicije. Ovakve alternativne investicije imaju potencijal da neutrališu izloženost portfolia tradicionalnim tržišnim rizicima ili da uvećaju apsolutni prinos portfolia, ali i da uvedu dodatne rizike i veći stepen neizvesnosti. Stoga, pre investiranja u hedž fond neophodno je sprovedi detaljnu analizu takvog investiranja imajući u vidu stepen averzije prema riziku. Kada se novac investira u hedž fond, potrebno je nastaviti sa nadzorom poslovanja fonda.

Merenje rizika pomaže investitorima da razumeju sa kolikim se rizikom suočavaju investirajući u hedž fondove, kao i da uoče kada premaše postavljene limite nivoa rizika.

Teškoće prilikom merenja rizika prouzrokovane su problemom definisanja rizika. Svaki investitor ima sopstveno viđenje o tome šta je rizično za njega. Svi imaju različite brige, u zavisnosti od prirode portfolia, institucije u kojoj su zaposleni i u zavisnosti od sopstvene averzije prema riziku. Kao rezultat toga, načini merenja rizika uneli su konfuziju među investitore. Različite mere rizika će rezultovati različitim rangiranjem iste grupe fondova. Ipak, sve mere rizika imaju istu karakteristiku, a to je da kombinuju neizvesnost sa verovatnoćom gubitka ili neočekivanog ishoda.

Što je investitorova izloženost određenom faktoru rizika veća, veća je verovatnoća da će vrednost portfolia fluktuirati u zavisnosti od promene nivoa tog rizika. Sve mere rizika se zasnivaju na poznavanju trenutne vrednosti portfolia i na pokušaju kvantifikovanja potencijalne promene te vrednosti, usled promene tržišnih okolnosti.

Klasične metode merenja rizika moraju biti korigovane, jer prinosi hedž fondova ne slede normalnu, već asimetričnu raspodelu koju karakterišu događaji koji mogu imati manju frekvenciju ali veći uticaj. Tehnike merenja rizika obuhvataju stres testove, scenario analize, VaR, mere volatilnosti i mnoge druge pristupe. Nijedna od pomenutih mera rizika nije pogodna za sve situacije. Menadžeri treba da koriste više mera rizika koje opisuju rizik sa različitih aspekata. Sa druge strane, investitori moraju razumeti sve te mere rizika, kao i način na koji se primenjuju.

Rizici sa kojima se susreću hedž fondovi, primenjujući neku od investicionih strategija, su mnogo složeniji od onih povezanih sa tradicionalnim investicijama. Kako bi se procenio pravi nivo rizika sa kojim se suočava investitor ulažući u hedž fond, neophodno je sprovesti detaljnu analizu specifičnosti primenjene investicione strategije i korišćenih tehnika upravljanja rizikom. Rizici koji pogađaju hedž fondove mogu se predstaviti kroz sledeće kategorije.⁵³

- Tržišni rizici - povezani su sa kretanjima varijabli na tržištu kapitala (cene finansijskih instrumenata, kamatne stope, devizni kurs...). Upotreba leveridža može povećati tržišne rizike kojima je fond izložen. U zavisnosti od primenjene strategije, menadžer fonda ima mogućnost da različitim tehnikama smanji izloženost svog portfolia ovom riziku.
- Kreditni rizik - može biti izazvan nesolventnošću druge strane sa kojom fond posluje ili pogoršanjem kreditnog rejtinga izdavaoca hartije koju fond ima u svom portfoliu. U zavisnosti od prirode druge strane, može biti potrošački kreditni rizik i korporativni kreditni rizik.
- Rizik likvidnosti - odnosi se to da je povlačenje sredstava investitora moguće samo u unapred određenom vremenskom periodu. Rizik proizilazi i iz (ne)likvidnosti finansijskih instrumenata u koje je investirao menadžer hedž fonda. Prisutan je i kada fond mora da zatvori svoju poziciju u trenutku kada je to moguće učiniti po izuzetno nepovoljnim uslovima. Ovaj rizik je teško izolovati budući da se javlja zajedno sa tržišnim, kreditnim i ostalim rizicima.

Nedostatak likvidnosti u okviru hedž fondova je rizik na koji se tradicionalno obraćala najmanja pažnja. Razumevanje likvidnosti portfolia je ključna komponenta efektivnog upravljanja rizikom. Krize koje su u prošlosti uticale na poslovanje fondova, kao i one koje je to poslovanje izazvalo, rezultovale su zaključcima vezanim za likvidnost i upravljanje rizikom likvidnosti. Prodaja najlikvidnijih instrumenata tokom kriznog

⁵³ Lhabitant, F.S, (2006.), *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc

perioda kako bi se odgovorilo na marginske pozive, pokazala se kao pogrešan potez. U takvim situacijama, ostatak portfolia bi se sastojao od nelikvidnih instrumenata, pa je kao takav još teže uspevao da ispuni zahteve za likvidnošću na sve brže rastućim tržištima.

