



PRIVATNI INVESTICIONI FONDOVI

NIKOLA STEFANOVIĆ



Institut ekonomskih nauka

Beograd, Zmaj Jovina 12

Tel. (011) 2622-357; faks: (011) 2181-471

www.ien.bg.ac.rs

E-mail: office@ien.bg.ac.rs

Beogradska bankarska akademija

Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

Beograd, Zmaj Jovina 12

Tel. (011) 2621-730; faks: (011) 2181-471

www.ien.bg.ac.rs/bba

E-mail: bba@ien.bg.ac.rs

Za izdavače

Direktor

Prof. dr Dejan Erić

Dekan

Prof. dr Hasan Hanić

Recenzenti

Prof. dr Dejan Erić

Dr Ismail Musabegović

Kompjuterska obrada

Zorica Božić

Štampa

Grafostil

Korice

ProXY Group

Tiraž

200 primeraka

ISBN 978-86-80315-80-5

Odlukom Nastavno-naučnog veća Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije br. 344-3 od 12.05.2009. godine, ova knjiga je odobrena da se štampa kao monografija.

© Sva prava zadržana. Nijedan deo ove knjige ne može biti reprodukovan u bilo kom vidu i putem bilo kog medija, u delovima ili celini bez saglasnosti izdavača, odnosno autora priloga.

Sadržaj

Predgovor.....	ix
Preface	xi
UVOD.....	1
DEO I	
PRIVATNI INVESTICIONI FONDOVI.....	17
GLAVA 1. Uloga i značaj privatnih investicionih fondova	19
1.1. Počeci prajvat ekviti industrije: slučaj Sjedinjenih Američkih Država	19
1.2. Razvoj prajvat ekviti industrije u drugim zemljama: slučaj Izraela.....	21
1.3. Prajvat ekviti ulaganja	22
GLAVA 2. Investicioni fondovi preduzetnog kapitala	31
2.1. Osnove investicionih fondova preduzetnog kapitala	31
2.2. Vrste iversticionih fondova preduzetnog kapitala.....	32
2.3. Metodologija investiranja investicionih fondova preduzetnog kapitala	33
2.4. Realizacija profita investicionih fondova preduzetnog kapitala	35
GLAVA 3. Investicioni fondovi kreditne kupovine	37
3.1. Privatni investicioni fondovi kreditne kupovine.....	37
3.2. Vrste kreditne kupovine firmi	39
3.3. Razlozi kreditne kupovine firmi	39
3.4. Metodologija investiranja fondova kreditne kupovine	40
3.5. Izvori finansiranja kreditne kupovine	42
GLAVA 4. Investicioni fondovi mešovitoḡ finansiranja.....	46
4.1. Osnove investicionih fondova mešovitoḡ finansiranja	46
4.2. Metodologija investiranja fondova mešovitoḡ finansiranja	48
4.3. Vrste ulaganja investicionih fondova mešovitoḡ finansiranja	50
4.4. Prednosti za privatne investicione fondove mešovitoḡ finansiranja i kompanije	53
GLAVA 5. Investicioni fondovi specijalnih namena.....	55
5.1. Privatni investicionih fondovi za kompanije u krizi	55
5.2. Fondovi fondova	57
5.3. Sekundarni fondovi.....	60

5.4. Ostali fondovi specijalnih namena.....	63
DEO II	
ORGANIZACIJA PRIVATNIH INVESTICIONIH FONDOVA.....	65
GLAVA 6. Struktura privatnih investicionih fondova.....	67
6.1. Zakonska struktura privatnih investicionih fondova.....	67
6.2. Organizaciona dokumenta privatnih investicionih fondova	73
6.3. Specijalni ugovori privatnih investicionih fondova	79
6.4. Ugovor o ulaganju - termini i klauzule	85
GLAVA 7. Investicioni kapital i investitori privatnih investicionih fondova.....	92
7.1. Privatni investicioni fondovi u službi alokacije imovine investitora.....	92
7.2. Investitori privatnih investicionih fondova.....	97
GLAVA 8. Uloga i značaj finansijskih savetnika, posrednika i drugih institucija	105
8.1. Finansijski savetnici i sadržaj i okvir analize za privatne investicione fondove.....	105
8.2. Finansijski posrednici za privatne investicione fondove i sadržaj i okvir poslovnog odnosa.....	111
8.3. Kompanije koje saraduju sa privatnim investicionim fondovima	113
DEO III	
POSLOVANJE INVESTICIONIH FONDOVA NA BRZORASTUĆIM TRŽIŠTIMA.....	117
GLAVA 9. Brzorastuća tržišta i delatnosti privatnih investicionih fondova	119
9.1. Karakteristike brzorastućih tržišta	119
9.2. Povraćaj na uložena sredstva na brzorastućim tržištima.....	120
GLAVA 10. Problematika vrednovanja firmi i obezbeđivanja neophodnog kapitala za ulaganja.....	122
10.1. Vrednovanje kompanija od strane privatnih investicionih fondova	122
10.2. Vrednovanje portfolio kompanija	124
10.3. Problematika obezbeđivanja neophodnog kapitala za ulaganja.....	127
GLAVA 11. Problem ulaganja i ostvarivanja profita na brzorastućim tržištima	129
11.1. Problemi ulaganja i ostvarivanja profita	129
11.2. Korporativno upravljanje	131
11.3. Menadžment	132

11.4. Distribucija vrednosti.....	134
11.5. Birokratija	135
11.6. Korupcija	136
11.7. Zakoni i sprovođenje ugovora	138
11.8. Izlaz iz investicija	138
11.9. Rizik zemlje	139
11.10. Lokalna kultura	140
GLAVA 12. Korporativno upravljanje: osnova uspešnog poslovanja privatnih investicionih fondova.....	141
12.1. Uloga i značaj korporativnog upravljanja.....	141
12.2. Neophodni institucionalni okviri i mehanizmi korporativnog upravljanja na brzorastućim tržištima.....	145
12.3. Validnost institucija korporativnog upravljanja na brzorastućim tržištima	154
12.4. Osnova i modeli korporativnog upravljanja	160
12.5. Uticaj privatnih investicionih fondova na performanse korporativnog upravljanja	166
12.6. Podobnosti i ograničenja korporativnog upravljanja za privatne investitore	168
12.7. Privatni investicioni fondovi u promovisanju i unapređenju korporativnog upravljanja.....	171
 DEO IV	
UTICAJ PRIVATNIH INVESTICIONIH FONDOVA NA KOMPANIJE I INSTITUCIONALNE OKVIRE BRZORASTUĆIH TRŽIŠTA.....	177
GLAVA 13. Značaj privatnih investicionih fondova za efikasno poslovanje preduzeća	179
13.1. Privatni investicioni fondovi i menadžment	179
13.2. Privatni investicioni fondovi i strateško planiranje.....	181
13.3. Privatni investicioni fondovi i organizacija	186
13.4. Privatni investicioni fondovi i operativni sistem	189
13.5. Privatni investicioni fondovi i transparentnost	190
13.6. Privatni investicioni fondovi i kontrola	190
13.7. Privatni investicioni fondovi i kvalitet i standardi	192
13.8. Privatni investicioni fondovi i kultura	192

