

**UNIVERZITET EDUKONS
FAKULTET POSLOVNE EKONOMIJE
SREMSKA KAMENICA**

DANKO GARIĆ

**RAZVOJ BINARNOG MODELA UPRAVLJANJA
FONDOVIMA RIZIČNOG KAPITALA U FUNKCIJI
OPTIMIZIRANJA POSLOVNE EFIKASNOSTI
PREDUZETNIČKE ORGANIZACIJE**

DOKTORSKA DISERTACIJA

SREMSKA KAMENICA, 2020.

**UNIVERZITET EDUKONS
FAKULTET POSLOVNE EKONOMIJE
SREMSKA KAMENICA**

**RAZVOJ BINARNOG MODELA UPRAVLJANJA
FONDOVIMA RIZIČNOG KAPITALA U FUNKCIJI
OPTIMIZIRANJA POSLOVNE EFIKASNOSTI
PREDUZETNIČKE ORGANIZACIJE**

DOKTORSKA DISERTACIJA

**MENTOR:
Prof. dr Goran ANĐELIĆ**

**KANDIDAT:
Danko GARIĆ**

SREMSKA KAMENICA, 2020.

Univerzitet Edukons

Fakultet poslovne ekonomije

KLJUČNA DOKUMENTACIJSKA INFORMACIJA

Redni broj: RBR	
Identifikacioni broj: IBR	
Tip dokumentacije: TD	Monografska dokumentacija
Tip zapisa: TZ	Tekstualni štampani materijal
Vrsta rada (dipl, mag, dr): VR	Doktorska disertacija
Ime i prezime autora: AU	Danko Garić
Mentor (titula, ime, prezime, zvanje): MN	dr Goran Anđelić, redovni profesor
Naslov rada: NR	Razvoj Binarnog Modela Upravljanja Fondovima Rizičnog Kapitala u Funkciji Optimiziranja Poslovne Efikasnosti Preduzetničke Organizacije
Jezik publikacije:	srpski

JP	
Jezik izvoda/apstrakta: JI	srpski /engleski
Zemlja publikovanja: ZP	Srbija
Uže geografsko područje: UGP	Vojvodina
Godina: GO	2020.
Izdavač: IZ	autorski reprint
Mesto i adresa: MA	Novi Sad
Fizički opis rada: FO	8 poglavlja/143 strane/8 slika/3 grafikona/ 15 tabela/ 2 ilustracije/ 2 šeme/119 referenci/ 0 priloga
Naučna oblast: NO	Ekonomске науке
Naučna disciplina: ND	Finansije i bankarstvo
Predmetna odrednica, ključne reči: PO	Investiranje, Fondovi rizičnog kapitala, Binarni model, Preduzetništvo
UDK	
Čuva se u: ČU	Biblioteka Univerziteta Educons - Sremska Kamenica
Važna napomena: VN	—

<p style="text-align: center;">Izvod/Apstrakt</p> <p style="text-align: center;">IZ</p>	<p>Savremene tržišne okolnosti u post-kriznom periodu karakteriše neujednačen, asinhron rast, kao i institucionalna klima sklona promenama i suštinskim nestabilnostima, što sve zajedno utiče na zavidne nivoe sistemskog rizika. U takvim, volatilnim tržišnim okolnostima potrebno je raditi na stvaranju pretpostavki (kako institucionalnih, tako i praktičnih) za privlačenje investicija na tržište, uz naročito fokusiranje na maksimiziranje preduzetničkih poduhvata kao okosnice održivog razvoja ekonomije. Izazova na putu razvoja tržišta kroz prizmu porasta poslovnih aktivnosti preduzetničkih organizacija ima dosta, ali svima je zajednička hronična, sistemska i vrlo često nepredvidiva potreba za finansijskim resursima. Upravo stvaranje pretpostavki za optimizovanje odnosa na relaciji finansiranje – maksimizacija efikasnosti preduzetničkih organizacija predstavlja ključni zadatak kreatora politika. Potreba za finansijskim sredstvima, kao što je već i konstatovano, predstavlja nužnost i realnost svakog tržišnog subjekta, pa shodno tome sagledavanje mogućnosti za efikasnim finansiranjem jeste vrlo važan aspekt bavljenja tržištem. U savremenim tržišnim okolnostima prisutan je relativno širok spektar mogućnosti za pribavljanje potrebnih finansijskih sredstava, a pitanja njihove cene, ročnosti i drugih važnih uslova predstavljaju ključne aspekte za procenu očekivanih efekata od konkretnih poslovnih poduhvata. Preduzetnički poduhvati, karakteristični po većem nivou rizika koji svoje ishodište vuče iz određenog broja nepoznanica, su posebno atraktivni za procenu i ocenu najoptimalnijih izvora njihovog finansiranja. Specifičnosti koje oni nose sa sobom stvaraju/otvaraju tržišni prostor za posebne tržišne institucije – fondove rizičnog kapitala, koji imaju finansijske resurse i poseduju sklonost ka prihvatanju viših nivoa rizika od aktivnosti investiranja, što ih čini optimalnim upravo za finansiranje preduzetničkih organizacija. Pokušaj stvaranja realnih pretpostavki za aktivno učešće fondova rizičnog kapitala u investiranju preduzetničkih poduhvata, kroz prizmu maksimiziranja njihove poslovne efikasnosti, predstavlja u savremenim tržišnim okolnostima veoma važan aspekt razvoja tržišta i ekonomije u celosti.</p>
<p>Datum prihvatanja od strane NN veća:</p> <p style="text-align: center;">DP</p>	<p style="text-align: center;">14.02.2013., (Одлука бр. SN.06)</p>

<p>Datum odbrane: DO</p>	
<p>Članovi komisije (ime i prezime, titula, zvanje, naziv institucije, status): KO</p>	<p>Predsednik: dr Nenad Penezić, redovni profesor, Univerzitet Edukons, Fakultet poslovne ekonomije, Sremska Kamenica Član: dr Vladimir Đaković, vanredni profesor, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Novi Sad Mentor: dr Goran Anđelić, redovni profesor, Univerzitet Edukons, Fakultet poslovne ekonomije, Sremska Kamenica</p>

EDUCONS UNIVERISTY

Faculty of business economy

KEY DOCUMENT INFORMATION

Number *consecutive: ANO	
Identification number: INO	
Document type: DT	Monograph documentation
Type of record: TR	Textual printed material
Contents code (BA/BSc, MA/MSc, PhD): CC	PhD Thesis
Author: AU	Danko Garic
Mentor (title, name, post): MN	PhD Goran Andjelic Full PhD, Full Professor
Document title: TI	Development of a Binary Model for Managing Venture Capital Funds in the Function of Optimizing the Business Efficiency of an Entrepreneurial Organization
Language of main text: LT	Serbian

Language of abstract: LA	English/Serbian
Country of publication: CP	Serbia
Locality of publication: LP	Novi Sad
Year of publication: PY	2020.
Publisher: PU	Author
Place of publication: PP	Novi Sad
Physical description: PD	8 chapters / 143 pages / 8 images / 3 charts / 15 tables / 2 illustrations/2 scheme / 119 references / 0 appendices
Scientific field: SF	Economic sciences
Scientific discipline: SD	Finance and banking
Subject, Key words SKW	Investments, Venture Capital Funds, Binary Model, Entrepreneurship
UC (universal class. code)	
Holding data: HD	Library of the University Educons - Sremska Kamenica
Note: N	-
Abstract:	Contemporary market circumstances in the post-crisis period are characterized by unevenness, asynchronous solution, as well as an institutional climate prone to change

<p>AB</p>	<p>and substantial instability, all of which together take on enviable levels of systemic risk. In such volatile market circumstances, it is necessary to work on proposals (both institutional and practical) to attract investment to the market, with a particular focus on maximizing entrepreneurial ventures as the backbone of sustainable economic development. There are enough challenges in the path of market development through the prism of increasing the business activities of entrepreneurial organizations, but they all have a common, systematic and often unpredictable need for financial resources. The need for financial environments, as already stated, represents the importance and reality of each market entity, and accordingly e opportunities for efficient financing is a very important aspect of dealing with the market. In today's market circumstances, there is a wide range of opportunities to obtain the necessary financial resources, and cost issues, maturities and other important conditions are significant aspects for assessing the expected effects of specific business ventures. Entrepreneurial endeavors, characterized by higher risk, which draws its origin from a number of unknowns, especially attractive for the process and evaluation of the most optimal sources of financing. The specificities that they carry create / open up market space for special market institutions - venture capital funds, which have the financial resources and set the bail of a higher level of risk of research activities, which makes it optimal for financing an entrepreneurial organization. Attempting to create realistic assumptions for the active participation of venture capital funds in the research of entrepreneurial ventures, through the prism of maximizing their business efficiency, is a very important aspect of market development and the economy as a whole in contemporary market circumstances.</p>
<p>Accepted by Sc. Board on: AS</p>	<p>14.02.2013, (Decision No. SN.06)</p>
<p>Defended/Viva voce Ph D exam. on: DE</p>	

<p>PhD Examination Panel: DB</p>	<p>Chairperson: Nenad Penezic, PhD, Full Professor, University of Education, Faculty of Business Economics, Sremska Kamenica</p> <p>Member: Vladimir Djakovic, PhD, Associate Professor, University of Novi Sad, Faculty of Technical Sciences, Novi Sad</p> <p>Mentor: Goran Andjelic, PhD, Full Professor, University of Education, Faculty of Business Economics, Sremska Kamenica</p>
--------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

SADRŽAJ

I UVODNA RAZMATRANJA	14
1.1. Predmet i cilj istraživanja	15
1.2. Osnovne hipoteze istraživanja	18
1.3. Metode istraživanja	18
1.4. Struktura rada	19

Prvi deo

PREDUZETNIŠTVO U PRAKSI – POKRETANJE, UPRAVLJANJE I RAZVOJ PREDUZETNIČKE ORGANIZACIJE	20
2. PREDUZETNIČKI PROCES – KREIRANJE NOVE VREDNOSTI	21
2.1. Osnovne dimenzije savremenog preduzetništva – bogatstvo, blagostanje i korisnost	21
2.2. Međuzavisnost osnovnih pokretačkih sila preduzetničkog procesa	24
2.3. Poslovna orijentacija preduzetničkog poduhvata	29
2.4. Kako obezbediti kapital – prednosti i nedostaci dostupnih izvora finansiranja	31
3. FINANSIRANJE KAO FAKTOR ŽIVOTNOG CIKLUSA PREDUZETNIČKE ORGANIZACIJE	34
3.1. Životni ciklus preduzetničke organizacije i tokovi finansijskih sredstava	34
3.2. Identifikovanje i izbor strategijskih opcija za finansiranje preduzetničkog poduhvata	40
3.3. Dužnički vs trajni kapital	42
3.4. Fondovi rizičnog i privatnog kapitala kao instrument finansiranja preduzetničke organizacije	46

Drugi deo

ANATOMIJA I FIZIOLOGIJA FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA	48
4. POTENCIJAL FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA ZA EKONOMSKI RAZVOJ	49
4.1. Evolucija fondova rizičnog kapitala	49
4.2. Osnovne karakteristike, vrste i struktura rizičnog kapitala	51
4.3. Investitori i strategije investiranja u rizični kapital	54
4.4. Pravni i institucionalni aspekti funkcionisanja fondova rizičnog kapitala	57
4.5. Tržište rizičnog kapitala u svetu i zemljama u razvoju	61
5. ANALIZA ATRAKTIVNOSTI ULAGANJA RIZIČNOG KAPITALA	68
5.1. VCPE indeks	68
5.2. Strategije investiranja fonda rizičnog kapitala	75
5.3. Faze ulaganja rizičnog kapitala	77
5.4. Izlazne strategije fonda rizičnog kapitala	81

Treći deo

RAZVOJ BINARNOG MODELA UPRAVLJANJA FONDOVIMA RIZIČNOG KAPITALA	83
6. FUNDAMENTALNA I TEHNIČKA ANALIZA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA U FUNKCIJI UPRAVLJANJA SISTEMSKIM RIZIKOM	84
6.1. Analiza finansijskog tržišta kao pretpostavka tržišne elastičnosti	85
6.2. Metode fundamentalne i tehničke analize kao ključne “alatke” upravljanja sistemskim rizikom	88
6.3. Sistemski rizik kao mera dihotomije finansijskog tržišta	100
6.4. Testiranje smera i intenziteta veze između nivoa sistemskog rizika i elastičnosti finansijskog tržišta	101

6.5. Troškovi finansijskih sredstava kao pokazatelj stabilnosti finansijskog tržišta _____	105
6.6. Testiranje međuzavisnosti između troškova kapitala i nivoa sistemskog rizika _____	107
6.7. Segmentacija finansijskih tržišta prema dostignutom nivou sistemskog rizika kroz prizmu visine troškova finansijskih sredstava _____	109
7. RAZVOJ, TESTIRANJE I IMPLEMENTACIJA BINARNOG MODELA UPRAVLJANJA FONDOVIMA RIZIČNOG KAPITALA _____	110
7.1. Analiza stanja i prilika na finansijskim tržištima _____	110
7.2. Kreiranje ključnih modula u funkciji upravljanja tokovima finansijskih sredstava _____	111
7.3. Integracija modula u jedinstveni binarni model upravljanja fondovima rizičnog kapitala _____	116
7.4. Testiranje binarnog modela u praksi _____	117
7.5. Evaluacija i ocena dobijenih rezultata _____	123
7.6. Diseminacija binarnog modela upravljanja fondovima rizičnog kapitala _____	124
8. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA _____	125
8.1. Kvantitativne i kvalitativne preporuke _____	125
8.2. Dileme i zasede _____	128
8.3. Pravci daljih istraživanja _____	128
9. LITERATURA _____	129
10. SPISAK ILUSTRACIJA, GRAFIKA, SLIKA , TABELA _____	140
11. SKRAĆENICE _____	142

I UVODNA RAZMATRANJA

Osnovna funkcija preduzetništva i preduzetnika jeste inovativnost kroz uvođenje nove tehnologije, tržišne metode i nove oblike organizacije. Ovakve promene ostvaruju tzv. proces "stvaralačkog razaranja" ("kreativne destrukcije"), jer snaga nacionalne privrede ne leži u statičkim uslovima njene ekonomije, već u dinamici preduzetnika koji neprekidno revolucionišu ekonomsku strukturu endogeno, uništavajući staru i stalno stvarajući novu.

Takav dinamizam predstavlja dokaz dinamičnosti procesa prestrukturiranja jedne ekonomije, pa se i sa tog aspekta, u inicijativi preduzetnika i malih preduzeća vidi promoter progressa. Male firme se relativno lako i brzo osnivaju, a svoju sudbinu vezuju za tržišnost svoga programa.

Prilikom osnivanja ovih privrednih subjekata važno pitanje za svakog preduzetnika je kako obezbediti neophodna finansijska sredstva. On se odlučuje između ulaganja sopstvenog kapitala (ako ga poseduje) ili tuđeg kapitala, kog pribavlja na tržištu kapitala. Opredeljujući se za korišćenje tuđeg kapitala preduzetnik treba da ima u vidu da finansiranje preduzetničke organizacije ima svoja pravila i specifičnosti i ukoliko ih poznaje sebi olakšava značajan deo aktivnosti.

U zavisnosti od ciljeva rasta i razvoja teži se ka optimalnoj strukturi kapitala.

Fondovi rizičnog kapitala kao vid finansiranja može dopuniti (kompletirati i komplementirati) druge vidove obezbeđenja finansijskih sredstava kao što su: bankarski krediti, vlasnički trajni kapital ili neke oblike finansijske podrške od strane države.

Aktivno tržište rizičnog kapitala može podstaknuti ekonomski rast. Ekonomski rast pokreće inovacija, na čelu mladih preduzetničkih firmi, gde finansiranje tih firmi može biti teško zbog moralnih opasnosti i asimetričnih informacija. Ulagački kapitalisti specijalizovani su za rešavanje ovih problema, povezujući na taj način preduzetnike bogatih ideja i investitore bogate novcem. Obezbeđivanje finansiranja za inovativne firme ima pozitivne spoljne uticaje na ekonomiju, tako da vlade imaju smisla da promovišu aktivno tržište rizičnog kapitala.

Koliko su kapital i rad kombinovani, od presudnog je značaja koliko se proizvodi. Da bi se povećala proizvodnja s obzirom na inpute, produktivnost treba da se povećava inovacijama. Inovacije se često dovode na tržište, a mlade preduzetničke firme šire kroz ekonomiju. Acs i Audretsch (1988) pokazuju da su male firme doprinele gotovo polovinu inovacije u svom uzorku, ali da je postojala značajna heterogenost među industrijama: male firme su imale važnost u manje koncentrisanoj nezreloj industriji.

Nove manje firme takođe biraju rizičnije strategije uvođenja proizvoda u poređenju sa većim etabliranim firmama (Aron i Lazear, 1990). Oni češće propadaju, ali takođe često češće donose rizične inovacije visokog uticaja na tržište.

Mlade preduzetničke firme sa rizičnim strategijama uvođenja proizvoda mogu imati problema sa prikupljanjem finansijskih sredstava od ulagača u kapital i banaka zbog dve nesavršenosti na tržištima kapitala. Prvi je moralni rizik (ili agencijski problemi, videti Jensen i Meckling, 1976). Sukobi interesa između preduzetnika i investitora ograničavaju mogućnost mladih firmi da prikupe kapitalna ulaganja: preduzetnik se suočava sa prekomernim podsticajima da troši novac firme, jer ne snosi pune troškove troškova.

Finansiranje duga od banaka takođe nije dostupno, jer preduzetnik ima podsticaje da preuzme prekomerni rizik iz perspektive banke.

Druga nesavršenost su asimetrične informacije. Ulagači u kapital strahuju da će preduzetnici izdavati kapital samo kada je firma precenjena (Akerlof 1970; Greenvald i dr., 1984; Miers i Majluf, 1984). Finansiranje banaka možda neće biti dostupno, jer se banke plaše da bi za date kamate samo visoko rizični preduzetnici konkurisali za kredite (Stiglitz i Veiss, 1981).

1.1.Predmet i cilj istraživanja

Savremene tržišne okolnosti u post-kriznom periodu karakteriše neujednačen, asinhron rast, institucionalna klima sklona promenama i suštinskim nestabilnostima, a što sve zajedno utiče na zavidne nivoe sistemskog rizika. U takvim, volatilnim tržišnim okolnostima potrebno je raditi na stvaranju pretpostavki (kako institucionalnih, tako i praktičnih) za privlačenje investicija na

tržište, uz naročito fokusiranje na maksimiziranje preduzetničkih poduhvata kao okosnice održivog razvoja ekonomije.

Upravo stvaranje pretpostavki za optimizovanje odnosa na relaciji finansiranje – maksimizacija efikasnosti preduzetničkih organizacija predstavlja ključni zadatak kreatora politika.

Potreba u pogledu dodatnih finansijskih sredstava, kao što je već i konstatovano, predstavlja nužnost i realnost svakog tržišnog subjekta, pa shodno tome sagledavanje mogućnosti za efikasnim finansiranjem jeste vrlo važan aspekt bavljenja tržištem.

Preduzetnički poduhvati, karakteristični po većem nivou rizika koji svoje ishodište vuče iz određenog broja nepoznanica, su posebno atraktivni za procenu i ocenu najoptimalnijih izvora njihovog finansiranja. Specifičnosti koje oni nose sa sobom stvaraju/otvaraju tržišni prostor za posebne tržišne institucije.

Pokušaj stvaranja realnih pretpostavki za aktivno učešće fondova rizičnog kapitala u investiranju preduzetničkih poduhvata, kroz prizmu maksimiziranja njihove poslovne efikasnosti, predstavlja u savremenim tržišnim okolnostima veoma važan aspekt razvoja tržišta i ekonomije u celosti.

Takođe se predmetom istraživanja u ovoj doktorskoj disertaciji može smatrati sagledavanje, analiziranje i testiranje fondova rizičnog kapitala sa prevashodnim ciljem optimizacije prikupljanja finansijskih sredstava za realizovanje preduzetničkog poduhvata. Poseban fokus u istraživanju biće usmeren na praktične aspekte vezano za upravljanje fondovima rizičnog kapitala i njihovo pozicioniranje na finansijskim tržištima kao značajnih institucionalnih investitora, sa ciljem stvaranja realnih, održivih pretpostavki za što optimalnije obezbeđivanje finansiranja preduzetničkih poduhvata. Preduzetnički poduhvat odlukuju dve važne karakteristike: spremnost za činjenje konkretnog poslovnog poduhvata i rizik koji prati njegovu realizaciju.

Da bi se moglo započeti sa konkretnim aktivnostima na njegovoj realizaciji potrebno je obezbediti odgovarajući obim finansijskih sredstava.

Obezbediti optimalni odnos finansijskih sredstava jeste veliki izazov. Izazov, koji u sebi sadrži davanje odgovora na pitanja o kolikom obimu finansijskih sredstava se radi, koliki je povrat (prinos) i u kom vremenskom periodu. Jer od uslova po kojima se obezbeđuju finansijska

sredstva za konkretan preduzetnički poduhvat u najvećoj meri zavisi i dostignuti nivo njegove poslovne efikasnosti (odnosno najprostije rečeno uspeha) u kasnijim fazama realizacije preduzetničkog poduhvata.

Otuda je predmet istraživanja u disertaciji upravo tako i postavljen, kako bi se mogli sagledati, analizirati i testirati svi značajni aspekti veze između konkretnog preduzetničkog poduhvata i maksimizacije njegove poslovne efikasnosti. U tu svrhu, a ceneći aktuelnost tržišnog trenutka, stanja i prilike na globalizovanom finansijskom tržištu, u fokusu istraživanja i jesu upravo fondovi rizičnog kapitala koji po prirodi svoje delatnosti upravo i predstavljaju oblike institucionalnih investitora koji su spremni da finansiraju preduzetničke poduhvate sa izraženijim nivoima rizika.

Cilj svakog istraživanja jeste dolaženje do željenih stanja do kojih se teži da se dođe istraživanjem.

Osnovni cilj istraživanja, odnosno disertacije, se ogleda u razvoju binarnog modela upravljanja fondovima rizičnog kapitala, čijom implementacijom će se obezbediti podizanje nivoa poslovne efikasnosti preduzetničkih poduhvata. Kreiranje, testiranje i validiranje primene konkretnog binarnog modela predstavlja ključni fokus disertacije, čime se akcenat u istraživanju stavlja na konkretnu primenu dobijenih saznanja.

Dopunski ciljevi istraživanja svoje ishodište imaju u postavljenom osnovnom cilju i oni su usmereni na stvaranje realnih tržišnih okolnosti za podizanje brojnosti i kvaliteta preduzetničkih poduhvata, a što će opet kao svoju posledicu imati rast privredne aktivnosti.

Takođe se kao cilj istraživanja može navesti dolaženje do saznanja o stanjima i prilikama na tržištu, na bazi čega (prikupljenih informacija) će se doprineti smanjivanju sistemskog nivoa tržišnog rizika (tzv. snižavanje beta koeficijenta), čime će se značajno doprineti porastu atraktivnosti konkretnih tržišta za investiranje i samim tim sniženju troškova finansiranja. Naredni dopunski cilj istraživanja jeste da se primenom razvijenog binarnog modela u disertaciji omogući diseminacija prikupljenih informacija na što veći broj tržišnih učesnika, čime će se doprineti značajnom porastu tržišne efikasnosti.

1.2. Osnovne hipoteze istraživanja

Uzimajući u obzir aktuelne specifičnosti, stanja i prilike na finansijskim tržištima, mogli bi smo hipoteze istraživanja formulisati u sledećim izjavama:

Primarna hipoteza: Binararni model razvijen u disertaciji značajno će povećati poslovnu efikasnost i efektivnost preduzetničkih organizacija.

Pomoćna hipoteza 1: Celoviti pristup analizi i sagledavanju stanja i prilika na tržištima doprineće smanjenju nivoa sistemskog (beta) tržišnog rizika.

Pomoćna hipoteza 2: Diseminacija prikupljenih informacija utiče na porast efikasnosti tržišta.

Pomoćna hipoteza 3: Sistemski pristup, fundiran na razvijenom binarnom modelu, dovešće do smanjenja troškova finansiranja preduzetničke organizacije.

1.3. Metode istraživanja

Prilikom izrade doktorske disertacije, koristiće se više osnovnih metoda. Osnovne metode koje će se koristiti su: analiza i sinteza, apstrakcija i konkretizacija, specijalizacija i generalizacija, dedukcija i indukcija, dokazivanje i opovrgavanje.

Metodologija će obuhvatati kvalitativne i kvantitativne metode. Koristiće se kvalitativni i kvantitativni pristup obradi prikupljenog sadržaja. U okviru **kvalitativnog pristupa** koristiće se *deskriptivne studije*, kao što je analiza studije slučaja i koristiće se *istorijske studije*, kao što su eksterna i interna evidencija. Kada je u pitanju **kvantitativni pristup**, koristiće se metod analize sadržaja i testova.

Statistička metoda će se koristiti za obradu i klasifikaciju prikupljenih podataka. U okviru statističkih metoda, koristiće se i deskriptivna i induktivna statistika. Statističke analize će biti prikazane tabelarno i grafički zajedno sa tumačenjima dobijenih podataka.

Teorijska analiza će biti rađena uz konsultovanje inostrane referentne literature, udžbenika, naučnih radova, izveštaja i drugih dokumenata koji se odnose na tematiku doktorske disertacije. Metod *studije slučaja* će biti korišćen kako bi se prikazao nastanak binarnog modela kao i širok dijapazon mogućnosti pomenutog. Hipoteze će se dokazivati teorijskom analizom.

1.4. Struktura rada

Rad je koncipiran iz tri celina. Prva se odnosi na preduzetništvo u praksi. Generalno ova celina upoznaće čitaoce sa fenomenom preduzetništva kao savremene privredne grane koja rapidno raste i razvija se. kako u svakom poslovanju postoje poteškoće upravo je najveća poteškoća preduzetnika obezbeđivanje finansijskih sredstava i na koji način doći do njih. Brojne su mogućnosti kojima se raspolaže a jedna od njih fondovi rizičnog kapitala o kojima se govori u nastavku.

Druga celina rada govori o anatomiji i fiziologiji fondova rizičnog kapitala. Rizični kapital predstavlja dodatnu vrstu ulaganja finansijskih sredstava u poslovanju preduzetničke organizacije. Ovaj vid finansiranja može dopuniti (kompletirati i komplementirati) druge vidove obezbeđenja finansijskih sredstava kao što su: bankarski krediti, vlasnički trajni kapital ili neke oblike finansijske podrške od strane države.

Treća celina obuhvata materiju razvoja binarnog modela upravljanja fondovima rizičnog kapitala. Prvi deo ove celine implicira značaj fundamentalne i tehničke analize finansijske analize sa ciljem upravljanjem sistemskim rizikom. Drugi deo je obuhvatio razvoj, testiranje i implementaciju binarnog modela upravljanja fondovima rizičnog kapitala.

Prvi deo

**PREDUZETNIŠTVO U PRAKSI – POKRETANJE,
UPRAVLJANJE I RAZVOJ PREDUZETNIČKE
ORGANIZACIJE**

2. PREDUZETNIČKI PROCES – KREIRANJE NOVE VREDNOSTI

2.1. Osnovne dimenzije savremenog preduzetništva – bogatstvo, blagostanje i korisnost

Pojam preduzetništva vrlo snažno je povezan, pre svega, sa malim preduzećima. Preduzetnici su kreativni pojedinci koji uspostavljaju organizaciju za ostvarivanje preduzetničke ideje. Nove preduzetničke jedinice su u početnom periodu vrlo osetljive i ranjive na različite ekonomske procese u svojoj okolini. Veliki broj tih malih organizacija doživi neuspeh u prvim godinama, pre nego što uspeju da se dokažu na tržištu i pridobiju resurse za svoj dalji rast. Isto tako, mnogi novorođeni biznisi mogu vrlo brzo izrasti u velike organizacije, sa velikim brojem zaposlenih.

Bogatstvo i društvene promene stvaraju ljudi koji štrajkuju sami i posvećeni su vrednim zadacima i preduzećima koja čine razliku u svet. Preduzetnik je osoba koja preduzima stvaranje preduzeća ili preduzeća koja ima šansu za profitom (ili uspehom). Preduzetnici se razlikuju po svojoj sposobnosti da akumuliraju i upravljaju znanjem, kao i njihovu sposobnost da aktiviraju resurse za postizanje određenog posla ili socijalni cilj [Kuemmerle, 2002a]. Preduzetnik je smeli, maštoviti odstupnik od ustaljenog posla metodama i praksama koja stalno traži priliku za komercijalizaciju novi proizvodi, tehnologije, procesi i aranžmani (Baumol, 2002). Preduzetnici su vešti u primenjenoj kreativnosti, uspevaju u odgovoru na izazov i izgledaju za nekonvencionalna rešenja. Oni doživljavaju izazove, stvaraju vizije za rešenja, grade priče koje objašnjavaju njihove vizije, a zatim deluju kao deo rešenja. Otkrivaju nove staze i rizikuju neuspeh, ali uporno traže uspeh. Mit o Horatio Algeru opisuje uspon mladića iz krpe u bogatstvom kroz preduzetništvo. U ovom mitu, preduzetnički heroj personificira slobodu i kreativnost. Pre jednog veka, ovo je bila uobičajena mogućnost, iako se zapravo ograničila na nekoliko priča o uspehu kao što su one Johna D. Rokfeler i Endrju Karnegi. Ključna vrlina bila je samopouzdanje i marljivost. Iako ova mogućnost ostaje za nekolicinu danas, skoro svi preduzetnici su obrazovani, iskusni i vešti. Nadalje, preduzetništvo je stav i sposobnost koji se razlikuje od osnivačkog tima kod svih članova njegova organizacija. Za većinu, kolektivno preduzetništvo predstavlja put ka obećavajućoj ekonomskoj budućnosti. Većina rastućih firmi nastoji da ih ugradi kultura cele kompanije sa preduzetničkim duhom. Tomas Edison stvorio preduzeće koje je postalo General Electric. Steve Jobs i Steve Vozniak osnovali su Apple

Computer, jednu od prvih kompanija za lični računar. Ove preduzetnici su kombinovali svoje znanje o novim vrednim tehnologijama zdrave poslovne prakse za izgradnju važnih novih preduzeća koja su i dalje nastavila održavaju svoj preduzetnički duh godinama nakon osnivanja. Preduzetništvo je više od stvaranja posla i bogatstva povezan sa njim. Fokusiran je na stvaranje novog preduzeća koje služi društvo i donosi pozitivne promene. Preduzetnici mogu stvoriti sjajne firme koje izlagati performanse, liderstvo, reputaciju i dugovečnost. Preduzetnici žele da postignu određeni cilj osnivanjem organizacije koja će se baviti potrebama društva i tržišta. Pripremljeni su preduzetnici odgovoriti na izazov za prevazilaženje prepreka i izgradnju biznisa. Kad se suoče u teškim situacijama, spremni su da ulože dodatni napor da prevaziđu ove prepreke i uspevaju. Kao što je rekao Martin Luther King, mlađi (1963), „Krajnja mera čoveka nije tamo gde stoji u trenucima komfora i udobnosti, već tamo gde stoji u trenucima izazova i kontroverze“.

U sevtu savremene privrede osnovna funkcija preduzetništva i preduzetnika je da "reformišu ili revolucioniraju sistem proizvodnje", sprovodeći inovativne promene, rušeći postojeći ekonomski red, stvaranjem novih proizvoda ili kvaliteta, uvođenjem novih tehnologija ili tržišnih metoda ili ustanovljavanjem novih prilagođenih oblika organizacije, osvajanjem novih tržišta ili novih izvora sirovina, reorganizovanjem tržišnih uslova, sistema i tržišnih oblika.

Preduzetnici, odnosno mala preduzeća inherentno pretpostavljaju tržišni oblik privređivanja. Preduzetnička aktivnost pojedinca, odnosno osnivanje i funkcionisanje malih preduzeća uključuje puno izazova, zamki pa i kontraverzi, pa zato izučavanje ovakve problematike predstavlja vrlo koristan i, pre svega, vrlo aktuelan poduhvat od teorijskog i praktičnog značaja za upravljanje tranzicijom srpske privrede. Nažalost, preduzetnici su veoma ranjiva populacija i, bez obzira na stepen razvijenosti privredne strukture, zakonska regulativa i pristup finansijskim izvorima i dalje predstavljaju osnovne barijere uspešnog poslovanja privrednih subjekata malog obima. Siva ekonomija, etičnost i poštovanje pravnih normi i dalje su prioritetni zadaci države, koja se na putu izgradnje jednog stimulativnog, prohodnog i održivog poslovnog ambijenta i sama susreće sa takvim problemima.

Pitanje šta uvećava svetsko bogatsvo traži odgovor ne samo od ekonomista, već i od političara, pravnika, sociologa. Ipak, prema mnogim ocenama, za to su zaslužni: preduzetnici i preduzetnička aktivnost, velike-multinacionalne kompanije i vlade. Dok je doprinos privatnih

preduzeća *svetskom bogatstvu* prilično transparentan, to nije slučaj sa vladama mnogih zemalja. Naime, većina ekonomista će se složiti da vlade imaju veoma važnu ulogu u regulisanju poslovnog ambijenta, održavanju makroekonomske stabilnosti i redistribuciji bogatstva, one nisu primarno i generator bogatstva. One se, pre svega, mogu posmatrati kao mesto troškova, čije usluge se nadoknađuju putem poreza. Padom komunističkog sistema u bivšim zemljama centralne i istočne Evrope, koji je davao vladama prioritet nad preduzećima, ovome daje dodatnu težinu. Uloga velikih kompanije je takođe veoma važna i jasna. Nedvosmisleno, one imaju kritičnu ulogu u održavanju svetskog bogatstva i alokacije investicija ka regionima u razvoju. Na kraju, postoji gotovo opšte saglasje među ekonomistima da su preduzetnici i MSP sektor upravo ti koji kreiraju značajan udeo u svetskom bogatstvu.