- Kamatni rizik se odnosi na rizik promene vrednosti portfolia usled promena u kamatnim stopama. Ovaj rizik se može smanjiti upotrebom različitih tehnika i finansijskih instrumenata, uključujući fjučers i svop ugovore.
- Operativni rizik je povezan sa neefikasnošću organizacionih i informacionih sistema koja može dovesti do toga da menadžer fonda donese pogrešne investicione odluke. Hedž fondovi se suočavaju sa većim operativnim rizikom u odnosu na tradicionalne fondove. Razlozi za to su: veći obim transakcija, njihova složenost, upotreba leveridža, finansijski podsticaji i sl. Kako bi se smanjio operativni rizik, operativne funkcije u okviru hedž fonda (izveštavanje, kompenzacije, donošenje odluka) bi trebalo da budu nezavisne od upravljanja portfoliom.
- Reputacioni rizik se javlja kod fondova koji nemaju propisane procedure i politike poslovanja, pa se suočavaju sa značajnim rizikom, ali ne većim od onoga sa kojim se suočavaju oni fondovi koji imaju takve procedure i politike, ali ih ne poštuju i ne posluju u skladu sa njima.

U zavisnosti od primenjene strategije, navedene grupe rizika različito utiču na izloženost hedž fonda. U procesu upravljanja rizikom neophodno je odrediti prioritetne rizike, jer je nepotrebno, a nije ni praktično upravljati svim kategorijama rizika na isti način.

Ukupan rizik kome je izložen investitor koji ulaže u hedž fond može biti umanjen diversifikacijom ili ulaganjem u fondove hedž fondova. Fondovi hedž fondova diversifikuju svoje investicije kroz primenu više strategija i angažovanje više menadžera, čime smanjuju ukupnu volatilnost portfolia, pružaju bolje uslove za likvidiranje pozicija i obezbeđuju konstantno praćenje i rebalansiranje portfolia.

Pristup upravljanju rizikom mora da bude u skladu sa stilom investiranja koji primenjuje hedž fond i njegov menadžment tim. Izuzetno formalizovan i rigidan sistem upravljanja rizikom nije od pomoći ukoliko je organizacija strukturirana neformalno. U toku procesa upravljanja rizikom neophodno je poštovati propisana pravila i ispravljati odstupanja kada se ista uoče.

Specifičnost hedž fondova zahteva i specifične tehnike upravljanja rizikom. Mora se imati u vidu da fondovi imaju složenu izloženost (prema akcijama, obveznicama, valutama) i da njihovi portfolii ne moraju biti diversifikovani, pa se nesistematska komponenta rizika ne sme zanemariti.

Proces upravljanja rizikom u okviru hedž fondova mora biti transparentan za investitore. Međutim, mnogi menadžeri ne žele da obelodane informacije o pozicijama fonda, pa investitori nemaju mnogo izvora iz kojih bi mogli da izvuku zaključke o nivou rizika sa kojim fond posluje. Transparentnost po pitanju upravljanja rizikom se odnosi na stepen objavljenih informacija o standardnom setu rizika koji mogu obezbediti investitorima uvid u rizičnost hedž fonda.

Transparentnost po pitanju upravljanja rizikom se odnosi na stepen objavljenih informacija o standardnom setu rizika koji mogu obezbediti investitorima uvid u rizičnost posmatranog hedž fonda. Standardizacija je ključna, pa se mogu agregirati rizici u okviru investitorovog portfolia.

8.2.2. Hedž fondovi kao generatori rizika na finansijskim tržištima

Iako se mnogi akademici, profesionalni investitori i regulatori slažu da hedž fondovi pozitivno doprinose ekonomiji u celini, ima i onih koji misle suprotno. Prvi kao argument navode to da hedž fondovi ublažavaju trendove pada cena, preuzimaju rizik koji drugi ne žele da preuzmu, obezbeđuju likvidnost hartijama od vrednosti i ispravljaju neefikasnosti tržišta. Ipak, postoje i oni koji smatraju da hedž fondovi svojim poslovanjem izazivaju povećanje sistematskog rizika. Pri upravljanju i kontrolisanju sistematskog rizika, neophodno je proceniti faktore rizika kojima su izložene različite strategije hedž fondova. Dobre performanse hedž fondova donose više posla za primarne brokere, dok loše performanse nisu dobre ni za jednu stranu.

