

PROCES INVESTIRANJA FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA

THE INVESTMENT PROCESS OF VENTURE CAPITAL FUNDS

Irena Đalić

Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Saobraćajni fakultet Doboj
Republika Srpska, BiH
i.naric@yahoo.com

Apstrakt: *Obzirom da se preduzetništvo u tranzicionim zemljama suočava sa ograničenim izvorima finansiranja, posebno novoformirana preduzeća, u ovom radu će se prikazati način na koji pomenuta preduzeća mogu pristupiti jednom od najpovoljnijih izvora finansiranja – fondovima rizičnog kapitala. Zbog velikog značaja koji fondovi rizičnog kapitala imaju za razvoj preduzetništva u tranzicionim zemljama u ovom radu će se ukazati na proces koji svako preduzeće treba da prođe kako bi pristupilo sredstvima iz ovih fondova. Fondovi rizičnog kapitala definišu se kao fondovi koji ulažu u preduzeća u zamjenu za udio u vlasništvu. To su firme koje investiraju novac prikupljen od privatnih investitora uz očekivanje da će ostvariti visoke godišnje povrate na svoju investiciju. Prema tome, fondovi rizičnog kapitala ulažu u inovativna preduzeća koja obećavaju uspješno poslovanje. Fondovi rizičnog kapitala ulažu da bi ostvarili visok povrat na svoja ulaganja. Nakon ostvarivanja visokog povrata na uložena sredstva i povećanja vrijednosti preduzeća, fondovi rizičnog kapitala iznalaze najpovoljnije rješenje za izlazak iz tog preduzeća.*

Ključne riječi: *preduzetništvo, novoformirano preduzeće, izvor finansiranja, fondovi rizičnog kapitala.*

Abstract: *Since entrepreneurship in transition countries faced with limited funding sources, especially a start-up, in this paper we demonstrate how the mentioned companies can access one of the most affordable sources of financing - venture capital funds. Because of the great importance which venture capital funds have for the development of entrepreneurship in transition countries in this paper we describe the process that every company has to pass in order to obtain assets from these funds. Venture Capital Funds are defined as funds that invest in companies in exchange for a share in the property. These are companies that invest the money collected from private investors with the expectation that it will achieve high annual returns on their*

investment. Therefore, venture capital funds investing in innovative enterprises that promise a successful business. Venture capital funds invested to achieve a high return on their investment. After achieving a high return on invested assets and increase the value of enterprises, venture capital funds are looking for the most convenient way to get out of that company.

Key Words: *Entrepreneurship, start-up, source of financing, venture capital funds*

UVOD

U razvijenim zemljama svijeta mikropreduzećima, malim i srednjim preduzećima na raspolaganju su brojni izvori finansiranja, kao što su bankarski krediti, lizing, faktoring, mezanin finansiranje, te finansiranje na berzi hartija od vrijednosti, pa sve do fondova rizičnog kapitala (Petković, Berberović, 2013). Na našem tržištu preduzeća najčešće koriste bankarske kredite kao izvore finansiranja.

U akademskim diskusijama posljednjih godina javile su se debate o prirodi odnosa banaka i malih i srednjih preduzeća (MSP). Duskora je vrijedilo mišljenje da su domaće i manje banke sklonije finansiranju ovih preduzeća zato što su prilagođenije za tzv. "partnersko pozajmljivanje", tj. za tip finansiranja primarno zasnovan na "soft" (mekanim) (engl. prev. aut.) informacijama dobijenim od kreditnih službenika putem kontinuiranih, personalizovanih i neposrednih kontakata sa MSP, njihovim vlasnicima i menadžerima, kao i lokalnoj zajednici u kojoj posluju (Berger, Udell, 2006).

Izuzetno je teško pronaći izvore finansiranja za projekte istraživanja, razvoja i inovacija. Ovi projekti su značajni za povećanje konkurentnosti preduzeća, posebno preduzeća u razvoju, i zbog toga je bilo potrebno pronaći nove oblike finansiranja. Jedan od novih oblika finansiranja su fondovi rizičnog kapitala. Ovaj način finansiranja pokazao se veoma uspješnim u zemljama razvijenih tržišnih ekonomija.