GLAVA 14. Konstituisanje institucionalnih okvira i pretpostavki na brzorastućim tržištima.....	194
14.1. Uslovi za konstituisanje okvira i pretpostavki na brzorastućem tržištu.....	194
14.2. Ključni tranzicioni procesi u uslovima brzorastućih tržišta.....	195
GLAVA 15. Razvoj integrisanog tržišta za efikasno poslovanje i ekonomski razvoj	203
15.1. Ključne funkcije tržišta.....	203
15.2. Tržište rada	204
15.3. Tržište proizvoda i usluga.....	205
15.4. Finansijsko tržište	209
DEO V	
UTICAJ PRIVATNIH INVESTICIONIH FONDOVA NA EKONOMSKI RAZVOJ.....	221
GLAVA 16. Uticaj privatnih investicionih fondova na razvoj malih i srednjih preduzeća i ekonomski razvoj.....	223
16.1. Uticaj privatnih investicionih fondova na razvoj malih i srednjih preduzeća.....	223
16.2. Ekonomski i drugi efekti investiranja privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima	230
16.3. Ulaganje privatnih investicionih fondova u funkciji otklanjanja ograničenja brzorastućih tržišta.....	244
GLAVA 17. Perspektive i trendovi razvoja privatnih investicionih fondova i modeli ulaganja.....	247
17.1. Perspektive i trendovi razvoja privatnih investicionih fondova.....	247
17.2. Ulaganja privatnih investicionih fondova: konceptualni okvir i elementi	255
17.3. Smernice za izradu modela ulaganja.....	266
Zaključak	267
Literatura.....	283
APPENDIX	293

Predgovor

U radu su istraživani ključni aspekti ulaganja privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima, polazeći od činjenice da su visokoprofitnog karaktera i da su kompleksna; da u njima, pored privatnih investicionih fondova, učestvuju i investitori u privatne investicione fondove, finansijski savetnici i različite kompanije u koje se ulažu finansijska sredstva. Pored toga, pošlo se od činjenice da su privatni investicioni fondovi od posebnog značaja za brzorastuća tržišta, pre svega u delu intenziviranja procesa privatizacije, finansijske konsolidacije preduzeća, razvoja efikasnog sistema korporativnog upravljanja, i izgradnje adekvatne tržišne infrastrukture i zakonske i revizorske regulative; i da privatni investicioni fondovi doprinose efikasnoj alokaciji kapitala i finansijskoj i operativnoj disciplini kompanija u koje ulažu, njihovoj fleksibilnosti i proizvodnoj efikasnosti.

U prvom delu knjige izložene su osnove, metodologija ulaganja i investicioni procesi investicionih fondova preduzetnog kapitala, fondova kreditne kupovine, fondova mešovitog finansiranja i fondova specijalnih namena. U drugom delu obrađena je organizacija privatnih investicionih fondova sa stanovišta zakonske strukture, organizacionih dokumenata i upotrebe termina i klauzula. Uz to, prikazane su uloge investitora u privatne investicione fondove, finansijskih savetnika, finansijskih posrednika i drugih kompanija koje su značajne za rad i razvoj prajvat ekviti industrije. U trećem delu izloženi su relevantni aspekti poslovanja investicionih fondova na brzorastućim tržištima. U prvom redu, izložen je karakter brzorastućih tržišta i mogućnost da se obezbedi efikasnost ulaganja, tj. odgovarajuća stopa prinosa; zatim, problem vrednovanja firmi i obezbeđivanja potrebnog kapitala za ulaganja u selektovane kompanije; uslovljenost ulaganja od strane različitih faktora, kao što su: korporativno upravljanje, menadžment, distribucija vrednosti, birokratija, korupcija, zakoni, i rizik. S tim u vezi, analiziran je koncept korporativnog upravljanja iz ugla njegove uloge i značaja na brzorastućim tržištima i karaktera institucionalnih okvira, kao i mogućnost njegove promocije i unapređenja kroz prajvat ekviti ulaganja. U četvrtom delu, posebna pažnja posvećena je uticaju privatnih investicionih fondova na kompanije i institucionalne okvire brzorastućih tržišta. U tom kontekstu, analiziran je

značaj privatnih investicionih fondova za efikasno poslovanje kompanija kroz istraživanje njihovih odnosa sa menadžmentom, zatim, istraživanje strateškog planiranja, organizacije, operativnog sistema, transparentnosti, kontrole, standarda, kvaliteta i kulture. Takođe su u radu analizirani ključni procesi promena koji se tiču karaktera, tempa i efekata privatizacije i stvaranja tržišnog ambijenta za slobodan protok rada, proizvoda i kapitala, što je od posebnog značaja za privlačenje stranih investicija i razvoj prajvat ekviti industrije. U petom delu obrađeni su i njihovi uticaji na ekonomski razvoj zemalja koje posvećuju adekvatnu pažnju ovoj investicionoj klasi a koje žele da unaprede svoje performanse i tržišne pozicije. Na kraju, izložene su perspektive i trendovi razvoja privatnih investicionih fondova, referentni modeli ulaganja i konstitutivni okviri i elementi modela ulaganja za potrebe brzorastućih tržišta.

Koristim ovu priliku da se zahvalim recenzentima: prof. dr Dejanu Eriću, Institut ekonomskih nauka, i dr Ismailu Musabegoviću, Beogradska bankarska akademija. Takođe zahvaljujem svima koji su mi pomogli u izradi i štampanju ove knjige: prof. dr Radmilu Todosijeviću, Univerzitet u Novom Sadu, prof. dr Aleksandru Živkoviću, Univerzitet u Beogradu, i prof. dr Nenadu Vunjaku, Univerzitet u Novom Sadu. Na kraju zahvaljujem: prof. dr Nicolette Christensen, Arcadia University, prof. dr William Stevens, Guilford College, prof. dr Stanley Mandel, Wake Forest University, prof. dr Hasanu Haniću, Beogradska bankarska akademija, John Ciannamea, MBA, General Partner, Academy Funds, Glenn Kline, MBA, General Partner, Battle Ventures, Matthew Crawford, MBA, General Partner, Pinto Technology Ventures Sciences, i Vladimiru Peševskom, MBA, General Director, SEAF Washington.

Preface

The subject of the book is private equity in emerging markets. The starting point of the book was the fact that the emerging markets are complex in nature and potentially highly profitable, and that private equity funds, financial advisors and various investment companies operate in the markets. Private equity funds are of great importance to emerging markets, as they intensify privatization, organize financial consolidations, develop efficient corporate management systems, build market infrastructure, and improve legal and auditing regulations. Private equity funds also contribute to the efficient capital allocation and to the financial and operational discipline of the companies.

The first part of the book defines private equity funds (e.g. venture capital, leveraged buyout, mezzanine, and special situation funds) and their investment methodologies and investment processes. The second part of the book deals with the organization of private equity funds from the legal structure, organizational documents, special agreements, and uses of terms and clauses standpoint. The role of private equity investors, financial advisors, financial intermediaries, and other investment companies is explained. The third part explains the relevant aspects of the private equity operations in emerging markets. The character of emerging markets and the ability to secure the appropriate rates of return are presented. Apart from that, the valuation problems and the constant lack of capital for investments, as well as the existing challenges in corporate governance, management, value distribution, bureaucracy, corruption, law, and country risks are also presented. Furthermore, in this part, the corporate governance and its role and importance in emerging markets are exhibited. Lastly, the character of the institutional framework of corporate governance and the possibility of improvement through private equity investments are analyzed. In the fourth part, the particular attention is paid to the impact of private equity funds on companies and institutional frameworks in emerging markets. The importance of private equity is analyzed in terms of its impact on management, strategic planning, organization, operational systems, transparency, control, standards, quality and culture of different companies. The book also analyzes the crucial change processes concerning the character, tempo and effects of the privatization and the

market environment for creating the free flow of labor, products, and capital. These processes are of great importance for creating a better climate for the foreign direct investments and for the development of the private equity industry. In the fifth part, the book deals with the impact of private equity on the economic development of the countries which pay attention to this investment class, that is, to the countries which desire to improve their performances and market positions. Apart from that, in this part, the book deals with the future perspectives and trends of private equity funds, their investment models, as well as it deals with the constitutive frameworks and elements of the investment models in emerging markets.