Tokom poslednjih godina institucionalni investitori su sve više zainteresovani za ulaganje u hedž fondove, podstaknuti sve većim prinosima koje oni nude, ali i padom tržišta akcija i povećanjem obaveza penzionih fondova. Ulažući u hedž fondove, bankarski sektor je postao izložen rizicima koji prate hedž fondove. Ti rizici hedž fondova bili su znatno složeniji u odnosu na rizike koji pogađaju tradicionalne klase aktiva. Pored toga, strategije koje primenjuju hedž fondovi, njihova dinamičnost i uticaj tokova sredstava na leveridž i performanse, uticali su na to da modeli upravljanja rizikom, baš kao i investitori, moraju biti sofisticirani. Imajući u vidu sve navedeno, bankarski regulatori su postajali sve više zabrinuti da hedž fondovi mogu izložiti finansijske institucije različitim rizicima.⁵⁴

Hedž fondovi mogu postati deo mehanizma transmisije sistematskog rizika budući da pozajmljuju sredstva i trguju sa regulisanim finansijskim institucijama, kao što su primarni brokere i investicione banke. Veliki gubici jednog ili više hedž fondova mogu dovesti do finansijskih poremećaja kod druge strane sa kojom fond posluje. Ovo

⁵⁴ Lakić, S., (2009.), Institucije nove finansijske arhitekture: hedž fondovi, *Montenegrin Journal of Economics*, Nikšić: NVO Elit – Ekonomska laboratorija za istraživanje tranzicije, 95. str

dalje može izazvati opasan domino efekat. Takva lančana reakcija smatra se sistematskim rizikom.

Prilikom pozajmljivanja od primarnih brokera ili investicionih banaka, menadžeri hedž fondova kao kolateral pružaju kapital fonda. Kao zajmodavci hedž fondovima, ovi finansijski posrednici drže ekvivalentno seniorsko potraživanje prema fondu. Imajući to u vidu, može se reći da su izloženi riziku lošeg poslovanja i loše primene strategije hedž fonda koji su finansirali. Kada promene u tržišnim cenama smanje tržišnu vrednost kolaterala, kredit se brzo povlači, pa posledična prinudna likvidacija velikih pozicija tokom kratkog vremenskog perioda može dovesti do panike na finansijskim tržištima.

Povećan stepen transparentnosti i pojava sve boljih alati za upravljanje rizikom trebalo bi da drže sistematski rizik pod kontrolom. Da bi se smanjio kreditni rizik kom su izloženi brokeri i investicione banke, a koji potiče od hedž fondova, pruža se zaštita od povećanog izlaganja u formi obezbeđenja finansiranja preko dilera ili preko derivativnog ugovora. U procesu upravljanja rizikom kontra-strane primenjuju se prakse stavljanja sredstava na kreditni račun, kao i upotreba kolaterala. Upravljanje ovim rizikom u vidu regulisanja hedž fondova smatra se neadekvatnim budući da smanjuje koristi od uticaja hedž fondova na tržišnu likvidnost i proces određivanja cena instrumenata na tržištu.

Iako danas bankarske panike koje izazivaju sistematski rizik skoro i da ne postoje, zahvaljujući sistemu osiguranja depozita i drugim politikama centralnih banaka, izloženost sistematskom riziku dobija drugačije forme.

8.2.3. Rezultati ulaganja hedž fondova

Pre problema koji su zadesili LTCM, mnogi analitičari koji su se bavi hedž fondovima smatrali su da su ovi fondovi suviše mali da bi imali značajan uticaj na tržištu. Rast hedž fondova poslednjih godina dovodi u pitanje takvo razmišljanje, budući da je došlo do promene profila odnosa rizika i prinosa mnogih finansijskih institucija. Odnos rizika i prinosa koji je karakterističan za hedž fondove značajno se razlikuje od tog odnosa kod tradicionalnih investicija, pa takve razlike mogu imati značajan uticaj na nivo sistematskog rizika.

U toku krize koja je započela 2007. godine, hedž fondovi nisu imali značajniju ulogu, jer su investirali samo 5% svojih aktiva u hartije obezbeđene hipotekom. Međutim, tokom 2008. godine su doprineli volatilnosti tržišta svojim prodajama na kratko i masovnim prodajama akcija usled smanjenja leveridža i otplata. Kao rezultat, u aprilu 2009. godine, ministri finansija G20 objavili su predloge za prošireno

nadgledanje svih finansijskih institucija koje su važne za globalnu finansijsku stabilnost, uključujući i velike hedž fondove.⁵⁵

Da bismo shvatili koliki su uticaj na ekonomiju u proteklom periodu imali hedž fondovi, ukazaćemo na efekte koje je prouzrokovao slom hedž fonda *Long-term capital management* (LTCM) na celokupnu privredu.