Da je ovo tačno, pokazuju brojna istraživanja iz ove oblasti. Profesor Kristijan Keušig (Christian Keuschigg) je u svom radu *Venture Capital Backed Growth* dokazao da fondovi rizičnog kapitala omogućavaju brži rast novoformiranih preduzeća (Keuschigg, 2002).

Dokaz da fondovi rizičnog kapitala pozitivno utiču i na makroekonomske pokazatelje, posvjedočili su Astrid Romejn (Astrid Romain) i Bruno van Potelsberg de la Potter (Bruno van Pottelsberghe de la Potterie), koji su se u svom radu bavili makroekonomskim uticajem fondova rizičnog kapitala (Romain, Van Pottelsberghe de la Potterie, 2004).

Koliko su fondovi rizičnog kapitala značajni za razvoj preduzeća, pokazuje i podatak da je u periodu od 2000. do 2008. godine više od trećine kompanija širom svijeta koristilo finansijska sredstva iz fondova rizičnog kapitala koji nisu bili smješteni u zemlji gdje su bile te kompanije (Schertler, Tykvova, 2009).

Prilikom ulaganja kapitala u preduzeće, fondovi rizičnog kapitala detaljno analiziraju samo preduzeće, tržište, privredno okruženje, kao i granu privrede u kojoj dato

preduzeće posluje. Ako se preduzeće odluči na finansiranje iz fondova rizičnog kapitala, mora da aplicira za takva sredstva, odnosno da fondu dostavi svoju ideju i detaljan poslovni plan na analizu. Važno je napomenuti da ovu analizu nije nimalo lako proći, jer veliki broj zahtjeva bude odbijen.

1. CILJEVI FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA

Fondovi rizičnog kapitala su vrsta fondova koji su međunarodno poznati kao „Private Equity Fund“ i „Venture Capital Fund“. Fondovi rizičnog kapitala su Zakonom o investicionim fondovima Republike Srpske definisani kao otvoreni investicioni fondovi rizičnog kapitala sa privatnom ponudom (Ćudić, 2012). Rizični kapital (venture capital, engl.) odnosi se na fondove investirane u nova ili visokorizična preduzeća, obično u zamjenu za vlasnički udio (Corman, Lussier, 1996). Firme rizičnog kapitala skupljaju novac privatnih investitora i očekuju visoki godišnji povrat (20–40%) na svoju investiciju i obično investiraju u kompanije na period od tri do sedam godina (Awe, 2006).

Osnovni motiv investiranja fondova rizičnog kapitala očekivanje visokog godišnjeg povrata. Stoga ovi fondovi najčešće investiraju sa određenim rokom, te odmah na početku investiranja analiziraju mogućnosti prodaje imovine u koju ulažu. Kako bi fond mogao uticati na to da se nakon ulaganja stvarno i kreira dodatna vrijednost koja će uvećati vrijednost preduzeća i time omogućiti zaradu kod prodaje dijela koje posjeduje, on mora imati mogućnost aktivnog upravljanja svojim ulaganjima i mogućnost kontrole i odlučivanja u preduzeću u koje ulaže.

Nakon povrata na uloženi kapital, fondovi rizičnog kapitala nastoje pronaći najbolje rješenje za izlaz iz preduzeća. Osnovni razlog zašto su izlazne strategije tako važne se nalazi u činjenici da su one najvažniji vid zarade kod ove vrste ulaganja. Preduzeća su u početnoj fazi razvoja rijetko u mogućnosti da isplaćuju dividende svojim vlasnicima, tako da je osnovni način povrata investicija fondovima rizičnog kapitala prodaja udjela u projektima. Prema tome, vidimo da je osnovni cilj fondova rizičnog kapitala da pronađu najbolju strategiju za izlazak iz preduzeća i time osiguraju visok povrat na uložena sredstva.

2. FAZE PROCESA INVESTIRANJA FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA

Proces ulaganja fonda rizičnog kapitala počinje tako što preduzeće koje želi da se finansira iz fonda šalje zahtjev fondu, a fond sprovodi sve potrebne analize. Ako preduzeće prođe preliminarne analize poslovnog plana i fond pokaže svoj interes za ulaganje sredstava, pristupa se potpisivanju predugovora kojim se definišu svi bitni elementi transakcije sredstava. Nakon toga, fond sprovodi sve potrebne analize, odnosno sprovodi dubinsko snimanje (due diligence, engl.). Nakon sprovedenog dubinskog snimanja fond i preduzeće sklapaju kupoprodajni ugovor kojim se definišu svi detalji vezani za transakciju. Nakon ostvarivanja svojih ciljeva, fond će tražiti najbolji mogući način da izađe iz preduzeća, odnosno da svoj dio u preduzeću proda i ostvari povrat uložених sredstava.