Jedna od fundamentalnih ekonomskih kategorija je *korisnost*. Savremena ekonomija i ekonomisti koji donose racionalne odluke na korisnost gledaju kao na resurse ili situacije koje donose određeni stepen zadovoljstva, što treba da bude predmet maksimiziranja. Sociolozi i filozofi na korisnost gledaju kao na razliku u kvalitetu individualnog i kolektivnog življenja i smatraju da korisnost treba prepustiti ekonomistima, a da komplementaran pojam sa njihovog aspekta treba da bude *blagostanje*. U savremenim uslovima, uloga preduzetnika i preduzetničkih, inovativnih organizacija, kao agenata promena i socijalnih entiteta jeste upravo da kroz nove proizvode i usluge – nove upotrebne vrednosti tržištu ponudi jedinstven i konkurentan *set korisnosti* u funkciji kreiranja i povećanja (ličnog i zajedničkog) *blagostanja*.

Izazovi stvaranja preduzetničke ekonomije ili, kako smo je nazvali – inovativne ekonomije zasnovane na znanju, zahteva svest i proaktivnu ulogu na nacionalnom nivou, kao i usmeravanje i koordinaciju svih onih zaduženih za kreiranje politike razvoja preduzetništva na evropskom nivou. Model razvoja preduzetništva u proširenoj Evropi, počiva na nekoliko ključnih stubova: *koordiniranom pristupu politikama ravoja preduzetništva, redukciji barijera za ulazak u biznis, optimizaciji odnosa rizik-nagrada, učenju od najboljih, promociji i vrednovanju preduzetničkih vrednosti*.

Kvalitet preduzetničke sposobnosti izražava se kao sposobnost stvaranja vrednosti, budućeg prihoda i bogatstva. Jedna mera kvaliteta preduzetničke sposobnosti je preduzetnički kapital

(EC), koji se može formulirati kao kombinacija preduzetničke kompetencije i preduzetničke posvećenosti (Erikson, 2002).

Prisustvo kompetencije bez ikakve obaveze stvara malo preduzetničkog kapitala. Prisustvo posvećenosti bez kompetencije može izgubiti i vreme i resursi. Potrebna je i posvećenost i kompetentnost kao i obezbediti značajan preduzetnički kapital .

Preduzetnički kapital odražava združivanje kompetencija i posvećenosti preduzetničkog tima. Akreditacija znanja i iskustva tokom vremena vodi ka povećanju kompetencija kako ljudi sazrevaju. Ne treba pretpostavljati nikakva čvrsta pravila odgovarajuće starosne dobi, ali većina preduzetnika se pojavljuje do četrdeset godina. Prilika je povoljna šansa da se akcija dogodi u povoljnom vremenu.

2.2. Međuzavisnost osnovnih pokretačkih sila preduzetničkog procesa

Preduzetništvo je delatnost vezana za ličnost rad i delo čoveka koji živi i stvara u promenljivim uslovima poslovanja. Međutim, čovek mora biti prilagodljiv, s obzirom da je društveno biće. Celog života se nalazi i deluje u nekoj zajednici koju čine osobe različitih osobina i shvatanja. U neprekidnom lancu interakcija sa drugima ljudi i prenose i primaju vrednosti i shvatanja. Kroz ovakav kontinuirani proces dolazi do integrisanja različitosti, do stvaranja i razvoja opšteg sistema vrednosti.

Pojavni oblik preduzetništva su inovacije. Inovacije nose sa sobom određeni stepen inovativnosti (promena) od sasvim perifernih do revolucionarnih koje dovode do novih proizvoda i tržišta. Sve su inovacije manje ili više značajne jer predstavljaju novine u procesima, proizvodima, organizaciji i nastupu na tržištu. Ne treba poistovećivati inovacije sa invencijama.

Invencija se može definisati kao preduzetnička ideja. To je i prvi ozbiljan izazov, koji ima dalekosežne posledice na tok i ishod preduzetničkog poduhvata. Prava ideja je ona koja je dobra kombinacija preduzetničke vizije, mašte, imaginacije i preduzetničkih potencijala sa jedne strane, i realnog tržišnog stanja, koje se ispoljava preko nezadovoljenih potreba, sa druge strane.

Da li neko ko ima želju i teži da postane preduzetnik to zaista i može pokazuje se najpre kroz mogućnost ili nemogućnost pronalaska prave ideje kao pokretačke snage poslovnog procesa. Nema pravila, nema modela kako se dolazi do preduzetničke ideje. Ima veoma različitih iskustava i mnogobrojnih mogućnosti i šansi, jer ideja za rešavanje svakog problema može biti dobra prilika. Zato je i osnovno obeležje preduzetničkih poslova to da nema identičnih poslova, nema duplikata, svaki posao je originalan, drukčiji. U vezi sa tim treba naglasiti da bukvalno oponašanje tuđeg proizvoda ili tuđeg biznisa nije prihvatljivo, a može značiti i neuspeh.

Preduzetnička ideja može biti delo samog preduzetnika ili je preduzetnik može obezbediti iz raznih drugih izvora. Izvori preduzetničkih ideja mogu biti vrlo različiti, pri čemu preduzetnici mogu sami tragati za idejama, mogu angažovati druge pojedince ili agencije osposobljene za pronalaženje i stvaranje ideja, a mogu i jednostavno kupiti ideju. U procesu dolazanja do ideje preduzetnik treba da ima osmišljenu, planiranu akciju kako ne bi nepotrebno gubio vreme i pravio troškove. S obzirom da potencijalno dobrih ideja ima na sve strane, preduzetnik ili angažovani pronalazač ideja mora se koncentrisati na oblasti užeg interesovanja, na primer na oblasti bliske profesiji, onome što preduzetnik zna da radi ili što je već ranije radio. U traganju za idejama preporučuje se intenzivna aktivnost, kretanje, kontaktiranje, posmatranje, osluškivanje i stalno razmišljanje.

Mogući izvori dobrih poslovnih ideja su: potrošači i kupci, zaposleni, dobavljači, distributeri, državni organi i institucije, naučne i stručne publikacije, privredne izložbe, sajmovi i slične manifestacije, hobi, lično iskustvo, internet sadržaji itd.

Prilikom traganja za idejama aktivnosti treba najpre usmeriti prema:

- problemima u postojećem sistemu potrošnje i otkrivanju eventualnog nesklada
- promenama kod direktnih konkurenata i njihovih izuma i noviteta
- novim tehnološkim rešenjima i dostignućima;
- promenama u državnoj regulativi radi uočavanja koje se delatnosti i razvojni procesi stimulišu a koji destimulišu;
- društvenim trendovima i procenama verovatnoće porasta inovativnih mogućnosti u određenim oblastima
- promenama u demografskoj strukturi i demografskim kretanjima.

Preduzetnici često na osnovu praktičnih iskustava brzo shvataju potrebu za novim načinom poboljšanja postojećeg proizvoda ili dodavanjem nekog novog artikla postojećoj proizvodnoj liniji. Drugi vid inovativnosti zasnovan je na dobrom poznavanju potreba datih segmenata potrošača. Javljaju se procesi gde se iz nejasne mašte na čisto psihološkoj bazi rađa neka neočekivana ali dobra ideja za nešto originalno novo. Ostvarivanje takve ideje je najteže i najpreciznije, ali u slučaju uspeha one su najprosperitetnije.

Preduzetništvo počiva na preduzetničkom ponašanju pojedinaca. Ovi pojedinci su sposobni da prepoznaju tržišne prilike. Posledice preduzetničkog ponašanja su promene u tehnologiji, potrošačkoj ekonomiji, društvenim vrednostima i zakonskoj regulativi. Sve se ovo događa u preduzetničkom procesu u kome do punog izražaja dolaze glavne preduzetničke sposobnosti i karakteristike.

Preduzetnik se javlja kao poslodavac, a zatim i kao arbitar u okviru odnosa zaposlenih. On je i obezbedilac finansijskog kapitala i donosilac odluka, a u interakciji sa partnerima javlja se i kao ugovarač. Do izražaja dolazi i preduzetnički menadžment koji se ogleda u sve većem usmeravanju pažnje ka tržištu pa su od posebnog značaja njegova sposobnost finansijskog predviđanja. Kako se preduzeće širi, ukazuje se potreba i za formiranjem rukovodećeg tima. Na kraju on je i vlasnik preduzeća i mora doneti odluku o sopstvenom mestu, položaju i ulozi u daljem razvoju preduzeća.

Kako preduzeće dalje funkcioniše dolazi se u fazu operacionalizacije, u kojoj se moraju jasno istaći preduzetnički ciljevi. Oni se sastoje u postizanju (ili očuvanju dostignutog) profita, nivoa zapošljavanja, kao i širih socijalnih ciljeva, u tom smislu i lične satisfakcije preduzetnika. Za dalji opstanak preduzeća preduzetnik bi trebalo da poseduje sposobnost za procene i vrednovanje, umeće nadzora i monitoringa, kao i sposobnost prilagođavanja radi brze preorijentacije ciljeva i namera.

Između preduzetnika i menadžera se mogu identifikovati izvesne jednakosti i razlike. Jednakost se ogleda u pogledu obavljanja uloge preduzetnika i menadžera, koje se u određenoj meri poklapaju. Preduzetnik kao osnivač preduzeća, da bi ostvario viziju, mora koristiti menadžerske veštine. Takođe preduzetnik kao i menadžer su rukovodioci, organizatori i kontrolori procesa

rada pa stoga moraju posedovati iste osobine, znanja iz različitih oblasti i iste sposobnosti. Ipak preduzetništvo nije isto što i menadžment.

Osnovni zadatak menadžera je da pravilnim upravljanjem i rukovođenjem poverenim resursima (zaposleni, novac, oprema, materijal, objekti, intelektualna svojina) postigne dobro poslovanje preduzeća. S druge strane, osnovni zadatak preduzetnika i glavna karakteristika preduzetništva su inovacije vezane za novi proizvod ili uslugu, marketing ili metod isporuke.

Praktičnih primera uspešno realizovanih poslovnih ideja nastalih kao posledica promena u društvenim kretanjima ima mnogo. Neke od njih navodi i objašnjava Peter Drucker:¹

- Svetski primat u proizvodnji veterinarskih lekova i preparata drži jedna švajcarska kompanija, mada nije sama razvila nijedan takav lek. Lekovi, naročito antibiotici, osvojeni su i stvoreni za lečenje ljudi, a ne životinja. Kada su veterinari počeli da koriste lekove i videli njihovo podjednako uspešno dejstvo, počeli su da šalju svoje porudžbine, a proizvođači antibiotika su te porudžbine odbijali. Čak su neke farmaceutske kompanije tvrdile da je to “pogrešno korišćenje plemenitog leka”. Švajcarske kompanije su iskoristile tuđi uspeh, tražile i dobile dozvolu za upotrebu antibiotika u veterinarske svrhe i napravile vrlo profitabilan posao.
- Industrija automobila je primer kako promene u strukturi prevrede i tržišta nude izvanredne mogućnosti za inovacije. Mlada industrija automobila početkom dvadesetog stoljeća proizvodila je automobile za najbogatiji sloj stanovništva. Čak i za takve prilike obim prodaje je rastao neverovatnom brzinom i udvostručavao se svake treće godine. Osnivači RolsRojasa su dobro procenili da će automobil ubrzo postati uobičajen proizvod dostupan većem broju ljudi. Baš zbog toga su odlučili da njihov automobil bude nešto posebno, da ima “kraljevski pečat”. Svaki njihov automobil se izrađuje ručno. Obećali su da će njihov automobil trajati večno, da nikada neće propasti, niti izaći iz mode i upotrebe. Projektovani su ga tako da ga mogu voziti samo profesionalni vozači koji se obučavaju u kompaniji. Ograničili su krug potencijalnih kupaca tako što su mu odredili cenu na nivou jahte i uslovili kupovinu posedovanjem neke titule

¹ Prilagođeno iz knjige Drucker P.,(1991), Inovacije i preduzetništvo, Privredni pregled, Beograd.

- Demografska kretanja i promene su dugorični izvor inovativnih mogućnosti. Američki lanac robnih kuća Sirs i Reibok je uočio tendenciju urbanizacije Latinske Amerike posmatranjem kupaca na terenu u Meksiko Siti, Limi, Sao Paulu i Bogoti. Na osnovu dobre procene budućih kretanja stanovništva ka velikim gradovima, Sirs je izgradio velike robne kuće poput onih u Sjedinjenim američkim državama i postao vodeći maloprodavac u svim glavnim gradovima Latinske Amerike.
- Promene u opažanju rađaju značajne poslovne ideje koje se realizuju u mnogim poslovnim aktivnostima u različitim oblastima. Zabrinutost Amerikanaca za zdravlje i fizičku sposobnost, opsesivnost starenjem i gubitkom mentalnih i fizičkih sposobnosti vrlo je izraženo, iako je evidentan napredak i poboljšanje zdravstvenog stanja. Ove promene u opažanju stvorile su priliku za pojavu velikog broja novih poslova. Firma "Nebeski začini" iz grada Boldera u državi Kolorado počela je krajem šesdesetih godina sa sakupljanjem bilja, njihovim pakovanjem i uličnom prodajom. Petnaest godina kasnije firma je beležila godišnji prihod od više stotina miliona dolara i bila prodana velikoj kompaniji za preradu hrane za preko dvadeset miliona dolara. Od tada je bitno intenziviran rast visoko profitabilnih lanaca kuća specijalizovanih za prodaju zdrave hrane, što je danas veoma unosan biznis. U isto vreme oprema za džogiranje postala je veliki posao, a najbrže rastući biznis 1983. godine u SAD-u su imale kompanije za proizvodnju kućne opreme za fizičko vežbanje. Neverovatan rast beleži i tržište za časopise iz oblasti zdravstvene zaštite, a primer koji se navodi je časopis "Američko zdravlje" koji je za samo dve godine dostigao tiraž od milion primeraka.

Primetno je da rana preduzetnička aktivnost u proseku opada sa rastom ekonomske razvijenosti. Takođe sa rastom ekonomske razvijenosti opada u proseku i stopa vlasništva nad preduzećima starijim od tri i po godine. Tako, dok se u prosečnoj ekonomiji pokretanoj faktorima proizvodnje skoro svaki šesti odrasli stanovnik nalazi u fazi rane preduzetničke aktivnosti, u prosečnoj ekonomiji pokretanoj efikasnošću skoro svaki deveti odrasli stanovnik, dotle se u prosečnoj ekonomiji pokretanoj inovacijama tek skoro svaki šesnaesti odrasli stanovnik nalazi u ranoj fazi preduzetničke aktivnosti.

Mnoge države su uvidele značaj preduzetništva.

Uloga MSP je značajna na svim nivoima ekonomskog i naročito industrijskog razvoja iz razloga što ova preduzeća predstavljaju kičmu privatnog sektora svake privrede učestvujući sa preko 90% u ukupnom broju privrednih subjekata i generišući između 50 i 60% ukupne i 40 i 80% zaposlenosti u proizvodnji. U zemljama u tranziciji, u kojima još uvek dominiraju velika, pretežno neefikasna državna preduzeća, podsticanje dinamičnijeg razvoja sektora MSP predstavlja možda jednu od najvećih razvojnih šansi.

MSP karakteriše ispodprosečna produktivnost rada iz razloga što su ova preduzeća suviše mala da bi ostvarivala efekte ekonomije obima ili ekonomije širine. Pored toga ona su manje kapitalno, a više radno intenzivna. Međutim, na određenom stupnju razvoja nacionalne ekonomije, ostvarivanje efekata ekonomije obima što je imanentno velikim preduzećima, gubi na značaju i javlja se potreba za kreiranjem uslova u kojima će se jedan deo proizvodnje obavljati izvan kapitalno intenzivnih sektora privrede, što se postiže uključivanjem manjih radno intenzivnih preduzeća u lance snabdevanja velikih sistema odnosno formiranjem mreža dobavljača iz sektora MSP.

2.3. Poslovna orijentacija preduzetničkog poduhvata

Kada preduzetnici postanu svesni određene ekonomske prilike i donesu odluku o njenom prihvatanju nalaze se na početku procesa osnivanja vlastitog preduzeća. Javlja se dilema na koji način doći do vlastitog preduzeća tj. kako pokrenuti posao. U osnovi do vlastitog preduzeća se može doći na sledeće načine

- ući samostalno u osnivanje preduzeća bilo da se počinje „od nule” (samostalan preduzetnikov poduhvat), bilo da se kupi licenca od nekog ko poseduje patentiran pronalazak;
- kupovina postojećeg biznisa;
- kroz franšizing.

Samostalno osnovati i voditi preduzeće je vrlo složen i rizičan poduhvat. Nakon poslovne analize preduzetnik potpuno samostalno pristupa tehničkom oblikovanju proizvoda. Potrebno je dati naziv proizvodu, marku i odrediti pakovanje. Zatim treba testirati proizvod i eventualno napraviti posljednje korekcije pre otpočinjanja kontinuiranog procesa proizvodnje.

Sledi uvođenje novog proizvoda na tržište, i najvažnije je da novi proizvod zaživi na tržištu. U tom smislu proizvod treba približiti potrošačima i omogućiti im da dođu u dodir sa njim i da ga oprobaju i ocene njegove karakteristike. Nadalje, proizvod treba izlagati i propagirati. Ponekad dobri proizvodi ne zažive na tržištu usled loše promocije ili lošeg upravljanja preduzećem. Najčešći razlozi neuspeha mogu biti neodgovarajuća cena, nedovoljna pažnja prema kupcima, loše odabrani kanali distribucije.

Posle uvođenja proizvoda na tržište potrebno je steći konkurentsku prednost, odnosno brzo reagovati na promene u proizvodnji, na promene na proizvodu i marketingu. Veoma je važno da dođe do familijarnosti kupaca i marke proizvoda, odnosno bitno je da se posredstvom marke dođe do diferenciranja proizvoda u odnosu na iste ili slične proizvode konkurencije. Ovo znači da marka treba da dosegne što veću vrednost, što znači da novo preduzeće mora steći ugled i biti prepoznatljivo na tržištu. Međutim, u obavljanju prethodno navedenih zadataka i postizanju ciljeva novo preduzeće je potpuno samostalno.

Kupovina postojećeg preduzeća je česta pojava u razvijenim zemljama. Ovakav način dolaženja do vlastitog preduzeća je manje rizičan jer se ne kupuje samo imovina preduzeća već i njegovo tržište i prilike na njemu. Ako na postojeću osnovu kupac nadogradi svoje sposobnosti i umeće, uvećaće se razvoj preduzeća i doći će se do željene zarade. Međutim, potrebno je proceniti vrednost preduzeća, istražiti motive prodavca da se odluči na prodaju, kao i sagledati tržišne šanse preduzeća na dugi rok.

Siropolis navodi razloge prodavanja firme od strane njenog vlasnika:²

- Vlasnici mogu želiti da svoju firmu prodaju i pretvore u novac;
- Nasleđe menadžmenta.

² Dostić M., (2003), Menadžment malih i srednjih preduzeća, Ekonomski fakultet Univerziteta u Sarajevu – Izdavačka djelatnost, Sarajevo., str. 179.

- Vlasnici mogu videti da njihovo preduzeće postaje za njih preveliko i da, zbog svojih nedostataka, ne mogu sami nastaviti njegov razvoj.

Ipak je vrlo teško otkriti prave motive prodaje neke firme. U literaturi o malom biznisu najčešće se spominje strah pred budućnošću, od finansijskog kraha, strah od mogućnosti gubljenja bogatstva koje je sadržano u firmi, strah od zastarevanja proizvoda ili tehnologije itd. Zato bi kupac firme trebao otkriti motive vlasnika firme za njenu prodaju. U zemljama gde postoji mnoštvo malih kompanija prodaja firmi je vrlo česta. Ako vlasnik kompanije ostari i ne može da je vodi, a nema ga ko naslediti, ili ako umre pa porodica mora izmiriti poreze i druge obaveze, oni kompaniju prodaju. Slično tome, kad se supružnici razvode, pa treba odrediti koliki deo kome pripada, preduzeće se prodaje.³

Kroz franšizam se do vlastitog preduzeća dolazi uz manje rizika i novca i brže se ulazi na tržište. U razvijenim zemljama franšizam dominira u pojedinim delatnostima kao što su trgovina na malo, ugostiteljstvo i određene uslužne delatnosti. Naredna izlaganja će se baviti franšizingom i pokretanjem preduzetničkog poduhvata kroz franšizing.

2.4. Kako obezbediti kapital – prednosti i nedostaci dostupnih izvora finansiranja

Bazična odluka budućeg preduzetnika je izbor područja privredne delatnosti. Nakon što utvrdi šta, za koga i kako proizvoditi, i donese prvu odluku stratezijskog karaktera, a to je izbor oblika vlasništva, preduzetnik treba da odgovori na pitanje: kako osigurati finansijska sredstva neophodna za organizaciju i realizaciju novog biznisa? Naravno, prvi korak koji preduzetnik mora da učini je da realno proceni visinu novčanih sredstava potrebnih za realizaciju projektovanog posla, a potom da iznađe mogućnost za njegovo fizičko poslovanje. Neki poslovni poduhvati onemogućeni su zbog nedostatka kapitala, ali u na čelu stoji tvrdnja da "uvek možete naći sredstva za dobre projekte", ili da „dobra poslovna ideja (prilika) uvek nađe izvore

³ Dostić M., (2003), Menadžment malih i srednjih preduzeća, Ekonomski fakultet Univerziteta u Sarajevu – Izdavačka djelatnost, Sarajevo., str. 179

finansiranja“. Osnovati preduzeće sa pravim programom, na pravom mestu i u pravo vreme je svakako osnovna odrednica poslovnog uspeha.

Već smo ranije ukazali na činjenicu, da je odsustvo brižljivo izvedene i kompleksne analize tržišta i tržišnih potencijala, često uzrok svih poteškoća koje može imati budući preduzetnik, bilo da se radi o otpočinjanju novog ili ekspanziji već postojećeg biznisa. Bez temeljnog i potpunog nerazumevanja tržišta i konkurencije, budući preduzetnik i vlasnik/menadžer malog preduzeća neće biti u poziciji da ubedi *bankare, zainteresovane ulagače, članove porodice koji mogu biti potencijalni investitori* da su njihove projekcije validne, realne i, pre svega, podržive

Verovatno najbitniji korak u celokupnom procesu realizacije biznis ideje je izrada *integralnog poslovnog plana*. Njegovo kreiranje zahteva vreme i značajne napore. Međutim, oni su neophodni ukoliko se želi "izoštavanje" biznis ideje i njeno valorizovanje u smislu utvrđivanja opravdanosti ulaska u određeni biznis. Možda je preterano reći da je biznis plan na izvestan način "propusnica", *odnosno instrument pristupa potencijalnim finansijerima* celog projekta, ali poslovni plan, kao celovit idejni projekat, omogućava uspešno komuniciranje, pre svega sa bankarima, kao i sa ostalim potencijalnim kreditorima i investitorima iz užeg i šireg poslovnog okruženja. Prema tome, da bi se dobila šansa za finansijsku podršku, poslovni plan mora biti urađen na krajnje profesionalan način.

Poslovna praksa mnogih preduzetničkih poduhvata (malih preduzeća) u mnogim privrednim strukturama (razvijenim, u razvoju ili tranziciji), ukazuje da i tržišno valorizovani proizvod/usluga ili poslovna ideja često ne dobijaju finansijsku podršku, ali zato to uspeva temeljito izrađenom, sadržajnom i dobro prezentiranom poslovnom planu. Međutim, to ne znači da je poslovni plan, sam po sebi, dovoljan da garantuje uspeh. Kako poslovno planiranje postaje široko primenjivan proces, finansijske institucije, dobavljači i institucije za podršku očekuju poslovni plan, kao celovitu i dobro organizovanu dokumentacionu osnovu, pre nego što svoju podršku ponude novom ili biznisu u ekspanziciji. Sa dobrim poslovnim planom, budući preduzetnik može iz "minusa doći na nulu", a bez dobrog poslovnog plana mnogi biznisi neće nikad dobiti šansu da otpočnu.

U traganju za odgovorima na pitanje: kako osigurati finansijska sredstva neophodna za realizaciju novog biznisa, preduzetnik ima više mogućnosti. Najjednostavnije rečeno, budući

preduzetnik može: (1) posedovati sopstveni kapital, odnosno (2) može biti upućen na agažovanje tuđeg kapitala. U prvom slučaju, raspoloživi kapital se jednostavno može direktno uložiti u posao, bez obzira da li je u pitanju osnivanje novog preduzeća, izgradnja proizvodnog pogona ili formiranje, na primer, trgovačkog društva. Međutim, u drugom, znatno češćem slučaju, preduzetnik mora odlučiti da li će se obratiti banci ili pak nekom privatnom izvoru, kako bi obezbedio potrebni početni kapital.

Pod uslovom da mu banka odobri neophodna finansijska sredstva, preduzetnik je rešio ovu fazu i on ulazi u realizaciju svog projekta. Međutim, u slučaju da je njegov projekat po ocenama bankara nedovoljno profitosan i/ili suviše rizičan budućem preduzetniku se neće odobriti kredit. Tada mu preostaje da se obrati privatnim izvorima i to najpre onima koji imaju interesa da učestvuju u ostvarenoj dobiti od poslovnog projekta, a zatim i onima koji ocenjuju da ga, uz određenu nadoknadu mogu finansijski podržati. Postoji, doduše nešto skromnija mogućnost dobijanja kredita od nekog državnog fonda, ili institucija (firmi) zainteresovanih za investiranje u razvoj malih preduzeća.

Osnivanje vlastite kompanije može biti zastrašujući, ali obećavajući proces. Iako je sjajan poslovni plan presudan za osnivače, finansiranje je jedan od najvažnijih elemenata koji je potreban da mali biznis uspe.

Ako je vašem malom preduzeću potreban kapital, ali ne ispunjava uslove za tradicionalni bankarski zajam, postoji nekoliko alternativnih načina finansiranja i zajmodavaca koji mogu udovoljiti vašim potrebama. Evo nekih najboljih opcija finansiranja malih preduzeća.

Postoji na hiljade neprofitnih finansijskih institucija za razvoj zajednice (CDFI) širom zemlje, a sve daju kapital malim preduzećima i vlasnicima mikrobiznisa pod razumnim uslovima. Zajmodavci poput CEI-a razlikuju se od banaka na nekoliko načina. Prvo, mnogi zajmodavci traže određene kreditne rezultate, a to isključuje mnogo startupa. Ako banke vide „loš kredit“, taj posao će gotovo uvek završiti na hrpi „ne“. Zajmodavci CDFI takođe gledaju kreditne rezultate, ali na drugačiji način. Zajmodavcima CDFI ne treba ni približno toliko obezbeđenja kao što bi to učinila tradicionalna banka. Ostale stvari mogu nadoknaditi nedostatak imovine koja bi se koristila kao obezbeđenje.

Preduzetnički kapitalisti (VC) su spoljna grupa koja učestvuje u vlasništvu kompanije u zamenu za kapital. Procenti vlasništva nad kapitalom su pregovarački i obično se baziraju na proceni kompanije. Prednosti VC nisu sve finansijske. Odnos koji uspostavite sa VC može vam pružiti obilje znanja, industrijskih veza i jasan pravac za vaše poslovanje.

Uz strateško finansiranje partnera, drugi igrač u vašoj industriji finansira rast u zamenu za poseban pristup vašem proizvodu, osoblju, pravima distribucije, krajnjoj prodaji ili nekoj kombinaciji tih stvari. Strateško finansiranje deluje kao rizični kapital po tome što je obično prodaja kapitala (ne zajam), mada ponekad može biti zasnovana na licenci, gde partner dobija deo svake prodaje proizvoda. Finansiranje partnera je dobra alternativa, jer kompanija sa kojom partnerstvujete obično će biti veliki posao i možda je čak u sličnoj industriji ili industriji koja je zainteresovana za vaše poslovanje.

Mnogi misle da su anđeoski investitori i rizični kapitalisti jedno te isto, ali postoji jedna velika razlika. Dok su VC kompanije (obično velike i osnovane) koje ulažu u vaše poslovanje trgujući kapitalom kapitala, anđeoski investitor je pojedinac koji ima veću verovatnoću da uloži u početni ili rani posao koji možda neće imati vidljiv rast VC želeo. Pronalaženje anđeoskog investitora takođe može biti dobro na sličan način kao i dobijanje finansiranja od VC, iako na ličnijem nivou.

3.FINANSIRANJE KAO FAKTOR ŽIVOTNOG CIKLUSA PREDUZETNIČKE ORGANIZACIJE

3.1. Životni ciklus preduzetničke organizacije i tokovi finansijskih sredstava

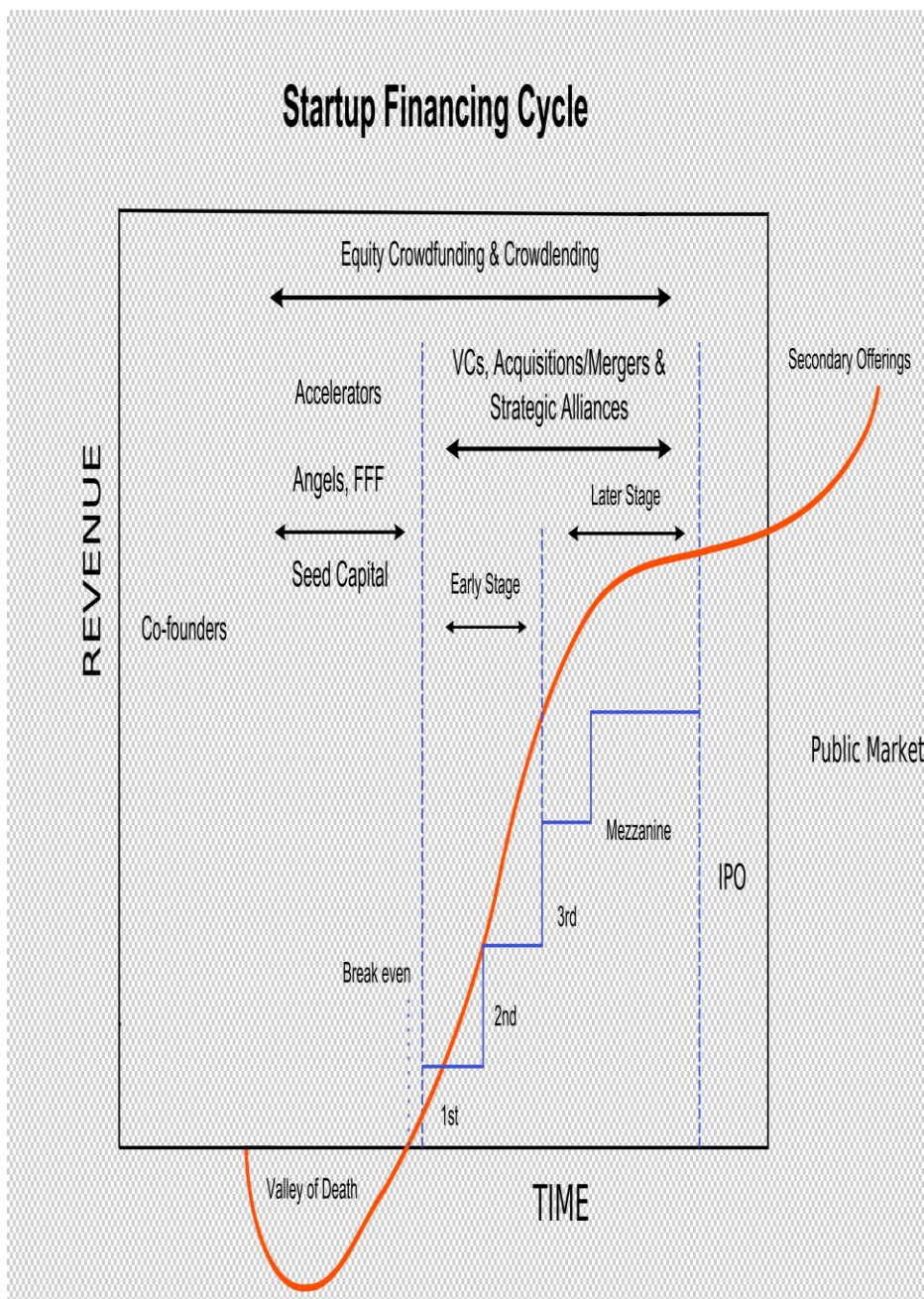
Koncept životnog ciklusa polazi od toga da preduzetnička organizacija, proizvod/usluga i njegova organizacija prolaze kroz gotovo identične faze kao i živi organizami – rađaju se, rastu i razvijaju, doživljavaju starost i nestaju. Razumevanje koncepta životnog ciklusa uvodi nas u problematiku rasta i razvoja preduzetničkog poduhvata i pomaže nam da sistematizujemo sve podsticaje, ali i ograničenja poslovnoj ekspanziji i da shvatimo način na koji preduzetnik kombinuje i obezbeđuje finansiranje za pojedine metode rasta.

Tokom rasta malog preduzeća, kompanija će proći kroz faze poslovnog životnog ciklusa i suočiti se sa različitim izazovima koji zahtevaju različite izvore finansiranja.

Na primer, za poslovanje će biti potrebna drugačija strategija kada je u pitanju prodor na tržište, razvoj poslovanja i zadržavanje tržišnog udela. Kako se poslovanje sazreva, poslovanje i prioriteti će se menjati, pa će tako biti potrebno i finansiranje preduzeća.

Preduzeće će proći faze poslovnog životnog ciklusa slične životnom ciklusu drveta. Kao sadnica koja raste i sazreva, drvetu će biti potrebne različite količine resursa kroz faze svog životnog ciklusa. Razumevanje različitih faza poslovnog životnog ciklusa pomoći će vam da se pripremite za prepreke koje će vaše preduzeće morati da savlada da bi uspelo. U nastavku rada na slici br.1 prikazan je životni ciklus preduzetničke organizacije.

Slika 1: Životni ciklus preduzetničke organizacije



Izvor: <https://apelbaum.wordpress.com/tag/early-stage-startup>

U nastavku će se predstaviti ključne faze životnog ciklus preduzetničke organizacije.