LTCM oformljen je početkom 1994.godine sa akcijskim kapitalom od 13 milijardi dolara. Njegove provizije bile su godišnje obračunate 2% od sredstava i 25% od novih profita.⁵⁶ Od 1994.-1997.godine LTCM je vratio svojim investitorima nakon provizija određeni godišnji procenat. Do kraja 1997.godine, akcijski kapital je porastao na preko 7 milijardi. Tada je, međutim, fond vratio 2,7 milijardi dolara svojim investitorima, uz smanjenje investicione mogućnosti, ostavljajući akcijski kapital od oko 4,8 milijardi dolara na početku 1998.godine.

U proleće 1998.godine, počele su da se pojavljuju nepredviđene okolnosti, rasla je bojazan da se usled azijskog finansijskog kolapsa, slični problemi mogu proširiti i na ostalim mladim tržištima. Odeljenja za trgovanje obveznicama u mnogim bankama i brokerskim firmama počela su da oslobađaju svoje rizične pozicije nelikvidnih obveznica. U roku od nekoliko meseci, praktično nije bilo tržišta za visokorizične (*junk*) obveznice, kako su kupci nestali, a prinosi na visokorizične obveznice odskočili.

U avgustu 1998.godine je Rusija devalvirala rublju i objavila dug od 13,5 milijardi dolara. Derivatni ugovori između privatnih učesnika uglavnom su uključivali klauzulu koja stranama iz ugovora dozvoljava da ponište ugovor kada se dese događaji koji imaju prožimajući efekat na tržišta i onemogućavaju sprovođenje svih ugovora bez enormnih gubitaka strana iz ugovora. Ruske banke i brokerske firme su očigledno iskoristile ove klauzule i odbile da ispoštuju derivatne ugovore, koje su prodale klijentima koji su želeli da se zaštite od valutnog rizika na njihove pozicije duga u ruskim obveznicama.

Investitori su svuda pokušali da se oslobode visokorizičnih i nelikvidnih hartija, i da ih zamene niskorizičnim i likvidnim hartijama. U septembru su prinosi na dug mladih tržišta porasli do 17,05 procentnih poena iznad prinosa na uporedive obveznice SAD-a, iznad 6 procentnih poena u julu i 3,3 procentna poena u oktobru.

⁵⁵ Lakić, S., (2009.), Institucije nove finansijske arhitekture: hedž fondovi, *Montenegrin Journal of Economics*, Nikšić: NVO Elit – Ekonomska laboratorija za istraživanje tranzicije, 95. str

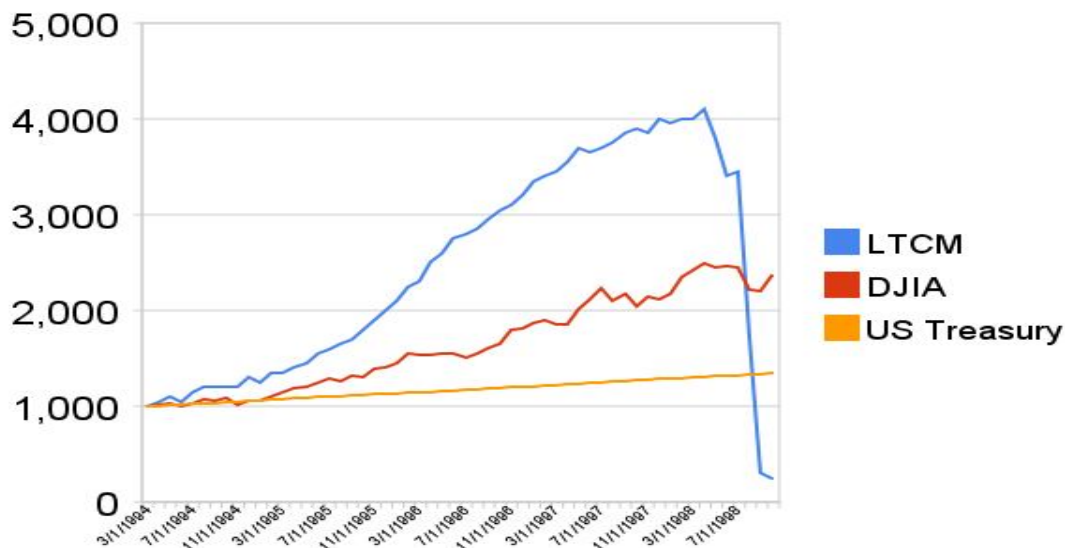
⁵⁶ Isto

Ovo oštro širenje prinosa prounukovano panikom zbog likvidnosti i reputacije bilo je sasvim suprotno onome na šta je LTCM računao. Do sredine septembra 1998.godine, akcijski kapital LTCM-a je pao na 600 miliona dolara, uz gubitak više od 4 milijarde dolara. Novosti da su LTCM i ostali hedž fondovi u problemima zbog značajnog računanja na smanjenje procenata prinosa upalile su alarm širom finansijskog sistema.