Osnovne faze ulaganja fondova prikazane su u formi tabele (Cumming, 2010).

Tabela 1. Faze investiranja fondova rizičnog kapitala

Faza procesa investiranja	Preduzetnik	Preduzetnik i fond	Fond rizičnog kapitala	Dokumenti
<i>1. Pristupanje fondu: Analiza poslovnog plana</i>	Pripremanje poslovnog plana. Kontaktiranje fonda.		Analiza poslovnog plana	Poslovni plan
<i>2. Prvi pregovori</i>	Dostavljanje dodatnih informacija	Sastanak i rasprava detalja poslovnog plana. Razmatranje strategije ulaganja.	Prve analize vrijednosti budućeg preduzeća. Okvirno razmatranje finansijskih struktura.	Pismo inicijalne ponude.
<i>3. Dubinsko snimanje (due diligence)</i>	Odgovaranje na pitanja i pružanje dodatnih informacija.	Povezivanje sa revizorima i drugim vanjskim savjetnicima.	Pozivanje konsultantske firme na dubinsko snimanje.	Izveštaji konsultanta i revizora.
<i>4. Završni pregovori i dogovori</i>	Komentarisanje svih važnijih informacija.	Utvrđivanje glavnih uslova, dokumentacije i prava glasa.	Organizovanje pravne službe.	Pravni dokumenti, uključujući i ugovor između preduzetnika i fonda
<i>5. Nadzor i praćenje poslovanja</i>	Pripremanje finansijskih izvještaja svakih nekoliko mjeseci.	Periodični sastanci.	Član nadzornog odbora učestvuje u glavnim promjenama. Konstruktivni strateški prijedlozi.	Finansijski izvještaji, zapisnici sa sjednica i dr.
<i>6. Izlaz</i>			Izbor izlazne strategije.	

Izvor: Cumming, D., *Venture Capital – Investment strategies, Structures and Policies*, New Jersey, 2010.

1. Pristupanje fondu. Analiza poslovnog plana - Proces ulaganja fonda rizičnog kapitala započinje analizom izabranog preduzeća, te tržišta i industrije u kojoj ono posluje. Pri analizi izabranog preduzeća, fond procjenjuje sadašnju vrijednost preduzeća te njegovu sposobnost da kontinuirano stvara dodatnu vrijednost (da ostvaruje prinos na vlastiti kapital iznad troška kapitala) (Zemlič, 2011). Iz tabele 1. se vidi da u ovoj fazi preduzeće mora pripremiti poslovni plan i uspostaviti kontakt sa fondom, koji će izvršiti analizu poslovnog plana i na taj način odobriti ili odbiti zahtjev preduzeća i krenuti u sljedeću fazu u procesu finansiranja.

2. Prvi pregovori. Ukoliko nakon preliminarnе analize postoji interes fonda za ulaganje u izabrano preduzeće, fond i vlasnik preduzeća će pristupiti pregovorima o transakciji i izradi predugovora kojim se definišu svi bitni elementi transakcije. U ovoj fazi se definišu cijena i udio koji je predmet transakcije, način isplate kupoprodajne cijene, uslovi koji se moraju ispuniti da bi ugovor stupio na snagu i sl. Obično se ovim predugovorom preduzeće obavezuje da, dok traju pregovori i analize, neće pregovarati sa drugim potencijalnim finansijerima (Čudić, 2012).

3. Dubinsko snimanje (due diligence). Dubinsko snimanje se odnosi na detaljne provjere komercijalnih, finansijskih i pravnih aspekata poslovanja izabranog preduzeća. Ove aktivnosti sprovodi fond, prije nego što sklopi ugovor, s ciljem da bi dobio određenu sigurnost za svoja ulaganja. Dubinsko snimanje se sprovodi sa svrhom da se ispituju svi aspekti poslovanja preduzeća, kako bi se izbjegla mogućnost sporova i druge neugodnosti, odnosno da bi se identifikovali i kvantifikovali eventualni rizici koji mogu nastati nakon sticanja udjela u izabranom preduzeću (Zemlić, 2011) .