1. Razvoj / Faza semenja

Razvoj ili seme faza je početak poslovnog životnog ciklusa. Ovo je kada je vaša sjajna ideja samo misao i zahtevaće krug ispitivanja u početnoj fazi. Ispitujući svoju poslovnu ideju, možete sprovesti istraživanje o industriji, prikupiti povratne informacije od prijatelja, porodice, kolega ili drugih stručnjaka iz industrije. Tada određujete da li je poslovna ideja koju ste imali vrijedno istrajati i ako je to slučaj, to će biti rođenje vašeg novog posla.

Izazovi :

- Profitabilnost poslovne ideje,
- Prihvatanje tržišta,
- Uspostavljanje poslovne strukture,
- Računovodstveni menadžment.

2. Faza pokretanja

Odlučili ste da vašu poslovnu ideju vredi istrajati i sada ste učinili vaš poslovni subjekt legalnim. U ovoj fazi ste završili sa razvijanjem proizvoda ili usluga koje vaše preduzeće može da ponudi i počecete sa marketingom i prodajom. Tokom ove faze podešavaćete svoje proizvode i/ili usluge prema prvobitnim povratnim informacijama vaših klijenata koji plaćaju prvo i tražnji na tržištu. Morate naučiti i prilagoditi poslovni model da biste osigurali profitabilnost i da bi on ispunio očekivanja vašeg kupca. Podešavanjem vašeg poslovnog modela moći ćete da postavite svoje poslovanje na pravi put.

Izazovi :

- Upravljanje gotovinskim rezervama,
- Upravljanje očekivanjima od prodaje ,
- Računovodstveni menadžment ,
- Uspostavljanje baze klijenata,
- Uspostavljanje prisustva na tržištu .

3. Faza rasta / opstanka

“Vaše” poslovanje je izdržalo početne faze poslovnog životnog ciklusa i trenutno je u fazi rasta ili opstanka. Posao dosledno donosi prihod i dodaje nove kupce. Ovi tekući prihodi pomoći će vam u plaćanju operativnih troškova i otvoriti nove poslovne mogućnosti. Trenutno bi vaše preduzeće moglo poslovati sa neto gubitkom ili održavanjem zdrave dobiti, ali moglo bi doći do neke konkurencije. Ovo je takođe kada trebate precizirati poslovni model i primeniti proverene metodologije, prodajni model, marketinški model i operativni model pre nego što proširite svoj poduhvat za masovno tržište.

Izazovi :

- Suočavanje sa povećanjem prihoda,
- Suočavanje sa povećanjem broja kupaca,
- Računovodstveni menadžment,
- Efikasno upravljanje,
- Tržišna konkurencija.

4. Faza ekspanzije / brzog rasta

Vaše poslovanje je bila uspešna kompanija i uspostavila svoje prisustvo u industriji. Sada ste dostigli fazu u kojoj će se vaše poslovanje širiti i širiti svoje korijene na nova tržišta i kanale distribucije. Da biste započeli sa kapitalizacijom uspeha svog poslovanja, moraćete da zauzmete veći tržišni udeo i pronađete novi prihod. Stoga će vaše preduzeće doživeti brzi rast prihoda i protoka novca. Faza brzog rasta koristi se od proverenog modela prodaje, marketinškog modela i operativnog modela koji je postavljen iz vaše faze rasta / preživljavanja.

Izazovi:

- Povećanje tržišne konkurencije,
- Računovodstveni menadžment ,
- Prelazak na nova tržišta ,

- Dodavanje novih proizvoda / usluga ,
- Proširenje postojećeg posla .

5. Faza zrelosti

Nakon uspešnog širenja, vaše preduzeće je na vrhu svoje industrije i sazrelo je. U završnoj fazi poslovnog životnog ciklusa, vaše preduzeće ima dominantno prisustvo na svom tržištu. Vaše preduzeće bi i dalje moglo da raste, ali ne značajnom brzinom kao što ste ranije imali. Vaša trenutna opcija je da odlučite da napravite korak nazad prema fazi ekspanzije ili razmislite o mogućoj strategiji izlaska.

Izazovi :

- Povećanje tržišne konkurencije,
- Računovodstveni menadžment,
- Prelazak na nova tržišta ,
- Dodavanje novih proizvoda / usluga,
- Proširenje postojećeg posla,
- Izlazna strategija .

Svaka faza poslovnog životnog ciklusa donosi nove ili već postojeće izazove. Rešenja koja su možda funkcionisala za jednu fazu možda neće raditi u drugoj fazi, zbog čega uvek treba da uskladite svoj poslovni plan i poslovanje. U svakoj fazi vaše poslovanje će se oslanjati na finansijski izvor koji će pomoći u prevazilaženju izazova sa kojima se vaše preduzeće suočava.

3.2. Identifikovanje i izbor strategijskih opcija za finansiranje preduzetničkog poduhvata

Preduzetnici imaju važnu ulogu u stvaranju novih preduzeća koja podstiču napredak u društvima širom sveta. Preduzetnik koristi kombinaciju inovacija i tehnologije za podsticanje novih, efikasnih sredstava i aktivnosti u svim aspektima života. Sposoban preduzetnik nauči da identifikuje, bira, opisuje, i prenosi suštinu mogućnosti koja ima atraktivan potencijal da postane uspešan poduhvat. Preduzetnik je u stanju da opiše dragocene doprinose poduhvata i kreiranje dizajna poslovnog modela koji to može i podržava konkurentsku prednost. Tim za poduhvate kreira mapu puta (strategija) koja uz dobru šansu može efikasno dovesti do komercijalizacije novog proizvoda ili usluge na tržištu. Konačno, tim preduzeća gradi inovacijsku strategiju koja podstiče održivu prednost tehnološkog poduhvata.

Na domaćem i međunarodnom tržištu preduzeća se bore za profit, koji treba da im omogući rast i zauzimanje još značajnijeg dela tržišta. Ako se preduzeće razume kao kolekcija ljudskih, materijalnih, finansijskih resursa čijom konverzijom u tržišno prihvatljive rezultate ostvaruje svoje profitne ciljeve, onda je očigledno da je njegov uspeh značajno uslovljen i načinom kako se upravlja transformacionim procesom inputa u proizvode i usluge.

U cilju ostvarenja poslovnog uspeha, preduzeća moraju biti istinski, iskreno i pošteno zainteresovana za profitabilnost. Bez profita nema energije, nema mogućnosti da se igra u budućnosti, nema mogućnosti da se gradi budućnost. Zbog toga zlatna medalja u savremenom privrednom ambijentu jeste: dobit.

Preduzeće mora da pronađe načine kako da osvoji zlatnu medalju, a jedno od mogućih sredstava za data ostvarenja jesu troškovi. Troškovi predstavljaju jedan od bitnih faktora poslovne politike preduzeća. Karakteristika savremenog preduzeća je visok nivo tehničke opremljenosti, koji dovodi do promena u strukturi troškova. Učešće fiksnih troškova u ukupnim troškovima se povećava. Povećanjem stepena iskorišćenosti kapaciteta smanjuju se fiksni troškovi po jedinici proizvoda. Praćenjem stepena iskorišćenosti kapaciteta pruža se mogućnost preduzimanja odgovarajućih mera i koncipiranja adekvatne poslovne politike. Troškovi neiskorišćenog kapaciteta deluju direktno na visinu finansijskog rezultata. Preduzeće koje ima visoke fiksne troškove u strukturi ukupnih troškova, pri delimičnom korišćenju kapaciteta, fiksni troškovi po

jedinici proizvoda postaju visoki, što uslovljava i višu cenu koštanja po jedinici proizvoda u odnosu na preduzeća sa istim obimom proizvodnje i manjim učešćem fiksnih troškova u strukturi ukupnih troškova.

Stoga je zadatak teorije dinamike troškova da utvrdi zakonitost između troškova, kapaciteta i stepena korišćenja kapaciteta, jer svaka promena u stepenu korišćenja kapaciteta izaziva promene u strukturi i visini troškova (promena troškova u masi i po jedinici proizvoda, pri čemu svaka od njih ima različitu dinamiku). Informacijama o visini troškova preduzeće može da sagleda svoje stanje i preduzme odgovarajuće akcije za njihovo snižavanje. Vrlo često oni mogu da budu sredstvo kojim će se ostvarivati konkurentska prednost, ukoliko preduzeće aktivnosti od strateškog značaja bude obavljalo jeftinije i bolje od svojih konkurenata.

Ovu strategiju vođstva u troškovima primenjuju mnoga preduzeća koja proizvodnju obavljaju u zemljama za koju su karakteristični niski troškovi radne snage. U uslovima stalne borbe na tržištu jeftine sirovine i materijali, jeftina radna snaga dobri odnosi sa dobavljačima i kupcima kao i tehnološka opremljenost predstavljaju siguran put ka uspehu. Preduzeće mora da istražuje sopstvene rezerve i utiče na njihovo prepoznavanje i aktiviranje. Na ovaj način ono stvara efekte na samom početku i troškovi se drastično smanjuju. Poznavanje troškova i njihovih karakteristika je veoma bitno jer preduzeće koje uspe da ostvari najniže troškove po jedinici proizvoda ima bolju početnu poziciju od svojih konkurenata na tržištu.

3.3. Dužnički vs trajni kapital

U cilju efikasnog i efektivnog, ili drugim rečima, uspešnog poslovanja, preduzetnik im se mora prilagođavati. Ovde ćemo se zadržati i pobliže objasniti neke osnovne karakteristike i način pribavljanja *dužničkog kapitala i trajnog kapitala*.

Dužnički kapital

Najčešći izvor preduzetničkog finansiranja jeste upravo dužnički kapital. Kod ovog finansijskog izvora, između korisnika dužničkog kapitala i ponuđača takvog kapitala nastaje poverilački odnos **koji prestaje nakon vraćanja sredstava**. Pri tome, nije uobičajeno da ponuđač kapitala posegne u vlasništvo niti u upravljanje preduzećem koje uzima dužnički kapital, već svoje finansijske pozajmice najčešće osigurava upisivanjem hipoteke na imovinu kojim raspolaže korisnik dužničkog kapitala.

(1) Kada je reč o dužničkom kapitalu, najčešći oblik ove forme finansiranja jesu *bankarski krediti*. Ovi krediti pojavljuju se u svih sedam faza finansijskog životnog ciklusa male organizacije (sedam investicionih stepena), iako su za neke (posebno rane) faze rasta ovo ne tako primereni oblici obezbeđenja potrebnih novčanih sredstava. U razvijenim privrednim strukturama, sa stabilnim i razuđenim finansijskim tržištima, bankarski krediti su relativno jednostavni načini za obezbeđenje potrebnog kapitala, sa ustaljenim i poznatim administrativnim postupcima i procedurama oko dobijanja i stavljanja u funkciju ovakvih sredstava. U zemljama u tranziciji, i pored konstantnih unapređenja, *ove procedure, kriterijumi vrednovanja biznis planova, troškovi, vreme, kao i instrumenti za garanciju, odnosno obezbeđenje povrata ovih sredstava*, još uvek za preduzetnika predstavljaju poteškoću.

Bankarski krediti su posebno primereni za finansiranje rane faze razvoja preduzeća, kao i za proširenje poslovanja. Preduzetnik ih može koristiti za kratkoročna, srednjeročna, ali i dugoročna finansiranja. Uslovi, vrste i raspoloživi obim kreditnih sredstava su u različitim bankama različiti. Informacije o finansijskom tržištu su promenljive i preduzetnik ih mora pratiti, odnosno često proveravati. Svaka racionalna odluka preduzetnika o korišćenju određenih bankarskih kredita se mora zasnivati upravo na prikupljenim informacijama o različitim izvorima dužničkog

finansiranja i opredeljenju za onaj koji u datom trenutku najviše odgovara prirodi posla, razvojnoj fazi i cilju obezbeđenja potrebnog kapitala.

Za pravilan pristup preduzetnika banci, veoma je važno da on bude svestan šta banka od njega zahteva. Bankarski zahtevi obično idu u dva pravca. *Prvi* se odnosi na samog preduzetnika i njegovu ličnost. Upravo zato je od posebnog značaja i izrada poslovnog plana koji ne pokazuje samo preduzetničku ideju, već i sposobnost preduzetnika da tu ideju jasno izloži, pokaže osećaj za realnost, spremnost za preduzetničku trku i dr. *Drugi* se odnosi na norme koje mora da ispunjava preduzetnička organizacija (preduzeće) čija delatnost i specifičnosti su u osnovi zahteva za dodelu kredita. Sa te strane nužno je projektovati bilans stanja i uspeha, prelomnu tačku rentabiliteta, izvesti analizu osetljivosti i rizika i sl. Gotovo bez izuzetka, banka traži da preduzetnik, uz bankarski kredit, obezbedi i *sopstveno učešće*, uvek, po pravilu, u znatno manjem iznosu u poređenju sa ukupnim kreditnim zahtevom.

Na drugoj strani, banke osim novčanih pozajmica nude i: profesionalne savete, finansijske reference, kreditne informacije i transfer novca. Stručni saveti bankarskih eksperata neophodni su preduzetnicima u istoj ovoj meri, kao što je to slučaj sa pravnom pomoći. Profesionalni odnos sa bankarima preduzetnik mora uspostaviti znatno pre otpočinjanja svoje delatnosti. Većina budućih preduzetnika posećuje bankare u momentu kada treba da podnese kreditni zahtev. Međutim, ukoliko preduzetnik upozna bankare sa svojim namerama i potraži savetodavnu finansijsku pomoć ranije, bankari će biti u poziciji da bolje upoznaju i njega/nju i njegov/njen poslovni poduhvat i uspostave prisniji poslovni odnos. Na ovaj način, kreditni zahtev će se oblikovati stručnije, racionalnije i sa većim izgledima za uspeh.

(2) Određeni oblik dužničkog finansiranja ostvaruje se i uz pomoć *lizinga (leasing)* proizvodne opreme. Reč je o onim slučajevima kada preduzetnik želi da nabavi proizvodnu opremu i pri tome je svestan da je, kao rezultat dinamičnog razvoja nauke i tehnologije, životni vek te opreme relativno kratak i da će je proizvođač pre ili kasnije zameniti novom i savremenijom. Lizing je savremen i veoma interesantan oblik finansiranja i za preduzetnika, ali, recimo, i za onoga ko nudi proizvodnu opremu.

(3) Dužničkim oblicima kapitala pripadaju i pozajmice kod tzv. *finansijskih posrednika*. Za finansijske posrednike je karakteristično to da vrlo precizno određuju svoje obaveze prema

vlasnicima izvora finansijskih sredstva koji svoj novac ne mogu povući iz finansijskih preduzeća mimo postignutog međusobnog dogovora i definisanih uslova. Time se finansijski posrednici razlikuju od banaka koje funkcionišu na osnovu depozita svojih komitenata koji mogu povući svoje depozite i na taj način smanjiti kreditne mogućnosti banke.

(4) Budući preduzetnici i početnici u preduzetničkom poslu treba da znaju da značajan izvor finansiranja njihovog poslovanja mogu biti i kupci i dobavljači, kroz razne oblike avansa i drugih sredstava od kupaca i/ili zaduživanjem kod dobavljača.

Trajni kapital

(1) Kod izvora trajnog kapitala najpre treba spomenuti *privatna ulaganja*, kao jedan od najznačajnijih izvora kapitala za nova i rastuća mala preduzeća. Ovde je reč o onim slučajevima kada privatnik, pod određenim uslovima, nudi drugom privatniku odgovarajući iznos kapitala za realizaciju njegovog preduzetničkog poduhvata.

(2) *Javna prodaja vlasničkih vrednosnih papira* preduzeća na tržištu je takođe oblik dobijanja trajnog kapitala. Ovo je forma finansiranja koja je primerena postojećim preduzećima i često se koristi ne samo za snižavanje troškova kapitala, dokapitalizaciju preduzeća ili promenu vlasništva, već i za povećanje trajnosti i stabilnosti preduzeća u očima kupaca, konkurenata, dobavljača, kao i samih zaposlenih.

(3) Trajni kapital se može obezbediti i ako se deo preduzeća *proda* ili *podeli*. Prodaja nedvosmisleno povećava likvidnost jer preduzeću donosi gotovinu, ali i decentralizaciju obzirom na smanjenje veličine i rešavanje problema neefikasnosti pojedinih organizacionih, odnosno funkcionalnih delova.

(4) Jedan od svakako najznačajnijih oblika dobijanja trajnog kapitala u preduzetništvu je prodaja celokupnog posla. Naime, kao što smo razumeli, osnovni cilj preduzetnika je profitni cilj i njegovo nastojanje da maksimizira razliku između vrednosti sredstava koje je uložio u posao i tržišne vrednosti preduzeća koju može dobiti u novčanom obliku prodajom samog preduzeća, odnosno posla. Prodaja posla znači kraj preduzetničke delatnosti i ubiranje plodova (*preduzetnička žetva*), pri čemu je tržište "glavni arbitar". *Kapitalna dobit* pokazuje u kojoj meri je ta žetva bila uspešna i u kojoj meri je, u stvari, i sam preduzetnik bio uspešan.

(5) Poseban izvor kapitala koji ubrajamo u trajni kapital jesu *fondovi tzv. venture (rizičnog, smelog) kapitala*. Ovaj vid finansiranja može dopuniti (kompletirati i komplementirati) druge vidove obezbeđenja finansijskih sredstava kao što su: bankarski krediti, vlasnički trajni kapital ili neke oblike finansijske podrške od strane države. Razumeti finansiranje putem rizičnog kapitala znači poznavati njegove ključne karakteristike:

- Nosioци rizičnog kapitala (to mogu biti intitucije u državnoj i privatnoj svojini) obezbeđuju kapital novim i malim firmama sklonim rastu, *čiji proizvodi imaju naglašen tržišni potencijal i konkurentsku poziciju*, u zamenu za *deo vlasništva u njima*. Znači, za razliku od banaka, rizični kapital ne traži klasičan povrat pozajmljenih sredstava (kamatna stopa, anuitetni plan, hipoteka i sl.), već je prvenstveno zainteresovan za profitni potencijal biznisa, odnosno prodaju akcija firme jednog dana po ceni koja je višestruko veća od njihove inicijalne investicije. Rizični kapitala ima retko većinski udeo i, po pravilu, učestvuje od 20-40% u vlasništvu preduzeća.
- Rizični kapital pruža pomoć u *upravljanju firmom* – postoji nekoliko vitalnih razloga za to. Pre svega, (a) preduzetnici, bogati tehničkim znanjima, koji zameću nove, brzo rastuće biznise (recimo iz oblasti informaciono-komunikacione tehnologije i sl.) nemaju dovoljno sposobnosti, znanja i veština iz oblasti menadžmenta; (b) nužnost za dugoročnu i tesnu vezu sa upravljanjem od strane nosioca rizičnog kapitala, i (c) preduzetnik očekuje pomoć jer je sa rizičnim kapitalom dobio suvlasnika koji je tim momentom preuzeo i obaveze učešća u upravljačkoj funkciji.
- Investitori rizičnog kapitala *zahtevaju veći prihod* u odnosu na druge oblike kapitala. Razlog je u tome što ulaganjem kapitala preuzimaju veliku dozu rizika. Prema nekim iskustvima u svetu, prihod investitora rizičnog kapitala se utrostručuju u periodu od tri godine – rizik, odnosno prinos se kreće od 50% na početku (kada se obezbeđuje već pominjani, tzv. semenski kapital), pa do nekih 20% u fazi kada se firma nalazi u fazama poslovne transformacije.

- *Strpljenje* –U razvijenim privrednim strukturama, prodaja udela rizičnog kapitala realizuje se u periodu između 5 i 7 godina od nastanka preduzeća, pa takav dugoročni odnos zahteva strpljenje.

Fondovi rizičnog kapitala obično investiraju u rastuće preduzetničke organizacije (grane), pa je i valuacija, odnosno selekcija veoma oštra. Od svakih 100 zahteva, 80 otpada već nakon prvog uvida, 10 biva eliminisano posle jednonedeljnih provera, 8 posle jednomesečnih, a svega 2 zahteva se prihvataju i to nakon više od mesec dana detaljnih analiza – glavni razlog je slab i neuk menažment.

3.4. Fondovi rizičnog i privatnog kapitala kao instrument finansiranja preduzetničke organizacije

Fondovi rizičnog kapitala (eng. venture capital) su važan deo finansijskog sistema.. Najčešće su to organizacije iz IKT sektora.

Već je odavno poznato u razvijenim zemljama da je ključ ubrzanog i stabilnog rasta u razvoju malog i srednjeg preduzetništva. Naravno, to ne znači da velike firme nisu potrebne, već da su male i srednje firme neophodan i dobar partner velikima. Kao što sama reč preduzetnik kaže, to je osoba koja nešto menja i preduzima, tako su i male i srednje firme sinonim za spremnost na brzo prilagođavanje novonastaloj situaciji i inovativnost. Da bi privredna struktura rasla i razvijala se, nužne su stalne promene i prilagođavanja u skladu sa svetskim trendovima i sve izbirljivijim potrošačima. Praksa pokazuje da pravo rešenje za konkurentnost na globalnom tržištu nisu niže cene, već novi proizvodi i tehnologije

Rizični kapital je veoma važan u privrednom razvoju svake države. Rizični kapital može poslužiti za različite namene u oblasti investiranja. Neke od danas najjačih svetskih IT firmi poput Microsoft-a, Google-a, eBay-a pokrenute su finansijskom inekcijom rizičnog kapitala

Fondovi rizičnog kapitala poseduju karakteristiku dugoročnih ulaganja, svakako uključeni su u poslovanje tokom celog trajanja ulaganja . Takođe važno je da ne zahtevaju garancije za povrat uložениh sredstava i povrata.

Drugi deo

**ANATOMIJA I FIZIOLOGIJA FONDOVA RIZIČNOG
KAPITALA**

4. POTENCIJAL FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA ZA EKONOMSKI RAZVOJ

4.1. Evolucija fondova rizičnog kapitala

Rizični kapital je počeo da se razvija 1920-ih i 1930-ih godina na prostorima Sjedinjenih Američkih Državama i Velikoj Britaniji tada kao aktivnost bogatih pojedinaca. Formalna delatnost se razvila 1934. godine osnivanjem Chaterhouse Development Capital kompanije, prve kompanije rizičnog kapitala u Velikoj Britaniji.

U Velikoj Britaniji osnovan je 1945. godine fond rizičnog kapitala. On postoji i danas kao jedan od najvećih fondova na svetu. U Sjedinjenim Američkim Državama se 1946. godine osniva prvi fond rizičnog kapitala. Ideja o formiranju potiče 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 (eng. Georges 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%. Sledeću fazu u razvoju industrije rizičnog kapitala obeležava 1958. godina kada je zakonom omogućeno osnivanje (eng. 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, posebnopenzione 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 Silikonska Dolina (eng. 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 velikih razmera, rizični kapital je doživeo tokom perioda od 1970. do 1980. godine, kada su na osnovu njega nastale neke od najvećih kompanija toga doba (*Apple Inc, Digital Equipment Corporation, Genentech*). Slom berzi 1987. godine, poznat kao (eng. *Black Monday*), usporio je aktivnost fondova. Međutim od sredine 1990-tih, kada je počeo dot.com⁴ 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 News Corporation*, vrlo uspešnog *IPO-a Google-a*, kao i pojave *Facebook-a* i *Twitter-a*.

Rizični kapital se u kontinentalnim zapadnoevropskim 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 plaše zavisnosti od akcionarskog kapitala, te je u tim zemljama visoko razvijena i dugo prisutna kultura akcionarstva.

⁴ insis.vse.cz

4.2. Osnovne karakteristike, vrste i struktura rizičnog kapitala

Usko rečeno, rizični kapital odnosi se na kapital koji se isporučuje rastućim kompanijama i ima oblik akcionarskog kapitala u poslovnim firmama. U ovu definiciju su uključeni svi oblici novca kako početni kapital tako i kao razvojni kapital za male, ali rastuće firme. U zemljama u razvoju kao što je naša zemlja koncept rizičnog kapitala je shvaćen u tom smislu. U našoj zemlji rizični kapital obuhvata samo osnovni kapital, finansije za visoku tehnologiju i sredstva za pretvaranje istraživanja i razvoja u komercijalnu proizvodnju.

U širem smislu, poduhvatni kapital odnosi se na posvećenost kapitala i znanja za formiranje i osnivanje kompanija, posebno onima specijalizovanih za nove ideje ili nove tehnologije. Dakle, to nije samo ubrizgavanje sredstava u novu firmu, već i istovremeno unošenje veština potrebnih za postavljanje firme, osmišljavanje njene marketinške strategije, organizovanje i upravljanje njime. U zapadnim zemljama poput SAD-a i Velike Britanije, perspektiva rizičnog kapitala skenira mnogo širi horizont duž pomenutog smisla. U tim se zemljama rizični kapital ne sastoji samo od nabavke sredstava za finansiranje tehnologije, već i od kapitala i veština za podsticanje rasta i razvoja preduzeća. Veliki deo ovog kapitala ostaje iza uspostavljene tehnologije ili se koristi da pomogne razvoju novih timova za upravljanje. Upravo je ta široka uloga omogućila industriji rizičnog kapitala na Zapadu da postane snažna sila u industrijskom razvoju. Stoga će biti smislenije prihvatiti širi osećaj rizičnog kapitala. Karakteristike rizičnog kapitala: Rizični kapital kao izvor finansiranja razlikuje se od ostalih izvora finansiranja zbog njegovih jedinstvenih karakteristika, kao što je navedeno u daljem tekstu:

1. Rizični kapital je u osnovi finansiranje novih poduhvata putem učešća u kapitalu. Međutim, takvo ulaganje može biti i u obliku dugoročnog zajma, kupovine opcija ili konvertibilnih hartija od vrednosti. Glavni cilj temeljnog ulaganja u akcionare je ostvarivanje kapitalne dobiti tamo kasnije kada preduzeće postane profitabilno.
2. Rizični kapital čini dugoročno ulaganje u veoma potencijalne poduhvate preduzetnika sa tehničkim potrebama čija bi povratka mogla biti dostupna nakon dužeg perioda, recimo 5-10 godina.

3. Rizični kapital ne ograničava se na isporuku akcijskog kapitala, već i na veštinama za podsticanje rasta i razvoja preduzeća. Ulagački kapitalisti osiguravaju aktivno učešće u menadžmentu koji je preduzetnički posao i kompaniji pružaju svoje znanje o marketingu, tehnologiji, planiranju i upravljanju.

4. Finansiranje rizičnog kapitala uključuje spektar povrata visokog rizika. Neki od poduhvata mogu doneti veoma visoke prinose do nadoknade za velike gubitke od drugih koji mogu takođe imati izgleda za zaradu.

U suštini, institucija rizičnog kapitala je finansijski posrednik između investitora koji traže visok potencijal prinosa i preduzetnika kojima je potreban institucionalni kapital jer još nisu spremni / sposobni da izađu u javnost.

Rizični kapital je povezan sa uzastopnim fazama razvoja firme sa karakterističnim vrstama finansiranja, odgovarajućim za svaku fazu razvoja. Dakle, postoje četiri faze razvoja firme, naime, razvoj ideje, pokretanje, razvoj i uspostavljanje.

Prva faza razvoja firme je izrada ideje za definisanje preciznih specifikacija za novi proizvod ili uslugu i uspostavljanje poslovnog plana. U ovu svrhu preduzetniku su potrebna finansijska sredstva za sadnice. Venture capitalist smatra ovu fazu najopasnijom i najtežom s obzirom na činjenicu da je većina poslovnih projekata napuštena na kraju faze sadnice.

Faza pokretanja je druga faza razvoja firme. U ovoj fazi preduzetnik osniva preduzeće da sprovede poslovni plan za proizvodnju proizvoda ili pružanje usluge. U ovom procesu razvoja, venture capitalist obezbeđuje start-up finansiranje.

U trećoj fazi firma je napravila određeni napredak, ušla u fazu proizvodnje proizvoda ili usluge, ali se suočava sa ogromnim problemima sa zubima. Možda neće moći da stvori adekvatne interne fondove. Takođe će mu biti otežan pristup spoljnim izvorima finansiranja. Da bi prevazišao problem, preduzetniku će trebati velika količina novih finansijskih sredstava od preduzetničkog kapitala.

U poslednjoj fazi razvoja firme kada se stabilizira i možda će trebati, u nekim slučajevima, uspostavljanje finansiranja za eksplicitne mogućnosti obima. Ovo je konačna injekcija sredstava

rizičnih kapitalista. Procenjeno je da čitav ciklus u Sjedinjenim Američkim Državama traje od pet do deset godina.

Rizični kapital postaje sve popularniji u različitim delovima sveta zbog presudne uloge u podsticanju industrijskog razvoja iskorištavanjem ogromnih i neiskorištenih potencijala i prevazilaženja pretnji. Rizični kapital igra ovu ulogu uz pomoć sledećih glavnih funkcija:

Venture capital obezbeđuje finansije kao i veštine za nova preduzeća i nove poduhvate postojećih zasnovanih na inovacijama visoke tehnologije. Omogućava osnovni kapital za finansiranje inovacija čak i u početnoj fazi.

U fazi razvoja koja sledi konceptualnu fazu, venture capitalist razvija poslovni plan (u partnerstvu sa preduzetnikom) u kome će se detaljno opisati tržišne mogućnosti, proizvod, razvoj i finansijske potrebe. U ovoj ključnoj fazi, rizični kapitalista mora da proceni suštinske prednosti tehnološke inovacije, osigura da je inovacija usmerena na jasno definisanu tržišnu priliku i da se uveri da je upravljački tim na čelu poslova dovoljno kompetentan za postizanje ciljeva. poslovnog plana.

Stoga, venture capitalist pomaže kompaniji da pređe u fazu eksploatacije, tj. Pokretanje inovacije. Tokom pokretanja inovacije, venture capitalist će nastojati da uspostavi vremenski okvir za postizanje unapred određenih ciljeva marketinga, prodaje i prodaje.

U svakoj investiciji, kako rizični kapitalista preuzima apsolutni rizik, njegova uloga nije ograničena na pukog dobavljača sredstava već aktivnog partnera sa ukupnim ulaganjem u projekat potpomognut. Stoga se od rizičnog kapitalista očekuje da obavlja ne samo ulogu finansijera, već i kvalificiranog posrednika koji pruža širok spektar specijalističkih usluga - tehničkih, komercijalnih, menadžerskih, finansijskih i preduzetničkih. Venture capitalist popunjava jaz u vlasnikovim sredstvima u odnosu na kvantitet kapitala potreban za podršku uspešnom pokretanju novog posla ili optimalnom obimu poslovanja postojećeg posla. Deluje kao okidač za pokretanje novog posla i kao katalizator u podsticanju postojećih firmi da postignu optimalne performanse.

Uloga rizičnih kapitalista širi se čak i ako vidimo da firma ima odgovarajuće i adekvatno finansiranje komercijalnog bankarstva i potraživanja. Venture capitalist pomaže preduzetnicima u lociranju, intervjuisanju i zapošljavanju izvanrednih korporativnih uspeha da profesionalizuju firmu.

4.3. Investitori i strategije investiranja u rizični kapital

Ciljana veličina investicije i minimalni iznos koji fond ulaže u preduzeća povezan je i sa fazom razvoja preduzeća.

Fondovi koji investiraju u ranu fazu razvoja preduzeća obično ulažu minimalno 500 hiljada evra. Sa druge strane fondovi koji su fokusirani na ekspanziju, imaju za cilj da ulože u kompaniju minimalno i po 10 miliona evra. Fondovi koji su posvećeni transakcijama preuzimanja (*eng. buyout*) neretko imaju taj minimalni prag investiranja i do nekoliko desetina miliona evra. 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.

Vrlo je važna podela fondova rizičnog kapitala na opšte i specijalizovane, prema izboru sektora investiranja. Tako će opšti fondovi 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 koji ulažu u jednu ili manji broj industrija često će delovati u regiji, panevropski ili globalno.

Proces investiranja

Jasno je da fondovi rizičnog kapitala imaju dosta novca, međutim postoji ogroman broj ovih fondova i konkurencija je među njima žestoka. Kako bi oplodili kapital, fondovima je izuzetno potreban kvalitetan projekat. Fondovi mogu dobijati 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.

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 se odlučuje za investiranje. Od trenutka pokazivanja interesa do samog investiranja može proći i po nekoliko meseci.

Proces investiranja fonda u kompaniju je poseban u odnosu 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 doseže 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 uložiti novac u neko preduzeće ili ne, zavisi ne samo od vrednosti njegove imovine, kolateralu i kontinuitetu prošlog poslovanja (čemu najveći značaj daju banke) nego i od procene investitora da li preduzeće, u koje se ulaže, sposobno ostvariti buduće prihode, odnosno dobit u meri u kojoj se to od njega očekuje.

Fondovi rizičnog kapitala traže prilike na lokalnom, regionalnom ili svetskom. 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 povrata (*eng. internal rate of return, IRR*) bude od 25% pa na više.

Investitor se mora uveriti da je preduzetnik spreman ostvariti poslovni i finansijski plan i da za to ima valjanu strategiju.

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

- kratak opis prilike za investiranje
- opis sektora i tržišta u kojem preduzeće posluje ili planira poslovanje

- opis strategije preduzeća
- biografije menadžerskog tima preduzeća (često odlučujući faktor za ulaganje u preduzeće)
- finansijske izveštaje i projekcije (najčešće za 5 godina)

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

Detaljna analiza

Sledeću fazu u procesu investicije rizičnog kapitala označava detaljna analiza, pri čemu se podrazumeva analiza i istraživanje poslovanja kompanije u svrhu pripreme poslovne transakcije⁵. 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 uvrđi 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 utroši u proseku samo na procenjivanje humanog kapitala preduzetnika, pokušavajući da se umanju interni rizik. To ne uključuje vreme potrošeno na tržište, proizvode, finansijsku stabilnost kompanije, itd.

Nivo detaljne analize ograničen je vremenom, kao i troškovima smanjivanja asimetričnih informacija.

Dodatna vrednost detaljne analize za preduzetnika predstavlja fokus investitora na dugoročne i strateške ciljeve, te *SWOT* analiza koja se radi tokom detaljne analize. Preduzetnik tako stiče uvid u sopstveno poslovanje, što može doprineti poboljšanoj strategiji poslovanja.

Rizični kapital je vrlo važan izvor finansiranja novog posla. Ovde investitori daju novac za pokretanje posla koji ima jak potencijal visokog rasta i profitabilnosti. Pružalac rizičnog kapitala takođe pruža menadžersku i tehničku podršku.