Usled nevolja, u maju i junu 1998.godine, silazna kretanja na tržištu hipotekarnih hartija od vrednosti dovela su do 16% gubitaka kapitala LTCM-a, koji je tada pao sa 4,7 milijardi dolara na 4,0 milijardi dolara povećavajući leveridž sa 28 na 31. Problemi u Rusiji doveli su do toga da kreditni spreadovi, premija rizika i likvidnosni spreadovi oštro odskoče, berza se uruši, a LTCM izgubi 550 miliona dolara u avgustu 1998.godine. Do avgusta, fond je izgubio 52% vrednosti iz 31.decembra te godine. Sa sredstvima od 126 miliona, leveridž ratio se povećao sa 28 na 55 prema 1. Gubici portfolija su se ubrzavali.

LTCM je septembra iste godine izgubio dodatnih 550 miliona dolara, uglavnom zbog povećane volatilnosti na tržištima akcijskog kapitala. Do kraja septembra, vrednost LTCM-a je pala na samo 400 miliona dolara, uz gubitak od 83%. Investitori su izbugili ogromnih 92% svojih dotadašnjih investicija u godini.

Slika 5. - Vrednost od 1.000\$ investiranih u LTCM, Dow Jones Industrial Average i US Treasuries



Izvor: https://en.wikipedia.org/wiki/Long-Term_Capital_Management

LTCM je propao zbog nemogućnosti da meri, kontroliše i upravlja svojim rizicima, što je dobrim delom bio rezultat činjenice da su trgovine LTCM-a bile uglavnom nediversifikovane.

Tabela 1. - Izloženost LTCM faktorima rizika u 1998.godini

Trgovanje	Gubitak ako se poveća faktor rizika		
	Volatilnost	Neizvršenje	Likvidnost
Dugi kamatni svop	DA	DA	DA
Kratke opcije akcija	DA		
Duge u smeru/kratke van smera hartije trezora	DA		DA
Duge hipotekarne hartije	DA		DA
Dugi suvereni dug	DA	DA	DA

Izvor: Lakić, S., (2009.), Institucije nove finansijske arhitekture: hedž fondovi, *Montenegrin Journal of Economics*, Nikšić: NVO Elit – Ekonomska laboratorija za istraživanje tranzicije, str. 53

Jedan pogled na slučaj LTCM-a je da je strategija fundamentalno snažna i da su događaji iz 1998.godine bili u tolikoj meri neuobičajeni da ih je bilo nemoguće prognozirati. Drugi pogled je da su ove strategije dizajnirane da donesu veliki gubitak.

Jedna od lekcija debakla LTCM-a je da likvidnost može vrlo brzo nestati tokom perioda pritiska na tržištu, posebno kada hedž fondovi i slične aktivnosti ko nekih finansijskih institucija akumuliraju značajne i/ili koncentrisane pozicije. Da bi upravljali rizikom likvidnosti, većina fondova nastoji da limitira koncentracije sa specifičnim instrumentima i imaju eksplicitne (obično teške) izlazne strategije kao pripremu za moguće lomove na tržištu.

LTCM je tvrdio da je zauzeo “ne-usmeravajuće” opklade, tj. one koje nisu bile očigledno zavisne od smera tržišta. Ipak, ova strategija je podrazumevala da je fond napravio nediversifikovane i visoko leveridžovane opklade na rizike kao što su kreditni rizici, politički rizici ili tržišni lomovi. Implikacija je da su takve strategije fundamentalno opasne i mnogo rizičnije od onih koje su izmerene tradicionalnim sistemima upravljanja rizikom.

LTCM je bio toliko veliki da su Federalne rezerve (Fed) preduzele bez predsedana korake kako bi olakšale spašavanje privatnog hedž fonda. Početkom septembra 1998.godine, LTCM je obavestio Federalne rezerve o svojim predstojećim teškoćama. Tokom naredne dve nedelje, predstavnici Fed-a organizovali su sastanke sa kreditorima fonda i sreli se sa partnerima LTCM-a. 21.septembra predsednik Fed-a je obavestio na sastanku više izvršnih direktora firmi koje su pozajmljivale novac LTCM-a da je sistemski rizik koji vodi ka neizvršenju realna opasnost.