I would like to use this opportunity to thank the editors: professor Dejan Erić, PhD, Institute of Economic Sciences, and Ismail Musabegović, PhD, Belgrade Banking Academy. I would also like to thank all those who helped me finish and publish this book: professor Radmilo Todosijević, PhD, University of Novi Sad, professor Aleksandar Živković, PhD, University of Belgrade, and professor Nenad Vunjak, PhD, University of Novi Sad. Lastly, I would like to thank: professor Nicolette Christensen, PhD, Arcadia University, professor William Stevens, PhD, Guilford College, professor Stanley Mandel, PhD, Wake Forest University, professor Hasan Hanić, PhD, Belgrade Banking Academy, John Ciannamea, MBA, General Partner, Academy Funds, Glenn Kline, MBA, General Partner, Battle Ventures, Matthew Crawford, MBA, General Partner, Pinto Technology Ventures Sciences, and Vladimir Peševski, MBA, General Director, SEAF Washington.

Belgrade, 2009.

Nikola Stefanović

Brzorastuća tržišta su atraktivna područja za alternativna ulaganja (*Alternative Investing*). Alternativna ulaganja su investicije koje zbog svoje kompleksnosti ili strukture nisu prilagođene prosečnom (običnom) investitoru. U najužem smislu, alternativne investicije obuhvataju hedž fondove (*Hedge Funds*), imovinske fondove (*Real Assets Funds*) i privatne investicione fondove (*Private Equity Funds*). Iako dijapazon ulaganja institucionalnih investitora na brzorastućim tržištima obuhvata sve vrste alternativnih ulaganja, mnogi institucionalni investitori se poslednjih godina sve više fokusiraju na prajvat ekviti (*private equity*¹ - *PE*) ulaganja. Institucionalni investitori ovaj fenomen objašnjavaju nekim sličnostima između prajvat ekviti ulaganja na razvijenim tržištima i prajvat ekviti ulaganja na brzorastućim tržištima (kao što su, na primer, teškoće pri vrednovanju određenih firmi ili asimetrija informacija). Takođe, investitori naglašavaju potencijal brzorastućih tržišta koji je rezultat ekonomskih reformi, reformi sistema taksu i poreza, liberalizacije zakona u odnosu na direktna strana ulaganja i odgovarajuće transparentnosti kompanija u okruženju u kome deluju. Pored toga, institucionalni investitori naglašavaju opadajući potencijal razvijenih tržišta, koji se ogleda u prezasićenju tržišta prajvat ekviti ulaganjima, što, po pravilu, vodi padu profitnih stopa i suženju manevarskog prostora za ulaganja.

Prajvat ekviti ulaganja na brzorastućim tržištima su obično visoko profitnog karaktera. Cambridge Associates' EM Private Equity Index za 2004/2005. godinu pokazao je da je za 169 privatnih investicionih fondova (PIF) koji ulažu na brzorastuća tržišta prosečna stopa profita 22,1%. Zbog toga, mnogi investitori, kao što su penzioni fondovi ili osiguravajuće kompanije, ulažu u ovu investicionu klasu. Pored toga, prajvat ekviti ulaganja imaju veoma nisku korelaciju sa ostalim investicionim klasama, kao što su, na primer, ulaganja u deonice ili obveznice, i samim tim dovode do povećanja diversifikacije samog portfelja.

Prajvat ekviti ulaganja su kompleksna ulaganja koja zahtevaju punu posvećenost privatnih investicionih fondova. Privatni investicioni fondovi su investicione firme koje ulažu u hartije od vrednosti koje se ne prodaju

¹ Private equity - hartije od vrednosti koje se ne prodaju na berzama.

na berzama ili koje prestaju da se prodaju na berzama po njihovoj kupovini. Cilj svakog privatnog investicionog fonda je da svojim investitorima omogući najveći mogući profit tokom životnog veka fonda, koji obično traje do deset godina. Privatni investicioni fondovi realizuju profit ulaganjem u hartije od vrednosti kompanija i njihovom prodajom strateškim partnerima, investitorima, menadžmentu, ili prodajom na berzi. Ovi fondovi mogu da se razlikuju prema veličini svojih ulaganja i prema orijentaciji na ulaganja u pojedine delatnosti, industrijske grane, ili geografska područja. Privatni investicioni fondovi su obično organizovani kao partnerstva ili kompanije sa ograničenom odgovornošću.

Prajvat ekviti industriju, pored privatnih investicionih fondova, čine i investitori u privatne investicione fondove, finansijski posrednici i kompanije u koje se finansijska sredstva ulažu. Investitori u privatne investicione fondove su institucije ili pojedinci čija finansijska sredstva privatni investicioni fondovi koriste za investiranje u kompanije. Neki od tih investitora mogu da budu penzioni fondovi, univerziteti, osiguravajuća društva, banke, investicione banke, ili akreditovani pojedinci.² Na brzorastućim tržištima ova vrsta investitora u privatne investicione fondove je u stalnom deficitu. Drugi element prajvat ekviti delatnosti - finansijski posrednici, jesu agencije ili savetnici koji privatnim investicionim fondovima pomažu pri organizaciji ili nabavci finansijskih sredstava. Nedostatak finansijskih posrednika oseća se kako na razvijenim tako i na brzorastućim tržištima.

Prema tome, prajvat ekviti delatnost je od velikog značaja za brzorastuća tržišta. Kompanije koje se nalaze na brzorastućim tržištima suočavaju se sa problemima koji bi lako mogli biti eliminisani efikasnim ulaganjem privatnih investicionih fondova (neki od tih problema su: slaba motivisanost menadžmenta, nerazvijeno korporativno upravljanje i nepravilno uspostavljanje budžeta). U tim slučajevima, privatni investicioni fondovi doprinose efikasnoj alokaciji kapitala i finansijskoj i operativnoj disciplini kompanija. Mnoga istraživanja pokazuju da kompanije u koje fondovi ulože postaju operativno uspešnije, finansijski fleksibilnije i proizvodno efikasnije.³ Pored toga, ako uzmemo u razmatranje prajvat ekviti delatnosti u razvijenim zemljama kao što su

² G. Fenn, N. Liang, S. Prowse, „The Economics of the Private Equity Market“, str. 168-239.

³ A. Harris, *From Managers to Owners: Making MBOs Work*; M. Piatkowski, *Leveraged Buyouts in Poland*, str. 31-37.

Sjedinjene Američke Države (SAD), Velika Britanija, ili Japan, možemo videti da one pospešuju stvaranje novih firmi, novih radnih mesta i povećanje bruto nacionalnog dohotka.

Shvatajući važnost ove investicione delatnosti, mnoge zemlje u centralnoj i istočnoj Evropi, uključujući Češku, Poljsku, Mađarsku i Rumuniju, već duže rade na njenom uspostavljanju. Young Venture Capital Society, u svom izveštaju za 2006. godinu, procenjuje da su privatni investicioni fondovi na brzorastućim tržištima u istočnoj Evropi tokom 2005. godine sakupili preko 800 miliona dolara⁴ za ulaganja. Mnogi privatni investicioni fondovi sa internacionalnom reputacijom, kao na primer Carlyle Group i Draper Fisher Jurvetson, aktivno planiraju ulaganja na ovim tržištima. Young Venture Capital Society procenjuje i da su privatni investicioni fondovi i na drugim brzorastućim tržištima takođe sakupili rekordne sume novca namenjene za ulaganja - preko 1 milijarde dolara u Rusiji i preko 2,2 milijarde dolara u Indiji.⁵ S druge strane, u Kini, najatraktivnijem brzorastućem tržištu za ulaganja privatnih investicionih fondova, samo tokom 2005. godine uloženo je preko 1 milijarde dolara u 233 kompanije. Iako se i druga brzorastuća tržišta, kao što je Republika Srbija, susreću sa privatnim investicionim fondovima, malo pažnje je posvećeno njihovom poslovanju. U Republici Srbiji deluju više privatnih investicionih fondova, uključujući i Small Enterprise Assistance Funds (SEAF), Poteza Capital, Copernicus Partners, MidEuropa Partners, FPP Balkan i Soros Fund Management.