⁵ Cvijanović V., Marović M., Struk B., (2008), *Finansiranje malih i srednjih preduzeća*, Gipa d.o.o. Zagreb., str. 168.

Ulaganja u rizični kapital vrše se ponajviše u slučaju inovativnih projekata. Koristi od takvih investicija mogu se ostvariti dugoročno. Dobavljači rizičnog kapitala ulažu novac u obliku sopstvenog kapitala. Pošto se ulaganje vrši putem kapitalnog ulaganja, dobavljači rizičnog kapitala učestvuju u upravljanju kompanijom.

Partnerstvo sa fondom rizičnog kapitala donosi ogroman broj prednosti ali takav vid investiranja ima i određene nedostatke.

Međutim partnerstvo sa fondom nosi i određene nedostatke. Ti nedostaci najčešće se ogledaju u gubitku nezavisnosti u odlučivanju.

4.4. Pravni i institucionalni aspekti funkcionisanja 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 strukturirana, 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. Postojeći menadžment uglavnom nastavlja upravljati društvom, što je često i uslov za ulazak investitora u poslovni poduhvat.

Za razliku od tipične MBO⁶ transakcije, u jednostavnijem obliku ove transakcije učestvuju samo dva glavna subjekta - investitor (fond) i društvo primatelj 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 za sprovođenje transakcije i razvoj investicije, već su samo davaoci kapitala zafinansiranje 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 primatelj investicije.

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.

Preliminarni ugovori obično su⁷:

- Ugovor o čuvanju poverljivih informacija (eng. *confidentiality agreement, non disclosure*

⁶U 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.

⁷Cvijanović V., Marović M., Sruk B., (2008), Finansiranje malih i srednjih preduzeća, Gipa d.o.o. Zagreb., str. 194, dostupno na repozitorij.efst.unist.hr

agreement) - njime se reguliše koje će se informacije smatrati tajnim i način na koji će se održavati tajnim. To su obično informacije vezane za kompaniju koja je predmet preuzimanja.

- Pismo namere ili ugovor preliminarnih uslova (eng. *heads of terms*): to je zapravo odgovor investitora na poslovni plan menadžmenta i rezultat inicijalnih pregovora. Opisuje temeljne uslove pod kojima bi investitor bio spreman ulagati.
- *Exclusivity/lock-out* ugovor: tim ugovorom se stranke obavezuju da za vreme trajanja njegovog vađenja 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.

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.

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. Prie 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.

1. Društveni ugovor je jedan je od glavnih ugovora transakcije rizičnog kapitala. Njime stranke definišu međusobne odnose vezano za poslovanje predmetnog društva. On sadrži sledeće odredbe⁸:

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 dela menadžmenta u slučaju njihovog odlaska sa dužnosti najčešće unutar određenog vremenskog perioda (npr. u okviru roka roka od 2 godine od dana ulaska investitora). Praksa je da menadžer prilikom odlaska iz kompanije mora da otuđi svoj udeo u korist postojećih akcionara društva ili menadžmenta.

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

⁸Cvijanović V., Marović M., Sruk B., (2008), Finansiranje malih i srednjih preduzeća, Gipa d.o.o. Zagreb., str. 198, dostupno na repozitorij.efst.unist.hr

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.

2. 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 redovno investitori, postojeći menadžeri, te sama kompanija. Investicioni ugovor redovno sadrži sledeće elemente:

- 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.

4.5. Tržište rizičnog kapitala u svetu i zemljama u razvoju

Prema Statista - The Statistics Portal, od 1985. godine, vrednost private equity fondova u SAD-u se povećala za 180,59 mlrd. dolara u 2000. godini, dok je u 2015. godini povećanje iznosilo 144,52 mlrd. američkih dolara.⁹ Najveći rast vrednosti private equity fondova ostvaren je u 2007. godini kada je iznosio 263,86 mlrd. američkih dolara. Zatim, ulaganja u venture capital u SAD-u od 1985. godine su bila mnogo niža nego ulaganja u private equity. U 2015. Godini u venture kapital je uloženo 28,22 mlrd. američkih dolara, dok je najveće ulaganje ostvareno 2000. godine kada je u venture capital uloženo 101,43 mlrd. američkih dolara.

⁹ <https://www.statista.com/statistics/280255>

Od 2008. godine latino-američki rizični kapital prikazuje najtačnije, sveobuhvatne i najnovije podatke o venture capital ulaganjima, prikupljanju sredstava za fondove i izlaske u Latinskoj Americi. Skupljeni su iz primarnih i sekundarnih podataka, a uključuju i dvogodišnju anketu. LAVCA je neprofitabilna organizacija koja podupire rast private equity i venture capital industrije u Latinskoj Americi. Cilj LAVCA-e je podstaknuti regionalni privredni rast kroz venture capital i private equity ulaganja.

Prema publikacijama koje je objavila LAVCA, najviši kapital koji je uložen u private equity i venture capital, iznosio je 10,39 biliona američkih dolara u 2014. godini a time je ostvaren novi rekord u odnos na 2011. i 2015. godinu kada je iznosio 10,27 biliona američkih dolara.¹⁰

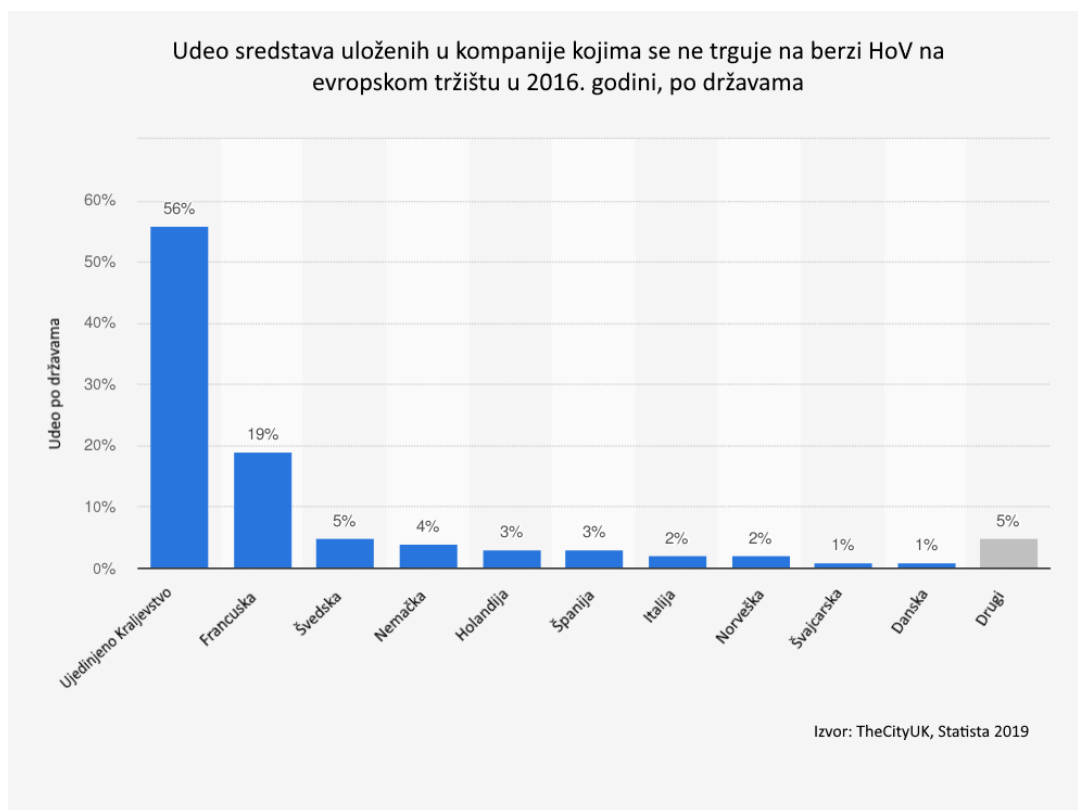
Prema Preqin Special Report (2015) azijski private equity je mlađe i manje razvijeno tržište u odnosu na Severnu Ameriku i Europu, no azijska ekonomija se sve više razvija (posebno ekonomija Kine i Japana), te azijski private equity ima važnu ulogu u globalnom private equity tržištu. Prema Preqin Special Report iznos prikupljenog kapitala povećava se iz godine u godinu te od 2012. kada iznosi 7 biliona američkih dolara raste te 2014. doseže nivo od 22,9 biliona američkih dolara što je do tada najviši ostvareni iznos prikupljenog kapitala. U 2015. je narastao 1,4 bilijun dolara odnosu na 2014. godinu. Trenutno postoji 667 aktivnih investitora u Aziji, što čini 11% globalnih investitora u svetu. To predstavlja povećanje od 22% u broju aktivni azijskih investitora u odnosu na isto vreme u 2014. godini. Najveći udeli azijskih investitora nalaze se u Kini (25%) i Japanu (24%), što nije iznenađujuće s obzirom na zrelu ekonomiju Japana i veličinu Kine¹¹

Ovaj statistički prikaz ilustruje udele sredstava privatnog kapitala prikupljenih u Ujedinjenom Kraljevstvu i na drugim značajnim evropskim tržištima akcija od 2016. godine. Tržište kapitala Velike Britanije najrazvijenije je van Sjedinjenih Država. Od 2016. godine, na tržištu Velike Britanije prikupljeno je ukupno 56 procenata evropskih fondova za privatni kapital. Fondovi privatnog kapitala sa sedištem u Francuskoj činili su 19 procenata prikupljenih sredstava u Evropi.

¹⁰ <https://lavca.org/vc/vc-data>

¹¹ asean.org

Grafik 1: Udeli sredstava privatnog kapitala prikupljenih u Ujedinjenom Kraljevstvu i na drugim značajnim evropskim tržištima akcija od 2016. godine



Izvor: <https://www.statista.com/statistics/324083/uk-equity-market-private-equity-funds-raised-europe>

Nemačka spada u vodeće evropske tehnološke zemlje i dobila je na važnosti u EU tokom poslednjih godina vođena od strane ključnih regionalnih tehnoloških čvorišta u Berlinu, Hamburg i Minhen (EI, 2015). Obim finansiranja u Nemačkoj je pokazao značajne stope rasta od 2013. Godine, „a nemački startupi dostigli su novi nivo vrednovanj odražavajući rastuću relevantnost start-up tržišta u Nemačkoj (EI, 2015).

Stoga je od interesa za dublji uvid u specijalnosti nemačkog tržišta VC kao i prethodna istraživanja koja su se prevashodno fokusirala na VC tržište u Sjedinjenim Državama. Američko i nemačko tržište van tržišta kapitala nisu uporedivi iz više razloga. Skorašnji razvoj evropskog i nemačkog tržišta za VC može se pripisati razlikama u razvoju finansijskog tržišta, poreskoj politici, propisima tržišta rada, javne potrošnji o istraživanju i razvoju, kao i o politici transfera

tehnologije (Black & Gilson, 1998; Bosma i Levi, 2010; Cumming, Schmidt, & Valz, 2010; La Porta, Lopez-deSilanes, Shleifer, & Vishni, 2000; Lerner & Tag, 2013). Ovih uzroka ima nekoliko. Na primer, u Nemačkoj iako su veličine ugovora porastu u poslednjim godinama, veličine posla nisu uporedive. U SAD-u veličina posla nadmašuje one u Nemačkoj, što implicira drugačiju averziju prema rizik. Štaviše, američki VCC-ovi su više profesionalizovani u upravljanju i funkcionisanje kroz investicijski proces (Lerner i Tag, 2013). Otuda, rizik i povratje od veće važnosti za evropske i nemačke VCC u poređenju sa američkim.

Što se tiče ostatka sveta, na jugu deluju Australijski fondovi rizičnog kapitala. To je nacionalno udruženje koja predstavlja privat equity i venture capital industrije. Članovi AVCAL-a čine većinu aktivnih private equity i venture capital preduzeća u Australiji.¹²

Vrednost globalnih ugovora o privatnom kapitalu povećala se sa 487,97 na 825,77 milijardi američkih dolara u petogodišnjem periodu (2013-2018. godina).

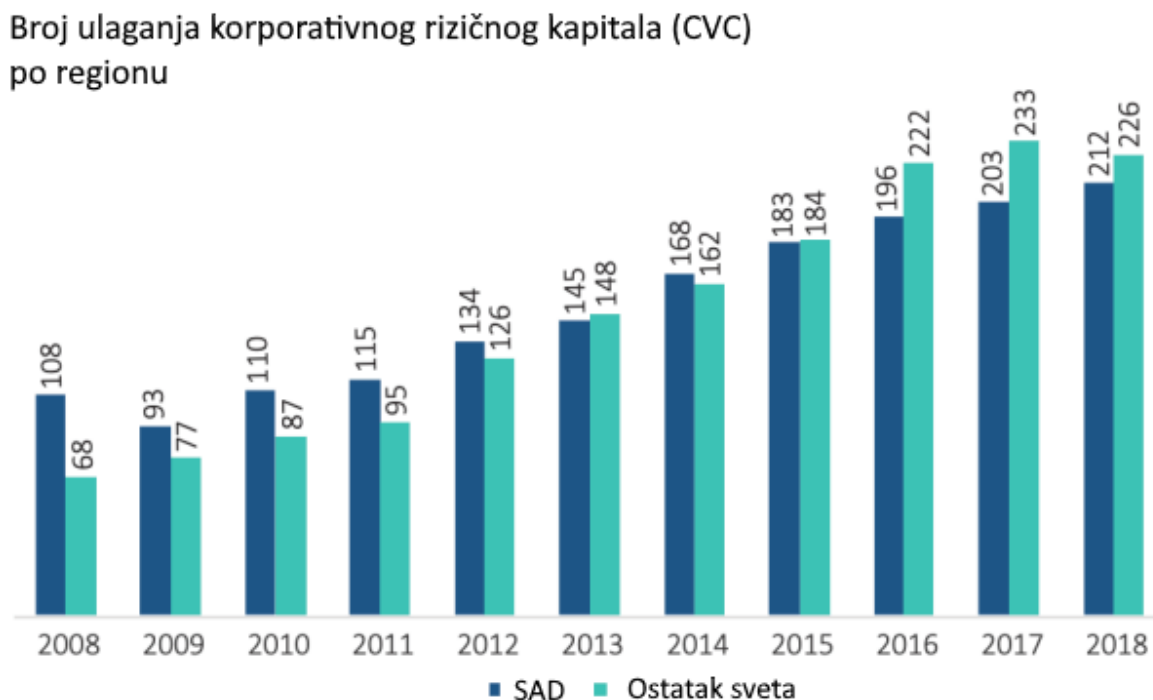
Korporativni rizični kapital („CVC“) dobio je nadimak „turistički kapital“, zbog velike cikličnosti: on ima tendenciju porasta u „visokoj sezoni“ kada su tržišta jaka i istorijski brzo mogu da ispare kada se tržišta posrnu.

U poslednjoj deceniji, međutim, došlo je do velikih promena u tipičnom profilu i aktivnostima korporativnih investitora. Danas 77% kompanija iz Fortune 100 (Top 100 američkih kompanija zasnovanih na prihodu) investira u rizični kapital, a 52% kompanija iz Fortune 100 ima svoje investiciono oružje. Velike tehnološke kompanije su među nekim od najaktivnijih investitora u tehnologiju i pokazale su snažne finansijske performanse datum. Ali korporacije CVC oružje prevazilaze tehnologiju: giganti finansijskih usluga, osiguravajuće kompanije, Health and Pharma i velike medijske kompanije. I naravno, tu je Softbank koja je sama udvostručila kapital na raspolaganju za VC ulaganja širom sveta sa svojim Vision fondom od 100 milijardi USD

¹² <https://www.avcal.com.au/about-avcal/about-avcal>

Broj jedinstvenih korporativnih investitora u SAD-u u 2018. godini bio je 212, što je skoro dvostruko više od broja jedinstvenih CVC-a u 2008. godini koji su prema PitchBook-u iznosili 108.

Grafik 2: Korporativni rizični kapital u SAD-u i ostatku sveta



Izvor: PitchBook

Izvor: <https://pitchbook.com/news/reports/2q-2019-pitchbook-analyst-note-the-golden-mean-of-corporate-venture-capital>

U 2018. godini ukupne američke VC investicije dostigle su 135 milijardi dolara, od čega je 71,1 milijardi dolara došlo od CVC-a. Dakle, CVC aktivnosti predstavljale su 52% ukupne investicije, premašivši nekorporativni VC prvi put. 2018. godina nije bila zaokret, već je umesto toga deo dugoročnog trenda. Prema PitchBook-u, obim ulaganja korporacija u CVC od strane američkih korporacija porastao je sa 6,4 milijarde dolara na preko 38 milijardi dolara.

S druge strane, čini se da evropska preduzeća sporije usvajaju rizični kapital. Ukupne evropske VC investicije u 2018. godini dostigle su 22,88 milijardi dolara, od čega su ulaganja u CVC

predstavljala 8,87 milijardi dolara, ili 38,7% od ukupnog iznosa. Sve u svemu, nivo evropskih VC investicija porastao je međugodišnje, ali nivo korporativnog VC ulaganja u Evropi se nije mnogo promenio. Da li evropska preduzeća sporije usvajaju VC? Čini se da postoji rastući apetit za ulaganjima u Evropi, posebno na vodećim tržištima u Velikoj Britaniji, Nemačkoj i Francuskoj, a sve više i više korporacija investira u tradicionalnije VC fondove, kao i u otvorena oružja za direktna ulaganja.

Multinacionalne korporacije obuzele su izraelsko tržište. U Izraelu, jednom od najaktivnijih tržišta rizičnog kapitala van Silicijumske doline, 2018. godina bila je velika godina sa uloženim 7,5 milijardi dolara rizičnog kapitala. 43% ukupnog obima posla (3,26 milijardi USD) učestvovalo je u CVC-u. Prema IVC-u, nivo aktivnosti CVC fondova u Izraelu u poslednjih nekoliko godina masovno je porastao. Od 773 posla koji uključuju CVC u 2012. do 949 u 2018. U proseku su runde koje uključuju CVC veće, funkcija pozornice u koju su CVC uključeni. Anegdotalno, video sam CVC pozvane da ponude od serije B pa nadalje startup ploča je fokusirana na stratešku vrednost i međunarodnu ekspanziju.

Prema nedavnom izveštaju PVC-a i Startup Nation Central-a, u Izraelu postoji 536 multinacionalnih korporacija, od kojih 16% (85) vodi investicije.

Uzimanje novca od korporacija nije trivijalna odluka za pokretanje, posebno u ranoj fazi. Takođe, nisu svi CVC-i jednaki. Neki ulažu u finansijske prinose (usklađivanje podsticaja sa preduzetnikom, a drugi investitori na glavnoj tabeli), drugi ulažu u stratešku vrednost (proširenje svojih istraživanja i razvoja), što bi moglo stvoriti neusklađene podsticaje. Postoji i brzina donošenja odluka (zavisno od strukture i fonda za investicije CVC-a). Startupu je takođe teško da proceni signalni rizik (uzimanje novca od Coca Cole često može značiti da bi njihovi konkurenti mogli biti isključeni iz rada sa kompanijom) ili rizik blokiranja izlaza u slučaju strateških ulaganja.

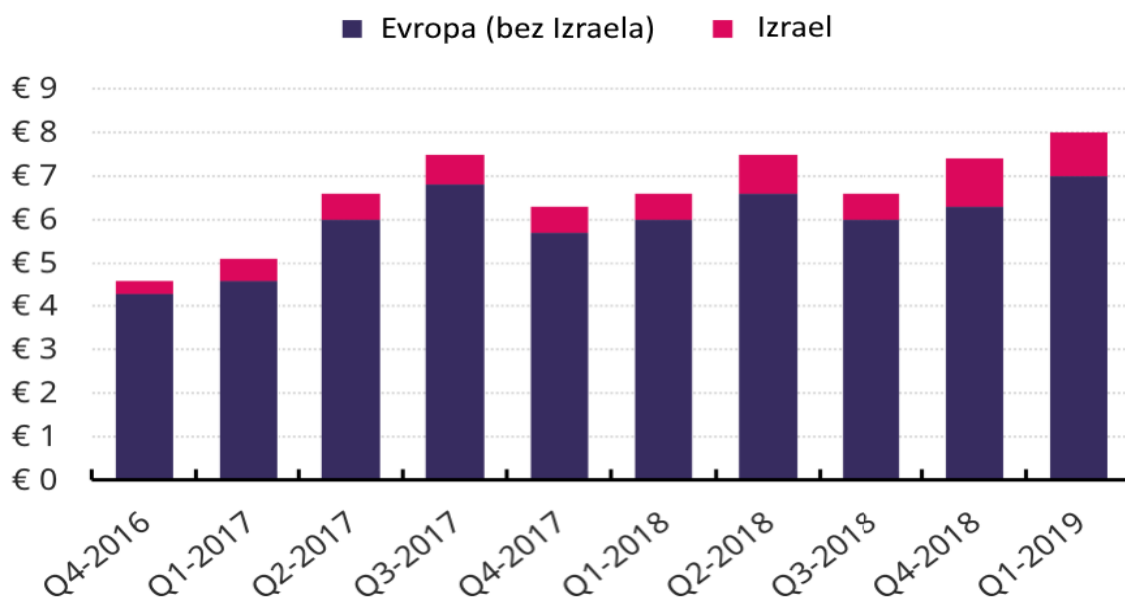
Sa druge strane, korporacije mogu uistinu biti strateški partneri za startup ukoliko se to koristi na pravi način. CVC-i mogu ponekad otvoriti vrata komercijalnim ugovorima, sa sobom doneti

udruživanje branda i mogu postati sjajni dizajnerski partneri ili referentni kupci, pomažući startupu da pređe preko provalije i otključa mogućnosti.

U prvom kvartalu 2019. godine evropski startupovi prikupili su rekordan iznos ulaganja u rizični kapital. To je ključni korak ovog grafikona koji sledi.

Grafik 3: Evropski startupovi - iznos ulaganja u rizični kapital

Rizični kapital investiran (mlrd. evra) u evropske startup-ove po kvartalima (od Q4-2016 do Q1-2019*)



Izvor: Dealroom data

Beleška: Q1-2019 je zaključno sa 27.03.

Izvor: www.ianhathaway.org

Prema podacima Dealroom, ulaganja u rizični kapital u evropske startup do sada su dostigla 7 milijardi evra (ako se uključi i Izrael) u prva tri meseca godine; sve vreme vrhunac. Te kapitalne investicije su raspoređene u preko 690 preduzetničkih ugovora (766 uključujući Izrael).

Evropski startupovi podigli rekord svih ulaganja u 2018. godinu u vrednosti od 24,9 milijardi evra, pokazuju podaci Dealroom-a. To je povećanje od 23,1 milijarde evra u 2017. godini, za dobitak od 8%. Neke od najvećih ponuda uključuju 500 mil. USD u Veeamu, švajcarskoj kompaniji za softversko obezbeđenje preduzeća, 440 miliona u londonskoj Fintech kompaniji

OakNorth Bank, i 300 miliona u N26, još jednom starttepu Fintech-a sa sedištem u Berlinu. Ostali krugovi krupnog finansiranja uključuju OVO Energi (Bristol) i Relek Solutions (Helsinki), koji su svaki prikupili više od 200 mil. USD.

5. ANALIZA ATRAKTIVNOSTI ULAGANJA RIZIČNOG KAPITALA

5.1. VCPE indeks

Prema Groh et al., VCPE indeks je indeks atraktivnosti zemlje za ulaganja u rizični capital. Kako bi se izračunala atraktivnost neke zemlje pomoću VCPE indeksa u obzir se uzima šest ključnih elemenata:

1. Ekonomska aktivnost – ima utjecaj na ulaganje rizičnog kapitala je investitorim pruža informacije o privredi, zaposlenosti, broju preduzeća i preduzetničkim aktivnostima. Rast nivoa zaposlenosti, većim brojem i raznolikosti preduzeća i preduzetničkih aktivnosti, razvojem i bržim rastom privrede raste akumulira se veća razina kapitala te raste atraktivnost zemlje i mogućnost za ulaganje rizičnog kapitala.
2. Dubina tržišta kapitala – ključan je element jer investitorima pruža izlaz iz preduzetog ulaganja i ostvarivanje stope povratu u slučaju dobro razvijenog tržišt kapitala. Loše razvijenim tržištem kapitala i niskom dostupnosti finansiranja preduzeća, posebno start-up preduzeća, stvara se prepreka za razvoj privrede što na kraju utiče na slabiju atraktivnost pojedine zemlje.
3. Oporezivanje – poreska politika je manje važan element u privlačenju ulaganja rizičnog kapitala iako utiče na sam ulaz u posao te preduzetničku aktivnost. Pokazalo se kako je za start-up preduzeća važna poreska politika i niže stope poreza, ali nasuprot tome postoji dosta zemalja koje imaju velike stope poreza te ujedno imaju i velika ulaganja u rizični kapital.
4. Zaštita ulagača – ovaj element zahteva dobro razvijen zakonodavni i pravni okvir koji će štiti ulagače rizičnog kapitala, bez zakonodavne i pravne sigurnosti ostvarivanje

finansiranja putem rizičnog kapitala lako može biti odbačeno. Ako ulagači osećaju da nisu dobro zaštićeni u određenoj zemlji, odbiti će uložiti kapital.

5. Socijalno okruženje – kako bi se pojačala atraktivnost pojedine zemlje ili regije socijalno okruženje ima značajnu ulogu. Potrebno je što više ulagati u obrazovanje razvijati sistem obrazovanja, te pokušati smanjiti stopu nezaposlenosti kako b određena zemlja ulagačima bila što privlačnija. Kriminal, korupciju i sivu ekonomiju kao društvena opterećenja potrebno je iskoreniti ili svesti na najmanju moguću meru jer predstavljaju najveću prepreku i troškove u razvijanju start-up preduzeća.
6. Preduzetnička kultura i poslovne mogućnosti – ovo je najvažniji segment atraktivnosti pojedine zemlje u privlačenju potencijalnih investitora i ulaganja u kompaniju. Broj preduzetih investicija i patenata pozitivno utiču na privlačenje novih ulaganja.

U ovom su delu rada prikazani su i opisani podaci iz VCPE indeksa atraktivnosti za ulaganje rizičnog kapitala iz izveštaja za 2018. godinu. Prikazana je rang lista atraktivnosti za 2018. godinu za zemlje jugoistočne Europe čiji podaci su dostupni, a koje uključuju Albaniju, Srbiju, Crnu Goru, BiH, Hrvatsku, Grčku, Tursku Makedoniju i Bugarsku. Zatim je prikazan rang po kategorijama VCPE indeksa za svaku od zemalja.

Tabela 1: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti zemalja jugoistočne Europe u 2018. godini

Rang	Država	Vrednost
35.	Turska	65,2
56.	Bugarska	57,1
66.	Grčka	51,9
68.	Hrvatska	51,8
80.	Makedonija	45,3
82.	Srbija	44,9
85.	Crna Gora	42,5
95.	Bosna i Hercegovina	34,8
103.	Albanija	27,9

Izvor: Autor, 2020.

U 2018. godini Turska je zadržala vodstvo s vrednošću od 65,2 . Grčka je pretekla Hrvatsku za 0,1 te je sada na trećem mestu. Makedonija, Srbija i Crna Gora zadržale su iste pozicije na rangu između zemalja Balkana, a može se primetiti znatan pad Bosne i Hercegovine, što znači da je BiH na predzadnje mesto. Poslednje mesto još uvek drži Albanija

Kako bi stekao pravi uvid u VCPE indeksu nastavku će se analizirati rang lista za 2013. i 2018. godinu po svih šest kategorija VCPE indeksa. To su: ekonomska aktivnost, dubina tržišta, oporezivanje, zaštita ulagača, socijalno okruženje te preduzetnička kultura i poslovne mogućnosti.

Tabela 2: Rang lista ekonomske aktivnosti zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Država	Rang 2013.	Rang 2018.
Turska	25	7
Bugarska	83	67
Hrvatska	94	88
Grčka	116	105
Bosna i Hercegovina	106	118
Makedonija	110	119
Srbija	58	101
Crna Gora	112	120
Albanija	102	110

Izvor: Autor, 2020.

Na rang listi ekonomske aktivnosti za 2013. i 2018. može se primetiti znatan napredak Turske s ranga 23 na rang 7 u 2018. godini. Turska, zajedno sa Bugarskom, Hrvatskom, Grčkom ostvaruje napredak, a dok ostale posmatrane zemlje padaju na rang listi.

Na rang listi dubine tržišta kapitala zemalja Balkana možemo videti pad ranga Turske, Grčke, Bosne i Hercegovine, Makedonije, Srbije. Bugarska je zadržala isti rang, a Hrvatska, Crna Gora i Albanija beleže napredak u 2018. Godini.

Tabela 3: Rang lista dubine tržišta kapitala zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Država	Rang 2013.	Rang 2018.
Turska	20	30
Bugarska	57	57
Hrvatska	66	60
Grčka	48	67
Bosna i Hercegovina	69	94
Makedonija	85	86
Srbija	57	82
Crna Gora	92	87
Albanija	113	108

Izvor: Autor,2020.

Na rang listi oporezivanja Turska i Bosna i Hercegovina zadržavaju isti rang. Pad na listi beleže Bugarska, Grčka, Srbija, Crna Gora, dok Hrvatska beleži znatan pad sa 21 na 81 poziciju. Pomak na listi ostvaruju Albanija i Makedonija.

Tabela 4: Rang lista oporezivanja u zemljama jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Država	Rang 2013.	Rang 2018.
Turska	26	26
Bugarska	73	76
Hrvatska	21	81
Grčka	13	16
Bosna i Hercegovina	100	100
Makedonija	58	44
Srbija	93	96
Crna Gora	64	74
Albanija	98	91

Izvor: Autor,2020.

Na rang listi zaštite ulagača pomak u 2018. u odnosu na 2013. godinu beleže Bugarska, Hrvatska, Makedonija. Pad na listi beleže Turska, Grčka, Bosna i Hercegovina, Srbija, Crna Gora i Albanija. Najveći pad beleži Bosna i Hercegovina sa 81 na 103., dok Hrvatska ima pomak od 3 na više, sa 80 na 77.

Tabela 5: Rang lista zaštite ulagača zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Država	Rang 2013.	Rang 2018.
Turska	53	68
Bugarska	84	73
Hrvatska	80	77
Grčka	69	76
Bosna i Hercegovina	81	103
Makedonija	57	43
Srbija	80	91
Crna Gora	40	53
Albanija	65	72

Izvor: Autor, 2020.

Rang lista socijalnog okruženja prikazuje rast ranga u 2018. godini za Makedoniju, Albaniju i Srbiju. Ostale države beleže pad na rang listi. Turska, sa 68 na 71, Bugarska sa 46 na 60, Hrvatska sa 73 na 90, Grčka sa 79 na 80, Bosna i Hercegovina sa 53 na 87, Crna Gora sa 30 na 42.

Tabela 6: Rang lista socijalnog okruženja zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Država	Rang 2013.	Rang 2018.
Turska	68	71
Bugarska	46	60
Hrvatska	73	90
Grčka	79	80
Bosna i Hercegovina	53	87
Makedonija	55	36
Srbija	115	67
Crna Gora	30	42
Albanija	89	75

Izvor: Autor, 2020.

Rang lista preduzetničke kulture i poslovne mogućnosti prikazuje pomak u 2018. godini za Grčku, Albaniju i Srbiju. Ostale zemlje Balkana beleže pad na rang listi. Bugarska gubi 4 mesta, Hrvatska 15, Bosna i Hercegovina 20 mesta, Makedonija 2 mesta, a Crna Gora 14 mesta u 2018. godini.

Tabela 7: Rang lista preduzetničke kulture i poslovne mogućnosti zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Država	Rang 2013.	Rang 2018.
Turska	41	52
Bugarska	44	48
Hrvatska	49	64
Grčka	55	47
Bosna i Hercegovina	62	92
Makedonija	66	68
Srbija	91	61

Crna Gora	69	83
Albanija	95	84

Izvor: Autor, 2020.

Iz prikazanih podataka vidljivo je da Albanija beleži napredak na rang listi u 2018. godini u 4 od 6 kategorija VCPE indeksa što se podudara s opštim rastom ranga u 2018. godini sa 23,7 na 27,5 mada je još uvek na začelju ako se uporedi s ostalim zemljama jugoistočne Europe. Bugarska, koja je takođe povećala opšti rang na listi za 3,7 beleži napredak i/ili stagnira u 3 kategorije VCPE indeksa.

Može se zaključiti da opšti rast ili pad ranga države prati i rang posebno po kategorijama VCPE indeksa 2013. i 2018. godine.

5.2. Strategije investiranja fonda rizičnog kapitala

Fondovi pored kapitala ulažu 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 kad je kupljen, te na kraju ga prodati. Na taj način vraća se kapital sa željenim prinosom ulagačima, ali fond zarađuje i za sebe.

Postoje tri temeljne strategije koje fondovi rizičnog kapitala koriste:

- Strategiju poboljšanja poslova kojom u prvih sto dana od ulaska u vlasničku strukturu provode različite programe koji imaju za cilj poboljšati čitavo poslovanje
- Strategiju ponovno grupisanje i fokus kojom redukuju kompleksnost poslovanja i fokusiraju se na ključne kompetencije preduzeća
- Strategija kupi i izgradi kojom fond uz postojeću investiciju realizuje preuzimanja i spajanja,

strateške saveze, licenciranja, upotpunjuje proizvodne linije itd.

Autor Ernst & Young je sproveo istraživanje u 2006. godini, u kojem je uočio tri ključne tajne uspešnosti ulaganja fondova rizičnog kapitala¹³:

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

Ako se na sledeća pitanja može odgovoriti potvrdno, velika je verovatnoća da je rizični kapital pravi izbor finansiranja za kompaniju:

- Odvija li se poslovanje u tržištu koje raste?
- Da li preduzeće ima ili da li u budućnosti može razviti održivu komparativnu prednost nad konkurentima?
- Je li kompanija spremna ustupiti čak i većinski deo vlasništva kompanije fondu?
- Postoji li strategija izlaska iz preduzeća sa kojom bi bili zadovoljni?
- Da li je prikupljeno dovoljno informacija o funkcionisanju industrije rizičnog kapitala?