Sledećeg dana, konzorcijum direktora je odobrio dodatni kapital od 3.625 milijardi dolara u zamenu za 90% preostalog akcijskog kapitala LTCM-a. Potpomognut oporavljenim finansijskim tržištima, portfolio je bio na dobitku 13% do decembra 1998.godine. Do kraja 1999.godine sav novac je isplaćen investitorima, a osnivač LTCM-a, *John W. Meriwether*, pokrenuo je novi hedž fond.

Zvaničnici Federalnih rezervi smatrali su da bi gubici pojedinačnog hedž fonda mogli destabilizovati globalna finansijska tržišta. Razlog je stav Fed-a da su finansijska tržišta već bila u lošem stanju, što je bilo očigledno i uznemiravajuće, a takvo stanje je povećalo rizike. Drugo objašnjenje je da je LTCM bio uključen u derivativne ugovore (velike pozicije) pa je bilo važno izbeći formalno neizvršenje LTCM-a ili formalne procedure bankrotstva.

Akcije Fed-a bile su usmerene ka sprečavanju kompletne likvidacije pozicija LTCM-a spašavanjem fonda pre izvršenja bilo koje od njegovih obaveza. Da su kreditori doveli LTCM u poziciju formalnog bankrotstva, ne bi mogli zaustaviti kompletnu likvidaciju.

Pri takvom scenariju, slom LTCM-a mogao je direktno ugroziti solventnost nekih glavnih banaka i brokerskih kuća.⁵⁷ Čak i kada bi se mogla izbeći terminska nesolventnost, Federalne rezerve bi strahovale da bi rezultat i dalje mogao biti kreditna kriza, koja bi mogla ugroziti ekonomiju SAD-a .

Pre problema koji su zadesili LTCM, mnogi analitičari koji su se bavili hedž fondovima smatrali su da su ovi fondovi suviše mali da bi imali značajan uticaj na tržištu. Rast hedž fondova poslednjih godina dovodi u pitanje takvo razmišljanje, budući da je došlo do promene profila odnosa rizika i prinosa mnogih finansijskih institucija. Odnos rizika i prinosa koji je karakterističan za hedž fondove značajno se razlikuje od tog odnosa kod tradicionalnih investicija, pa takve razlike mogu imati značajan uticaj na nivo sistematskog rizika.

Slučaj LTCM-a ipak je pozitivno delovao na tržišta i na investitore. Finansijske institucije koje su poslovale sa hedž fondovima postale su mnogo opreznije, zahtevale su više informacija i pooštravale su kreditne uslove (posebno za institucije sa visokim leveridžom). Sami hedž fondovi su smanjili nivo leveridža, prihvatili su da pružaju više informacija i izdvajali su više sredstava za razvoj sistema za upravljanje rizikom i izrade planova za slučaj kriza likvidnosti.

⁵⁷ Banke i brokerske firme su bili glavni zajmodavci LTCM-a. Držale su na svojim trgovinskim računima mnoge pozicije koje je držao i LTCM i ostali hedž fondovi.



DEVETI DEO:

ZAKLJUČAK

IX : ZAKLJUČAK

Na osnovu prethodne komparativne analize fondova rizičnog kapitala i hedž fondova možemo izvesti sledeće zaključke:

- Ne postoji jasna linija razdvajanja između fondova rizičnog kapitala i hedž fondova. Hedž fondovi su dosta labavije regulisani u odnosu na druge tipove investicionih fondova;
- Ograničena odgovornost koja karakteriše hedž fondove nije specifična samo za njih, pa se ne može uzeti kao jedna od karakteristika za razlikovanje i lakše prepoznavanje hedž fondova. Hedž fondovi se ne oporezuju na isti način kao i korporacije. Svi prihodi, troškovi, dobici i gubici se transferišu investitorima. Ipak, ovo nije karakteristično samo za hedž fondove, jer i mnogi drugi tipovi investicionih kompanija vrše transfer poreza na ovakav način;
- U pogledu organizacije i pravne strukture, fondovi rizičnog kapitala i hedž fondovi su slični. Fondovi rizičnog kapitala se organizuju u formi komanditnog društva ili društva sa ograničenom odgovornošću (ako se lociraju unutar SAD) ili kao korporacije (ako im je sedište u nekoj od zemalja sa poreskim povlasticama). Ovakav način organizacije omogućava da se oporezivanje ne vrši na nivou fonda, već se prenosi na investitore, pa se oporezuje samo njihov prihod;
- Struktura naknada kod ova dva tipa fonda je takođe slična. Oba fonda naplaćuju i podsticajne i naknade za upravljanje. Razlika je u tome što fondovi rizičnog kapitala ne naplaćuju podsticajne naknade sve dok se individualne investicije ne likvidiraju;
- Fondovi rizičnog kapitala mogu pozajmljivati novac za kupovinu aktive preko vrednosti sopstvenog kapitala. Ipak, leveridž ovih fondova je manji od leveridža hedž fondova sa najvećim iznosom leveridža. Za razliku od hedž fondova koji tragaju za prinosima koji su nekorelisani sa prinosima na akcije i obveznice, fondovi rizičnog kapitala imaju visoku korelaciju sa tržišnim prinosima;
- Fondovi rizičnog kapitala ne obezbeđuju zavidan nivo likvidnosti svojim investitorima. Oni obično ne povlače svoje investicije dok se aktiva ne likvidira, kako bi izbegli situaciju da moraju da brane vrednost neto aktive usklađene sa tržištem.