U uslovima brzorastućih tržišta, privatni investicioni fondovi se susreću sa različitim problemima kao što su: nedovoljna razvijenost lokalnih berzi; nepotpuni, kruti i restriktivni zakoni u oblasti stranih direktnih investicija; nedovoljno razvijena društvena infrastruktura i niski standardi korporativnog upravljanja, koje nije u potpunosti konstituisano.⁶ Osim toga, često i lokalne kulture na pojedinim brzorastućim tržištima predstavljaju prepreku za ulaganja od strane privatnih investicionih fondova, s obzirom na karakter dominantnih vrednosti, stavova i ubeđenja u odnosu na spoljne investitore, njihovu ulogu i namere. U uslovima brzorastućih tržišta mali broj firmi prolazi kroz revizorske kontrole koje prate međunarodne standarde, i mali broj njih čini dostupnim svoje

⁴ U knjizi, pod terminom „dolar“ podrazumeva se valuta Sjedinjenih Američkih Država.

⁵ N. Mitchell, *Higher Returns, Higher Risks-Private Equity Investment in Emerging Markets*, str. 1-4.

⁶ *Seminar on Private Equity Investing in Emerging Markets*.

tromesečne, šestomesečne ili godišnje izveštaje, što je, inače, praksa preduzeća koja posluju na razvijenim tržištima. Jedan broj firmi na brzorastućim tržištima, u cilju izbegavanja poreza i drugih zakonom predviđenih obaveza, formiraju firme van matične zemlje (*off-shore companies*), u zemljama sa liberalnim propisima i poslovnim standardima. Međutim, uprkos ovim problemima, praksa pojedinih zemalja pokazuje da formiranje privatnih investicionih fondova ima niz pozitivnih efekata, pre svega na intenziviranje procesa privatizacije, finansijsku konsolidaciju pojedinih firmi, razvoj efikasnijeg sistema korporativnog upravljanja, izgradnju tržišne infrastrukture i zakonske i revizorske regulative. Uslov za to su ubrzane institucionalne reforme, kao osnova i okvir za poslovanje fondova, i to u oblasti zakona o privatnoj svojini, fiskalnoj disciplini i monetarnoj stabilnosti.⁷

Polazeći od toga, neophodno je istražiti sve aspekte prajvat ekviti ulaganja i ukazati na koji način i u kojoj meri ona generišu pozitivne ekonomske efekte, u okviru kojih pretpostavki, i sa kojim dometima i ograničenjima. Otuda je cilj rada da se istraže uloga i značaj privatnih investicionih fondova, njihovi tipovi, karakteristike, metode rada i problemi sa kojima se oni suočavaju na razvijenim i brzorastućim tržištima. Zatim, da se istraže organizacija, poslovanje i uticaj na kompanije i institucionalne okvire brzorastućih tržišta; i, konačno, da se uspostavi i objasni njihova veza sa ekonomskim razvojem pojedinih zemalja, kao i njena uslovljenost; i koncipiraju smernice za izradu relevantanog modela ulaganja, primerenog uslovima brzorastućih tržišta. Na osnovu ovako definisanog cilja istraživanja definisana je struktura rada.

PRVI DEO posvećen je proučavanju različitih vrsta privatnih investicionih fondova, i to: a) investicionih fondova preduzetnog kapitala (*Venture Capital Funds*); b) investicionih fondova kreditne kupovine (*Leveraged Buyout Funds*); c) investicionih fondova mešovito finansiranja (*Mezzanine Funds*) i d) investicionih fondova specijalnih namena (*Special Situation Funds*) - tj. fondova za kompanije u krizi (*Distressed Funds*), fondova fondova (*Funds-of-Funds*), sekundarnih fondova (*Secondary Funds*) i fondova ostalih specijalnih namena (*Other Special Situations Funds*).

U **prvoj glavi** se analizira protok kapitala kroz razvijena tržišta. Naime, ogroman deo kapitala za razvoj tehnologija i radne snage ne teče više od

⁷ A. Sheng, *Attracting Global Investors to Emerging Markets*.

budžeta velikih korporacija prema radnicima i centrima za razvoj i istraživanje, već od radnika i centara za razvoj i istraživanje ka velikim korporacijama.⁸ Ovakav modifikovani ekonomski model, baziran na dvosmernom protoku kapitala pokazao se uspešnim, ne samo u SAD-u, već i u drugim razvijenim zemljama u svetu, među kojima je, na primer, i Izrael. Pored toga, u ovoj glavi se izlažu osnove prajvat ekviti industrije, kao i osnove privatnih investicionih fondova.

U **drugoj glavi** pažnja se posvećuje investicionim firmama preduzetnog kapitala koje su iskusne u izboru ulaganja, vođenju kompanija i praćenju visokih tehnologija.⁹ Ovi fondovi su u većini slučajeva organizovani kao privatna partnerstva sa ograničenom odgovornošću. Te firme bazirane su na pokretnom kapitalu i uglavnom su zatvorenog karaktera. One ulažu kapital u visoko rizične kompanije koje su predominantno bazirane na visokim tehnologijama i imaju potencijal za natprosečan razvoj i profit. U ovoj glavi se obrađuju vrste investicionih fondova preduzetnog kapitala, kao i različite metode njihovog investiranja. Akcenat se stavlja na osnove i metodologiju investicionih firmi preduzetnog kapitala, uključujući njihove investicione strategije i investicione fokuse.

U **trećoj glavi** se analiziraju firme kreditne kupovine i proces u kome one otkupljuju kompanije uz pomoć eksternog finansiranja, predominantno (oko 80%) u obliku garantovanih i negarantovanih kredita. Tokom ovog procesa, menadžment tim postaje vlasnik ili suvlasnik firme. Kreditna kupovina firmi predstavlja alternativni oblik privatnog vlasništva kompanija, i jedna je od osnovnih finansijskih poluga koja utiče na efikasnost ekonomskog sistema.

U ovoj glavi analizira se više različitih oblika kreditne kupovine firmi, kao što su: a) kupovina firmi od strane internog menadžmenta, b) kupovina firmi od strane eksternog menadžmenta, c) kupovina firmi od strane radnika predvođenih menadžmentom, d) kupovina firmi od strane internog

⁸ Y. Huang, T. Khanna, „Can India Overtake China?“, str. 74-81; D. Rothkopf, „Business Versus Terror“, str. 56-64.