Prilikom izbora odgovarajućeg investitora treba potražiti odgovore na sledeća pitanja¹⁴:

- Koja preduzeća je fond podržao u prošlosti?
- Je li fond specijalizovan u specifičnoj industriji ili tipu preduzeća?

¹³Ernst & Young je jedna od 4 najveće revizorske kuće u svetu.

¹⁴George W. Fenn, Liang N., Prowse S., (1995), The Economics of the Private Equity Market, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington., str. 62

- Kada fondovi kažu da investiraju u startup kompanije, kako ih tačno definišu?
- Da li je fond dodao vrednost kompaniji u koju je investirao iskusnim menadžerskim i poslovnim savetom?
- Sa kim fond sainvestira?
- Koliko je preduzeća, u koja je fond investirao, napravilo uspešnu inicijalnu javnu ponudu?

5.3. Faze ulaganja rizičnog kapitala

Biće objašnjenompet faza finansiranja rizičnog kapitala.

Faza 1: Semeni kapital

Ovde je prikladan deskriptor „seme“, jer predlaže novac koji će podstaći rast startupa. U ovom trenutku, lideri startup-a možda još nemaju komercijalno dostupan proizvod i umesto toga su najverovatnije fokusirani na uveravanje investitora zašto su njihove ideje vredne podrške VC-a. Iznosi finansiranja semena su obično mali i usmereni su ka istraživanju i razvoju inicijalnog proizvoda. Novac se takođe može koristiti za sprovođenje istraživanja tržišta ili za širenje tima. Tamo postoje akceleratori za seme, poput I Combinator-a, koji prihvataju podnosiocce zahteva, daju semenski kapital i nude priliku za demonstraciju rešenja za velike investitore.

Faza 2: Početni kapital

Ova faza je slična fazi semena. Sa sprovedenom početnom analizom tržišta i uspostavljanjem poslovnih planova, kompanije žele da započnu marketing i reklamiranje proizvoda i privuku kupce. Organizacije u ovoj fazi verovatno imaju na raspolaganju najmanje bar uzorak proizvoda. Finansiranje VC-a može se preusmeriti na sticanje više menadžerskog osoblja, precizno prilagođavanje proizvoda / usluge ili sprovođenje dodatnih istraživanja.

Faza 3: Rani stadijum / prvi nivo / kapital drugog stepena

Iako se ponekad naziva „prva faza“, ova faza dolazi tek nakon semena i pokretanja u većini slučajeva. Sredstva dobijena u ovoj fazi često idu u pravcu proizvodnje i proizvodnih pogona, prodaje i marketinga. Ovde uloženi iznos može biti značajno veći nego u prethodnim fazama. U ovom trenutku kompanija se takođe može kretati ka profitabilnosti jer svoje proizvode i reklame “gura” široj publici.

Faza 4: Faza ekspanzije / druga faza / kapital treće faze

Rast je često eksponencionalan u ovoj fazi. Shodno tome, finansiranje VC omogućava širenje na dodatna tržišta (npr., u druge gradove ili zemlje) i diversifikaciju i diferencijaciju proizvodnih linija. Uz komercijalno dostupan proizvod, pokretanje ove faze trebalo bi da donosi ogroman prihod, ako ne i profit. Mnoge kompanije koje dobiju sredstva za širenje posluju već dve do tri godine.

Faza 5: Mezanin / most / pred-javna bina

Nakon što je dostigao ovaj nivo, kompanija može biti javno objavljena, s obzirom da su njeni proizvodi i usluge pronašli odgovarajuću vuču. Sredstva koja su ovde primljena mogu se koristiti za aktivnosti kao što su: spajanja i akvizicije, smanjenje cena / druge mere za isterivanje konkurenata, finansiranje koraka ka početnoj javnoj ponudi. Ako sve pođe dobro, investitori mogu prodati svoje akcije i okončati angažman sa kompanijom, ostvarivši zdrav povrat.

Mnogo tehnoloških IPO-ova - poput Facebook-a, Twitter-a i Ielp-a - bili su mogući tek nakon godina finansiranja VC-a koji je podstakao rast korisnika i prihoda. Postoji izreka da ne postoji besplatan ručak, a VC finansiranje besplatnih aplikacija i usluga je dobar primer.

Druga opcija je preuzimanje fonda, odnosno kupovine većinskog dela preduzeća od strane postojećeg menadžment tima (eng. *management buyout, MBO*) ili od strane novog menadžerskog tima (eng. *management buyin, MBI*), prodaje ćerke-kompanije, odnosno finansiranje ekspanzije akvizicijama preduzeća, potpomognutim rizičnim kapitalom.

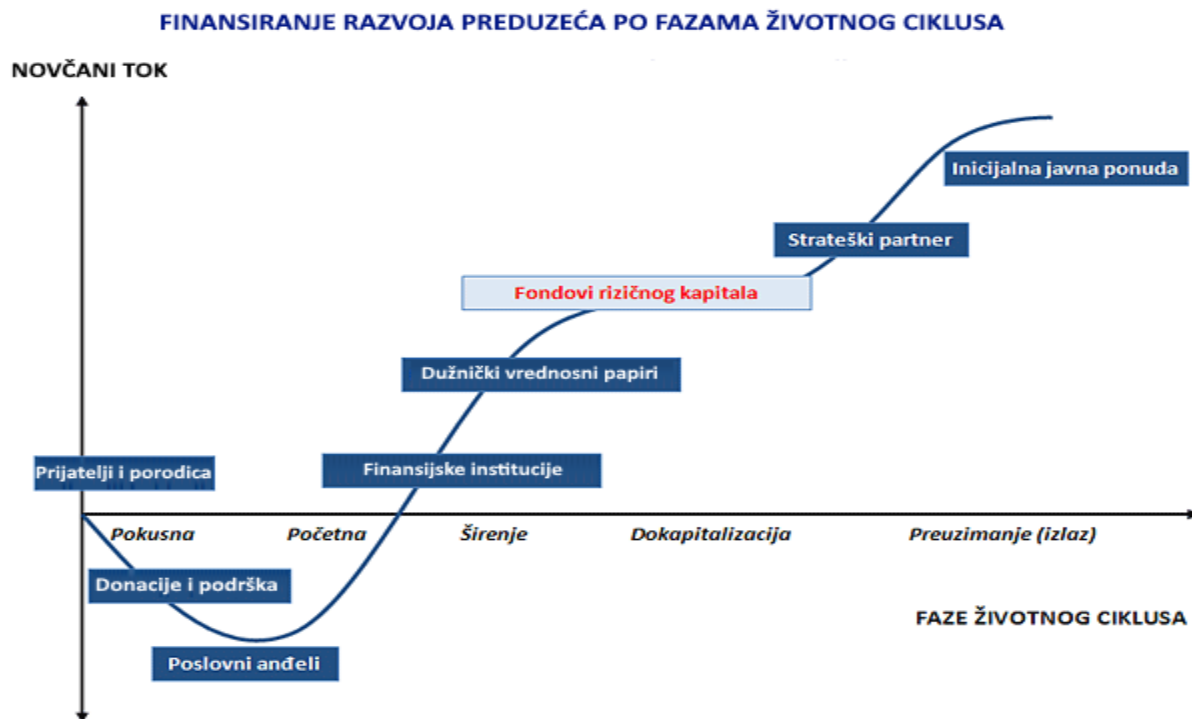
Termini menadžer, investicija i investitor u svetu rizičnog kapitala, imaju drugačije značenje. Menadžeri investicionih fondova jedni su od investitora u fondove rizičnog kapitala. Fondom upravlja menadžment kompanije sa menadžerskim timom. Menadžerski tim odlučuje se za investiciju u preduzeće, gde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

Bez obzira na mnoštvo struktura ulaganja rizičnog kapitala, anglosaksonski model fonda kao partnerstva sa ograničenom odgovornošću (eng. *limited partnerships*) 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 sopstvenog uloga i ne učestvuju u vođenju poslova fonda, već imaju nadzornu ulogu. Sa druge strane, fondom upravlja glavni partner.

Ilustracija 1: Finansiranje razvoja preduzetničke organizacije putem rizičnog kapitala



Izvor: <http://www.prosperus-invest.hr/content/rizicni-kapital>

Za penzione fondove ulaganje u sektor rizičnog kapitala je atraktivno, najviše 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 ostvarivanja dugoročne saradnje. Prosečnom fondu 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 menadžerima fonda rizičnog kapitala daje veliku autonomiju jer ulagači u fond zadržavaju ograničenu odgovornost pod uslovom da se ne upliću u svakodnevno vođenje fonda.

5.4. Izlazne strategije fonda rizičnog kapitala

Važan aspekt ulaganja rizičnog kapitala su strategije izlaska. Fondovi rizičnog kapitala prvenstveno ulažu uz izlaz nakon nekoliko godina. Nakon uspešnog finansiranja u fazama semena, pred-proizvodnje, proizvodnje i ekspanzije, rizični kapital će početi procenjivati izlazne strategije. Izlaz u vidu dezinvestiranja ili likvidacije je poslednja i poslednja faza finansiranja rizičnog kapitala.

Dezinvestiranje (*divestment, divestiture*) - vrlo često se u literaturi iz ove oblasti koristi kao sinonim i zbrini termin za više oblika strategija kontrakcije. Postoje veoma različite definicije ovog pojma i potpuno oprečna tumačenja pojedinih autora.

Ono može da se sprovodi kroz potpunu ili delimičnu prodaju ili razdvajanje pojedinih organizacionih delova, likvidaciju ili kombinacijom više načina. Shvaćeno kao prestanak investiranja u određeni posao ili jedinicu, dezinvestiranje dovodi do postepenog gašenja i prestanka njihovog poslovanja. Vrlo često se u ovu aktivnost ide ukoliko je organizaciona jedinica suviše mala da bi se u nju više ulagalo i nema veći značaj za ukupno poslovanje preduzeća. Na taj način dezinvestiranje predstavlja uvertiru za dobrovoljnu likvidaciju. Preduzeće uglavnom napušta „pse“ (prema terminologiji iz BCG matrice, tj. neperspektivne) poslove ili organizacione jedinice u svom poslovnom portfoliju, tj. gde se procenjuje da su loše perspektive rasta i razvoja i gde se očekuju niski prilivi sredstava u budućnosti (npr. niži od likvidacione vrednosti). Za ovako shvatanje dezinvestiranja, u literaturi iz oblasti strategijskog menadžmenta se koristi pojam „žetva“ (*harvest*).

Ključne vrste likvidacije / dezinvestiranja su :

- trgovačka prodaja, kotirana na kapitalu posle inicijalne javne ponude (IPO)
- i otpisi.

Pogledajmo svaki od njih detaljno.

Trgovinska prodaja - U ovoj vrsti strategije privatna kompanija se prodaje ili spaja sa preuzimačem za akcije, gotovinu ili kombinaciju oba pristupa. IPO: Ako je kompanija dobro

poslovala, investitori rizičnog kapitala će krenuti putem IPO-a izdavanjem akcija registrovanih za javnu ponudu. Primer je predstojeći IPO na Facebooku, za koji se očekuje da će prikupljati oko 15 milijardi dolara putem IPO-a i vrednuje se na otprilike. 100 milijardi. Investitori rizičnog kapitala i drugi privatni investitori dobit će svoje udjele koji ih mogu staviti na otvoreno tržište za trgovanje nakon početnog razdoblja zaključivanja.

Otpisi - Ovo su dobrovoljne likvidacije koje mogu ili ne moraju imati za posledicu. Osim gore navedene tri vrste dezinvestiranja, postoji još nekoliko opcija: stečaj - kompanija može jednostavno bankrotirati.

Otkup - Ovim postupkom preduzetnik otkupljuje udeo ulaganja od rizičnih kapitalista i vraća ga privatnom preduzeću. Investitori koji ulažu u fondove rizičnog kapitala dobijaju raspodelu javnog kapitala ili novca od realizovanih ulaganja rizičnog kapitala.

Ponekad fond može tražiti dodatna ulaganja od ograničenih partnera. U drugim vremenima, oni mogu raspolagati gotovinom ili deliti raspodjele nasumično tokom životnog veka fonda. Investitori mogu prodati svoje interese drugom kupcu ako ga pronađu. U lošem scenariju, neki fondovi se nalaze sa nelikvidnim, jedva da postoje kao kompanije. U dobrom scenariju, imaju dobre investicije, koje dezinvestiraju u fazi i pronađu nove investicije za finansiranje.

Izlaz iz kompanije je krajnji cilj svake investicije rizičnog kapitala. Izlazna strategija fondova se razlikuje zavisno od cilja investicije. Najčešća alternativa izlazna strategija je prodaja drugom fondu rizičnog kapitala, kojem fond prodaje svoj udeo u kompaniji.

Fond menja svoj udeo za novac, menadžment dobija podsticaj za sticanje novog udela, a kompanija je pozicionirana za dalji rast.

Treći deo

RAZVOJ BINARNOG MODELA UPRAVLjANjA FONDOVIMA RIZIČNOG KAPITALA

6. FUNDAMENTALNA I TEHNIČKA ANALIZA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA U FUNKCIJI UPRAVLJANJA SISTEMSKIM RIZIKOM

Fundamentalna ili drugačije nazvana temeljna analiza uključuje proučavanje osnovnih sila koje utiču na ekonomiju, industriju i samim tim na kompaniju. Na nivou ekonomije (ekonomska analiza), ekonomski podaci se proučavaju kako bi se procenio sadašnji i budući rast ekonomije. Scenario potražnje utvrđuje se kroz industrijske podatke (analiza industrije). Njihova kombinacija, zajedno sa proučavanjem finansijskih podataka kompanije, upravljanja i koncepata poslovanja (analiza kompanije), čine osnovu fundamentalne analize.

One pomažu u izračunavanju unutrašnje vrednosti bilo koje zalihe. Na ovaj način, fundamentalna analiza ispituje sve što može uticati na unutrašnju vrednost akcija, bilo da su makroekonomski faktori ili pojedinačni specifični faktori.

Kontradiktorna metoda fundamentalne analize je tehnička analiza, gde cena akcija zavisi od ponude i potražnje na tržištu, malo korelirajući sa svojstvenom vrednošću. Svi finansijski podaci i informacije o tržištu uzimaju se u obzir pri određivanju cene akcija.

Tehnička analiza je proučavanje tržišta i tehničkih karakteristika, identifikovanje obrazaca i trendova, da bi se na kraju predvidela buduća cena akcija.

Tabela 8: Razlike između fundamentalne i tehničke analize

Obeležje	Fundamentalna Analiza	Tehnička Analiza
Definicija	Izračunavanje unutrašnje vrednosti zaliha koristeći ekonomske i pojedinačne faktore	Prethodna kretanja cena koristi za za predviđanje budućih cena
Svrha	Investiranje	Trgovanje
Vremenski horizont	Dugoročno	Kratkoročno
Izvori podataka	Finansijski izveštaji	Dijagrami(grafikoni)
Cilj	Suštinska vrednost	Buduća cena za trgovanje

Izvor: Autor,2020.

6.1. Analiza finansijskog tržišta kao pretpostavka tržišne elastičnosti

Smatra se da hipoteza o efikasnosti finansijskih tržišta je zapravo hipoteza racionalnih očekivanja primenjena na finansijska tržišta (Ekonomski rečnik, 2006:231). Racionalna očekivanja odgovaraju optimalnim predviđanjima na bazi raspoloživih informacija.¹⁵

Iako postoje različite vrste efikasnih tržišta, opšti model se može u pojednostavljenom obliku iskazati kao:

$$P_t = E_t P_t^*(1)$$

gde je:

- P_t cena akcije,

¹⁵Ekonomski rečnik (2006). Beograd: Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu.

- P_t^* je sadašnja vrednosti niza dividendi koje ostvaruje akcija ili portfolio akcija (ako P_t^* nije poznata u vremenu t trebalo bi je prognozirati),

- E_t je (matematičko) očekivanje na bazi uslova svih raspoloživih (javnih) informacija u vremenu t (Shiller, 2003).¹⁶

Ova jednakost podrazumeva da svako iznenađujuće kretanje na tržištu akcija mora imati uzroke u nekoj novoj informaciji o fundamentalnoj vrednosti P_t^ .*

Iz ove jednakosti (1) dalje sledi : $P_t^* = P_t + U_t$ (2)

gde je U_t greška u predviđanju.

Tržišna efikasnost odnosi se na to u kojoj meri tržišne cene odražavaju sve dostupne, relevantne informacije. Ako su tržišta efikasna, tada su sve informacije već inkorporirane u cene, i nema načina da se pobedi na tržištu, jer nema podcenjenih ili precenjenih hartija od vrednosti.

Efikasnost tržišta je 1970. godine razvio ekonomista Eugene Fama, čija efikasna hipoteza tržišta (EMH) kaže da investitor ne može nadmašiti tržište i da tržišne anomalije ne bi trebale postojati jer će ih tržište odmah arbitrirati van. Kasnije je Fama za svoje napore osvojio Nobelovu nagradu. Investitori koji se slažu sa ovom teorijom teže kupuju indeksne fondove koji prate ukupne performanse na tržištu i zagovornici su pasivnog upravljanja portfeljem.

U osnovi, tržišna efikasnost je sposobnost tržišta da ugrade informacije koje pružaju kupcima i prodavcima hartija od vrednosti maksimalnu mogućnost da izvrše transakcije bez povećanja transakcionih troškova. Da li su tržišta, kao što je američka berza HoV, efikasna ili ne, u velikoj se meri raspravlja među academicima i praktičarima.

U svetu postoji dokaz da širenje finansijskih informacija utiče na cene hartija od vrednosti i čini tržište efikasnijim. Na primer, donošenjem zakona *Sarbanes-Oxley* iz 2002. godine, koji je zahtevao veću finansijsku transparentnost za kompanije kojima se trguje javno, uočeno je smanjenje volatilnosti tržišta akcija nakon što su kompanije objavile kvartalne izveštaje.

¹⁶Shiller R, (2003), From efficient markets theory to behavioural finance. Journal of Economic Perspectives, 17 (1): 83-104.

Utvrđeno je da se finansijski izveštaji smatraju verodostojnijim, čime su informacije pouzdanije i stvorene sa više poverenja u iskazanu cenu vrednosnog papira. Postoji manje iznenađenja, pa su i reakcije na izveštaje o zaradama manje. Ova promena u obrascu volatilnosti pokazuje da je donošenje *Sarbanes-Oxley* zakona i njegovih zahteva za informacijama učinilo tržište efikasnijim. Ovo se može smatrati potvrdom EMH-a u tome što je povećanje kvaliteta i pouzdanosti finansijskih izveštaja način smanjenja transakcionih troškova. Ostali primeri efikasnosti nastaju kada opažene tržišne anomalije postanu široko poznate i potom, kao takve nestanu. Na primer, nekada je bio slučaj da kada bi se akcija dodala indeksu (poput S&P 500) prvi put, došlo bi do velikog povećanja cene te akcije samo zato što je postala deo indeksa, a ne zbog bilo koje nove promene u osnovama kompanije. Ova anomalija o efektu indeksa postala je široko objavljena i poznata, a od tada je uglavnom nestala. To znači da, kako se dostupnost informacija povećava, tržišta postaju efikasnija, a anomalije postaju ređa pojava.

Hipoteza efikasnog tržišta predviđa da bi tržišne cene trebalo da sadrže sve dostupne informacije u bilo kojem trenutku. Postoje, međutim, različite vrste informacije koje utiču na vrednosti kompanija.

Shodno tome, finansijski istraživači razlikuju tri verzije hipoteze efikasnog tržišta, zavisno od toga kako tumače izraz "sve dostupne informacije". Slaba forma hipoteze o efikasnim tržištima potvrđuje da je trenutna cena u potpunosti sadrži informacije sadržane samo u prošloj istoriji cena. To jest, niko ne može otkriti hartije od vrednosti koje nisu valorizovane tako i „pobediti“ tržište analizom prošlih cena. Slabi oblik hipoteze dobio je ime iz razloga - cene su nastale verovatno na osnovu najlakše dostupnih informacija javnosti.

Tako, ne bi trebali biti u mogućnosti da profitiramo od korišćenja nečega što „svi drugi znaju“. S druge strane, mnogi finansijski analitičari pokušavaju da stvore profit proučavanjem upravo ove hipoteze tvrde da nema vrednosti u koju nisu ukorporirani prošli podaci o cenama akcija i obimu trgovanja. Ova tehnika analize se naziva tehnička analiza.

6.2. Metode fundamentalne i tehničke analize kao ključne “alatke” upravljanja sistemskim rizikom

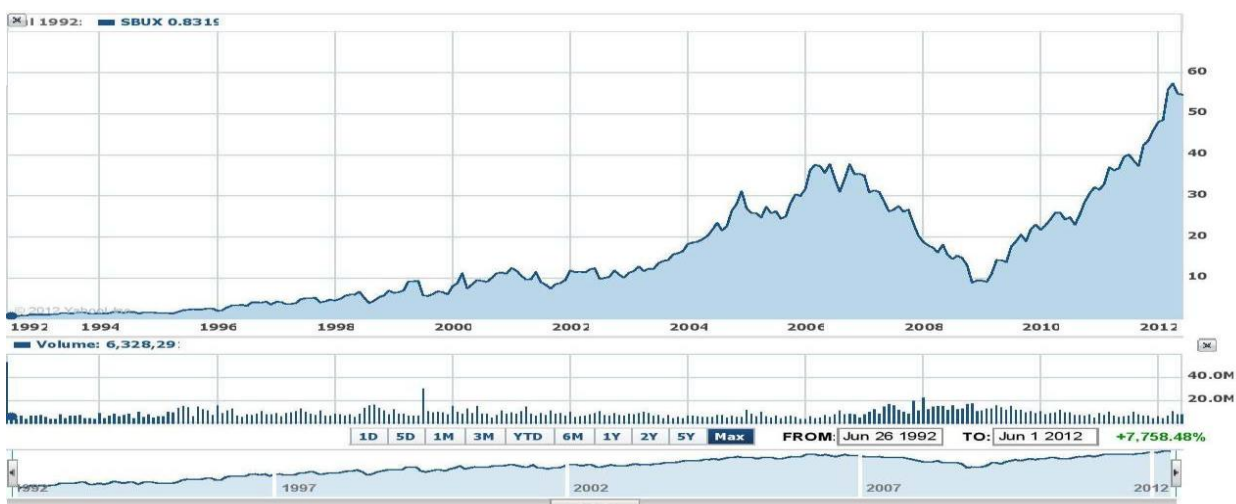
Izraz "tehnička analiza" je veoma rogovatan naziv za vrlo jednostavan pristup ulaganju. Jednostavno rečeno, tehnička analiza je proučavanje cena, a grafikoni su glavni alat.

Osnove tehničke analize su:

1. *Grafikovanje*: Grafikovanje je osnovni alat u tehničkoj analizi, koji pruža vizuelnu pomoć u odražavanju promene obrasca ponašanja cena akcija.
2. *Trendovi*: Trend definiše pravac u kome se tržište kreće. To bi mogao biti trend rasta, pada ili bočnih kretanja.
3. *Otpornost i nivoi podrške*: Najviša cena akcije naziva se oblast otpora. Nivo podrške pokazuje prethodnu nisku cenu akcije.
4. U ovom delu radu tehnička analiza je sprovedena putem primene indikatora tehničke analize (SMA pokretnog proseka, MACD indikatora i sporog stohastičkog oscilatora) na kretanje cena akcija kompanije *Starbucks*-a kojima se kontinuirano trgovalo na *Nasdaq Stock Exchange*, odnosno na američkom finansijskom tržištu. Utvrđena je profitabilnost trgovine na osnovu signala koje generišu predmetni indikatori i izvršena je njihova evaluacija u odnosu na profitabilnost *buy&hold* pristupa u cilju optimizacije investicione strategije, odnosno maksimizacije ukupnog prinosa investicione strategije.
5. U ovom radu sprovedeće se tehnička analiza kompanije koja je poznatija po svom brendu-kafiću (objektima). Vlasnik kompanija je *Starbucks*.

6.2.1. Trend Starbucks

Posmatranjem kretanje cene akcije kompanije *Starbucks*, može se zaključiti da je glavni trend rastući trend. Naravno varijacije u toku trenda su prisutne ali rastući trend dominira. Od 1992. godine do 2003. godine može se uočiti period kojeg karakteriše relativno stabilno, uz postepen rast cene akcije, i ne previše dinamično kretanje cene akcije tj. bez većih varijacija cena (cena su se kretale u intervalu od 0,65\$-12,69\$). Od 2003. godine pa do sada moguće je uočiti mnogo veće varijacije tržišne cene akcije kompanije *Starbucks*. Cena je imala uzlazni trend sve do 2007. godine kada kroz celu 2007.godinu i 2008.godinu cena evidentno pada za čak 100% u odnosu na prethodne godine. Ovaj pad cene posledica je svetske ekonomske krize koja je pogodila čitav svet, što se svakako manifestovalo na poslovanje a tim direktno i na tržišnu cenu akcije kompanije *Starbucks*. Cena u 2009. godini nastavlja svoj dugoročni trend rasta.

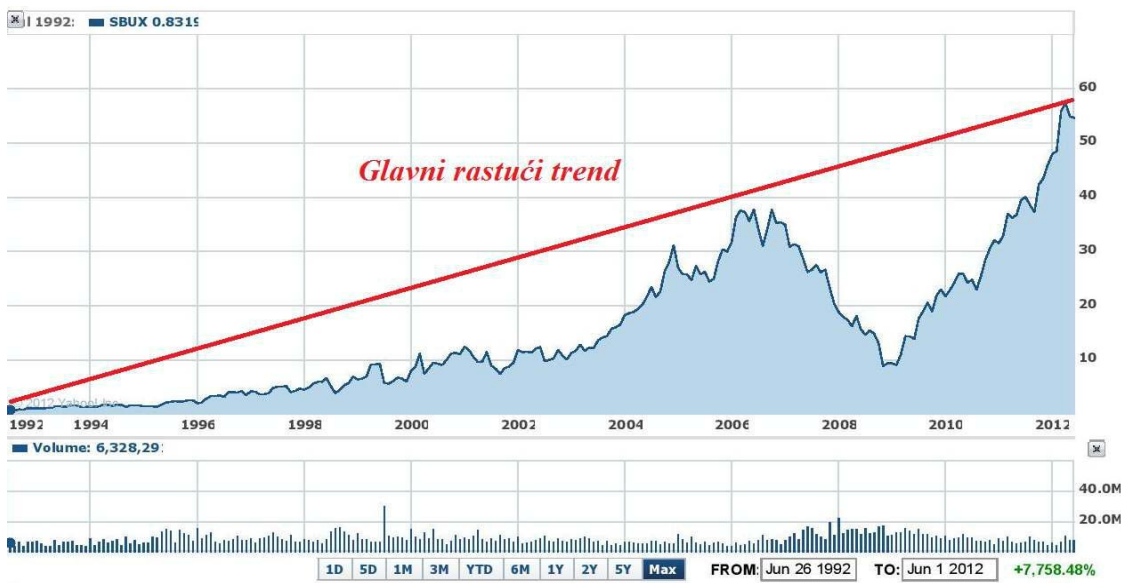


Slika 2: prikaz kretanja cene akcije kompanije Starbucks od svog osnivanja¹⁷

Godina	1992.	1993.	1994.	1995.	2000.	2003.	2006.	2008.	2009.	2012
Cena akcije	0, \$88	1,23\$	1,5\$	2,1\$	8,27\$	13,12\$	31,58\$	13,88\$	15,88\$	48,93 \$

¹⁷ Sve slike i tabele u ovom delu rada izradio je autor

Posmatranjem dinamike kretanja cene akcije može se zaključiti da je akcija kompanije *Starbucks-a* izrazito atraktivna sa aspekta investiranja. Tokom svog dugoročnog trenda ona je iskazivala varijacije, ostavljajući prostor investitorima za zaradu. U toku dvadesetogodišnjeg perioda jedini značajni pad dogodio se 2007. - 2008. godine koji je potencijalno mogao implicirati gubitak investitora u datom momentu. Međutim kratkoročna korekcija glavnog trenda ubrzo se povratila na svoj dugoročni trend.



Slika 3: Prikaz glavnog rastućeg trenda kompanije Starbucksa tokom dvadesetogodišnjeg perioda

6.2.2. Potporni i otporni nivoi

Kada cena padne ispod otpornog nivoa ili značajno premaši potporni nivo, potporan i otporan nivo zamenjuju svoje uloge¹⁸ Drugim rečima, otporni nivo postaje potporni nivo, a potporni postaje otporni nivo. Analizom slike sa aspekta potpornih i otpornih nivoa mogu se uočiti sledeći otporni i potporni nivoi. Nivo potpornog i otpornog nivoa zapravo pomaže da se prati nivo prodaje i potražnje u toku određenog intervala. Na osnovu toga kretanja moguće je donositi odgovarajuće zaključke i investirati na tržištu akcija.

¹⁸Murphy, J. J., (2007), Tehnička analiza finansijskih tržišta, New York Institute of Finance, New York.,str. 70.

Na narednom grafikonu (slika 4.) biće prikazani otporni i potporni nivoi koji su se javili sa aspekta posmatranja dvadesetogodišnjeg trenda cene akcije kompanije *Starbucks*-a.



Slika 4: Prikaz pet intervala support-resistance kretanja cene akcije kompanije *Starbucks* tokom dvadesetogodišnjeg perioda ¹⁹

Širina prvog intervala (od 1992. do 1999. godine) iznosila je oko 3,5\$. Cena u toku prvog intervala nije mnogo varirala sve dok nije probila prvi otporni nivo. Nakon što cena raste iznad 5,23\$ ona nikada više nije pala ispod tog iznosa i na taj način je formirala novi potporni i otporni interval. Zapravo otporni nivo prvog intervala postaje potporni nivo drugog intervala. Od 1999. do 2002. godine cena akcije kompanije *Starbucks*-a kretala se u intervalu od 5,23\$ do 11,09\$ i tokom celog intervala cena je imala izražen rast. U intervalu od 2002. godine pa do sredine 2008. godine se mogu uočiti najveće varijacije cene akcije. Tržište je bilo veoma nestabilno i dinamično. Uzrok ovakvog kretanja akcija je svakako svetska kriza. Početkom 2009. godine tržište pokazuje male znake oporavka, a cena akcije kompanije nakon velikog pada se polako vraća na svoj rastući trend. 2009. godine cena akcije probija otporni nivo u ulazi u novi otporno-potporni interval. Od tada cena akcije više nikada nije pala ispod 35,05\$. Trend je do danas rastući sa kratkoročnim varijacijama.

¹⁹<http://finance.yahoo.com/echarts?s=SBUX+Interactive#symbol=sbux;range=my;compare=;indicator=volume;chart type=candlestick;crosshair=on;ohlvalues=0;logscale=off;source=undefined>

6.2.3. Alati tehničke analize

6.2.3.1. Pokretni prosek

Pokretni prosek je prosek određenog skupa podataka. Svaki se dan sumi od deset cena dodaje nova zaključna cena, dok se oduzima prva zaključna cena. Nova suma se ponovo podeli sa brojem dana. Njegova svrha je indetifikovati i signalizirati početak novog trenda ili obrt starog²⁰ Pokretni prosek ne može predvideti standardna tržišna kretanja u istom smislu kako to pokušava standardna tržišna analiza. Pokretni proseci ne prethode trendu, već ga slede. Nikada ne anticipira već samo reaguje. To je alat za smanjenje volatilnosti.

6.2.3.2. Jednostavni pokretni prosek

Jednostavni pokretni prosek ili aritmetičku sredinu, koristi najveći broj tehničkih analitičara. U desetodnevnom pokretnom proseku zadnji dan ima jednaku težinu kao i prvi dan. Svakom danu se dodaje 10-postotni ponder.

U petodnevnom pokretnom proseku svakom se danu pridaje 20-postotni ponder. Kada se zaključna cena pomakne iznad pokretnog proseka, pojavljuje se kupovni signal. Prodajni signal se pojavljuje kada cena padne ispod pokretnog proseka. Za dodatnu potvrdu neki tehničari zahtevaju da se linija pokretnog proseka u tom trenutku kreće u istom smeru za koji se signal i pojavio.²¹ Iako kraći pokretni proseci generišu veći broj signala, njihova je prednost u tome što će se signali pojaviti ranije. Sve analize biće bazirane na jednogodišnjem periodu kretanja cene akcije kompanije *Starbucks*.

Naredna slika predstavlja izuzetak analize, ona se bazira na desetogodišnjem periodu. Osnovni razlog ovog izuzetka je da bi se prikazalo kako dugoročno investiranje može da implicira velike zarade.

²⁰Murphy, J. J., (2007), Tehnička analiza finansijskih tržišta, New York Institute of Finance, New York., str. 189.

²¹Murphy, J. J., (2007), Tehnička analiza finansijskih tržišta, New York Institute of Finance, New York., str.192.



Slika 5: Dvadesetodnevni pokretni prosek kompanije Starbucks-a za period posmatranja od tri godine

Tabela 10: Prikaz kvantitativnih vrednosti o kupovnim i prodajnim signalima i razlika u ceni

Br oj	Kupovni signal		Prodajni signal		Razlika u	
	Datum	Cena akcije	Datum	Cena akcije	Ceni akcije	Prinos (%)
1.	09.11.2009.	19,21\$	21.01.2010.	23,68\$	4,47\$	20,92%
2.	03.09.2010.	25,07\$	27.07.2011.	38,97\$	13,90\$	44,1120%
3.	25.08.20011.	36,42\$	25.04.2012.	59,50\$	23,08\$	49,0858%
Σ	-	-	-	-	41,45\$	114,1178%

Tabela 11: Prikaz kvantitativnih podataka pri “Buy and Hold“ pristupu trgovinom akcija

“Buy and Hold“ pristup

“Buy and Hold“ pristup			
Kupovni 1	Prodajni 3	Razlika u ceni	Prinos (%)
19,21\$	59,50\$	40,29\$	113,0545%

Posmatranjem podataka iz prethodne dve tabele zaključujemo da potencijalni trgovac akcijama kompanije *Starbucks*-a veću zaradu na razlici u ceni može da ostvari kupujući i prodajući pri svakom signalu za kupovinu i prodaju (prikazano na slici 5.), nego pri “*Buy and Hold*“ pristupu i pored toga što je taj procenat 1,0633%. Realno je zaključiti da bi se racionalni investitor trebao opredeliti za opciju sa većim prinosom. Dakle za kupoprodajne cikluse pri svakom kupovnom i prodajnom signalu.