4. Završni pregovori i dogovori. Nakon sprovedenog dubinskog snimanja fond i preduzeće sklapaju kupoprodajni ugovor kojim se definišu svi detalji vezani za transakciju. Proces provođenja transakcije, od preliminarnе analize do sklapanja konačnog ugovora, kompleksan je i dugotrajan te uobičajeno traje tri do šest mjeseci, a nerijetko i duže (Zemlić, 2011) .

5. Nadzor i praćenje poslovanja. Fond rizičnog kapitala će, nakon sticanja udjela u izabranom preduzeću, kroz nadzorni odbor, upravu ili drugim mehanizmima aktivno upravljati rastom preduzeća i doprinostiti povećanju njegove vrijednosti. Fond će, posebno, učestvovati u definisanju strategije poslovanja preduzeća, raditi na poboljšanju finansijskog upravljanja preduzećem, te na postizanju optimalne strukture finansiranja preduzeća. Fond će, takođe, raditi na povećanju prihoda od prodaje identifikacijom i povezivanjem sa strateškim partnerima, te aktivno raditi na identifikaciji, preuzimanjima i konsolidaciji kompanija konkurenata. Fond će raditi i na povećanju profitabilnosti uvođenjem boljih finansijskih kontrola, te boljeg praćenja poslovanja i kvalitetnog upravljanja ljudskim resursima (Čudić, 2012) .

6. Izlaz iz preduzeća. Fondovi rizičnog kapitala uobičajeno su osnovani na ograničeni rok trajanja (obično na rok od 10 godina). Nakon što ostvari svoje ciljeve i poveća vrijednost preduzeća u koje je uložio, fond će tražiti mogućnosti najprofitabilnijeg dezinvestiranja i povrata uložениh sredstava u fond.

3. IZLAZNE STRATEGIJE FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA

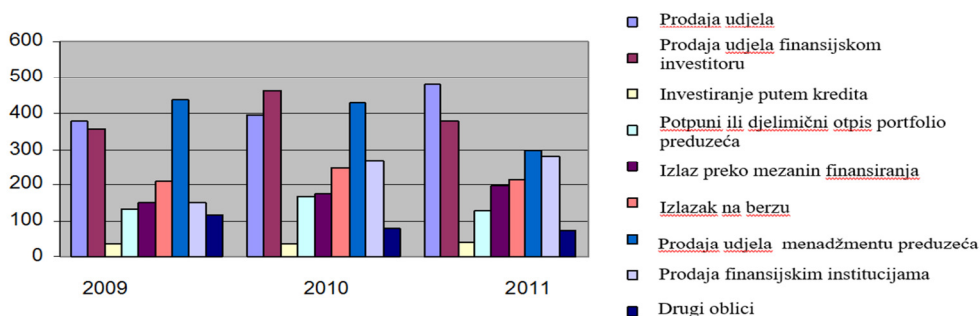
Kada fond ostvari svoj cilj i poveća vrijednost preduzeća u koje ulaže, onda pristupa traženju mogućnosti kako na najprofitabilniji način izaći iz tog preduzeća i ostvariti povrat uložениh sredstava investitorima u fond. U tabeli 2. su prikazane neke od strategija izlaza iz preduzeća:

Tabela 2. Izlazne strategije fondova rizičnog kapitala

-Prodaja udjela	-Izlazna strategija u kojoj je fond rizičnog kapitala investirao u preduzeće putem kredita
-Izlazna strategija preko mezanin finansiranja	-Prodaja udjela menadžmentu preduzeća
-Prodaja udjela finansijskoj instituciji	-Potpuni ili djelimični otpis portfolio preduzeća
-Izlazak na berzu (IPO – javna ponuda akcija)	-Prodaja finansijskim institucijama

Izvor: Evropska asocijacija fondova rizičnog kapitala, EVCA, <http://www.evca.eu>, pristupljeno, 11.04.2017. god

Na grafikonu 1. su prikazane izlazne strategije prema broju preduzeća na koja su primjenjene.

Grafikon 1. Izlazne strategije fondova rizičnog kapitala u EU, prema broju preduzeća na kojima su primjenjene

Izvor: Evropska asocijacija fondova rizičnog kapitala, EVCA (<http://www.evca.eu>, pristupljeno, 10.4.2017. god.)

U najvećem broju investicija preko fondova rizičnog kapitala, ugovorom se zabranjuje isplata dividendi, a i preduzeća u početnim fazama rijetko isplaćuju dividene jer je novac potreban za razvoj, tako da je najvažniji vid zarade upravo prava izlazna strategija. Osnovni način povrata investicija fondovima rizičnog kapitala jeste prodaja udjela u preduzećima.

U Bosni i Hercegovini ne postoji ni jedan fond rizičnog kapitala koji bi ulagao u preduzeća u zemlji i regionu. Da bi fondovi rizičnog kapitala mogli funkcionisati, potrebno je prvenstveno, donijeti propise koji regulišu ovu oblast, stvoriti povoljan poreski sistem, što nam govori da država treba da ima svoju ulogu u razvoju tržišta rizičnog kapitala.

Jedan od najčešće navođenih razloga slabog prisustva fondova rizičnog kapitala u Bosni i Hercegovini jeste ograničena mogućnost ostvarivanja prodaje dijela koji fond posjeduje i povrata uložених sredstava.

ZAKLJUČAK

Novoformirana preduzeća, pored kapitala, tragaju i za profesionalnom podrškom. Jedna od velikih prednosti fondova rizičnog kapitala jeste što oni nude i ovaj vid pomoći. Pored toga što posjeduju kapital, oni raspolazu i ljudskim potencijalom koji može da pruži stručnu pomoć preduzećima. Oni pomažu preduzećima da kontaktiraju dobavljače, kupce, da zaposle kvalitetan ljudski potencijal, savjetuju preduzeća oko marketinga i strategija, te pomažu da preduzeća posluju po standardima kvaliteta poslovanja.

Na nivou Evropske unije ovim problemom bavi se Evropska komisija. Ona je kreirala Instrument za brzorastuća i inovativna MSP (GIF – High Growth and Innovative SME Facility) u okviru Programa za konkurentnost i inovativnost (CIP – Competitiveness and Innovation Framework Programme), te Zajednički evropski izvor za MSP (JEREMIE – Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises) . Ovim instrumentima Evropska komisija nastoji da poveća ponudu vlasničkog kapitala inovativnim MSP ulažući po tržišnim načelima u fondove rizičnog kapitala.

Ovaj rad bi trebao probuditi interesovanje uže i šire javnost za fondove rizičnog kapitala. Ovo istraživanje može pomoći preduzećima bar da spremno dočekaju pojavu fondova rizičnog kapitala i na našem području.

LITERATURA

- [1] Awe, S., The Entrepreneur's Information Sourcebook: Charting the Path to Small Business Success, Westport Connecticut, London, 2006. god.
- [2] Berger, A. and Udell, G., A More Complete Conceptual Framework for SME Finance, Journal of Banking and Finance 30, 2006. god.
- [3] Corman J., and Lussier N. R., Small business management: a planning approach, Chicago: R. D. Irwin, 1996. god.
- [4] Cumming, D., Venture Capital – Investment strategies, Structures and Policies, New Jersey, 2010. god.
- [5] Ćudić, B., Fondovi preduzetničkog kapitala, Finrar, br.11, novembar 2012. god.
- [6] http://www.evca.eu/perep_analytics, pristupljeno, 10.04.2017. god.
- [7] Keusching, C., Venture Capital Backed Growth, University of St. Gallen, 2002. god.
- [8] Petković, S.; Berberović, Š., Ekonomika i upravljanje malim i srednjim preduzećima – Principi i politike, Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2013. god.
- [9] Romain, A., i Van Pottelsberghe de la Potterie, B., The economics impact of Venture Capital, 2004. god.
- [10] Schertler, A., i Tykova, T., Venture Capital and Internacionalization, Centre for European Economic Research, 2009. god.
- [11] Zemlić, Z., HVCA, Kako financirati poslovanje fondovima rizičnog kapitala?, Zagreb 2011. god