⁹ J. Bartlett, *Fundamentals of Venture Capital*; N. Carr, C. Khosla, V. David, „Starting Up in High Gear: An Interview with Venture Capitalist Vinod Khosla“, str. 93-100; C. Ellis, W. Kuemmerle, *American Ventures, Inc.: Building a Venture Capital Firm*; D. Gladstone, L. Gladstone, *Venture Capital Investing: The Complete Handbook for Investing in Private Businesses for Outstanding Profits*; National Venture Capital Association. *Venture Economics. DRI-WEFA, Venture Capital Survey.*

i eksternog menadžmenta i e) institucionalna kupovina firmi.¹⁰ Takođe se analiziraju razlozi kreditne kupovine i procesi kreditne kupovine firmi, tj. pronalaženje potencijalne firme za kupovinu i uspostavljanje inicijalnih kontakata, detaljno ispitivanje date firme i kreiranje poslovnog plana, dogovor sa prodavcem/menadžmentom firme, dogovor sa obezbeđivačem akcionog kapitala, dogovor sa obezbeđivačima kredita, sklapanje završnih ugovora, izgradnja kompanije, prodaja kompanije i ostvarenje profita.¹¹

U **četvrtoj glavi** analiziraju se investicioni fondovi mešovito finansiranja i njihov način poslovanja. Sami fondovi mešovito finansiranja ulažu u kompanije u slučajevima kada je kompanijama potreban novac na kratko vreme radi prevazilaženja poslovnih problema.¹² Fondovi mešovito finansiranja ulažu mali procenat novca u obliku akcionog kapitala i veliki procenat novca u obliku podređenog kredita. U ovom delu analiziraju se i proučavaju fondovi mešovito ulaganja koji ulažu u kompanije kako bi im pomogli da prebrode vremenski period između dva finansiranja, zatvorili jaz u kapitalnoj strukturi ili pomogli da prebrode period do izlaska na berzu. Takođe se proučavaju prednosti, ponude i potražnje ovog oblika privatnog kapitala.

Kompanije koje su potencijalni kandidati za ovu vrstu finansiranja treba da zadovolje više različitih kriterijuma, uključujući i snažnu proizvodnu liniju koja ne podleže eksternim tehnološkim promenama, i iskusan i efikasan menadžment tim. U radu se proučavaju ovi kriterijumi, kao i tipične mešovite transakcije.

U **petoj glavi** se analiziraju investicioni fondovi specijalnih namena, i to: a) fondovi za kompanije u krizi, b) fondovi za rekonstrukciju, c) fondovi fondova, d) sekundarni fondovi i e) fondovi ostalih specijalnih namena.¹³ Takođe se analiziraju i njihove investicione strategije i

¹⁰ Deloitte & Touche Corporate Finance Team, *A Practical Guide to MBOs*; A. Harris, *From Managers to Owners: Making MBOs Work*; C. Kester, T. Luehram, „Rehabilitating the Leveraged Buyout“, str. 119-130; J. Kitching, „Early Returns of LBOs“, str. 74-81.

¹¹ R. Rickertsen, R. Gunther, *Buyout: The Insider's Guide to Buying Your Own Company*; J. Stancill, „LBOs for Smaller Companies“, str. 18-26; J. Stewart, *Leverage Loans Battle Gains Ferocity*, str. 175-177; W. Taylor, „Crime? Greed? Big Ideas? What were the '80s About?“,

¹² M. Anson, *Handbook of Alternative Assets*; T. Liaw, *The Business of Investment Banking*; M. Weber, „Financial Covenants in Credit Agreements“, str. 19-23.

¹³ Alternative Investor, *Private Equity Funds-of-Funds: State of the Market*; R. Aiello, M. Watkins, „The Fine Art of Friendly Acquisition“, str. 101-107; F. Reilly, K. Brown,

investicioni fokusi, kao i vrste finansijskih instrumenata koji se koriste pri ulaganju. Iako investicioni fondovi specijalnih namena predstavljaju najmanji segment prajvat ekviti delatnosti, oni ipak predstavljaju važan segment i razvijenih i brzorastućih tržišta.

Čitav prvi deo rada ima za cilj da izloži vrste i karakter privatnih investicionih fondova i da ukaže na njihovu strukturu i načine poslovanja. Sama struktura i načini poslovanja privatnih investicionih fondova utiču na razvoj i metode korporativnog upravljanja firmi u koje ti fondovi ulažu, kao i na podsticanje njihove efikasnosti i uspešnosti.

DRUGI DEO posvećen je strukturi privatnih investicionih fondova u cilju boljeg razumevanja okvira njihovog poslovanja. Usled neusklađenosti mnogobrojnih zakona na međunarodnom nivou, za fondove koji ulažu na brzorastućim tržištima bitna je struktura privatnih investicionih fondova.

U *šestoj glavi* analizira se struktura privatnih investicionih fondova, i to zakonska struktura karakteristična za razvijena tržišta, u cilju postavljanja zdravih osnova za poslovanje privatnih investicionih fondova.¹⁴ Pored toga, analiziraju se organizaciona dokumenta, kao što su: statut opšteg partnera, statut privatnog investicionog fonda i memorandum (prospekt) o privatnom plasmanu. Zatim, analiziraju se specijalni ugovori privatnih investicionih fondova, kao što su ugovori o radu sa menadžerima kompanija, ugovori o lojalnosti i nekonkurentnosti, i, na kraju, ugovori o ulaganju, tj. odgovarajući termini klauzule.

U *sedmoj glavi* analiziraju se privatni investicioni fondovi, iz ugla alokacije imovine investitora i povraćaja uloženih sredstava, i procesi kojim privatni investicioni fondovi dolaze do novca za ulaganje. U ovom delu analiziraju se i investitori koji ulažu u privatne investicione fondove. Posebna pažnja se posvećuje: a) penzionim fondovima, b) osiguravajućim kompanijama, c) strateškim investitorima, d) bankama, e) bogatim pojedincima, f) univerzitetima, g) investicionim bankama i h) specijalnim institucionim investitorima.¹⁵

Investment Analysis and Portfolio Management; S. Reed, A. Lajoux, *The Art of M&A*; H. Rosenberg, *The Vulture Investors*.

¹⁴ T. Bradford, R. Smith, „Private Equity: Sources and Uses”; G. Damman, *Limited Liability Company*; PriceWaterHouseCoopers/BVCA, *A Guide to Private Equity*.

¹⁵ W. Bernstein, *The Intelligent Asset Allocator*; H. Mayo, *Investments*; C. Schramm, „Building Entrepreneurial Economies“, str. 83-104; B. Zider, „How Venture Capital Works“, str. 131-139.

U *osmoj glavi* proučavaju se uloga i značaj finansijskih savetnika, posrednika i drugih institucija koje deluju u vezi sa privatnim investicionim fondovima. To su: finansijski savetnici koji ocenjuju rad fondova za svoje klijente, finansijski posrednici koji pomažu fondovima da nabave kapital, advokatske firme, i investicione i specijalizovane banke. Ove institucije i pojedinci predstavljaju deo neophodne infrastrukture za poslovanje privatnih investicionih fondova.

Čitav drugi deo ima za cilj analiziranje zakonskih i institucionalnih okvira u kojima privatni investicioni fondovi posluju. Takođe, drugi deo postavlja osnove za analizu poslovanja privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima.

TREĆI DEO posvećen je problemu poslovanja privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima. Privatni investicioni fondovi na brzorastućim tržištima susreću se sa mnogim problemima i izazovima koji obično ne postoje na razvijenim tržištima. Neki od tih problema su: problem samog ulaganja na brzorastućim tržištima, problem realizovanja profita i problem korporativnog upravljanja.¹⁶

U *devetoj glavi* analiziraju se brzorastuća tržišta i delatnosti privatnih investicionih fondova. Posebna pažnja se posvećuje karakteristikama brzorastućih tržišta, njihovoj finansijskoj infrastrukturi, političkoj klimi i pravnoj uređenosti. Iz tog aspekta uočavaju se razlike između razvijenih tržišta i brzorastućih tržišta, koje mogu da utiču na efikasnost ulaganja i rad privatnih investicionih fondova.

U *desetoj glavi* proučava se problem vrednovanja firmi u koje privatni investicioni fondovi ulažu, a čije se akcije ne prodaju na berzi. U ovoj glavi se, između ostalog, analiziraju: metod diskontovanih novčanih tokova, metod sličnih transakcija i metod upotrebe multiplikatora. Pored toga, proučava se metod vrednovanja kompanija u koje su privatni investicioni fondovi uložili, tj. portfolio kompanije.

¹⁶ Brazilian Venture Capital Association, *Brazilian Private Equity Market Survey*; S. Brown, *Private Equity Investing in the Pacific Rim*; Deloitte & Touche, *Private Equity in the Czech Republic and Slovakia*; J. Feldstein, E. Zuckerman, *Venture Capital in Israel: Emergence and Globalization*; Korean Venture Capital Association, *Venture Capital Market in Korea*; KPMG and the South Africa Private Equity and Venture Capital Association, *South Africa Private Equity and Venture Capital Survey - 2003*; F. Schneider, L. Videgaray, *Private Equity in Mexico*; P. Tamowicz, D. Stola, *The Venture Capital/Private Equity Market in Poland*; N. Trócsányi, *Hungary's Venture Capital Industry*; M. Ybarra, *Venture Capital in India*.

U **jedanaestoj glavi** proučava se problematika ulaganja i realizovanja profita na brzorastućim tržištima. Berze sa malim prometom, nepostojanost strategijskih kupaca i mali broj finansijskih investitora su samo neki od problema ostvarenja profita u tim zemljama. Prevazilaženje ovih problema može se pronaći kroz povezivanje privatnih investicionih fondova sa finansijskim institucijama koje se nalaze na razvijenim tržištima, i koje raspolažu finansijskim sredstvima.

U **dvanaestoj glavi** analizira se problem korporativnog upravljanja na brzorastućim tržištima. Naime, mnoge kompanije na brzorastućim tržištima nemaju efikasne poluge korporativnog upravljanja.¹⁷ Samo konstituisanje strukture korporativnog upravljanja mora biti u službi cilja korporacije u kojoj se uspostavlja. Da bi se to postiglo neophodno je da postoje razvijene formalne institucije radi jačanja informacionih tokova, odgovornosti insajdera i dr.

Čitav treći deo ima za cilj da disektuje poslovanje privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima. U trećem delu se, takođe, analiziraju i problemi sa kojima se privatni investicioni fondovi susreću na brzorastućim tržištima. U ovom delu se analizara kako ulaganja privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima unapređuju i učvršćuju sisteme korporativnog upravljanja firmi.

ČETVRTI DEO posvećen je značaju privatnih investicionih fondova za efikasno poslovanje kompanija. Istražuje se evolucija konstituisanja institucionalnih okvira i pretpostavki na brzorastućim tržištima i razvoj integrisanog tržišta za efikasno investiranje i ekonomski razvoj.

U **trinaestoj glavi** se proučava uticaj privatnih investicionih fondova na menadžment, koncept strateškog planiranja, organizaciju, operativne sisteme, transparentnost, kontrolu, kvalitet i standarde i kulturu.

U **četrnaestoj glavi** se analiziraju uslovi za konstituisanje okvira i pretpostavki na brzorastućim tržištima i ključni procesi promena u društveno-ekonomskom kontekstu pojedinih nacionalnih ekonomija.

¹⁷ C. Bagley, C. Baldwin, J. Quinn, *M&A Legal Context: Basic Framework for Corporate Governance*; M. Collins, *Current Issues Affecting Venture Capital and Private Equity Funds*; D. Hambrick, E. Jackson, „Outside Directors With a Stake: The Linchpin in Improving Governance“; R. Lightfoot, C. Kester, *Note on Corporate Governance systems: The United States, Japan, and Germany*; J. Pound, „Beyond Takeovers: Politics Comes to Corporate Control“, str. 83-93.

U *petnaestoj glavi* se izlaže razvoj koncepta integrisanog tržišta, tj. sadržaj, elementi i karakteristike pojedinih tržišta (rada, proizvoda i kapitala).

Četvrti deo ima za cilj da ukaže na način na koji privatni investicioni fondovi pomažu pri kreiranju uspešnih firmi i kako je evolucija integrisanog tržišta dovela do stvaranja uslova za pojavu privatnih investicionih fondova.

PETI DEO posvećen je uticaju privatnih investicionih fondova na ekonomski razvoj, sa stanovišta njihovog uticaja na razvoj malih i srednjih preduzeća i ekonomski razvoj i perspektive trendova razvoja privatnih investicionih fondova.¹⁸

U *šesnaestoj glavi* istraživana je uticaj privatnih investicionih fondova na razvoj malih i srednjih preduzeća, zatim relevantni ekonomski i drugi efekti ulaganja privatnih investicionih fondova na bazi empirijskih studija, kao i aspekti ulaganja privatnih investicionih fondova u cilju otklanjanja postojećih ograničenja na brzorastućim tržištima.

U *sedamnaestoj glavi* istraživane su perspektive i trendovi razvoja privatnih investicionih fondova, i izložene su smernice za kreiranje modela ulaganja primenljivog u uslovima brzorastućeg tržišta.¹⁹ Peti deo u celini ima za cilj da ukaže na način na koji privatni investicioni fondovi pomažu brzorastućim tržištima pri kreiranju efikasnih malih i srednjih preduzeća i ekonomskih sistema. Takođe, ovaj deo treba da ukaže na buduće trendove prajvat ekviti ulaganja na brzorastućim tržištima.

U ZAKLJUČKU se rezimiraju dobijani rezultati i izvedeni stavovi, i ukazuje na verodostojnost postavljenih teza. Pored toga, ukazaće se i na buduće trendove poslovanja privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima.

¹⁸ J. Feldstein, E. Zuckerman, *Venture Capital in Israel: Emergence and Globalization*; J. Gwartney, R. Sobel, R. Stroup, *Economics: Public and Private Choice*; J. Nofsinger, *The Psychology of Investing*; C. Schramm, „Building Entrepreneurial Economies“; P. Tamowicz, *Policy Towards Private Equity and Venture Capital*.

¹⁹ K. Barysch, H. Grabble, *The Business of Enlargement: Opportunities in the New Europe*; R. Kennedy, *Chrysalis Capital: Venture Capital in Emerging Market*; C. Froland, *Private Equity in a Low-Return World*; P. Gompers, *The Money of Invention*; M. Francies, B. Wolf, T. Roberts, *Trends in European/US Private Equity*, Mergermarket; F. Fabozzi, F. Modigliani, M. Ferri, *Foundations of Financial Markets and Institutions*; P. Schofer, R. Leitinger, *Framework for Venture Capital in the Accession Countries to the European Union*.

Pri koncipiranju rada pošlo se od sledećih istraživačkih teza:

Ulaganja privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima unapređuju i učvršćuju sisteme korporativnog upravljanja firmi i utiču na razvoj malih i srednjih preduzeća i na ekonomski razvoj. Otuda je neophodno da se otklone moguće kontroverze o karakteru ovih ulaganja i njihovim implikacijama.

Privatni investicioni fondovi na brzorastućim tržištima, u odnosu na one na razvijenim tržištima, suočavaju se sa specifičnim problemima; u prvom redu sa stanovišta izbora područja ulaganja, rizika ulaganja, mogućnosti ostvarivanja profita, strategije izlaska iz investicija, pronalaženja strateških partnera i kapaciteta menadžmenta kompanija koje ulaze u portfelj fondova.

Penetracija brzorastućih tržišta na osnovama ulaganja privatnih investicionih fondova direktno je uslovljena efikasnošću razvoja ekonomskih sistema i formalnih institucija korporativnog upravljanja, kao što su: zakoni kojima se garantuje pravo svojine, mehanizmi stečaja, razvijeno tržište, posebno tržište hartija od vrednosti, transparentna privatizacija, uređen poreski sistem i razvijene profesionalne nezavisne organizacije.

Prajvat ekviti ulaganja u pojedine delatnosti mogu biti označena kao poseban oblik političke arbitraže i uticaja. Naime, prajvat ekviti ulaganja na brzorastućim tržištima mogu biti usko povezana sa dominantnim političkim strukturama koje imaju svoja novčana sredstva u privatnim investicionim fondovima, preko kojih nastoje da ih uvedu u legalne tokove ili da ih usmere na određena područja.

Iako se privatni investicioni fondovi pojavljuju na mnogim brzorastućim tržištima, ova oblast nije dovoljno istraživana ni u inostranoj ni u domaćoj literaturi (neke od institucija koje se bave ovom vrstom istraživanja su University of Pennsylvania, Harvard University i London Business School).²⁰ Zbog toga, brzorastuća tržišta, uključujući i Republiku Srbiju, još uvek skeptično gledaju na njihovo poslovanje i prpratne ekonomske posledice. Otuda ovaj rad demistifikuje poslovanja privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima i ukazuje na njihovu ulogu i značaj za postizanje pozitivnih ekonomskih rezultata. Naime, znanja i

²⁰ Za potpunu listu institucija, organizacija, udruženja i drugih koji se bave ovom oblašću, pogledati Apednix A.

iskustva iz ove oblasti su veoma oskudna i otuda će ovaj rad doprineti njihovom širenju.²¹

Rad ukazuje da privatni investicioni fondovi pospešuju sisteme korporativnog upravljanja firmi. Takođe, rad ukazuje i na to da privatni investicioni fondovi pospešuju privatizacione procese, kao i da su ovi fondovi jedna od osnovnih poluga uspostavljanja efikasnosti i discipline kompanija u okviru datog ekonomskog sistema. Zahvaljujući privatnim investicionim fondovima, kompanije u svetu u svakom trenutku imaju na raspolaganju dva izbora: ili da uspostave neophodne mehanizme za uspešno poslovanje svojih firmi ili da budu preuzete od strane fondova. Samim tim, kompanije su u svakom trenutku pod pritiskom da posluju odgovorno, uspešno i efikasno. Privatni investicioni fondovi, koji su uspostavili disciplinu poslovanja u mnogim razvijenim tržišnim ekonomijama, trenutno su preko potrebni i brzorastućim tržištima.

Rad pokazuje da brzorastuća tržišta imaju mnoge ekonomske beneficije od poslovanja privatnih investicionih fondova na svojim teritorijama. Ovi fondovi mogu pomoći brzorastućim tržištima, kao na primer i Republici Srbiji, da ubrzaju svoju ekonomsku tranziciju i oporavak. On pokazuje da je poslovanje privatnih investicionih fondova sputano i ograničeno zakonskim regulativama, da su potrebni određeni institucionni, pravni i politički okviri za poslovanje fondova na brzorastućim tržištima i da brzorastuća tržišta mogu uraditi mnogo više na stvaranju adekvatne poslovne klime. Pored toga, u njemu su data rešenja izvesnih problema sa kojima se susreću privatni investicioni fondovi na brzorastućim tržištima.

Za potrebe rada urađena je analiza 75 privatnih investicionih fondova koji posluju na razvijenim ili na brzorastućim tržištima širom sveta. Specijalna pažnja je posvećena analizi privatnih investicionih fondova koji posluju u zemljama koje su postale članice Evropske zajednice 1. maja 2004. godine, tj. Kipru, Češkoj Republici, Estoniji, Mađarskoj, Latviji, Litvaniji, Malti, Poljskoj, Slovačkoj i Sloveniji. Pored toga, rađena je komparativna analiza privatnih investicionih fondova koji posluju u

²¹ Danas su preovlađujući stavovi da su privatni investicioni fondovi od izuzetnog značaja za razvoj efikasnog privrednog sistema, dokapitalizaciju, promenu strukture vlasništva i podsticaj preduzetništva. Oni su, zatim, značajni za razvoj institucija korporativnog upravljanja i finansijskih tržišta Vidi stavove: Paul Gompers, Mark Anson, Janet Feldstein, Ezra Zuckerman, David Rothkopf, Rick Rickertsen, Robert Gunther, Frank Schneider, Luis Videgaray, Michael Ybarra, Bob Zider, Mike Wright, Robert Hoskisson, Lowell Busenitz i dr.)

zemljama koji su bili kandidati za Evropsku zajednicu, tj. u Bugarskoj, Rumuniji, Hrvatskoj i Turskoj, kao i u zemljama koje apliciraju za kandidaturu u Evropskoj zajednici: u Bivšoj Jugoslovenskoj Republici Makedoniji, Bosni i Hercegovini, Republici Crnoj Gori i Republici Srbiji.²²

Detaljna i komparativna analiza urađena je na primeru privatnog investicionog fonda koji posluje na brzorastućem tržištu, tj. Academy Funds (www.academyfunds.com) i na privatnom investicionom fondu koji posluje na brzorastućim tržištama, tj. Small Enterprise Assistance Funds (www.seaf.com):

- a) *Academy Funds* je investiciona kompanija koja u svom sastavu ima privatne investicione fondove koji posluju na razvijenom tržištu SAD-a. Academy Funds je osnovana 1998. godine i uložila je u preko 30 kompanija širom SAD-a. Investitori Academy Funds su renomirane finansijske institucije, univerziteti, kompanije i privatni investicioni fondovi kao što su: Bank of America, BB&T, CoAmerica Bank, North Carolina State Treasurer, North Carolina State University, North Carolina Technological Development Authority, Novant Health, RBC Centura Bank, Southeast Interactive Technology Funds, University of North Carolina at Charlotte, Wachovia i Wake Forest University. Tokom svog rada, Academy Funds je saradivala i zajednički investirala sa velikim brojem privatnih investicionih fondova.²³

²² Između ostalog, proučavani su modeli poslovanja: DBG Eastern Europe, Fond Rizikového Kapitálu, Genesis Capital, Regionalni Podnikatelsky Fond, Renaissance Partners, Venture Investors, Winslow Partners, Suprema Securities, Bancroft Group, Euroventures Hungary, FastVentures Uzleti, Hungarian Innovative Technologies Fund, MAVIA Investment, 3TS Venture Partners, AIB WBK Fund Management, AIG-Cet Capital Management, Copernicus Capital Partners, Enterprize Investors, Environmental Investment Partners, Fundusz Gornoslaski Spolka Akcyjna, Innova Capital, Pekao Capital Fund, Eastfund Management, Poteza Group i Turkven.

²³ Neki od njih su: Alliance Technology Ventures, Arnold Investments, Auriga Ventures, Aurora Funds, Bison Capital, Catapult Ventures, CDC Innovation, CDIB BioScience Venture Management, Cogene Biotech Ventures, Contender Capital, Easton Hunt Capital Partners, Euclid SR Partners, Intersouth Partners, JAFCO, Kitty Hawk Capital, New Enterprise Associates, Nomura Group, Noro-Moseley Partners, North Carolina Bioscience Fund, Oxford Bioscience Partners, Piedmont Angel Network, Renaissance Ventures Société Générale Asset Management, Sony, Southeast Interactive Technology Funds, Tall Oaks Capital, TPG Ventures, Vantage Point Partners, Venture Capital Solutions i Wakefield.