Na posmatranom dijagramu 20-dnevni pokretni prosek generisao je u posmatranom periodu ukupno 6 signala od kojih 3 kupovnih i 3 prodajnih. Prodajni signal (crvena strelica usmerena na dole) se javlja kada cena akcije preseca pokretni prosek i pada ispod njega. Radi se konkretno o datumima navedenim u tabeli 10. Za dodatnu potvrdu jednog od navedenih prodajnih signala može se primetiti da se linija pokretnog proseka kreće u istom smeru za koji se signal pojavio . Kupovni signal (crvena strelica usmerena na gore) javlja se kada cena akcije prevazilazi cenu pokretnog proseka i kreće se u pravcu iznad nje. Kupovni signali se javljaju prema datumima koji su takođe navedeni u tabeli 10. Za dodatnu potvrdu jednog od navedenog kupovnog signala može se primetiti da se linija pokretnog proseka kreće u istom smeru za koji se signal pojavio, to jest linija pokretnog proseka raste.

Na narednoj slici (slika 6.) biće prikazani kupovni i prodajni signali na godišnjem nivou. Analiza cene akcije kompanije *Starbucks*-a će se posmatrati u odnosu na desetodnevni pokretni prosek.



Slika 6: Prikaz prodajnih i kupovnih signala kod desetodnevnog pokretnog proseka kompanije Starbucks, period posmatranja - godinu dana

Tabela 12: Prikaz kvantitativnih vrednosti kupovnih i prodajnih signala

Br oj	Kupovni signal		Prodajni signal		Razlika u	
	Datum	Cena akcije	Datum	Cena akcije	ceni akcije	Prinos (%)
1.	23.08.2011.	36,73\$	28.09.2011.	39,43\$	2,7\$	7,0933%
2.	06.10.2011.	38,50\$	16.10.2011.	43,02\$	4,52\$	11,1006%
3.	29.10.2011.	42,21\$	16.02.2012.	48,52\$	6,31\$	13,9319%
4.	24.02.2012.	48,30\$	19.04.2012.	58,81\$	10,51\$	19,6880%
5.	21.05.2012.	53,70\$	31.05.2012.	54,89\$	1,19\$	2,1918%
Σ	-	-	-	-	25,23\$	54,0056%

Tabela 13: Prikaz kvantitativnih podataka pri “Buy and Hold“ pristupu trgovanja akcijama

“Buy and Hold“ pristup			
Kupovni 1	Prodajni 4	Razlika u ceni	Prinos (%)
36,73\$	58,81\$	22,08\$	47,0718%

Posmatranjem podataka iz prethodne dve tabele (tabela 12. i tabela 13.) može se zaključiti da bi potencijalni trgovac akcijama kompanije *Starbucks*-a veću zaradu na razlici u ceni ostvario kupujući i prodajući pri svakom signalu za kupovinu i prodaju (prikazano na slici 5.), nego pri “Buy and Hold“ pristupu. Prinos pri češćim kupovinama i prodajama je veći za 6,9338%. Moguće je zaključiti da bi se racionalni investitor trebao opredeliti za opciju sa većim prinosom. Dakle za kupoprodajne cikluse pri svakom kupovnom i prodajnom signalu.

Tabela 14: Prikaz kvantitativnih vrednosti kupovnih i prodajnih signala

Br oj	Kupovni signal		Prodajni signal		Razlika u	
	Datum	Cena akcije	Datum	Cena akcije	ceni akcije	Prinos (%)
1.	23.08.2011.	36,73\$	28.09.2011.	39,43\$	2,7\$	7,0933%
2.	06.10.2011.	38,50\$	16.10.2011.	43,02\$	4,52\$	11,1006%
3.	29.10.2011.	42,21\$	16.02.2012.	48,52\$	6,31\$	13,9319%
4.	24.02.2012.	48,30\$	19.04.2012.	58,81\$	10,51\$	19,6880%
5.	21.05.2012.	53,70\$	31.05.2012.	54,89\$	1,19\$	2,1918%
Σ	-	-	-	-	20,64\$	45,1204%

Tabela 15: Prikaz kvantitativnih podataka pri "Buy and Hold" pristupu trgovinom akcija

"Buy and Hold" pristup			
upovni 1	Prodajni 3	Razlika u ceni	Prinos (%)
37,39\$	57,43\$	20,04\$	42,9163%

Posmatranjem podataka iz prethodne dve tabele (tabela 14. i tabela 15.) može se zaključiti da bi potencijalni trgovac akcijama kompanije *Starbucks*-a veću zaradu na razlici u ceni ostvario kupujući i prodajući pri svakom signalu za kupovinu i prodaju, nego pri "Buy and Hold" pristupu. Prinos pri češćim kupovinama i prodajama je veći za 2,2040 %.

Moguće je zaključiti da bi se racionalni investitor trebao opredeliti za opciju sa većim prinosom.

Dakle za kupoprodajne cikluse pri svakom kupovnom i prodajnom signalu.

6.2.3.3. Divergencija pokretnih proseka- MACD

Pokazatelj pod imenom konvergencija / divergencija osmislio je Gerard Appel. Ono što čini ovaj pokazatelj toliko uspešnim je činjenica da kombinuje određena načela oscilatora zajedno sa pristupom dvostrukog pokretnog proseka. Na ekranu se vide samo dve linije iako se koriste tri linije za njegov obračun. Brža linija (MACD) linija predstavlja razliku između dva eksponencijalna pokretna proseka zaključnih cena (koji obično traju 12 ili 26 dana ili nedelja). Sporija linija (zvana signalna linija) obično je eksponencijalni pokretni prosek MACD linije poslednjih devet razdoblja. Appel je originalno preporučio posebne dužine trajanja pokretnih proseka za kupovne te za prodajne signale. Međutim većina trgovaca koristi 12, 26 ili 9 razdoblja. To se odnosi na dnevne i nedeljne vrednosti.²² Kupovni i prodajni signali se pojavljuju kada se dve linije preseku. Prelazak brže MACD linije iznad sporije signalne linije predstavlja kupovni signal. Ako ipak padne ispod signalne linije, predstavlja prodajni signal. Kada se obe

²²Murphy, J. J., (2007), Tehnička analiza finansijskih tržišta, New York Institute of Finance, New York., str. 231.

linije nađu daleko ispod nulte linije, tržište se nalazi u stanju prekomernih prodaja. Kada se dve linije nađu daleko iznad nulte linije, tržište se nalazi u stanju prekomernih kupovina.

MACD histogram je histogram koji se sastoji od vertikalnih stupaca koji označavaju razlike između dve MACD linije. Na histogramu se posebno označava nulta linija. Kada je brža linija iznad sporije histogram pokazuje pozitivne vrednosti. Stvarana vrednost histograma je u činjenici da se lakše može opaziti udaljenost između dve linije. Kada su stupci iznad nulte linije (pozitivni), ali počinju padati prema nultoj liniji, može se reći da rastući trend slabi. Obrnuto, kada se stupci histograma nalaze ispod nulte linije (negativni) te počnu rasti prema nultoj liniji, padajući trend počinje gubiti momentum. Iako signali nisu generisani sve dok histogram ne preseče nultu liniju, takva kretanja predstavljaju rano upozorenje da trenutni trend gubi momentum. Obrt histograma prema nultoj liniji uvek prethodi stvarnom kupovnom ili prodajnom signalu. Obrti histograma najbolje se mogu koristiti za rane signale izlaska sa tržišta.

Razlika između prva dva pokretna proseka je MACD linija, a treći pokretni prosek se često zove "trigger". Ukoliko MACD linija raste iznad "trigger"-a, to se tumači kao signal za kupovinu, a ukoliko pada ispod "trigger-a" to se tumači kao signal za prodaju.

Stohastički oscilator je oscilator prekomernih kupovina i prodaja koji je popularizovao George Lane. Temelji se na činjenici da kako se cene povećavaju, zaključne cene su sve bliže gornjem delu cenovnog raspona. U padajućem trendu obrnuta je situacija – zaključna cena je sve bliža donjem delu cenovnog raspona. Koriste se dve linije- %K i %D linija. %D linija je važnija jer ona daje glavne signale. Najčešća razdoblja korišćena za ovaj oscilator broje 14 dana, nedelja ili meseci. Formula za određivanje osetljivije %K linije je:

$$\%K = 100 [(C-L14) / (H14-L14)],$$

gde je C- zadnja zaključna cena,

L14- najniže dno zadnjih četrnaest razdoblja,

H14- najviši vrh istih četrnaest razdoblja.

Na narednom dijagramu prikazana je primena sporog 14-dnevnog stohastičkog oscilatora na kretanju cena akcija korporacije *Starbucks*-a u periodu od 27. juna 2011. do 25. juna 2012. godine.



Slika 8: Prikaz stohastičkog oscilatora za jednogodišnji period cene akcije kompanije Starbucks

Na osnovu izvršene analize dobijene su relevantne informacije koje čine osnovu za adekvatan proces donošenja investicionih odluka, odnosno koje pomažu investitorima na predmetnom tržištu da izaberu najoptimalniju investicionu strategiju u cilju maksimizacije prinosa na investirana sredstava. Drugim rečima, primena indikatora tehničke analize u procesu donošenja investicionih odluka u velikoj meri doprinosi maksimizaciji prinosa od aktivnosti investiranja.

6.3. Sistemski rizik kao mera dihotomije finansijskog tržišta

Sistemski rizik često je pominjana tema u okviru izučavanja finansijskih tržišta. Brojni autori su saglasni oko njegove definicije a jedna od njih je sledeća: „Sistemski rizik je rizik od poremećaja u finansijskom sistemu sa mogućnošću da ima ozbiljne negativne posledice na interno tržište i realnu ekonomiju. Sve vrste finansijskih posrednika, tržišta i finansijske infrastrukture mogu biti potencijalno sistemski važne do određenog stepena“ (Definicija Evropske Unije iz 2010.godine).

Narodna banka Srbije u skladu sa literaturom iz pomenute oblasti navodi da sistemski rizik ima dve dimenzije: poprečnu i vremensku.

Tokom poslednjih decenija sve više dobijaju na značaju regulatorni okviri poslovanja banaka i osiguravajućih kompanija koji su zasnovani na rizicima, u formi koncepta Bazel II/III i Solventnost II.

Povezivanje veličina potencijalnog gubitka i verovatnoća prilikom merenja rizika je teško ali se zato očekivana vrednost može koristiti za povezivanje ova dva aspekta date situacije rizika. Očekivana vrednost gubitka u datoj situaciji je verovatnoća tog gubitka pomnožena iznosom potencijalnog gubitka.

Postoje najmanje tri pristupa koja se mogu koristiti za procenu izgradnje sistemskih rizika. Prvi se fokusira na praćenje tradicionalnih pokazatelja finansijske stabilnosti ili stabilnosti u cilju procene širokog razvoja u finansijskom sistemu; drugi se fokusira na merenje međusobnih veza između finansijskih institucija; i treći se fokusira na promene u ponašanje cena finansijske imovine.

Iako je pojam sistemskog rizika jasan, ne postoji saglasnost o tome kako ga je najbolje operacionalizovati. Obećavajući rad na merenju sistemskog rizika sada je u toku kod MMF-a i mnogih drugih institucija, uključujući ECB, ali je previše rano suditi koliko će biti uspešan i koje su prednosti i nedostaci ovog pristupa.

Praćenje rizika zahteva brz pristup detaljnim podacima finansijskih institucija i tržišta u zemlji kao i u inostranstvu. Iz više razloga - uključujući zakonska pravila u vezi pristupa nadzornim informacijama; ograničeno otkrivanje za neka tržišta / proizvode (u određeni strukturirani

proizvodi); poteškoće u prikupljanju informacija od nebankovnih posrednika (uključujući investicione banke, osiguravajuće kompanije i hedge fondove); i neizbežni zaostaci u izveštavanju - čini se malo verovatnim da ove informacijske barijere mogu biti brzo savladane. Stoga će proći neko vreme pre nego što se izgradi sistem za nadgledanje rizika koji može biti operativan na evropskom nivou.

6.4. Testiranje smera i intenziteta veze između nivoa sistemskog rizika i elastičnosti finansijskog tržišta

Finansijsku stabilnost nije lako ni definisati niti izmeriti obzirom na činjenicu da postoji međuzavisnost i složene interakcije različitih elemenata finansijskog sistema između sebe i sa realnom ekonomijom. To se dodatno usložnjava vremenom i prekogranične dimenzije takvih interakcija. Međutim, u protekle dve decenije, istraživači iz centralnih banaka i drugih institucija pokušali su da uhvate uslove finansijske stabilnosti kroz različite pokazatelje ranjivosti finansijskog sistema. Zaista, mnoge centralne banke putem svojih izveštaja o finansijskoj stabilnosti (FSRs) pokušavaju proceniti rizike finansijske stabilnosti fokusiranjem na mali broj ključnih pokazatelja. Štaviše, postoje stalni napori na izradi jedinstvene zbirne liste koja bi mogla ukazivati na stepen finansijske krhkosti.

Sastavljanje kvantitativne liste stabilnosti finansijskog sistema može omogućiti kreatorima politika i učesnicima finansijskog sistema da:

- (a) bolje prate stepen finansijske stabilnosti zemlje,
- (b) predvideti izvore i uzroke finansijske krize za određenu zemlju i
- (c) efikasnije komunicirati o uticaju takvih uslova.

Pristup razvoju ovih mera stabilnosti finansijskog sistema tokom godina menjale su se i fokus je prešao na širu procenu rizika za finansijska tržišta, institucije i infrastrukturu.

U novije vreme analitički fokus je i dalje koncentrisan na dinamiku ponašanja, potencijalno nagomilavanje nestabilnih uslova kao i tzv mehanizmi prenosa šokova. Ključno pitanje u osnovi ovih analitičkih kretanja je potreba da se premoste nedostaci podataka u nekoliko oblasti.

Kao što je već pomenuto, finansijsku stabilnost teško je definisati, a još teže izmeriti. Strogo govoreći, finansijski sistem se može okarakterisati kao stabilan tek u odsustvu prevelike volatilnosti, stresa ili kriza. Ova uska definicija je relativno jednostavna za formulisanje, ali ne uspeva da zabeleži pozitivan doprinos za dobro funkcionisanje finansijskog sistema ukupnom privrednom razvoju.

Šire definicije finansijske stabilnosti obuhvataju nesmetano funkcionisanje složenog odnosa između finansijskih tržišta, infrastrukture i institucija koja posluju u datim pravnim, fiskalnim i računovodstvenim okvirima. Takve definicije su više apstraktne, ali više uključuju makroekonomsku dimenziju finansijske stabilnosti i interakcije između finansijskog i realnog sektora. Iz ove perspektive, finansijska stabilnost može se definisati kao „uslov u kome finansijski sistem (koji sadrži finansijske posrednike, tržišta i tržišnu infrastrukturu) je sposoban da izdrži šokove i otklanjanja finansijske neravnoteže,”(ECB 2007.).

S obzirom na nepreciznost šireg pogleda na stabilnost finansijskog sistema, većina analitičara koncentrisana je na rizike i ranjivosti finansijskog sistema, jer ih je relativno lako razumeti i kvantifikovati.

Međutim, postoje poteškoće koje nastaju ukoliko je krizu teško definisati. Razne zemlje su pogođene različitim vrstama kriza (bankarske krize, valutne krize, dužničke krize, kapitalne krize) tokom vremena i postoji nekoliko načina definisanja krize svake vrste, i to iz čisto binarnih pokazatelja (neuspeh banke, obustava plaćanja duga od strane državnog poverioca), drugih merljivih varijabli (npr. broj insolventnosti, veličina bankarskih gubitaka, gubitak BDP-a, veličina fluktuacije kursa, pad indeksa berzi).

Takođe je važan vremenski horizont tokom kojeg se meri kriza. Na primer, Frankel i Rose (1996) definišu da je valutna kriza nominalna depresijacija valute od najmanje 25% koja

premašuje prošlogodišnju promenu sa maržom od najmanje 10 procentnih poena. Patel i Sarkar (1998) identifikuju krize na kapitalu koristeći hibridnu meru gubitka volatilnosti u periodu od 1 do 2 godine.

Tumačenje, kao i merila za mere finansijske stabilnosti, zavise od definicija kriza. Ipak, u literaturi je učinjeno nekoliko pokušaja prepoznati i predvideti krize. Kreatori politike i akademski istraživači fokusirali su se na brojne kvantitativne mere za ocenu finansijske stabilnosti.

Skup pokazatelja finansijske ispravnosti, koji je razvio MMF (MMF 2006.) su primer takvih pokazatelja, kao i monitoring promenljive korišćene u Havkins i Klau (2000), Nelson i Perli (2005) i Grai et al. (2007) koji su usredsređeni na tržišne pritiske, spoljnu ranjivost i ranjivost bankarskog sistema.

Fokus je na šest glavnih sektora.

1. Realni sektor opisan rastom BDP-a, fiskalnom pozicijom vlade i inflacija. Rast BDP-a odražava sposobnost privrede da stvara bogatstvo i smanjuje rizik od kriza. Fiskalna pozicija vlade ogleda se u njenoj sposobnosti da pronade finansiranje za troškove koji su iznad njenih prihoda. Inflacija može ukazivati na strukturne probleme u ekonomiji i nezadovoljstvo javnosti, što za zauzvrat dovesti do političke nestabilnosti.
2. Rizičnost korporativnog sektora može se proceniti njegovim uticajem i koeficijentima troškova, neto izloženost deviznom kapitalu prema domaćem kapitalu i broj zahteva za zaštitu od poverilaca.
3. Finansijsko zdravlje sektora domaćinstava može se proceniti na osnovu njegove neto imovine i neto raspoloživog dohotka (zarada umanjena za potrošnju i umanjena za servisiranje duga i plaćanja glavnice). Neto imovina i neto raspoloživa zarada mogu meriti sposobnost domaćinstva usled (neočekivanih) padova.

4. Uslovi u sektoru spoljne trgovine odraženi su u stvarnim deviznim kursima, deviznim rezervama, tekućim računima, tokovima kapitala i dospeća valute. Ove promenljive mogu da odražavaju nagle promene smeru priliva kapitala, gubitka izvozne konkurentnosti i održivosti inostranog finansiranja domaćeg duga.
5. Finansijski sektor karakteriše monetarni agregat, realne kamatne stope, rizik bankarskog sektora, odnos kapitala i likvidnosti banaka, kvalitet zajma, samostalni kreditni rejting i koncentracija / sistemski fokus njihovog pozajmljivanja. Svi oni mogu biti odraz problema u bankarskom ili finansijskom sektoru, i ako se dogodi kriza, oni mogu meriti troškove takve krize u realnoj ekonomiji.
6. I na kraju, promenljive relevantne za opisivanje promena na finansijskom tržištu, premija likvidnosti i volatilnost. Visoki nivoi rizika mogu ukazivati na gubitak apetita investitora i moguće probleme sa finansiranjem ostatka ekonomije. Smetnje likvidnosti mogu biti materijalizacija sposobnosti tržišta da efikasno alociraju višak sredstava za investicione mogućnosti u privredi.

Tipično bi bilo da analiza finansijske stabilnosti koristi nekoliko sektorskih varijabli pojedinačno ili u kombinacijama. Upotreba takvih mera, uključujući pokazatelje finansijske stabilnosti kao ključne pokazatelje finansijske stabilnosti zavise od referentnih vrednosti i pragova koji bi okarakterisali njihovo ponašanje u normalnim uslovima i u periodima krize i stresa. U odsustvu referentnih vrednosti, analiza ovih mera zavisiće od identifikacije promena u trendu (Vorrell, 2004.).

Visok deficit tekućeg računa doprinosi rastu rizika povezanih sa mogućim usporavanjem ili zaustavljanjem priliva kapitala i povećava ranjivost sistema (Blanchard i Milesi-Ferretti, 2011.). Nešto slično je i kada raste inostrano zaduženje, što pojačava opasnosti vezane za finansiranje i refinansiranje dospelih obaveza, posebno kada se pojave nepovoljni uslovi stranim finansijskim tržištima ili u slučaju naglog zaustavljanja (Alesina i Tabellini, 1988.).

6.5. Troškovi finansijskih sredstava kao pokazatelj stabilnosti finansijskog tržišta

Finansijska teorija utvrđuje karakter i funkciju različitih instrumenata izražavanja i mobilizacije novčanih obaveza i potraživanja polazeći od njihove osnove - funkcije novca čiji su oni izraz, kao i karaktera obaveze koju predstavljaju.

Novac u *kreditnoj funkciji* predstavljaju instrumenti *trgovačkog kredita* (menice, promisori, note), *instrumenti bankarskog kredita* (kreditni depoziti, akcepti, kreditne kartice, akreditivi, i dr), kao i instrumenti koji izražavaju neposredni kreditni odnos između različitih ekonomskih subjekata - *dugovni instrumenti* (obveznice - obligacije, depozitni sertifikati, note, blagajnički zapisi, konvertibilne obveznice i dr), ili su potvrda trajnog ulaganja kapitala (akcije, sertifikati, udeli i dr) - *svojinski instrumenti*.

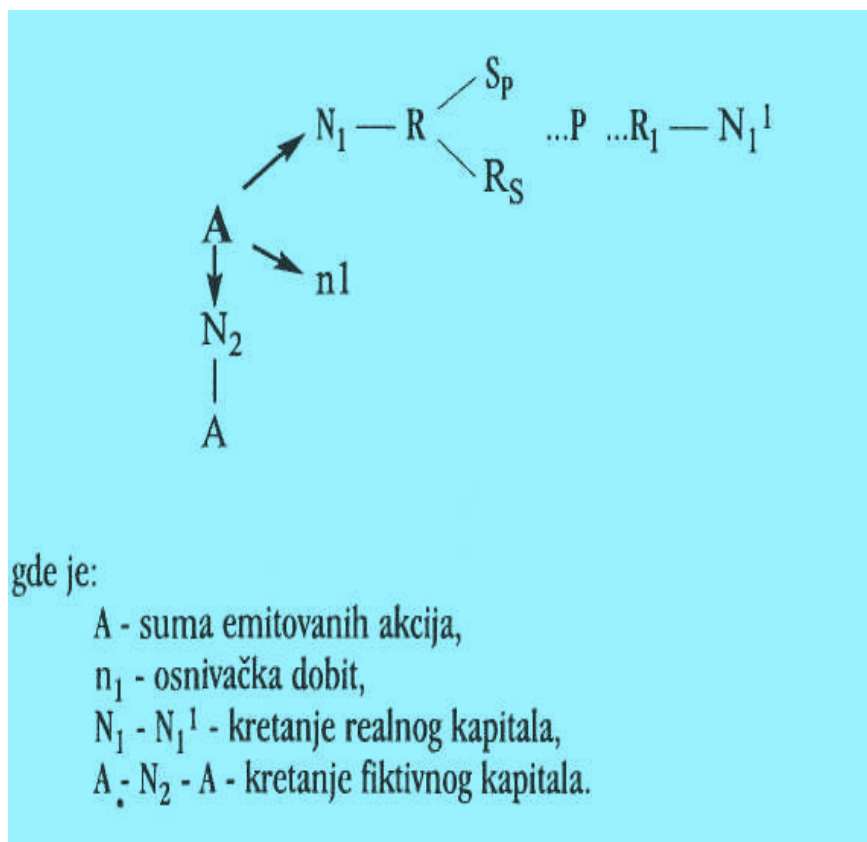
Vlasništvo nad kreditnim instrumentima uključuje i njihov slobodni prenos. Prenosivost daje mogućnost valorizacije ovih instrumenata, odnosno formiranja cene po kojoj se transfer vlasništva vrši, ali je ne određuje: cena instrumenta je iracionalna, jer potvrda o prenosu vlasništva nema vrednost. U osnovi vrednovanja kreditnih instrumenata mora stajati prinos, na koji njihovo posedovanje daje pravo, a koji potiče iz stvorenog viška. Svi kreditni instrumenti nemaju svojstva pune i neograničene prenosivosti. S obzirom na to, njihova cena ne može se uvek formirati pod dejstvom ponude i tražnje.

Fiktivni kapital je, posmatran sa makroekonomskog stanovišta, kapitalizovana (sadašnja) vrednost finansijskih instrumenata na finansijskom tržištu.

Poznata Hilferdingova formula²³ ilustruje kretanje fiktivnog i realnog kapitala (finansijske i realne aktive):

²³ Hilferding R., (1952), *Finansijski kapital*, Kultura, Beograd., str 112.

Ilustracija 2: Hilferdingova formula



Prema Rudolfu Hilferding kretanje realnog i fiktivnog kapitala uslovljeno je njihovim karakterom a njihova veza se uspostavlja na finansijskom tržištu. I sama vrednost preduzeća, otvorenog uticaju finansijskog tržišta, predstavlja sumu kapitalizovanih prinosa finansijskih instrumenata koje je ono emitovalo.

Investitor, posebno ako je tržište efikasno, neće morati da plaća troškove informacija, niti će biti u neizvesnosti koliko vredi hartija od vrednosti koju poseduje, čak i ako ne namerava da je proda. Tržišna cena hartije postaje standard i osnova za sve aktivnosti koje investitor može preduzeti, a u koje je uključeno raspolaganje hartijama od vrednosti.

Rizik izostanka plaćanja drugačije se naziva rizik povrata uloženih sredstava i plaćanja kamata. Ovaj rizik se može izračunati korišćenjem dve metode: univerzalni metod i multivarijantni metod.

Univerzalni metod polazi od toga da se koristi samo jedan faktor pri predviđanju rizika. Verovatnoća izostanka plaćanja je prisutna kada se javlja manji bilans gotovine i obrnuto. Verovatnoća se može odrediti preko koeficijenta neto priliva gotovine, koji predstavlja odnos ukupnog priliva gotovine i ukupnih potraživanja. Verovatnoća izostanka plaćanja je promenljiva i nije stalno prisutna, i zavisi od veličine priliva gotovine i iznosa ukupnih potraživanja.

Multivarijantni metod polazi od činjenice da se javlja više finansijskih pokazatelja pri određivanju rizika izostanka plaćanja. Najviše se koristi koeficijent „Z“, jer je najprecizniji metod i on predstavlja kombinaciju finansijskih pokazatelja, bilansnih podataka i finansijskih izveštaja.

Veća vrednost koeficijenta „Z“, manji je rizik izostanka plaćanja i obrnuto. Ako je vrednost koeficijenta manja od 1,8; zbog velikog rizika smatra se da će izostati plaćanje.

6.6. Testiranje međuzavisnosti između troškova kapitala i nivoa sistemskog rizika

Jednostavan i dobro poznat pristup sistematskom riziku je model određivanja cena kapitala. Između troškova kapitala i sistemskog rizika postoji asimptotska međuzavisnost.

Model „Risk Metriks“ je u funkcija merenja, upravljanja i kontrole rizika investicionih aktivnosti. Banka „J.P.Morgan“ je razvila metodologiju za merenje tržišnog rizika da bi stvorila standarde za merenje rizika i izvršila edukaciju svojih klijenata, kako bi se oni bliže upoznali sa potencijalnim rizikom pri njihovim investicionim ulaganjima.

Ova metoda stavlja naglasak na dnevne podatke kretanja hartija od vrednosti na tržištima koje ona pokriva i izračunava njihov prinos. Na osnovu dobivene baze podataka vrši se prognoziranje frekvencija (amplituda) dnevnog i mesečnog rizika. Ovom metodologijom se kvantificira rizik 1-dnevne vrednosti za koju se procenjuje da će važiti narednih pet dana, kao i rizik 25-dnevne vrednosti za koju se procenjuje da će važiti narednih mesec dana. Dobijeni podaci mogu

poslužiti kao informacije menadžmentu banke pri realizaciji investicionih aktivnosti, kao i ocene rezultata rada portfolio menadžera.²⁴

Model analize rizika je matematički model analiza kretanja cena, stopa prinosa i rizika i na kraju drugih parametara koji omogućavaju da se odredi distribucija verovatnoće ukupne vrednosti portfelja u posedu finansijske institucije.

U različitim oblastima finansijskog rizika su predlagani brojni različiti modeli analize rizika.

Uvođenje složenih modela u cilju opisa rizika je jedan način da se reši problem, ali sa sobom povlači i sebi svojstvene opasnosti. Profesionalci na finansijskim tržištima izumeli su model "vrednosti pri riziku" (value-at-risk model, odnosno VaR) kao način merenja i poređenja rizika na različitim tržištima.

VaR metodologija merenja rizika je široko rasprostranjena tehnika u upravljanju finansijskim rizicima i predstavlja značajan korak unapred u odnosu na tradicionalne mere rizika, koje su većinom zasnovane na praćenju senzitivnosti u odnosu na tržišne varijable.

VaR je metod za merenje izloženosti riziku finansijske aktive ili portfolija tokom određenog vremenskog horizonta. Njegova jednostavnost leži u tome što se potencijalni rizik može sumirati u jednom broju. Najčešći VaR pristupi koje koriste finansijske institucije je istorijska simulacija.

²⁴ N. Vunjak, Lj. Kovačević, Bankarstvo, Ekonomski Fakultet Subotica, Subotica 2006., strana 498

6.7. Segmentacija finansijskih tržišta prema dostignutom nivou sistemskog rizika kroz prizmu visine troškova finansijskih sredstava

Prema definiciji Evropske centralne banke (ECB), finansijska stabilnost predstavlja uslov pod kojim finansijski sistem (posrednici, tržišta i tržišna infrastruktura) može podneti šokove bez većih prekida u finansijskom posredovanju i efikasnoj alokaciji štednje ka produktivnim investicijama. U najširem smislu posmatrano, finansijski sistem čine:

- finansijski posrednici (banke, osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi i drugi institucionalni investitori koji usmeravaju sredstva subjekata koji imaju finansijske viškove ka onima kojima su sredstva potrebna i žele da pozajme tuđe viškove za finansiranje investicionih projekata);
- finansijska tržišta, na kojima se povezuju zajmodavci i zajmoprimci (tržišta novca i kapitala); i
- tržišna infrastruktura, putem koje se transferiše novac između kupaca i prodavaca (primeri su platni sistemi i sistemi poravnanja)

Stabilnost finansijskog sistema je neophodan preduslov efikasnog obavljanja svih osnovnih funkcija koje obezbeđuju brži ekonomski razvoj. Smatra se da je jedan finansijski sistem stabilan, kada su ispunjene tri ključne karakteristike koje ukazuju na njegovu efikasnost (NBS):

1. finansijski sistem bi trebalo da efikasno i bez poteškoća obezbeđuje transfer resursa od štediša ka investitorima;
2. finansijski rizici treba da budu razumno procenjeni i vrednovani kako bi se njima relativno dobro upravljalo;
3. stanje finansijskog sistema treba da obezbedi prostor za apsorpciju finansijskih i realnih ekonomskih iznenađenja i šokova.

Ukoliko bilo koja od ovih karakteristika nije svojstvena finansijskom sistemu, on se kreće u pravcu manje stabilnosti i moguće nestabilnosti.

Očuvanje finansijske stabilnosti zahteva identifikaciju ključnih rizika i faktora ranjivosti, kako bi se izbegla opasnost neefikasne alokacije kapitala ili lošeg upravljanja rizicima.

7. RAZVOJ, TESTIRANJE I IMPLEMENTACIJA BINARNOG MODELA UPRAVLJANJA FONDOVIMA RIZIČNOG KAPITALA

7.1. Analiza stanja i prilika na finansijskim tržištima

Stanja, prilike i okolnosti na finansijskim tržištima dele sudbinu globalizovanog tržišta. Dinamične, visoko volatilne, etički opterećene tržišne okolnosti postavljaju pred kreatore politika iznova nove i modifikovane zahteve za transparentnijim i etički optimalnijim tržišnim okolnostima. U tome smislu, finansijska tržišta se mogu posmatrati kao najeksponiraniji i istovremeno nasimptomačniji tržišni segment, koji značajno utiče na tržišna stanja i okolnosti. Otuda, govoriti o finansijskim tržištima u savremenim okvirima se ne može a da se ne posmatra istovremeno širi tržišni ambijent, ceneći i istovremeno validirajući pritiske sa kojima se susreću tržišni učesnici na svim tržišnim oblicima.

Posebno je važno analizirati stanja i prilike na finansijskim tržištima zemalja u razvoju, jer nakon sistemskih promena u periodu 1989-1991. godina, mnoge od ovih zemalja su nastojale da rehabilituju svoje finansijske sisteme pre procesa vlasničke transformacije. U prvom talasu reformi, neperformansni krediti su zamenjeni državnim obveznicama, ali banke nisu promenile svoj poslovni model. Štaviše, nastupanjem tipične tranzicione recesije, bilansi stanja banaka postaju dodatno opterećeni problematičnim kreditima.

Od 1990. godine, mnoge zemlje Jugoistočne Evrope su liberalizovale finansijske sisteme, otvarajući tržišta za upliv inostranih banaka. Takođe, preduzete su brojne mere u funkciji razvoja privatnog bankarskog sektora i liberalizacije procedure za dobijanje licenci za banke. Zbog nepostojanja efikasnog regulatornog okvira, mnoge nove (privatne i strane) kreditne institucije su „skliznule“ u špekulativne aktivnosti, doprinoseći porastu sistemskih rizika.

Naime, značaj banaka u tranzicionim zemljama je ekstraordinaran, budući da ostali segmenti finansijskog sistema (tržište kapitala, nebankarske finansijske institucije i sl.) nisu ni pre tranzicije bili značajan segment finansijskog mozaika. Međutim, zbog neefikasnog operativnog modela funkcionisanja, bankarski sistemi tranzicionih zemalja su postali rigidan i nefunkcionalni aparat. Razlozi za to su bili dvostruki.

Prvi, visoki transakcioni i informacioni troškovi, te organizacioni i funkcionalni defeciti. Drugi, nedostatak znanja, netransparentno poslovanje i “meka” budžetska ograničenja. Nezavidna situacija u bankarskim sistemima je primorala državu i regulatorne agencije (centralne banke) da pronađu optimalan model rehabilitacije (sanacije) banaka, a nakon toga efikasan model vlasničke transformacije.

Pri tome, modeli restrukturiranja banaka bi trebalo da pruže odgovor na brojna pitanja:

- (1) da li u procesu sanacije dokapitalizovati banke ili ih staviti u likvidacioni postupak,
- (2) da li prihvatiti punu ili delimičnu dokapitalizaciju banaka,
- (3) da li restrukturiranje sistema realizovati centralizovano ili decentralizovano;
- (4) da li banke prvo restrukturirati, a potom privatizovati ili obrnuto.²⁵

Shodno tome, aktuelne okolnosti, stanja i prilike na finansijskim tržištima, kako razvijenih, tako i zemalja u razvoju, doprinose porastu mesta, uloge i značaja koji fondovi rizičnog kapitala imaju u procesima finansiranja poslovnih poduhvata, jer u nedostatku drugih izvora finansiranja (što zbog visokih troškova, što zbog rigidnih poslovnih politika), stvara se značajan tržišni prostor za rad ovih fondova.

²⁵ Vunjak N., Kovačević Lj., (2006), Bankarstvo, Ekonomski Fakultet Subotica, Subotica., str. 104.

7.2. Kreiranje ključnih modula u funkciji upravljanja tokovima finansijskih sredstava

Efikasno upravljanje tokovima finansijskih sredstava predstavlja ključni uslov uspešnosti svakog poslovnog poduhvata i istovremeno važan kriterijum prilikom odabira alternative investiranja od strane investitora. Shodno tome, u istraživanju realizovanom u ovoj disertaciji došlo se do konkretnih, u praksi testiranih saznanja, koja su omogućila kreiranje ključnih modula u funkciji optimalnog upravljanja tokovima finansijskih sredstava i koja predstavljaju osnovnu podlogu na kojoj je razvijen konkretni binarni model u ovome radu. Identifikovanjem i analiziranjem mesta, uloge i značaja konkretnih modula u sistemu tokova finansijskih sredstava, a kroz prizmu njihove optimizacije, došlo se do šest ključnih modula čijim povezivanjem i interakcijom treba da se stvore optimalne tržišne pretpostavke za nastup fonda rizičnog kapitala u procesima finansiranja preduzetničkih organizacija. Moduli su posmatrani kao logičke, jezgrovite, ali istovremeno dinamične i otvorene celine (sistemi), čijom interdepencijom će se obezbediti uslovi za porast efikasnosti aktivnosti investiranja. U nastavku su predstavljeni sa opisom ključnih karakteristika svakoga od njih.

MODUL 1: ANALIZA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Modul 1 ističe se kao najznačajniji jer pre svih aktivnosti treba uraditi temeljnu i iscrpnu analizu finansijskih tržišta. Analiza finansijskog tržišta bavi se performansama određenog finansijskog tržišta. Performanse finansijskog tržišta zavise od performansi ukupnog broja hartija od vrednosti kojima se trguje na tom tržištu. Na dan kada se tržište zatvori cenama većine svojih vrednosnih papira na višoj strani, moglo bi se reći da je poslovalo dobro. To se odražava na tržišni indikator pod nazivom Indeks koji prati performanse nekih popularnijih i stabilnijih hartija od vrednosti kojima se trguje na tom određenom finansijskom tržištu.

MODUL 2: FONDOVI RIZIČNOG KAPITALA – DISPERZIVNOST

Ovaj vid finansiranja može dopuniti (kompletirati i komplementirati) druge vidove obezbeđenja finansijskih sredstava kao što su: bankarski krediti, vlasnički trajni kapital ili neke oblike finansijske podrške od strane države. Fondovi rizičnog kapitala doprinose porastu efikasnosti i likvidnosti finansijskog tržišta.

MODUL 3: PREDUZETNIČKE ORGANIZACIJE – NIVO ELASTIČNOSTI

Preduzetnici žele neelastičnu robu i usluge. Oni moraju biti u mogućnosti da promene cenu bez da značajno utiču na potražnju, jer start-upovi obično prave greške u cenama. Cene su teške i u prvim danima, jer želite navesti ljude da biste zahvaljujući niskim cenama samo ostvarili neku prodaju. Problem se može javiti ako postoji nemogućnost promene niskih cena a mi imamo neelastičnu robu.

Uzimajući sve ovo u obzir preduzetnik treba da započne rešavanje problema tzv. “niše”. Niše zahtevaju stručnost, što znači da morate da posvetite malo vremena razumevanju industrije i problema. Kada lansirate svoj proizvod, biće malo zamena, jer svako ko se takmiči sa vama mora da nauči i razume industriju, kao i vi, a za to vam treba vremena. Čak i tada, ako vaša niša u celini nije elastična, malo je verovatno da će se učesnici u industriji takmičiti po ceni.

MODUL 4: TESTIRANJE SINAPSI – PRAVAC, SMER I INTENZITET

Pravac smer i intenzitet finansiranja zavisice od dostupnosti fondova rizičnog kapitala kao dodatnog izvora. Istorijski prinosi VC bili su u opsegu od 10% do 20%, povremeno u opsegu od 20% do 30%, a retko su veći. Dodatna vrednost klasičnog VC ulaganja leži u smernicama, ugovorima, know-how-u i podršci za podršku. Odnos rizičnog kapitala i menadžerskog tima kritično utiče na uspeh poduhvata.

MODUL 5: TOKOVI FINANSIRANJA

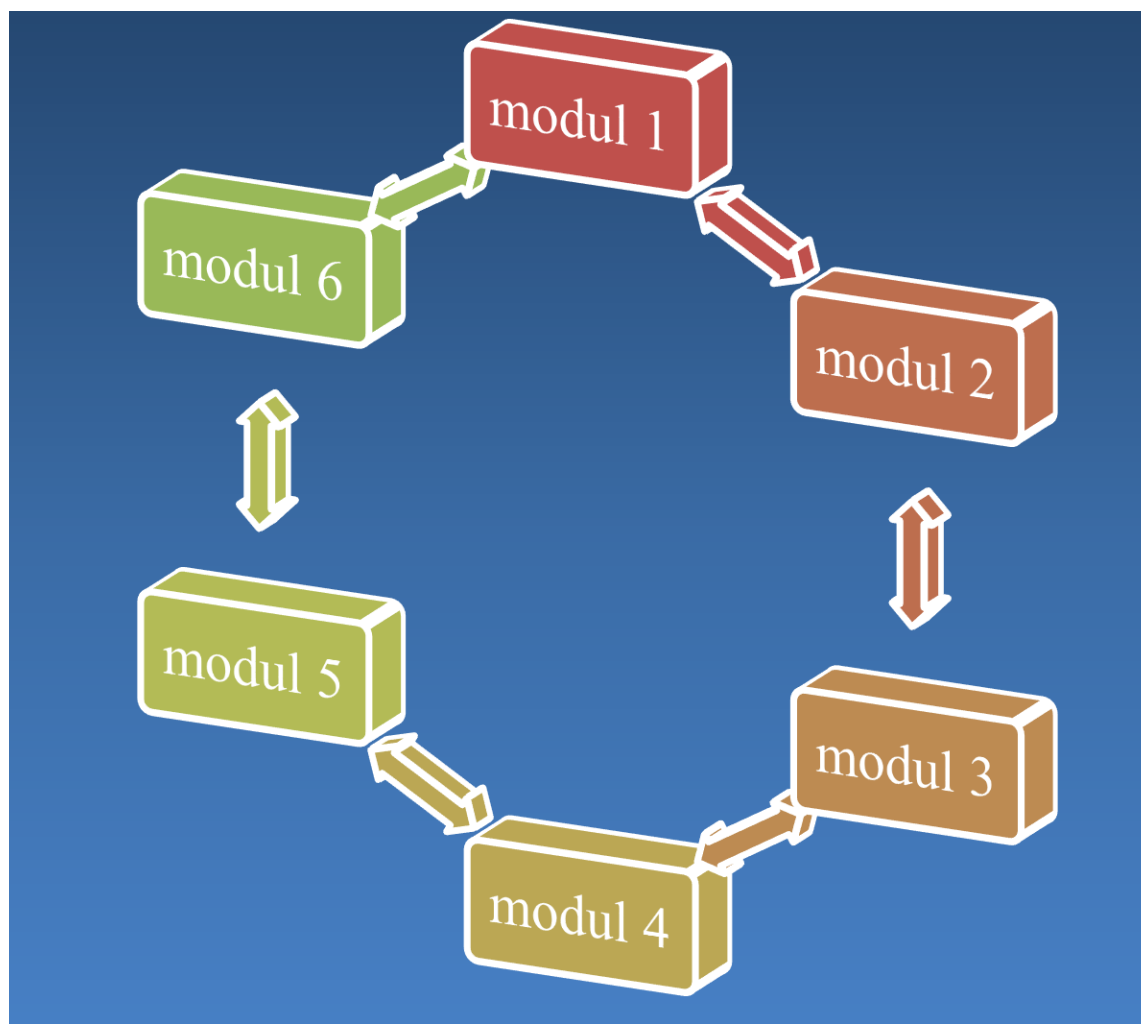
Mala i srednja preduzeća se često suočavaju sa značajnim poteškoćama u pribavljanju potrebnih finansijskih sredstava kako bi rasli i inovirali se. Za razvoj preduzetništva potrebna je ne samo individualna spremnost, već povoljna i podržavajuća "preduzetnička" klima, koja se kod nas usled različitih razloga teško uspostavlja. Svako malo preduzeće je žarište vrlo kompleksnih odnosa. Ono je brojnim nitima povezano sa dobavljačima materijala, zaposlenima, onima koji ga finansijski podržavaju, mušterijama, konkurentima, državnim organima. Ovu mrežu odnosa preduzetnik u velikoj meri sam stvara. Na drugoj strani, svi oni sa kojima malo preduzeće održava veze, centri su svoje sopstvene mreže odnosa. Od njih idu linije koje ih povezuju ne samo sa prvobitnim preduzećem, nego i sa njihovim sopstvenim kupcima, sa zaposlenima i pozajmljenim kapitalom, sa kontrolom od strane države i vlasnika, itd.

MODUL 6: EFEKTI FINANSIRANJA

Problem sa kojim se preduzetnik (preduzetnički menadžment) susreće je da se eksterna sredina u dobrom broju slučajeva ne samo ne može kontrolisati, već ni pouzdano predvideti. Recesije, inflacija i ratovi se verovatno tri najsilnija interventa. Odnosi sa dobavljačima materijala i/ili delova, raznih usluga i kapitala se ograničavaju ili prekidaju, proširuju ili uspostavljaju. Promene u odnosima sa potrošačima se oštro odražavaju na takve akcije. One idu ponekad u celini u prilog preduzeća, ponekad u celini na njihovu štetu, a skoro uvek u prilog ili na štetu pojedinih preduzeća. Suočen sa takvim promenama, preduzetnik i njegov tim može da, ako to želi, mirno posmatra i dozvoljava da ono što se zbiva i dalje zbiva, bez obzira da li je to dobro ili nije, a da kasnije traži način da se prilagodi. Kada su opale porudžbine i prodaja i smanjio se priliv novčanih sredstava u preduzeće, materijali i neposredno angažovana radna snaga mogu se srazmerno smanjiti. Kada rastu porudžbine i prodaja, novi radnici se mogu zaposliti, a kupovine materijala povećati. Međutim, preduzetnik može da traži način da pre svega utiče na efekat promene, a ne samo da reaguje na njega. To zahteva da se analizira šta se dešava, da se prave projekcije ili predviđa budućnost, da se preduzimaju akcije unapred u odnosu na promene za

koje se vidi da dolaze. U globalnom poslovnom okruženju i na tržištu na kome je sve veća konkurencija, preduzetnici, odnosno mala i srednja preduzeća (MSP) moraju da pronađu puteve da naprave razliku među svojim proizvodima kako bi privukli potencijalne potrošače. Svi moduli predstavljeni su na šemi koja sledi.

Šema 1: Interdependencija modula



Izvor: Autor, 2020.

7.3. Integracija modula u jedinstveni binarni model upravljanja fondovima rizičnog kapitala

Integracija modula u jedinstveni binarni model upravljanja fondovima rizičnog kapitala postiže se primenom ekspertnih sistema u oblasti odlučivanja. Eksis Corvid osmišljen je da pomogne u analiziranju i opisivanju logičkih koraka u procesima donošenja odluka.

U funkciji kreiranja originalnog, efikasnog binarnog modela sa ciljem podizanja efikasnosti finansiranja preduzetničke organizacije potrebno je najpre analizirati aktuelna stanja i prilike na finansijskim tržištima, obezbediti koherentan pristup tokovima finansijskih sredstava i procese odlučivanja učiniti efikasnim uz maksimiziranje efektivnosti. Prve dve okolnosti su uspešno realizovne istraživanjem i opisane u prethodnim delovima rada i naredni logičan korak jeste odgovoriti na dilemu kako optimalno integrisati binarni model koji će istovremeno biti tržišno elastičan i efikasan. Obezbeđivanje istovremeno kriterijuma elastičnosti i efektivnosti se u ovome istraživanju pokazalo kao vrlo zahtevno, naročito imajući na umu specifične zadatke koje ovako kreiran model treba da ostvari. Analizom i logičkim povezivanjem pojedinosti došlo se do zaključka da je jedinstveni binarni model upravljanja fondovima rizičnog kapitala najbolje integrisati putem "*pravila palca*".

Naime, heuristika se definiše u terminologiji stručnog sistema kao "pravilo palca". Ova "Pravila palca" su male, ali specifične činjenice koje pomažu u procesu donošenja odluka. Problem se stoga može rešiti kada se sva relevantna pravila iskombinuju.

Tokom godina, pravilo *IF / THEN* se pokazalo kao najbolji način opisivanja sve neophodne heuristike u procesu donošenja odluka, kada se koriste u pravilu sistem.

Logika odlučivanja Corvid je opisana i izgrađena korišćenjem "*čvorova*". Uopšteno gledano, čvor se može smatrati kao izjava u IF-u ili THEN deo pravila.

7.4. Testiranje binarnog modela u praksi

Testiranje originalnog binarnog modela u konkretnim tržišnim okolnostima podrazumeva diferenciranje dva ključna stanja finansijskog tržišta: stabilno i disperzivno (razuđeno), odnosno egzistiranje tzv. disperzivnih rizičnih fondova. U konkretnom slučaju je stanje sledeće:

IF

Stabilno finansijsko stanje

THEN

Disperzivni rizični fondovi

Koristi se tzv. “*ulančavanje*”, a što podrazumeva da je zaključak jednog pravila ujedno i premisa drugog.

IF

Disperzivni rizični fondovi

THEN

Visoka Elastičnost preduzetničke organizacije

Radi se Ulančavanje unapred.

Savremena okruženja za razvoj ekspertnih sistema i sistemi za upravljanje poslovnim pravilima implementiraju i koriste veliki broj tehnika i metoda iz oblasti ES: produkciona pravila, ulančavanje unapred, tehnike za rešavanje konflikata itd. Nažalost, to često nije slučaj kada su u pitanju metode i tehnike za objašnjavanje procesa zaključivanja.

Servlet Runtime (Tomcat) | Run | Trace | User Interface | Tomcat Setup

Variables | New Variable

- Goto_Regular_and_Exclusive
- Deduction_allowed
- No_deduction
- Is_it_a_separate_structure
- Do_you_meet_patients_clients_or_customers_in_your_home
- Is_it_your_principal_place_of_business
- Is_the_use_regular_and_exclusive
- Do_you_rent_part_of_your_home_used_for_business_to_your_employer
- Do_you_work_at_home_for_the_convenience_of_your_employer
- Is_part_of_your_home_used_in_conjunction_with_a_trade_or_business

Logic Blocks | Command Block

Main | Change Name | New

```

graph TD
    A[Is part of your home used in conjunction with a trade or business = Yes] --> B[Are you an employee = Yes]
    B --> C[Do you work at home for the convenience of your employer = Yes]
    C --> D[Do you rent part of your home used for business to your employer = Yes]
    D --> E[No deduction = 1]
    E --> F[Goto_Regular_and_Exclusive = Yes]
    
    G[Is part of your home used in conjunction with a trade or business = No] --> H[No deduction = 1]
    H --> I[Goto_Regular_and_Exclusive = Yes]
    
    J[Are you an employee = No] --> K[Goto_Regular_and_Exclusive = Yes]
  
```

Rule: 2 | Full

```

if:
Is part of your home used in conjunction with a trade or business = Yes
Are you an employee = Yes
Do you work at home for the convenience of your employer = Yes
Do you rent part of your home used for business to your employer = No
THEN:
Goto_Regular_and_Exclusive = Yes
  
```

Prev | Next | Go To Rule: | Go

Variable: Goto_Regular_and_Exclusive

Select value(s) to assign in THEN

Yes
No

If (Test) | THEN (Assign) | Add Node to Block

Applet Runtime (Browser) | Run | Trace | User Interface | Tomcat Setup

Variables | New Variable

Logic Block 1 | Variables | Command Block

Name: color | Type: Multiple Choice List

Prompt / Description: The color of the light is

Value List: (Enter a value and click "Add")

- Red
- Yellow
- Green

Default Value (Optional):

Backward Chain To Derive Value: Normal - All relevant rules used

When Asking for User Input: Control To Use: Radio Button (Single value)

Arrangement: One item per line

Servlet Runtime Template: (Optional)

Also Ask On Same Screen: (Optional)

Done

Prev | Next | Go To Rule: | Go

Applet Runtime (Browser) | Run | Trace | User Interface | Tomcat Setup

Runtime User Interface Preferences

Overall Screen Background: Background Color: | Apply to all Text/Controls

Applet Window Size (Pixels): Height: 400 | Width: 700

Prompt Text: Font: Arial (Serif) | Size: 12 | Style: Plain | Align: Left | Text Color: | Background: |

Value Text (List Variables): Font: Arial (Serif) | Size: 12 | Style: Plain | Align: Left | Text Color: | Background: |

Optional Header Image / Text: Image (GPG or GIF): | Text: |

Separate Multiple Questions on Same Screen (Optional): Image (GPG or GIF): |

Button Labels: OK: OK | Restart: Restart | Back: Back

Applet Runtime HTML Page Template: Default Applet Runtime Template

Servlet Runtime Templates:

- Servlet Runtime Question Template: Default Servlet Runtime Question Template
- Servlet Runtime Results Template: Default Servlet Runtime Results Template
- Servlet Runtime Final Screen Template: Default Servlet Runtime Final Screen Template

HTML Editor to Use: Applications/TextEdit

Cancel | Apply

Prev | Next | Go To Rule: | Go

Nakon instalacije paketa, pokreće se CORVID program da bi se krenulo sa radom.

Ograničeno je vreme i veličina - Bez aktivacionog koda na 30 dana i 150 logičkih blok čvorova.

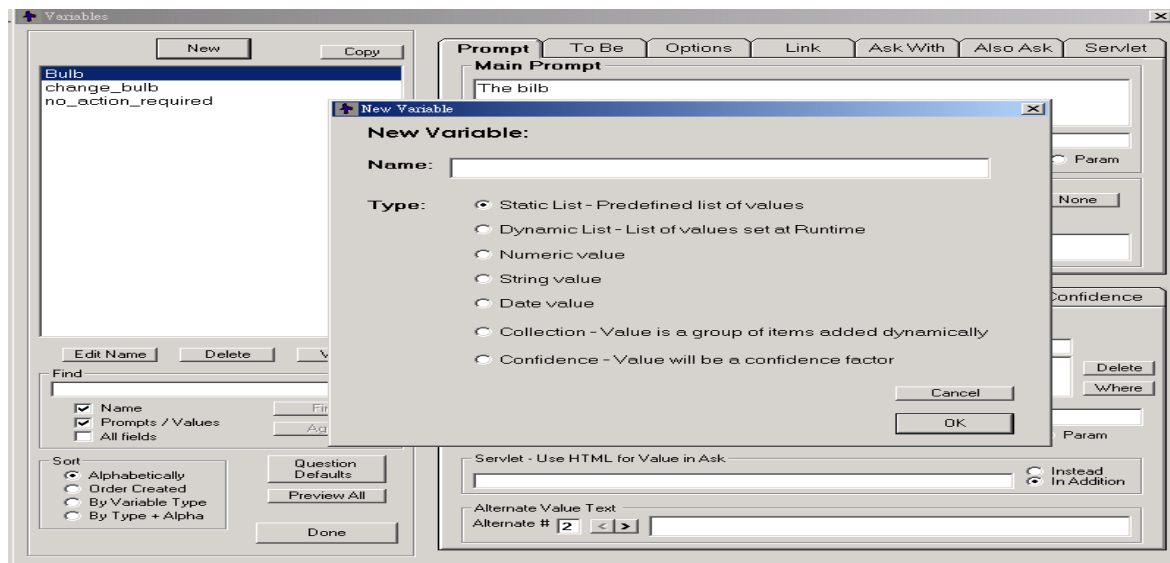
Za početak se navode koraci za rešavanje problema u obliku IF / THEN. Ovo bi trebale da budu izjave o različitim aspektima odluke.

Promenljive (Variables) se koriste :

- Da bi se definisala logika u logičkim blokovima i komandnim blokovima
- Za zadržavanje podataka tokom izvođenja
- Da bi se definisali ciljevi kako će se sistem pokretati

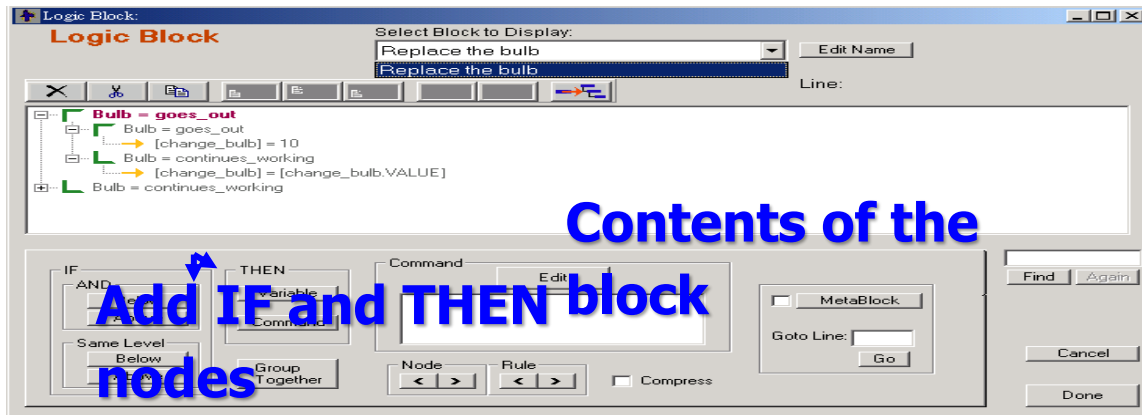
Varijable se dodaju i uređuju u Corvidu pomoću prozora Variables. Ovaj prozor se prikazuje odabirom „Varijable“ u meniju „Vindows“. Ili se može kliknuti na ikonu promenljivog prozora na vrhu prozora Corvid.

Varijable:



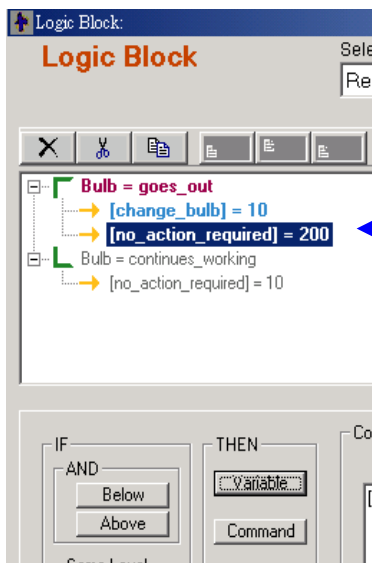
Pravila se grade koristeći promenljive za dodavanje čvorova u prozoru logičkog bloka. Da bi se otvorili prozor Logic Block, potrebno je kliknuti na ikonu Logic Block: Ovo će prikazati novi prozor za logički blok.

Logički blok:



THEN čvorovi:

THEN čvor može se dodati u logički blok odabirom čvora za njegovo dodavanje ispod i klikom na dugme "Promenljiva" pod "THEN". THEN čvorovi koji su Corvid naredbe koriste se u nekim naprednim sistema i mogu biti veoma moćni, ali uglavnom nisu potrebni za većinu sistema. Kada se klikne na čvor, prozor prikaza pravila prikazaće pridruženo pravilo. AKO čvor je THEN čvor, videćete potpuno pravilo. Ako je čvor IF čvor, vi pogledajte IF deo pravila.



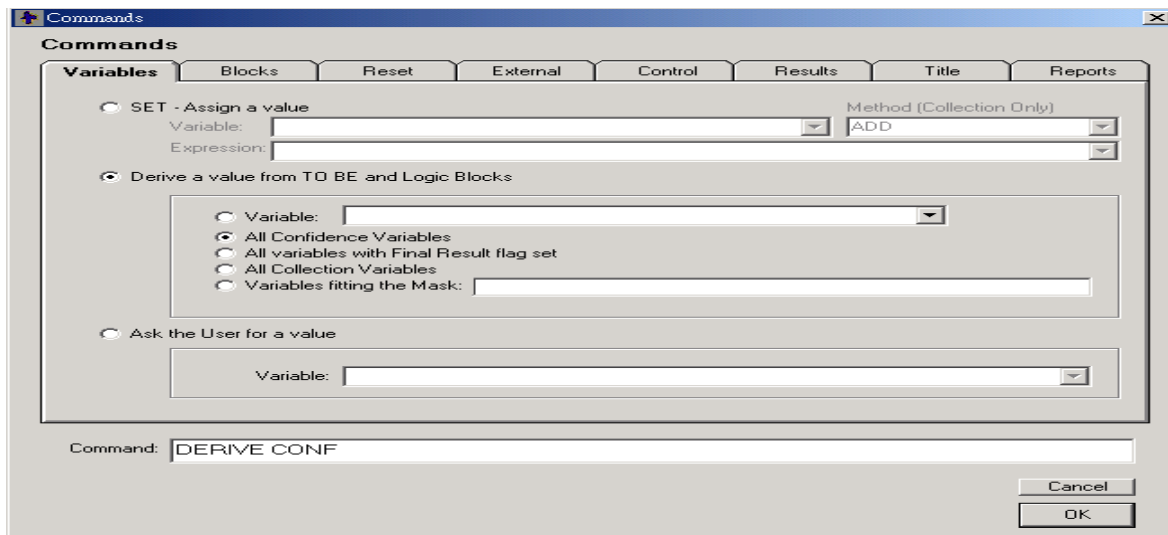
Komandni blokovi:

Logički blokovi govore sistemu kako da rade stvari, ali Command Blocks govore sistemu šta da radi. Command Blocks kontroliše način rada sistema.

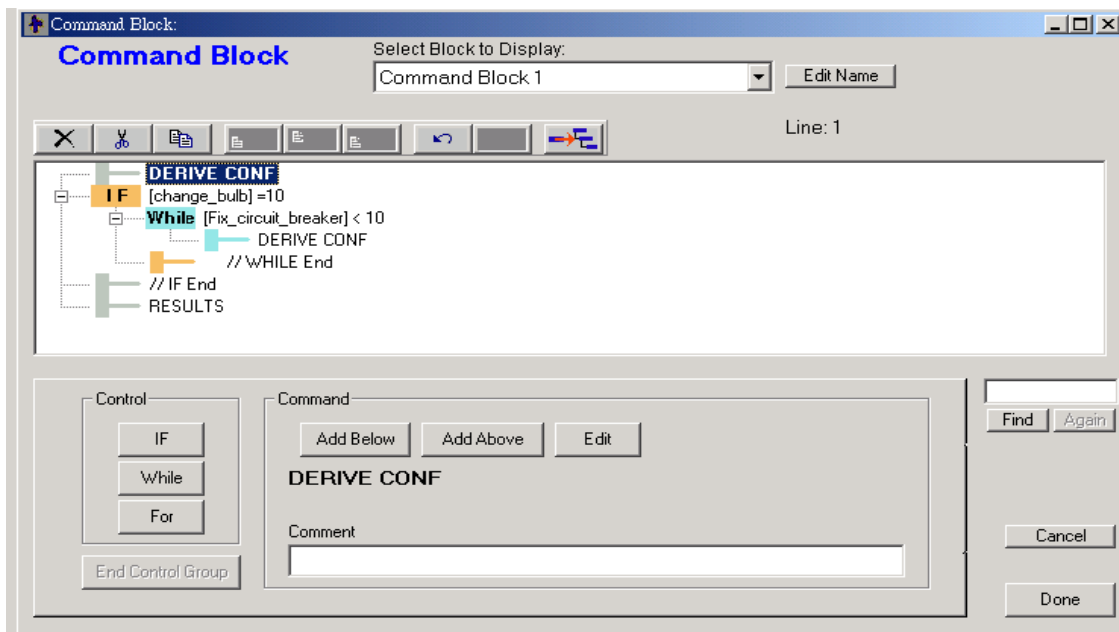
Dve vrste komandnih čvorova postoje:

- Izvršne komande,
- Komande petlje / grananje.

Izvršne komande

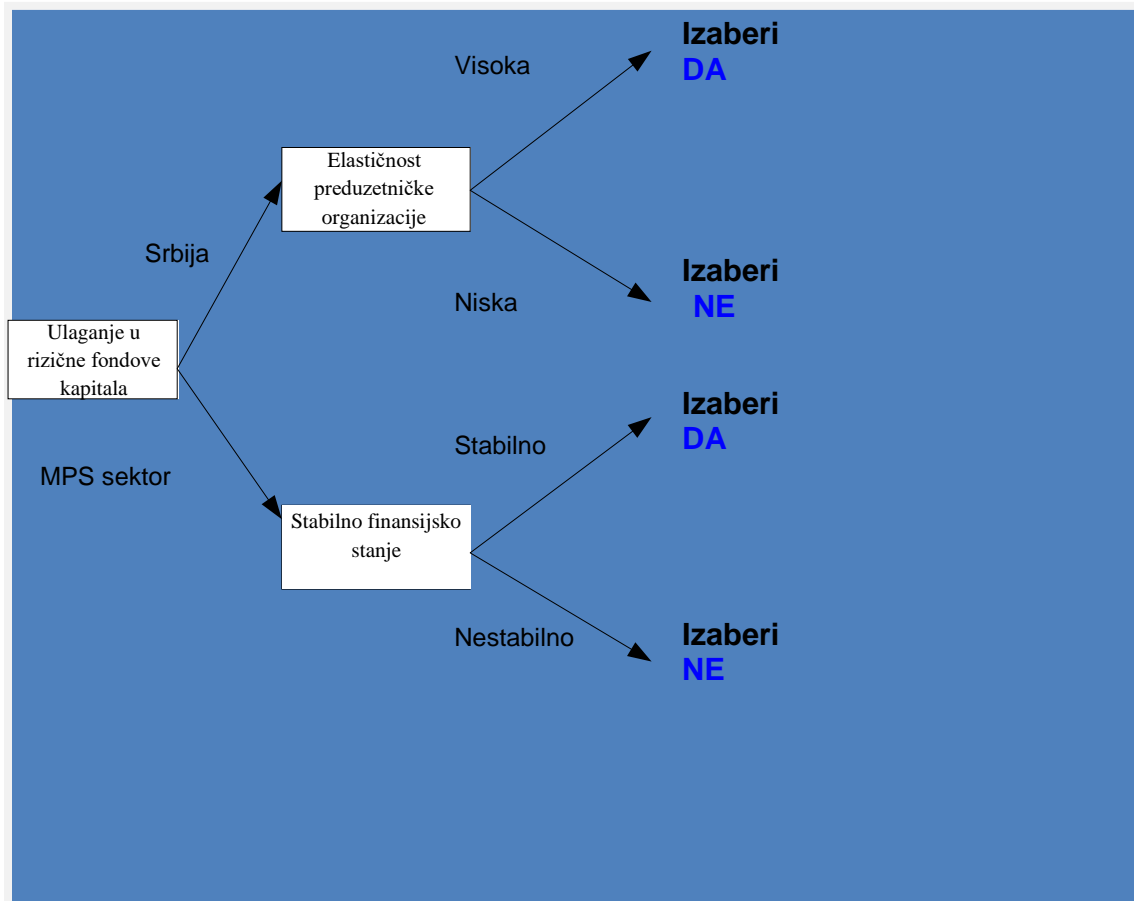


Komandne petlje



N svega iznetog na šemi 2. prikazan je Savetodavni sistem za ulaganje u rizične fondove ili tzv. drvo odlučivanja.

Šema 2: Drvo odlučivanja



Izvor: Autor, 2020.

Ovo ukazuje da ekspertni sistem (poput binarnog modela razvijenog u ovoj disertaciji) može u potpunosti donositi odluke o ulaganju i da on zaista nekada može biti adekvatna zamena za ljudski um.

7.5. Evaluacija i ocena dobijenih rezultata

Zbog promena na finansijskom tržištu prouzrokovanih svetskom ekonomskom krizom, preduzetnicima će klasični oblici finansiranja biti sve nedostupniji. Usled ovakvog stanja preduzetnici su primorani da traže alternativne načine finansiranja svog poslovanja. Kao potencijalno rešenje problema javljaju se Fondovi rizičnog kapitala.

Rizični kapital je vrsta privatnog kapitala. Obično ga pružaju spoljni investitori novim preduzećima koja obećavaju brz rast. Ulaganja u rizični kapital obično su visokog rizika, ali nude potencijal za nadprosečni prinos. Venture capital može takođe da uključuje menadžersku i tehničku ekspertizu.

Nosioci rizičnog kapitala (to mogu biti institucije u državnoj i privatnoj svojini) obezbeđuju kapital novim i malim firmama sklonim rastu, *čiji proizvodi imaju naglašen tržišni potencijal i konkurentsku poziciju*, u zamenu za *deo vlasništva u njima*.

Znači, za razliku od banaka, rizični kapital ne traži klasičan povrat pozajmljenih sredstava (kamatna stopa, anuitetni plan, hipoteka i sl.), već je prvenstveno zainteresovan za profitni potencijal biznisa.

Sve ove okolnosti dovode do značajnog porasta mesta, uloge i značaja fondova rizičnog kapitala na dinamičnim, globalizovanim tržištima, a što opet za svoju direktnu posledicu ima sve izraženiju potrebu za razvojem modela upravljanja ovim fondovima kojima će se doprineti porastu efikasnosti poslovnih sistema. Značaj predmetnih modela naročito dolazi do izražaja u slučaju preduzetničkih organizacija, kao relativno “mladih”, dinamičnih poslovnih sistema sa izraženijim nivoima rizika. U tom smislu, kreiranje i testiranje binarnog modela razvijenog u disertaciji ima poseban značaj, i to kako za tražioce finansijskih sredstava, tako i za investitore.

7.6. Diseminacija binarnog modela upravljanja fondovima rizičnog kapitala

Prisutnost fondova u što većem broju na finansijskom tržištu u Srbiji omogućiće da fondovi investiraju u različite sektore privrede, posebno preduzeća koja su se dokazala kao uspešna u poslovanju. Na ovaj način bi investicioni fondovi postali suvlasnici u datim preduzećima, što bi istovremeno omogućilo lakši i jeftiniji pristup dugoročnim izvorima finansiranja.

Između ostalog, jedan od značajnih faktora nerazvijenosti finansijskog tržišta Republike Srbije je takođe i nepostojanje dovoljnog broja institucionalnih investitora, pre svega penzionih i investicionih fondova. Zbog svega navedenog vrlo je važno da preduzeća svojim profitabilnim, transparentnim poslovanjem i kotacijama na berzi postanu atraktivna investicionim fondovima jer je to sigurno brži put dolaska do jeftnijih izvora kapitala.

Dodatni faktor ulaganja investicionih fondova u preduzeća biće i okončanje procesa privatizacije, kada će jasno definisana vlasnička struktura, profitno poslovanje, poslovni ciljevi i razvojna orijentacija biti faktori na osnovu kojih će investicioni fondovi odlučiti za ulaganje u konkretna preduzeća.

Finansijska struktura nema uticaja na vrednost preduzeća i ulaganja. U poređenju sa tradicionalnim finansijskim instrumentima, poput kredita, obveznica i konvertibilnih hartija od vrednosti, savremeni pristupi investiranju pokazuju različite ekonomske efekte, sa promenljivim uspehom. Širokom primenom binarnog modela razvijenog u disertaciji može se očekivati porast atraktivnosti preduzetničkih poduhvata, čineći na taj način vezu između ponude i tražnje za finansijskim sredstvima još direktnijom i optimalnijom, a što će za svoju direktnu posledicu imati značajan porast efikasnosti preduzetničkih organizacija.

8. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

8.1. Kvantitativne i kvalitativne preporuke

Rezultati istraživanja imaju svoj akademski i praktični značaj.

Akademski značaj ogleda se u tome, jer je istraživanje realizovano u disertaciji originalno naučno istraživanje, koje do sada nije ovakvim pristupom realizovano i prezentovano u dostupnoj naučnoj literaturi.

Praktični, koji se ogleda u činjenici da je kao produkt istraživanja kreiran i implementiran kao konkretan binarni model čijom diseminacijom na tržištima se stvaraju realni preduslovi za optimalnije finansiranje preduzetničkih poduhvata, kroz prizmu maksimiziranja njihove poslovne efikasnosti.

U radu je izvršena konzistentna analiza mesta, značaja i uloge fondova rizičnog kapitala u savremenom preduzetničkom sektoru, respektujući relevantne teorijske izvore koje se bave ovom problematikom.

Istraživanjem se došlo do konkretnih, testiranih i verifikovanih saznanja, o mogućnostima uspešnosti primene razvijenog binarnog modela upravljanja fondovima rizičnog kapitala, posebno sa aspekta privrednih struktura koje se nalaze u razvoju.

Ceneći napred izneto, istraživanjem se došlo do konkretnih, u praksi verifikovanih saznanja o smeru, intenzitetu i pravcu veze između fondova rizičnog kapitala kao investitora na finansijskim tržišta i preduzetnika kao subjekata koji kreiraju tražnju za finansijskim sredstvima, sa ciljem optimizacije toga odnosa koji će se manifestovati u porastu poslovne efikasnosti preduzetničkih poduhvata.

Takođe, očekivani rezultati disertacije treba pokazuje naučno potvrđena saznanja koja doprinose donošenju optimalnih odluka o investiranju na finansijskim tržištima zemalja u razvoju.

Naučni doprinos doktorske disertacije ogleda se u formulisanju i testiranju novog modela upravljanja fondovima rizičnog kapitala u funkciji optimiziranja poslovne efikasnosti i efektivnosti savremenih preduzetničkih organizacija.

Poseban naučni doprinos doktorske disertacije ogleda se u formulisanju i testiranju novog pristupa u kreiranju i primeni originalnog binarnog modela, čijom implementacijom će se unaprediti mogućnosti finansiranja preduzetničkih poduhvata i doprineti optimizaciji njihove poslovne efikasnosti.

Poseban naučni doprinos disertacije se odnosi i na činjenicu originalnosti, tj. kreiranja i primene originalnog, u disertaciji razvijenog binarnog modela upravljanja tokovima rizičnog kapitala na finansijskim tržištima, koji do sada nisu formulisani i testirani u naučnoj praksi, zasnovanog na dva važna subjekta tržišta: fondove rizičnog kapitala i preduzetnike.

Praktičan doprinos doktorske disertacije ogleda se u mogućnosti buduće implementacije ovog upravljačkog modela u različitim razvojnim fazama životnog ciklusa savremene, tržišno orijentisane preduzetničke organizacije kao proaktivan odgovor na specifične zahteve za finansiranjem njene konkretne ekonomske stvarnosti, sa ciljem obezbeđivanja optimizacije poslovne efikasnosti preduzetničkih organizacija.

Efikasnost i efektivnost preduzetničkih organizacija biće povećana usled racionalnog ulaganja koje se može postići primenom razvijenog binarnog modela čime je **dokazana osnovna hipoteza istraživanja realizovanog u disertaciji.**

Pravilan i svrsishodan pristupu analizi i sagledavanju stanja i prilika na tržištima doprinosi smanjenju nivoa sistemskog (beta) tržišnog rizika. Ovo činjenica **potkrepljuje prvu pomoćnu hipotezu.**

Takođe je kroz istraživanje **dokazana i druga pomoćna hipoteza** koja je glasila:“Diseminacija prikupljenih informacija utiče na porast efikasnosti tržišta”, jer je upravo asimetričnost informacija jedan od gorućih problema na tržištu.

Kako bi se smanjili troškovi finansiranja preduzetničke organizacije treba imati sistemski pristup, fundiran na razvijenom binarnom modelu, što je **dokaz treće pomoćne hipoteze.**

8.2. Dileme i zasede

Dosadašnja istraživanja preduzetnika govore da je adekvatan pristup kapitalu jedna od najvećih prepreka za pokretanje i rast novog posla. S obzirom na važnu ulogu kod ekonomskog rasta - nije iznenađujuće da su pokušaji da se ublaže ograničenja finansiranja za potencijalne preduzetnike važan cilj za kreatore politika širom sveta.

U novije vreme analitički fokus je i dalje koncentrisan na dinamiku ponašanja, potencijalno nagomilavanje nestabilnih uslova kao i tzv mehanizmi prenosa šokova.

Ključno pitanje u osnovi ovih analitičkih kretanja je potreba da se premoste nedostaci podataka u nekoliko oblasti. Kao što je već pomenuto, finansijsku stabilnost teško je definisati, a još teže izmeriti. Strogo govoreći, finansijski sistem se može okarakterisati kao stabilan u odsustvu prevelike volatilnosti, stresa ili kriza. Ova uska definicija je relativno jednostavna za formulisanje, ali ne uspeva da zabeleži pozitivan doprinos za dobro funkcionisanje finansijskog sistema ukupnom privrednom razvoju.

Naglašen je novi način razmišljanja kod pojedinca - organizacije koja pokreće /vodi poslovnu aktivnost i suočava se sa svim neizvesnostima i rizicima specifičnog načina privređivanja. doktorske disertacije ogleđa se u mogućnosti buduće implementacije razvijenog binarnog modela na različitim tržištima, sa ciljem obezbeđivanja optimizacije poslovne efikasnosti preduzetničkih poduhvata. Zahteva se neophodna komponenta fleksibilnosti.

Jedinstveni binarni model upravljanja fondovima rizičnog kapitala najbolje je integrisati putem "pravila palca". Tokom godina, pravilo IF / THEN se pokazalo kao najbolji način opisivanja sve neophodne heuristike u procesu donošenja odluka, kada se koriste u pravilu sistem.

Kroz razvoj, implementaciju i praćenje indikatora binarnog modela, može se steći jasna predstava o efektima, kao i o značaju ulaganja u fondove rizičnog kapitala kao izvora finansiranja preduzetničkih organizacija.

8.3. Pravci daljih istraživanja

Preduzetnici su motivisani postignućem, nezavisnošću i gomilanjem bogatstva.

Rizični kapital je vrlo važan izvor finansiranja novog posla. Ovde investitori daju novac za pokretanje posla koji ima jak potencijal visokog rasta i profitabilnosti. Pružalac rizičnog kapitala takođe pruža menadžersku i tehničku podršku.

Ulaganja u rizični kapital vrše se u inovativnim projektima. Koristi od takvih investicija mogu se ostvariti dugoročno. Dobavljači rizičnog kapitala ulažu novac u obliku sopstvenog kapitala. Pošto se ulaganje vrši putem kapitalnog ulaganja, dobavljači rizičnog kapitala učestvuju u upravljanju kompanijom.

Svako ko se nekada našao u poziciji da traži novčana sredstva za pokretanje sopstvenog biznisa svestan je da se radi zahtevnom i dugotrajnom procesu. Glavni zadatak onoga ko pozajmljuje novčana sredstva je da dokaže da je sposoban oploditi kapital i vratiti ga vlasniku nakon uspešne realizacije poslovne ideje.

Proces finansiranja poslovne ideje preko fondova rizičnog kapitala najkompleksniji je od svih izvora finansiranja koji postoje na tržištu.

Dalja istraživanja treba usmeriti kako na inovativne procese u preduzetništvu, tako i u oblasti finansiranja istih. Oblast finansiranja sektora malih i srednjih preduzeća je uvek iznova neiscrpna tema za istraživanje i razvoj.

9. LITERATURA

- 1) Alexander, C., (2008): Market Risk Analysis I, Quantitative Methods in Finance, New Jersey, John Wiley & Sons Inc.
- 2) Alexander, C., (2008): Market Risk Analysis II, Practical Financial Econometrics, New Jersey, John Wiley & Sons Inc.
- 3) Anđelić, G., Đaković, V., (2017): Osnove investicionog menadžmenta, drugo dopunjeno i izmenjeno izdanje, Fakultet Tehničkih Nauka, Novi Sad.
- 4) Anđelić, G. (2006): Investiranje, Monografija, Fakultet tehničkih nauka, Novi Sad.
- 5) Aylward, Anthony H. (1998): Trends in Venture Capital Finance in Developing Countries, The World Bank.
- 6) Baković T., Ledić-Purić D. (2011), Uloga inovacija u poslovanju malih i srednjih poduzeća”, Poslovna izvrsnost, Zagreb.
- 7) Barać S., Stakić B.(2007): Osnovi ekonomije, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- 8) Bjelica V.(2001): Bankarstvo, „Atlas”, Novi Sad.
- 9) Brealey M. (2000): Principles of corporate finance, 6th edition, Mc Graw-Hill, Irwin.
- 10) Bodie Z., Kane A. i Marcus A. (2009): Osnovi investicija. Beograd: Data Status.
- 11) Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. (2007): Investments, New York, McGraw Hill Inc.
- 12) Brooks, C. (2002): Introductory Econometrics for Finance, Cambridge, Cambridge University Press.
- 13) Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A. C. (1997): The Econometrics of Financial Markets, Princeton, Princeton University Press.
- 14) Cvijanović V., M. Marović, B. Struk(2008). Finansiranje malih i srednjih preduzeća, Gipa d.o.o. Zagreb.

- 15) Ćirović M.(2001): Bankarstvo, Bridge Company, Beograd.
- 16) Damodaran A.(2001): Corporate Finance, John Willy and Sons, Inc., New York.
- 17) Dostić, M.(2003): Menadžment malih i srednjih preduzeća, Ekonomski fakultet Univerziteta u Sarajevu – Izdavačka djelatnost, Sarajevo.
- 18) Drucker P.(1991): Inovacije i preduzetništvo, Privredni pregled, Beograd .
- 19) Dželetović M (2007):Finansijska tržišta , Čigoja štampa, Beograd.
- 20) Erić D.(2003): Finansijska tržišta i instrumenti / 2 . izmenjeno i dopunjeno izd.-Beograd; Čigoja štampa, Beograd.
- 21) Ekonomski rečnik(2006). Beograd: Ekonomski fakultet u Beogradu.
- 22) Gitman, L. J.(1991): Principles of Managerial Finance, Harper Collins, New York.
- 23) Gujarati, N, D, Poreter, D., (2010): Basic Econometrics, International Edition, McGraw-Hill.
- 24) Gompers, P. and J. Lerner (2004): The Venture Capital Cycle. Cambridge MA, MIT Press.
- 25) Hilferding R. (1952): Finansijski kapital,Kultura, Beograd.
- 26) Horne J. C. V.(2001): Financial Management and Policy, Prentice-Hall, New Jersey.
- 27) Ivaniš, M.(2009): Upravljanje finansijama, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- 28) Ivanišević M. (2010): Poslovne finansije, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd.
- 29) James C. Van Horne (1989): Fundamentals of Finacial Management, 9th Edition,Prentice - Hall, London.
- 30) Jeremić Z.(2009): Finansijska tržišta , Univerzitet Singidunum, Beograd.
- 31) Jovanović P.(1992): Upravljanje razvojem preduzeća, Fakultet organizacionih nauka / FON, Beograd.
- 32) Kadić A.(1993): Novac i krediti, autorski reprint. Banja Luka.

- 33) Kaen, F.R. (1995): Corporate Finance, Blackwell, Cambridge.
- 34) Krasulja D., Ivanišević M. (2000): Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd.
- 35) Labus M. (1999): Osnovi ekonomije, Stubodi kulture, Beograd.
- 36) Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (2005): Finansijska tržišta i institucije, Mate, Zagreb.
- 37) Mankiw, G., Taylor, M. (2006): Economics, Thomson Learning.
- 38) Markowitz, H. M. (1959): Portfolio Selection – Efficient Diversification of Investments, New Jersey, John Wiley & Sons Inc.
- 39) Markowitz, H. M., Todd P. (2000): Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets, New Jersey, John Wiley & Sons Inc.
- 40) Metrick, A., Yasuda, A. (2011): Venture Capital and The Finance Innovation - Second Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- 41) Meir Kohn (1994): Financial Institutions and Markets, Mc.Graw - Hill, New York.
- 42) Moris M.K, Siegel M.A, prof. dr Dabić S. (1995): U obliku novca- vodič kroz hartije od vrednosti, IQ media, Beograd.
- 43) Muminović S, Milićević L, Zeremski A. (2013): Rizici ulaganja u obveznice i akcije, Ekonomski institut, Beograd.
- 44) Murphy, J. John (2007): Tehnička analiza finansijskih tržišta, New York Institute of Finance, New York
- 45) Ožanić M. (1989): Inventivno stvaralaštvo – bez pravog zamaha, Poslovna politika, Beograd .
- 46) Penezić, N. (2009), Preduzetništvo – savremeni pristup, Fakultet poslovne ekonomije, Univerzitet Edukons, Sremska Kamenica, 2009.
- 47) Penezić, N. (2015), Upravljanje razvojem malih preduzeća, Zadužbina Andrejević, Beograd, 2015.
- 48) Perović V., Narandžić B. (2010) : Poslovne finansije, Fakultet tehničkih nauka, Novi Sad .

- 49) Petrović, Denčić-Mihajlov(2007) : Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Niš.
- 50) Ranković J.(1999): Upravljanje finansijama preduzeća, deveto pon. Izdanje, Ekonomski fakultet, Beograd.
- 51) Rosenthal J. A., J. M. Ocampo (1998): Securitization of Credits, John Wiley and Sons, New York.
- 52) Samuelson P.A.(2000) :Economics, XXIV izd. , McGraw-Hill, London.
- 53) Vasiljević B.(1999): Osnovi finansijskog tržišta, Zavet, Beograd.
- 54) Vunjak N., Lj. Kovačević(2006): Bankarstvo, Ekonomski Fakultet Subotica, Subotica.
- 55) Wang, P. (2009): Financial Econometrics, Second edition, Routledge Taylor and Francis Group London-NewYork.

Naučno-istraživački radovi:

- 56) Achelis B. Steven: "Technical Analysis from A to Z", Equis International, Salt Lake City, 2000.,,prevod autora
- 57) Aćimović, S., Beraha, I. (2012), Klasteri u funkciji razvoja sektora MSP – odabrana evropska iskustva, Zbornik radova sa Okruglog stola: Kraj privatizacije, posledice po ekonomski razvoj i nezaposlenost u Srbij, Institut ekonomskih nauka, Beogradska bankarska akademija, Savez samostalnih sindikata
- 58) Anđelić G. and Đaković, V, (2012), “Financial Market Co-Movement between Transition Economies: A Case Study of Serbia, Hungary, Croatia and Slovenia”, Acta Polytech. Hung., J. App. Sc., Vol. 9, No. 3, pp. 115-134.
- 59) Anđelić, G.B., Đakovic, V.D., and Sujic, M.M. (2012). An empirical evaluation of Value-at-Risk: The case of the Belgrade Stock Exchange index - BELEX15. Industrija, 40(1), 39-60.
- 60) Anđelić, G., Đaković, V. and Radišić, S. (2010) “Application of VaR in emerging markets: A case of selected Central and Eastern European Countries”, African Journal of Business Management, Vol. 4, No. 17, pp. 3666-3680.

- 61) Andersen, T. G., Bollerslev, T., & Lange, S. (1999). Forecasting financial market volatility: Sample frequency vis-à-vis forecast horizon. *Journal of Empirical Finance*, 6(5), 457-477.
- 62) Arundale K. (2007), *Raising Venture Capital Finance in Europe*, Kogan Page, London and Philadelphia, p 147.
- 63) Bazelski odbor za nadzor banaka – *Međunarodni sporazum o merenju kapitala i standardima kapitala* – revidirani okvir, prevod Potecon, Zagreb 2004. godine, str. 118-
- 64) Bertoni, F., & Tykvová, T. (2012). Which form of venture capital is most supportive of innovation? *ZEW Discussion Papers*, No. 12-018.
- 65) Berglund, H., T. Hellstrom and S. Sjolander (2007), "Entrepreneurial Learning and the Role of Venture Capitalists." *Venture Capital* 9(3): 165-181.
- 66) Bottazzi, L., Darin, M., & Hellmann, T. (2008): Who are the active investors? Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89(3), 488-512. doi:10.1016/j.jfineco.2007.09.003.
- 67) Brander, J.A., Egan, E., & Hellmann, T. (2010). Government sponsored versus private venture capital: Canadian evidence. in J. Lerner & A. Schoar (Eds.), *International Differences in Entrepreneurship*, 275-320. University of Chicago Press.
- 68) Collins E.: *The Portabl M BA*, John Willey Soons, 2000.
- 69) Colombo, MG., Cumming, DJ., Vismara, S. (2016). Governmental venture capital for innovative and young firms, *The Journal of Technology Transfer* 41 (1), pp. 10-24.
- 70) Dailami, M., Atkin, M. (1990): *Stock Markets in Developing Countries*. Country Economics Department - The World Bank and Economics Department - International Finance Corporation. Working Paper 515, 38.
- 71) Dario G.: *Local Economic Development*, EURADA, ed. 2000.
- 72) Douglas Cumming, *Venture Capital - Investment Strategies, Structures, and Policies*, Copyright 2012 by John Wiley & Sons, Inc, str. 425.
- 73) Draganac D, *Međuzavisnost prinosa i rizika na ulaganje u hartije od vrednosti*,

Ekonomski fakultet u Beogradu, Powerpoint prezentacija.

- 74) Đaković, V, Anđelić, G. (2008): "Risk management in function of business growth and development at financial market", XIV Međunarodna naučna konferencija Industrijski sistemi-IS '08, Novi Sad, 2-3. oktobar 2008., Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjerstvo i menadžment, str. 659-662.
- 75) Đaković, V., Mladenović, I., Anđelić, G., "An empirical examination of investment risk management models for Serbia, Hungary, Croatia and Slovenia", Acta Polytechnica Hungarica, Journal of Applied Sciences, Óbuda University, Budapest, Hungary, Vol. 12, No. 4, 2015, pp. 201-220, ISSN: 1785-8860.
- 76) Entrepreneur Distinguished Author Series (www.entrepreneur.org): Strategije za upotrebu moći IS preko licenciranja, zajedničkih ulaganja, udruživanja i franšize.
- 77) Erić D., Anđelić G., Redžepagić S. (2009) "Application of MACD and RVI Indicators as Functions of Investment Strategy Optimization of the Financial Market" Journal of Economics and Business, Vol. 27, No. 1, Rijeka, str. 171-196.
- 78) Fifield, S., Power, D., Sinclair, D. (2005), An analysis of trading strategies in eleven European stock markets, The European Journal of Finance, Vol. 11, No. 6, pp. 531-548.
- 79) Gerald, B.A. i Margulis, J.B. (2005), "Angel Capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing", John Wiley & Sons Ltd, Hoboken, str: 7.
- 80) Greg N. Gregoriou, Maher Kooli, Roman Kraeussl, Venture capital in Europe, Copyright 2007 Elsevier Inc, str. 55.
- 81) George W. Fenn, Nellie Liang, Stephen Prowse, The Economics of the Private Equity Market, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC 1995, str. 62.
- 82) Gipson ,A.: *The BDS Market Development Approach: Rationale and Key Issues*, april 2001.
- 83) Goran B. Anđelić (2005), Dalje perspektive razvoja finansijskog tržišta u Republici Srbiji, Ekonomist, časopis ekonomista Srbije i Crne Gore, Savez ekonomista Jugoslavije, Beograd, Vol. 58, No. 2, str. 7-14.

- 84) Gradojević N., Đaković, V., Anđelić, G. (2010), Random Walk Theory and Exchange Rate Dynamics in Transition Economies, *Panoeconomicus*, Vol. 57, No. 3, pp. 303-320.
- 85) Grupa autora (2003), Kreditiranje malih preduzeća u Srbiji, Privredna komora Srbije
- 86) Grupa autora, Statistički pregled dosadašnjih rezultata, Agencija za strana ulaganja i promociju izvoza, dostupno na: http://www.siepa.gov.rs/site/sr/home/1/finansiranje/podrska_izvoznocima/bespovratna_pomoc_statistika/, sajt posećen 20.09.2019.
- 87) Hamzagić, Admir, Anđelić, Goran, Đaković, Vladimir (2010) „Investicione aktivnosti i primena portfolio teorije“, *Ekonomika*, Društvo ekonomista „Ekonomika“, Niš, Vol. 56, br. 2, str. 137-146.
- 88) Hisrich, R. D. and A. D. Jankowicz (1990), "Intuition in Venture Capital Decisions: An Exploratory Study Using a New Technique." *Journal of Business Venturing* 5: 49-62.
- 89) Interview with Mati Weiderpass of Watch World International, New York, NY, January 2000.
- 90) Kozarević Dr E.: *Konceptualizacija i operacionalizacija evaluacije rizika finansijskih institucija*, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Univerziteta u Tuzli, Tuzla, 2008.
- 91) Krstić Milan, Ljubodrag Đorđević, Teorijsko – metodološki tretman inovacionih aktivnosti u proizvodnji kao faktor pojave preduzetnika, časopis *IMK 14 – Istraživanje i razvoj*, br. (22-23) 3-4/2005, Kruševac 2005., str. 59.
- 92) Lindert, P. and Williamson, J., 2001. *Globalization: A Long History*. Barcelona: World Bank, str.78
- 93) Leleux, B. and B. Surlemont (2003): "Public Versus Private Venture Capital: Seeding or Crowding Out? A Pan-European Analysis." *Journal of Business Venturing* 18: 81-104.
- 94) Manigart, S., P. Desbrieres, K. De Waele, M. Wright, K. Robbie, H. J. Sapienza and A. Beekman (2002), "Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: A Five Country Study." *Journal of Business Venturing* 17(4): 291-312.

- 95) Mason, C. M. (2007). Informal Sources of Venture Finance. In S. Parker (Ed.), *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures* (Vol. 3, pp. 259-299): Springer US.
- 96) Marcus, A., Malen, J., & Ellis, S. (2013). The Promise and Pitfalls of Venture Capital as an Asset Class for Clean Energy Investment: Research Questions for Organization and Natural Environment Scholars. *Organization & Environment*, 26(1), 31-60.
- 97) Markowitz, H. M. (1952): Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, 77-91.
- 98) Markowitz, H. M. (1991): Foundations of Portfolio Theory, *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, 469-477.
- 99) Market Failure in the Provision of Equity to SMEs, str. 171, <http://www.hm.treasury.gov.uk/d/Bankreviewchaptsix.pdf>
- 100) Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. *European Financial Management*, 17(4), 619-654. doi:10.1111/j.1468-036x.2011.00606.x
- 101) Nicholas C. Siropolis, Menadžment malog preduzeća, „Mate“, Zagreb, str. 102., preuzeto iz: Milenko Dostić, Menadžment malih i srednjih preduzeća, Ekonomski fakultet Univerziteta u Sarajevu – Izdavačka djelatnost, Sarajevo, 2003., str. 179.
- 102) Niels Bosma, Jonathan Levie, 2009 Executive Report, *Global Entrepreneurship Monitor*, 2010., str. 13. i slika br. 2
- 103) Ralević Nebojša, Nataša Glišović, Vladimir Đaković, Goran Anđelić, „Hybrid System Prediction for the Stock Market: The Case of Transitional Markets“, *Industrija, Časopis Ekonomskog instituta - Beograd*, Vol. 45, No. 1, 2017, pp 45 - 60, ISSN 0350-0373.
- 104) Radišić, S., Ćosić, I., Tkáč, M., Anđelić, G., Carić, M., Đaković, V., „The Scopes and Challenges of the Privatization Process: the Case of the Republic of Serbia with a Focus on the Region of Vojvodina (2002 – 2007)“, *Ekonomicky casopis (Journal of Economics)*, Institute of Economic Research of the SAS and Institute for Forecasting SAS, Slovak Academic Press Ltd., Vol. 58, Issue No. 07, 2010, pp. 690-706, ISSN: 0013-3035.

- 105) Research Center for Development, *Small and Medium Size Enterprises in Developing Countries*, Ljubljana, 1989.
- 106) Ruey, S. Tsay, (2010), *Analysis of Financial Time Series - Third Edition*, The University of Chicago Booth School of Business Chicago, IL, John Wiley & Sons Inc
- 107) Rogres P. i Holland T.: *Family Business*, Harvard Business Review no 6, 2002.
- 108) Scarborough N. i Zimmerer T.: *Effective Small Business Management*, Prentice Hall, 1997.
- 109) Stojanović S. V.: *Insitucionalna podrška MSP*, Poslovna politika br. 6, 2001.
- 110) Schwiendbacher Armin, *Innovation and Venture Capital Exits*, The Economic Journal, Royal Economic Society, 2008 str. 9.
- 111) Sharpe, S (2009): *Risk Capital and Innovation: Venture Capital, Finance, Innovation and Growth*, EU Project funded under the Socio-economic Sciences and Humanities, University of Cambridge, UK.
- 112) Shiller R. (2003). From efficient markets theory to behavioural finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (1): 83-104.
- 113) *Tajne intelektualne svojine: vodič za male i srednje izvoznike – Srbija*, Zavod za zaštitu intelektualne svojine, WIPO, International Trade Center, Beograd, 2010.
- 114) Teker, D., Teker, S., Teraman, O. (2016), *Venture capital markets: A cross country analysis*, *Procedia economics and finance*, Elsevier.
- 115) Thomas, H.: *Vlasništvo nad pravima intelektualne svojine*, www.uspatent.com
- 116) *The Global Competitiveness Report 2009-2010*, World Economic Forum, Geneva 2009., str. 8., 11., 12.
- 117) *The Global Competitiveness Report ,2018.*(World Economic Forum)
- 118) WetFeet (2004), “*Careers in Venture Capital, 2005 Edition*“, WetFeet, Inc., San Francisco, USA, str: 14.

119) World Bank, *A Market Oriented Strategy for Small and Medium Scale Enterprises*, Discussion Paper no.40, Washington, 2002.

Relevantni internet izvori

- Internet stranica Evropske komisije: http://ec.europa.eu/cip/index_en.htm
- Internet stranica Ministarstva znanosti, obrazovanja i športa Republike Hrvatske: <http://public.mzos.hr/Default.aspx?sec=266>
- Internet stranica Delegacije Europske unije u Republici Hrvatskoj: <http://www.delhrv.ec.europa.eu/?lang=hr&content=1273>.
- European central bank, <https://www.ecb.europa.eu>
- <http://www.prosperus-invest.hr/content/rizicni-kapital>
- <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^FTSE+Historical+Prices>
- <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/>
- World Development Indicators database, World Bank, 2018.
- <https://www.statista.com/statistics/324083/uk-equity-market-private-equity-funds-raised-europe>
- <https://sifted.eu/articles/record-quarter-for-european-vc-investment>
- <http://www.jasp.com>
- <http://www.zspsrsk>
- <http://www.edep-serbia.net>
- <http://www.enece.org>
- <http://www.western-balkans.info>
- <http://www.sban.eu>
- <http://www.siepa.gov.rs/sr>
- <https://www.statista.com/statistics/280255/private-equity-fund-raising-of-holdings-in-the-united-states>
- <https://lavca.org/vc/vc-data>

- <http://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-Asian-Private-EquitySeptember-2015.pdf>
- <https://www.avcal.com.au/about-avcal/about-avcal>
- <http://www.investopedia.com/terms/d/dotcom-bubble.asp>
- <http://finance.yahoo.com/echarts?s=SBUX+Interactive#symbol=sbux;range=my;compare=;indicator=volume;charttype=candlestick;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=off;source=undefined>
- <https://apelbaum.wordpress.com/tag/early-stage-startup>

10. SPISAK ILUSTRACIJA, GRAFIKA, SLIKA , TABELA

Ilustracija 1: Finansiranje razvoja preduzetničke organizacije putem rizičnog kapitala

Ilustracija 2: Hilferdingova formula

Grafik 1: Udeli sredstava privatnog kapitala prikupljenih u Ujedinjenom Kraljevstvu i na drugim značajnim evropskim tržištima akcija od 2016. godine

Grafik 2: Korporativni rizični capital u SAD-u i ostatku sveta

Grafik 3: Evropski startapovi - iznos ulaganja u rizični

Slika 1: Životni ciklus preduzetničke organizacije

Slika 2: Prikaz kretanja cene akcije kompanije Starbucks od svog osnivanja

Slika 3: Prikaz glavnog rastućeg trenda kompanije Starbucks tokom dvadesetogodišnjeg perioda

Slika 4: Prikaz pet intervala support-resistance kretanja cene akcije kompanije Starbucks tokom dvadesetogodišnjeg period

Slika 5: Dvadesetodnevni pokretni prosek kompanije Starbucks-a za period posmatranja od 3 godine

Slika 6: Prikaz prodajnih i kupovnih signala kod desetodnevnog pokretnog proseka kompanije Starbucks, period posmatranja- godinu dana

Slika 7: Prikaz prodajnih i kupovnih signala kod dvadesetodnevnog pokretnog proseka kompanije Starbucks, period posmatranja- godinu dan

Slika 8 : Prikaz stohastičkog oscilatora za jednogodišnji period cene akcije kompanije Starbucks

Tabela 1: Rang lista VCPE indexa atraktivnosti zemalja jugoistočne Europe u 2018. godini

Tabela 2: Rang lista ekonomske aktivnosti zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Tabela 3: Rang lista dubine tržišta kapitala zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Tabela 4: Rang lista oporezivanja u zemljama jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Tabela 5: Rang lista zaštite ulagača zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Tabela 6: Rang lista socijalnog okruženja zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Tabela 7: Rang lista preduzetničke kulture i poslovne mogućnosti zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine

Tabela 8: Razlika između fundamentalne i tehničke analize

Tabela 9: Prikaz godišnjih prosečnih cena akcije kompanije Starbucks

Tabela 10: Prikaz kvantitativnih vrednosti o kupovnim i prodajnim signalima i razlika u ceni

Tabela 11: Prikaz kvantitativnih podataka pri "Buy and Hold" pristupu trgovinom akcija

Tabela 12: Prikaz kvantitativnih vrednosti kupovnih i prodajnih signala

Tabela 13: Prikaz kvantitativnih podataka pri "Buy and Hold" pristupu trgovinom akcija

Tabela 14: Prikaz kvantitativnih vrednosti kupovnih i prodajnih signala

Tabela 15: Prikaz kvantitativnih podataka pri "Buy and Hold" pristupu trgovinom akcija str.

Šema 1: Binarni model

Šema 2: Drvo odlučivanja

11. SKRAĆENICE

ARD- American Research and Development Corporation

AVCAL-Australian Private Equity i Venture Capital Association Limite

BDP- Bruto društveni proizvod

CVC- Korporativni rizični kapital

ECB-Evropska centralna banka

ERA- Evropski istraživački prostor

EU-Evropska unija

FP- program Evropske unije za finansiranje istraživanja i tehnološkog razvoja

FSB-Odbor za finansijsku stabilnost

FSRs- izveštaj o finansijskoj stabilnosti

HoV- Hartije od vrednosti

IBO- institucionalni investitor

ICT-PSP- program podrške politikama za primenu informaciono komunikacionih tehnologija

IEE- program inteligentne energije u Evropi

LAVCA- Latin American Private equity & Venture Capital Association

MBO,MBI- postojeći menadžment

MMF-Međunarodni monetarni fond

MSPP- Mala i srednja preduzeća i preduzetnici

NBS-Narodna banka Srbije

SAD- Sjedinjene Američke države

VC –Venture capital (rizični kapital)

VCPE -Venture Capital and Private Equity