Fondovi rizičnog kapitala i hedž fondovi će, bez ikakve sumnje, u budućnosti imati značajnu ulogu na finansijskim tržištima. Iako su od samih početaka svog poslovanja bili kritikovani i proglašavani krivcima za mnoge krize i tržišne krahove, ne može se zanemariti njihovo jačanje i sve veće prisustvo na finansijskim tržištima. Uspeli su da prežive sve krizne periode, izlazeći iz nekih od njih sa enormnim iznosima ostvarenog profita.

Mišljenja o fondovima rizičnog kapitala i hedž fondovima su i dalje oprečna. Jedni smatraju da su ovi fondovi nešto najbolje što se moglo pojaviti na finansijskim tržištima. Nasuprot njih su oni koji ih vide kao izuzetno opasne za stabilnost čitavog finansijskog sistema, smatrajući da će veliki broj njih propasti u bliskoj budućnosti. Investitori kojima se predoče ovako ekstremna mišljenja mogu ostati u nedoumici koja grupa analitičara ima pravo i da li je pametno uložiti novac u ove fondove. Kao i u većini slučajeva, pravo stanje je negde između navedenih ekstrema.

Investitori ne bi trebalo slepo da veruju da su fondovi rizičnog kapitala i hedž fondovi nešto što će im obezbediti i visok prinos i redukciju rizika. Dobre istorijske performanse ovih fondova investitori ne bi smeli posmatrati kao garanciju za buduće dobre performanse. Ono što bi trebalo da urade je da sprovedu detaljnu analizu poslovanja fonda, imajući u vidu sve njegove karakteristike, kao i strategije koje primenjuje. Ovakva analiza fondova od strane investitora postaje neophodna na savremenim finansijskim tržištima, budući da su ovi fondovi postali sastavni deo tih tržišta.

Ono što se sa sigurnošću može tvrditi je da će fondovi rizičnog kapitala i hedž fondovi u budućnosti napraviti određene promene u svom poslovanju. Očekuje se da će fondovi porasti, da će nuditi već broj usluga svojim investitorima što će intenzivirati konkurenciju unutar industrije. Neki analitičari ove fondove vide kao buduće investicione fondove. Može se reći da je za ovakvu tvrdnju još uvek rano. Ipak, ono što je neminovno i ide u prilog ovakvom viđenju fondova rizičnog kapitala i hedž fondova, jeste da su oni u fazi brzog rasta i da će u budućnosti imati značajnu ulogu na tržištima.

Ovi fondovi ostali su nerazvijeni na teritoriji Srbije, a i šire na području Balkana. Razlozi koji su dominantno uticali na to su nerazvijenost regionalnih privreda, odsustvo ciljanog sprovođenja politike finansiranja rizičnim kapitalom, zavisnost regionalnih kompanija od drugih izvora finansiranja, prvenstveno bankarskih kredita, kao i nerazvijena kultura akcionarstva.

Zbog svih prednosti ovih fondova istaknutih u ovom radu, treba delovati u pravcu njihovog razvoja na našim prostorima. Time bi neminovno bio podstaknut rast i razvoj čitave privrede i svih povezanih delatnosti. Za Srbiju bi bila najbolja implementacija evropske i svetske prakse u stvaranju uslova i podsticanja razvoja investicija fondova rizičnog kapitala i hedž fondova. Bio bi to generator razvoja, koji bi stvorio potpuno novi poslovni ambijent donoseći nova radna mesta, menadžerska iskustva, strateško i operativno znanje, više standard vezane za kontrolu budžeta i finansija i pomoć pri inicijalnoj javnoj ponudi. To može omogućiti kompanijama uspešno kotiranje na berzi, čime bi se ukupno povećao prostor za razvoj tržišta i napredak zemlje.