- b) *Small Enterprise Assistance Funds (SEAF)* je globalna investiciona kompanija, sa sedištem u Vašingtonu, koja se bavi ulaganjem u privatne kompanije na brzorastućim tržištima. SEAF je osnovan 1988. godine i uložio je u preko 250 kompanija širom sveta. U jugoistočnoj Evropi, SEAF je tokom zadnjih 10 godina uložio više od 47 miliona dolara u preko 73 kompanije. Neke od kompanija u koje je SEAF uložio posluju u sledećim industrijama: prehrambena; informacione tehnologije; telekomunikacije; proizvodnja i distribucija lekova; trgovina, distribucija i izdavaštvo (dnevni novina). Struktura investitora SEAF-a je potpuno transparentna. Na globalnom nivou, SEAF dobija sredstva od strane mnogih uticajnih internacionalnih finansijskih organizacija.²⁴

Za potrebe rada takođe su korišćeni podaci 180 kompanija na teritoriji Republike Srbije koje je SEAF analizirao tokom 2006/2007. godine kao kandidate za potencijalna prajvat ekviti ulaganja,²⁵ kao i podaci 180 kompanija na teritoriji Sjedinjenih Američkih Država koje je Academy Funds analizirala tokom 2003/2004. godine kao kandidate za potencijalna

²⁴ Neke od njih su: AFP Integra, Baltics American Enterprise Fund, Belgian Investment Office, Black Sea Trade and Development Bank, Calvert World Values International Equity Fund, Deutsche Investitions-und Entwicklungsgesellschaft (DEG), Evangelische Kirche in Deutschland (EKD), European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), Finnish Fund Industrial Cooperation (Finnfund), Ford Foundation, Foundation for the Development of Polish Agriculture (FDPA), Islamic Corporation for the Development of the Private Sector (ICD), International Finance Corporation (IFC), Kazakh National Innovation Fund (KIF), Kotak Mahindra Bank, Life Insurance Corporation of India (LIC), New York Life International, Inc., Norwegian Investment Fund for Developing Countries (Norfund), Polish Cooperation Fund, Pound Capital, Prima AFP, Small Industries Development Bank of India (SIDBI), State Secretariat for Economic Affairs (SECO), Swedfund International AB of Sweden i U.S. Agency for International Development (USAID).

²⁵ Što se tiče geografskog porekla kompanija iz Republike Srbije, struktura uzorka bila je sledeća: jedna iz Apatina, dve iz Arandelovca, jedna iz Arilja, jedna iz Bačke Palanke, jedna iz Bajine Bašte, jedna iz Banostora, šezdeset sedam iz Beograda, jedna iz Boljevca, tri iz Bora, četiri iz Čačka, jedna iz Crvenke, jedna iz Donje Bukovice, jedna iz Gornjeg Milanovca, dve iz Gračanice, jedna iz Grdelice, tri iz Indije, jedna iz Jagodine, jedna iz Knjaževca, dve iz Koceljeva, jedna iz Kolara, dvadeset četiri iz Kragujevca, sedam iz Niša, dve iz Novog Pazara, sedam iz Novog Sada, dve iz Odžaka, jedna iz Osečine, jedna sa Palića, dve iz Pančeva, dve iz Paraćina, dve iz Požarevca, jedna iz Požege, jedna iz Pranjana, jedna iz Rače, jedna iz Ruskog Kusura, dve iz Šapca, dve iz Sombora, jedna iz Stare Pazove, sedam iz Subotice, dve iz Užica, pet iz Valjeva, jedna iz Vladičinog Hana, dve iz Vrčina, jedna iz Žablja, jedna iz Žirovnice i šest iz Zrenjanina.

ulaganja.²⁶ Kompanije iz Republike Srbije i kompanije iz Sjedinjenih Američkih Država su poslovale u više različitih industrija kao što su: informacione tehnologije, zdravstvo, distribucija, logistika, prerada hrane i pića, komunikacije, proizvodnja, itd.

²⁶ Što se tiče geografskog porekla kompanija iz Sjedinjenih Američkih Država, struktura uzorka bila je sledeća: dve iz Alpharetta, jedna iz Appletona, jedna iz Arlingtona, dve iz Atlante, jedna iz Baltimora, jedna iz Beauforta, jedna iz Berkleja, jedna iz Beverly Hillsa, dve iz Bloomingtona, jedna iz Boca Ratona, jedna iz Bostona, jedna iz Boulderera, jedna iz Bountifula, jedna iz Brooklyna, jedna iz Broomfielda, jedna iz Carperntersvilla, jedna iz Carson Citija, dve iz Carija, jedna iz Cedar Cresta, četiri iz Chapel Hilla, jedna iz Charlestona, osamnaest iz Charlotte, jedna iz Charlottesvilla, jedna iz Clevelanda, jedna iz Coppella, dve iz Dallasa, jedna iz Deforesta, dve iz Denvera, jedna iz Dullesa, jedna iz Dulutha, pet iz Durhama, jedna iz Edgewatera, jedna iz Emondsa, jedna iz Fontana, jedna iz Fort Lauderdalea, jedna iz Fort Milla, jedna iz Fort Wayna, jedna iz Gainesvilla, jedna iz Garlanda, tri iz Greensbora, jedna iz Greenvillea, jedna iz Gulfporta, jedna iz Hilton Heada, jedna iz Houstona, jedna iz Indianapolisa, jedna iz Jacksonvilla, jedna iz Kirklanda, tri iz Knoxvillea, jedna iz Lake Elsinora, dve iz Las Vegasa, jedna iz Los Alamitosa, jedna iz Marietta, jedna iz Matthews, jedna iz McKinneja, dve iz Miamija, jedna iz Monroa, jedna iz Nashvilla, jedna iz New Yersija, pet iz New Yorka, jedna iz Oklahoma Citija, jedna iz Orlanda, jedna iz Overland Parka, dve iz Palo Alta, jedna iz Pembroka, jedna iz Philadelphije, dve iz Phoenixa, jedna iz Prova, dvadeset jedna iz Raleigha, jedna iz Richmonda, jedna iz Rigbija, jedna iz Rockvilla, jedna iz Rosevilla, jedna iz Roswella, sedam iz Research Triangle Parka, jedna iz San Diega, jedna iz San Francisca, jedna iz San Hosea, jedna iz San Marcosa, jedna iz Santa Fea, jedna iz Santa Rose, jedna iz Seattle, jedna iz Soudertona, dve iz Stone Mountain, jedna iz Tampa Floride, jedna iz Tarpon Springsa, jedna iz Temacule, dve iz Terrela, dve iz Washingtona, jedna iz Waynesvilla, jedna iz West Dundeeja, jedna iz Wilmingtona i jedanaest iz Winston-Salema.

INSTITUT EKONOMSKIH NAUKA

Beograd, Zmaj Jovina 12

Tel: (011) 2622-357, 2623-055; faks: (011) 2181-471

BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA

Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

Beograd, Zmaj Jovina 12

Tel: (011) 2621-730; faks: (011) 2631-926

CIP – Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.07

СТЕФАНОВИЋ, Никола, 1974-

Privatni investicioni fondovi : vrste, organizacija i poslovanje na brzorastućim tržištima / Nikola Stefanović. - Beograd : Institut ekonomskih nauka : Beogradska bankarska akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, 2009 (Beograd : Grafostil). - XII, 291 str. : graf. prikazi, tabele ; 25 cm

Tiraž 200. - Napomene i bibliografske reference uz tekst. - Bibliografija: str. 283-291.

ISBN 978-86-80315-80-5 (IEN)

a) Инвестициони фондови
COBISS.SR-ID 167195916