DESETI DEO:

LITERATURA

X : LITERATURA

Knjige:

Agarwa V., Naik N. (2005) : *Hedge Funds*, Now Publishers, Inc.;

Beraha I. (2011), *Mala i srednja preduzeća kao faktor ekonomskog razvoja i smanjenja nezaposlenosti u Srbiji*, Strani privatni život, Institut za uporedno pravo, Beograd;

Borla S., Masetti D., (2003), *Hedge funds: a resource for investors*, John Wiley & Sons, Inc.;

Cumming D., (2010), *Venture Capital- Investment Strategies, Structures and Policies*, John Wiley & Sons, Ltd.;

Đokić B., Pavić Ž. (2012), *Istraživački metodi u poslovnim sistemima*, Univerzitet Singidunum, Beograd;

Erić D., Beraha I., Đuričin S., Kecman N., Jakišić B. (2012), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća*, Privredna komora Srbije, Beograd;

Erić D., Stefanović S., Bradić-Martinović A. (2012), *Private Equity Funds and Possible Source of Capital from SMes in Transitional Economies- Case of Serbia, Challenges of Economic- Science in the 21st Century*, Institut ekonomskih nauka, Beograd;

Erić D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, drugo izdanje, Čigoje štampa, Beograd;

Edwards F. (2006) : *Hedge Funds and Investor Protection Regulation*, Economic Review, Atlanta, Federal Reserve Bank of Atlanta;

Hull J. (2010) : *Risk Management and Financial Institutions*, Boston, Pearson Education, Inc.;

Lavinio, S., (2000), *The hedge fund handbook: a definitive guide for analyzing and evaluating alternative investments*, McGraw-Hill Professional;

Lhabitant F.S. (2006) : *Handbook of Hedge Funds*, Chichester, John Wiley & Sons, Inc.;

Metrick A. (2007), *Venture Capital and Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Ltd., New York;

McCrary S. (2002) : *Hedge Funds Course*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.;

McCrary S. (2004) : *How to create and manage a hedge fund: a Professional's Guide*, New Jersey, John Wiley & Sons;

Pearce R., Barnes S. (2006), *Raising Venture Capital*, John Wiley & Sons, Ltd.;

Wong A., Bhatia M., Freeman Z. (2009), *Angel finance- the other venture capital*, John Wiley & Sons, Ltd, Hoboken;

Članci:

Avlijaš R. (2009), *Model preduzetničkog pokretanja novog poslovnog poduhvata*, Singidunum revija, Beograd;

Edwards F. (1999) : *Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management*, Journal of Economic Perspectives;

Figar N. (2010), *Uloga poslovnih anđela u finansiranju malih i srednjih preduzeća*, Ekonomske teme, br.2;

Gerald B., Margulis J. (2012), *Angels Capital: How to raise early – stage Private Equity Financing*, John Wiley & Sons, Ltd;

Lakić S. (2009) : *Institucije nove finansijske arhitekture: hedž fondovi*, Montenegrin Journal of Economics, Nikšić, NVO Elit – Ekonomska laboratorija za istraživanje tranzicije;

Lakić S. (2005) : *Hedž fondovi: Alternativni investicioni mehanizam*, Montenegrin Journal of Economics, Nikšić, NVO Elit – Ekonomska laboratorija za istraživanje tranzicije;

Makojević N. (2009), *Venture Capital Funds – Current position in the economy of Serbia*, Ekonomski horizonti;

Makojević N., Rosić B. (2009), *Finansiranje regionalnog razvoja Srbije*, dostupno na <http://www.singipedia.com>;

Makojević N. (2009), *Regionalni investicioni fondovi- šansa za smanjenje regionalnih razlika*, dostupno na <http://www.singipedia.com>;

Makroekonomske analize i trendovi (2011), Privredna komora Srbije, br. 199, Beograd;

Internet stranice:

<http://www.angelscapitaleducation.org>, MIT Entrepreneurship Center, "Venture support system project – Angel investors", Copyright 2000 MIT;

<http://www.evca.eu> , EVCA- Evropska Private Equity i Venture Capital Asocijacija;

<http://www.spea.rs>, SPEA- Srpska asocijacija Private Equity fondova;

<http://www.iisp.rs/aktivnosti>, *Integrated Innovation Support Programme*;

<http://crnarupa.singidunum.ac.rs>, Miljević M. (2012), Uvod u metodologiju društvenih istraživanja, Univerzitet Singidunum, Beograd;

http://en.wikipedia.org/wiki/Long-Term_Capital_Management;

http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm

