

ДИСТИНКЦИЈА И ПОЛОЖАЈ ФОНДОВА РИЗИЧНОГ И ПРИВАТНОГ КАПИТАЛА

Сажетак: Фондови приватног и ризичног капитала представљају значајан извор финансирања малих и средњих предузећа у развијеним земљама, док у земљама у развоју је њихов значај неоправдано занемарен. Тржишта земаља у развоју, са друге стране, постају све атрактивнија за инвеститоре који долазе из развијених земаља. Пошто земљама у развоју недостаје капитала, постоји значајан потенцијал у који могу да улажу и фондови ризичног и фондови приватног капитала. Циљ рада је да кроз појмовну дистинкцију ризичног и приватног капитала укаже на начин функционисања ових фондова, како би се исти позиционирали у односу на остале облике финансирања расположиве малим и средњим предузећима.

Кључне речи: ризични и приватни капитал, фондови, теорија корпоративних финансија, хец фондови

Уводна разматрања

Мала и средња предузећа се, нарочито на почетку свог животног циклуса, суочавају са озбиљним недостацима капитала. Када су у питању почетне фазе развоја у капитално интензивним секторима традиционални извори финансирања у виду банкарских кредита нису адекватан извор финансирања ових предузећа. Ако се томе дода ситуација да у националној економији константно мањка капитала, фондови ризичног и приватног капитала представљају адекватну алтернативу за ова предузећа са једне стране, али и за државну односно регион са друге стране. Дакле, финансирање путем капитала се јавља као нужна алтернатива финансирању путем дуга.

Развој фондова улагања ризичног и приватног капитала датира од настанка модерне индустрије приватног капитал и везује се за тржиште САД, где се истичу се четири главне епохе које су означене са три циклуса успона и рецесије индустрије приватног капитала (Gompers & Lerner, 2001). Рана историја приватног капитала од 1946. до 1981. године бележи релативно мали во-

* nadam@ef.uns.ac.rs, +38124628-068

лумен инвестиција приватног капитала и релативно низак ниво свести и познавања индустрије приватног капитала. Први циклус се јавља од 1982-1993. године и карактеришу га претежно LBO трансакције, финансиране путем цанк (junk) обвезница (Söderblom, 2012:37). Након овог периода следи циклус од 1992-2002. године који настаје након штедне и кредитне кризе, колапса тржишта реалне имовине и рецесије раних 90-тих година XX века на тржишту САД. Овај период је назван „dot com“ револуцијом (dot com boom). Овај период је карактеристичан по убрзаном расту вредности акција компанија у сектору информационих технологија и компанија повезаних са овим сектором (Metrick & Yasuda, 2011a:13). Трећи циклус који се јавља у инвестирању приватног и ризичног капитала, као и генерално финансијама развијених земаља је означен је као „златно доба приватног капитала“, а обележава период од 2003. до 2007. године (Crotty, 2008:169). Овај период је под знаком опоравка сектора приватног и ризичног капитала од колапса телекомуникационих и технолошких компанија. Велики трошкови јавне понуде предузећа и опадање каматних стопа су у овом периоду условиле да инвеститори ризичног капитала фокус излазне стратегије усмере ка искупу од стране стратешких компанија. Економска криза која је наступила 2007-2008. године, као и раст каматних стопа и колапс финансијског тржишта САД је довела до успоравања активност улагања фондова ризичног капитала и приватног капитала у овом периоду.

Европска индустрија ризичног и приватног капитала је новијег датума и мањег обима у односу на активност улагања у САД. Прве европске земље у којима се крајем 70-тих година XX јављају ови фондови су Уједињено Краљевство и Ирска. Први појавни облици фондова су формирану у виду афилијација америчких компанија. У континенталном делу Европе долази до развоја фондова у раним 80-тим годинама XX века, а исти су формирану од стране великих банкарских институција. У последњих неколико деценија тржиште Централне и Источне Европе, међу којима се помињу и земље Западног Балкана, препознато је од стране инвеститора као потенцијално тржиште за улагање ризичног и приватног капитала. Када се посматра структура институционалних инвеститора који су улагали у регион Централне и Источне Европе, може се уочити да су то углавном инвеститори из земаља Западне Европе и Северне Америке, док је мањи број домицилних инвеститора из региона.

Међу земљама које предњаче у региону према износима улагања путем фондова ризичног и приватног капитала у региону истичу се Пољска, Мађарска, Румунија, Словачка, Украјина, Хрватска и Словенија (Европска асоцијација приватног и ризичног капитала, 2017). На основу претходно изнетог, оправдано је поставити питање зашто Србија није препознала до сада значај могућности привлачења инвестиција путем фондова ризичног и приватног капитала и зашто је свест о могућности повлачења овог вида финансирања од стране предузетника на тако ниском нивоу.

Дистинкција фондова ризичног и приватног капитала – преглед теоријских схватања

Када је реч о тумачењу појмова ризичног и приватног капитала, постоје суштинске разлике између тумачења у САД и земљама Европске уније (Cum-

ming, Fleming, & Suchard, 2005:296). У САД, под овим појмом се подразумева приватни капитал који се манифестује кроз три врсте улагања: „сид“ (seed - идејна фаза), „старт-ап“ (start-up) и улагања у фази развоја предузећа. У Европској унији се појам ризичног капитала скоро поистовећује са приватним капиталом и дефинише као “концепт који подразумева свако улагање у неколико компаније у било којој фази развоја од идеје о оснивању, замене, искупљању“ (Balboa & Martí, 2001:3). Европска асоцијација приватног и ризичног капитала (ЕВЦА) дефинише ризични капитал као врсту приватног капитала коју фондови приватног и ризичног капитала улажу у компаније у почетним фазама развоја.

Суштински су категорије приватног и ризичног капитала сличне и треба правити разлику између њих. Гомперс и Лернер (Gompers & Lerner, 2001:152) јасно раздвајају појам ризичног и приватног капитала и наводе да је ризични капитал „независан, професионално управљан, наменски фонд капитала који је фокусиран на капитална улагања или улагања повезана са капиталом и то у приватне компаније са високим потенцијалом раста.“ Док супротно томе, приватни капитал представља појам који се везује са капиталним улагањима у предузећа која су присутна већ дужи временски период.

Према ауторима (Metrick & Yasuda, 2011a:621) ризични капитал, односно фондови ризичног капитала имају четири битне карактеристике. Ове карактеристике их разликују од осталих видова улагања и поврата приноса, а неке од карактеристика их разликују од фондова приватног капитала. Карактеристике фондова ризичног капитала према ауторима (Metrick & Yasuda, 2011a) уз одређене модификације су следеће:

- а) Фондови ризичног капитала имају улогу финансијских посредника (капитал инвеститора улажу у портфолио компаније);
- б) Ризични капитал се улаже искључиво у приватне компаније (након куповина акција компаније, не може се трговати са акцијама компаније на берзи);
- в) Менаџери фонда ризичног капитала узимају активну улогу у пословању и контроли портфолио компаније;
- г) Максимизација приноса се реализује излазом из улагања путем продаје или иницијалне јавне понуде предузећа;
- д) Ризични капитал се улаже како би се подстакло интерни раст компаније.

Прва карактеристика фондова ризичног капитала, односи се на улогу прикупљања капитала и улагање у портфолио компаније које су на почетку свог развоја, за разлику од фондова приватног капитала који улажу у компаније које се налазе у зрелијим фазама развоја. Друга карактеристика јесте, да се ризични односно приватни капитал улаже у приватне компаније чије се акције не котирају на финансијским берзама. Код приватног капитала се може десити да фонд уложи у компанију чије се акције котирају на тржишту, у случајевима када компанија жели постићи екстерни раст. Трећа карактеристика је кључна, јер доприноси успешности повећања вредности компаније у коју се улаже капитал. Наиме, менаџери фондова се укључују у пословање предузећа преко управних одбора и преко праћења свакодневних активности у портфолио ком-

панијама. Користећи своју експертизу у области пословања компаније, на овај начин доприносе бржем расту компаније и остваривању веће вредности на крају инвестиције. Четврта карактеристика се односи на излазну стратегију. Излазне стратегије могу бити било продајом предузећа, било искупом или иницијалном јавном понудом. Овај вид улагања је унапред одређеног временског трајања. Управо ова карактеристика разликује ризични капитал од стратегијског улагања. Последња карактеристика се односи на интерни раст компаније, што подразумева да се улаже у развој новог производа у почетним фазама развоја предузећа. Дакле, циљ улагања није да се улаже у постојећу компанију која има дугу традицију пословања ради екстерног раста компаније, као што је случај код фондова приватног капитала.

Када је у питању правна форма фондова, она је идентична и код фондова ризичног и код фондова приватног капитала. Наиме, ради се о лимитираним партнерствима где су инвеститори лимитирани партнери, а менаџери фондова генерални партнери.

Положај фондова ризичног и приватног капитала унутар корпоративне теорије финансија

Аутори Рајт и Роби (Wright & Robbie, 1998:522) наводе да је ризични капитал дугорочна инвестиција од стране професионалних инвеститора у неколико финансирање путем ризичног пласмана капитала где је примарни принос капитална добит допуњена дивидендом.¹ Они акцентују разлику између корпоративног финансирања и финансирања путем ризичног капитала, како би се оправдала посебна анализа ризичног капитала у оквиру области корпоративних финансија. Ови аутори (Wright & Robbie, 1998:522), наводе као битне разлике следеће чињенице:

- а) Ризични капитал, подразумева финансирање нових или предузећа која се радикално мењају, а иста се разликују од постојаних предузећа која се котирају на финансијским берзама првенствено због асиметрије информација.
- б) Други разлог јесте, да је до сада ризични капитал представљао запостављену област. Иако је у последњој деценији литература у овој области у порасту и даље је знатно већа пажња посвећена искупу и докапитализацији предузећа.
- в) Трећи разлог посебног проучавања ризичног капитала јесте, то што се у последњих година улагање у нова предузећа везује за ризични капитал. Међутим, улагања у радикалне промене предузећа се такође означавају као улагања ризичног капитала, те допринос ризичног капитала и капиталиста превазилази лимитирану перспективу појма „приватни капитал“. Ово отвара простор развоју и теоријских и практичних студија о различитим типовима ризичног капитала.
- г) Као последњи разлог аутори наводе одсуство посматрања пословања тржишта ризичног капитала као целине.

На основу навода аутора је оправдано да се теорија ризичног капитала, посматра као посебан сегмент приватног капитала. Поред горе наведених раз-

¹ Дивиденда се остварује након окончане излазне стратегије инвеститора.

лика наредни табеларни приказ детаљно приказује разлике у финансирању одређеног предузећа према принципима традиционалне корпоративне теорије и финансирања путем ризичног капитала.

Табела 1: Положај фондова у односу на традиционалну теорију корпоративних финансија, модификовано на основу (Wright & Robbie, 1998)²

Карактеристике	Традиционална теорија корпоративних финансија	РК	ПК
Могућност трговања акцијама	Ликвидно (постоји)	Неликвидно (не постоји)	<input checked="" type="checkbox"/>
Контрола менаџмента од стране стејкхолдера	Пасивно/индиректно	Активно/директно	<input checked="" type="checkbox"/>
Улога тржишта корпоративне контроле	Висока	Ниска	<input checked="" type="checkbox"/>
Приступ капиталу	Компететивно, анонимно, тржиште капитала	Приступ лимитиран на финансијере са високо специјализованим вештинама	<input checked="" type="checkbox"/>
Специфичност активе	Генерално релативно ниска	Фирме са високо специјализованом активом, без могућности реалокације	<input checked="" type="checkbox"/>
Оцена улагања	Широк опсег техника	Ограничен опсег техника (где се код инвестиција у почетним фазама не исплаћују дивиденде) и висока анализа сензитивности због неизвесности новчаних токова	<input checked="" type="checkbox"/>
Инвестиционе одлуке	Једнократне	Вишекратне	<input checked="" type="checkbox"/>
Доступност информација	Интерне информације су ретке; јавне информације су обавезне за обелодањивање	Интерне информације су распрострањене и тешко доступне, што захтева блиски мониторинг менаџера	<input checked="" type="checkbox"/>
Начин финансирања	Фокус на дугу	Фокус на капиталу	<input checked="" type="checkbox"/>
Колатерал	Обично некретнина	Не постоји гаранција, нити било какав облик обезбеђења	<input checked="" type="checkbox"/>
Излаз из финансирања	Враћање дуга	Више могућности: - иницијална јавна понуда - искуп - продаја - отпис	<input checked="" type="checkbox"/>
Временски хоризонт	Варијабилан	Од средњорочног до дуго-рочног 5-10 година	<input checked="" type="checkbox"/>

² **Напомена:** Друга колона се односи на карактеристике финансирања путем комбинације дуга и приватног капитала; трећа колона (РК) се односи на карактеристике финансирања путем ризичног капитала; четврта колона (ПК) приказује да ли се карактеристике наведене за ризични капитал односе и на финансирање путем приватног капитала (без комбинације дуга), да би се скренула пажња на разлике између категорија ризичног и приватног капитала.

На основу прве карактеристике је уочљиво да инвеститор код улагања ризичног капитала прихвата краткорочну неликвидност своје инвестиције у циљу максимизације будућих приноса на капитал. Неликвидност уложеног капитала се огледа у томе што капиталну добит инвеститор остварује тек успешним спровођењем излазне стратегије циљног предузећа. У корпоративној теорији куповина акција предузећа ради даље продаје је могућа, док код ризичног капитала инвеститор купује акције, неликвидне, које не дају принос и којима се не може даље трговати.

Следећа разлика традиционалног финансирања и финансирања путем ризичног капитала јесте у асиметрији информација. Пошто је доступност информација унутар портфолио предузећа мала, овај недостатак се превазилази путем континуираног мониторинга циљног предузећа. Поред овога, укљученост стејкхолдера у процес доношења одлука код фондова ризичног капитала је далеко већа него код акционара корпоративног предузећа. Због неликвидности улагања, инвеститору не иде у корист да у кратком временском периоду изађе из инвестиције. Суштински циљ улагања јесте да се увећа вредност предузећа кроз дужи временски период и да се на тај начин оствари максималан принос на уложени капитал применом излазне стратегије. На основу овога се може закључити, да је улога тржишта корпоративне контроле веома мала код ризичног капитала, насупротив традиционалној теорији код које инвеститори преко информација о дивиденди и кретању акција предузећа долазе до потребних информација о пословању предузећа и на тај начин смањују асиметрију информација.

Када је реч о доступности капитала, према корпоративној теорији, предузећа се задужују на тржишту капитала путем дуга, капитала или комбинацијом оба. Ризични капитал је специфичан јер се предузећа финансирају искључиво преко капитала. Карактеристика ризичног капитала јесте у томе да обезбеђује капитал предузећима на почетку животног века, када остали финансијери избегавају да улажу средства у предузеће. Када предузеће помоћу почетног финансирања достигне ту фазу развоја у којој улогу финансијера може преузети друга институција, фондови ризичног капитала „излазе из улагања“ путем неке од излазних стратегија.

Класична корпоративна теорија финансирања и финансирање путем ризичног капитала се даље разликују у томе што фондови ризичног капитала улажу у предузећа са високо специјализованом активом. Насупрот ризичном капиталу, традиционална теорија као критеријум улагања не узима у обзир специфичност активе колико је битан бонитет предузећа у које се пласирају средства.

Када је реч о техникама евалуације, односно процене улагања, све технике које се примењују у корпоративној теорији су применљиве и код ризичног капитала (Brealey & Myers, 1996:353). Једино треба нагласити да у почетним фазама треба користити концепт процене који уважава неизвесност и колебање новчаног тока. Такође, треба имати на уму чињеницу, да се не могу користити приступи који се заснивају на историјским подацима, као ни методе процене дивидендног приноса.

Приликом одлучивања о финансирању у традиционалној корпоративној теорији једнократно се доноси одлука о пласману средстава. За ризични капитал је карактеристично, да инвеститор пројектује више циклуса пласирања капитала у предузеће. Ово доводи до комплекснијег процеса пласирања средстава, јер се наредне фазе финансирања везују за успешни реализацију претходних. Са друге стране овакав вид фазне реализације инвестиција доводи до тога да инвеститор има већу контролу над менаџментом портфолио компаније.

Када говоримо о традиционалној корпоративној теорији, нагласак се ставља на финансирање предузећа путем дуга, док је нагласак код ризичног капитала на финансирању путем капитала. Када је у питању обезбеђење пласмана, корпоративна теорија предвиђа низ колатерала за обезбеђење дуга, док код ризичног капитала било какав вид обезбеђења пласмана изостаје. Код традиционалног приступа време трајања финансирања је унапред познато, а зависи од уговора о дугу, а завршава се отплатом дуга. Код финансирања путем ризичног капитала и приватног капитала временски период трајања је непознат на почетку улагања, пошто се улагање завршава излазном стратегијом у моменту најповољнијем за инвеститора. Излазне стратегије могу различите и зависе од процене тржишних услова од стране инвеститора.

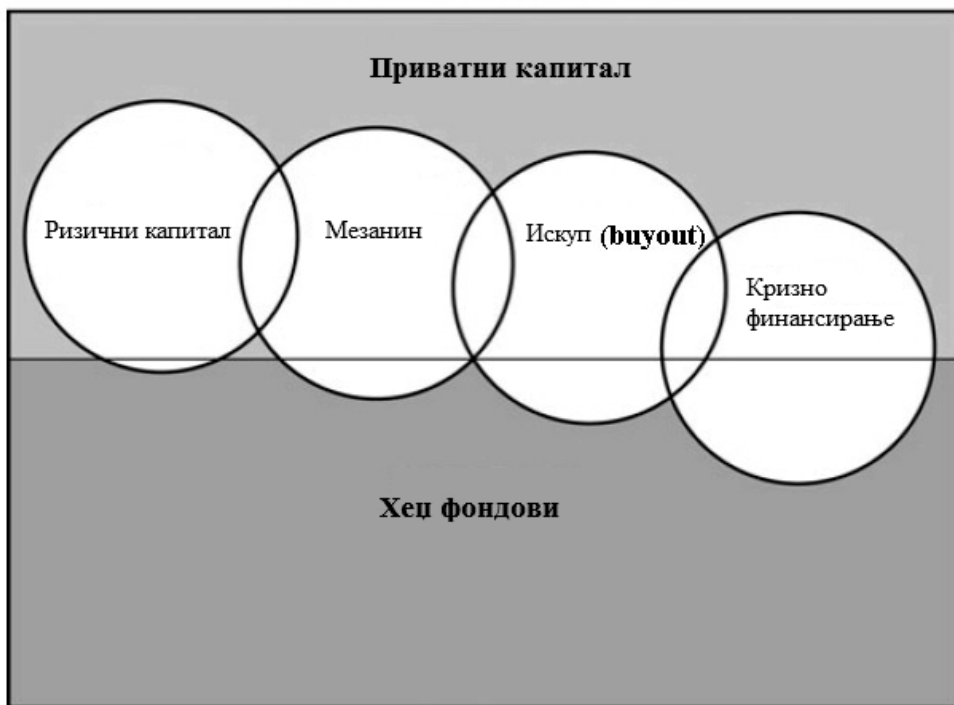
Из табеларног приказа се такође може уочити, да се категорија ризичног капитала и приватног капитала и у многим сегментима поклапају, што је и разумљиво пошто је ризични капитал подкатегија приватног капитала. Одступања настају из разлога што улагања приватног капитала настају у зрелијим фазама развоја предузећа, те је самим тим и ризик који носи овај вид улагања далеко мањи, али су и приноси на улагања сразмерно мањи. Ризични капитал је специфичан по ризику који се не може диверзификовати (Chen, Miao, & Wang, 2010:4352).

Ако се посматрају разлике између ризичног капитала и приватног капитала, потребно је истаћи да фондови ризичног капитала улажу у предузећа која су активна у брзо растућим индустријским гранама, док фондови приватног капитала улажу у компаније које су активне у свим гранама индустрије. Износ улагања у случају фондова ризичног капитала су мањи у односу на фондове приватног капитала. Фондови ризичног капитала углавном улажу мање износе по трансакцији (претежно испод 10 милиона \$) у већи број предузећа, док фондови приватног капитала улажу у мањи број предузећа, али веће износе средстава по трансакцији (изнад 100 милиона \$). Ово је уједно повезано и са чињеницом да се у ранијима фазама развоја предузећа добијају средства у више мањих транши управо због великог ризика неуспеха пословног концепта или пословне идеје.

Однос фондова приватног капитала и хец фондова

Под приватним капиталом се подразумева велики број веома различитих видова пласмана капитала у предузећа. У зависности у коју фазу развоја предузећа се улаже и која је сврха пласмана, разликују се следећи видови приват-

ног капитала: ризични капитал, мезанин, искуп и кризно финансирање. Код ових различитих подоблика приватног капитала постоје многа преклапања и тешко је повући тачну границу између њих. Наредна илустрација говори у прилог овоме.



Илустрација 1: *Компарација приватног капитала и хедж фондова (Metrick & Yasuda, 2011b:622)*

На илустрацији су круговима приказане различите варијације приватног капитала које се међусобно преклапају на релацији између фондова приватног капитала и хедж фондова. На првом месту долази до преклапања између ризичног капитала и такозваног „мезанин“³ финансирања. „Мезанин“ финансирање подразумева финансирање предузећа у зрелијим фазама развоја, тачније у фази раста. Према ауторима (Metrick & Yasuda, 2011b:622) постоје у пракси два тумачења појма „мезанин“ финансирања. Прво тумачење подразумева под ризични капитал у каснијим фазама развоја. Неки фондови ризичног капитала се баве „мезанин“ пласманима, али за исти је карактеристично да се и друге финансијске институције баве пласманом ове врсте, дакле није специфично само за фондове приватног и ризичног капитала. Ово финансирање има типичну форму субординираног дуга са комбинацијом капиталног финансирања у форми опција за куповину акција предузећа. Друго тумачење појма, наводи Метрик, вуче корене још из 1980. године. Наиме, то је период у индустрији приватног капитала у којем су преовладале ЛБО трансакције, те се овај вид

³ Међуфазно финансирање.

финансирања, комбиновање субординираних обавеза са учешћем капитала, користио за обезбеђење додатне трансхе финансирања код високо ризичних ЛБО трансакција. На основу другог тумачења појма „мезанин“ финансирања где се исти повезује са трансакцијама искупа и финансирањем истог, што доводи до преклапања овог облика приватног капитала са наредним обликом у „ланцу“, а то је „искупно финансирање“.

Искуп, односно финансирање искупа, представља највећу категорију улагања приватног капитала.⁴ Код овог облика па улагања је кључно да инвеститори готово увек преузимају већинско власништво у предузећу у које улажу. Супротно овоме код ризичног капитала инвеститор има мањинско учешће у капиталу предузећа у које се улаже. Фондови приватног капитала који се баве ЛБО трансакцијама углавном улажу у предузећа која имају ограничену могућност интерног раста, те се улагањем у компаније преко искупа улаже у екстерни раст и развој постојеће компаније.

Кризно финансирање се фокусира на предузећа која имају потешкоћа у пословању. Посто се ради о искупу компанија, ова категорија се поклапа у сегменту са ЛБО трансакцијама, а самим тим са претходно поменутом категоријом приватног капитала. Фондови приватног капитала који се баве ЛБО трансакцијама, баве се претежно и кризним финансирањем.

Како је направљена разлика измеђи категорија приватног капитала потребно је нагласити у наредном кораку разлику између фондова приватног капитала и хец фондова. Хец фондови, као инвестициони фондови у фокусу улагања имају улагање у хартије од вредности компанија чијим се акцијама тргује на финансијским берзама. Када је реч о хец фондовима, они углавном пласирају средства на кратак рок, док су фондови приватног капитала усмерени на дугорочна улагања. На претходној илустрацији се уочава да се и хец фондови и фондови приватног капитала баве кризним финансирањем, међутим приступ односно намера улагања се разликује. Наиме, фондови приватног капитала улажу у компаније које имају потешкоће у пословању да би у неком временском периоду реорганизацијом и стратегијама оздрављења опоравили компанију и на тај начин продајом остварили велике приносе. Са друге стране хец фондови купују акције компаније и одмах их продају како би зарадили на разлици у цени акција, те на кратак рок остварили принос.

Треба имати у виду чињеницу да активност инвестиционих фондова треба посматрати кроз временску динамику. Кроз временски хоризонт, вођени циљем остварења високих приноса, различити инвестициони фондови проширују делокруг пласмана. Управо ове чињенице су разлог зашто се пласмани фондова подударају и преклапају. Рецимо, одређени хец фондови, додуше у веома малом обиму, баве се пословима улагања ризичног капитала, али није искључено да тај тренд неће наставити након једне или две деценије.

Ако се посматра форма фондова, фондови приватног капитала су затворени, док су хец фондови отвореног типа, те код којих не постоји ограничење

⁴ Поређења ради, укупни капитал који је под менаџментом фондова који се баве искупом је три пута већи од капитала намењеног улагању у ризични капитал (Metrick & Yasuda, 2011a).

у броју инвеститора који улажу у фонд. Када је у питању принос на уложена средства, као што је и раније поменуто, код хец фондова се у краћем периоду може очекивати у односу на фондове приватног капитала где се принос остварује тек реализацијом излазне стратегије, а како је реч о затвореном фонду не може се из инвестиције изаћи ни продајом удела.

Имајући у виду ове разлике између фондова приватног капитала и хец фондова, може се рећи да је једноставно направити разлику између истих, међутим у пракси долази до знатних преклапања пласмана ових фондова. Томе треба додати да се у пракси јављају и тзв. пословни „анђели“. Пословни „анђели“ представљају богате појединце, који су спремни да преузму велики ризик и ступе свој капитал у компаније или чак и идеје које су на почетку свог развоја. Ови појединци у неким случајевима имају неко искуство у области пословања у коју улажу свој капитал, али и не морају да имају. Овакав вид финансирања се највише преклапа са ризичним капиталом, а појединци су претежно пореклом из високо развијених земаља.

Закључна разматрања

На основу претходно приказаних и објашњених разлика између фондова ризичног и приватног капитала, те поређења истих у односу на хец фондове, дата је јасна позиција овог извора финансирања малих и средњих предузећа. Кроз приказ разлика се стекао увид у функционисање како фондова ризичног, тако и фондова приватног капитала.

У домицилним условима, које карактерише константан мањак капитала и окретање ка приватном сектору, првенствено малим и средњим предузећима, евидентно је да је потребан овај вид финансирања. Међутим, недовољна свест предузетника и власника малих и средњих предузећа о овом виду финансирања представља ограничавајући фактор веће активности ових фондова у Србији. Поред овог, нерешена законска регулатива у овој области представља кочницу веће афирмације фондова ризичног и приватног капитала.

Уколико се посматра аспект инвеститора, многа истраживања (Cherif & Gazdar, 2011; Collins, Quinn, & Zhang, 2013; Cumming & Fleming, 2002; Groh, 2009; Klonowski, 2012; Martin, Sunley, & Turner, 2002; Schöfer & Leitinger, 2002) показују да земље у развоју представљају растуће тржиште за пласмане ових фондова услед zasiћености развијених тржишта. Фондови ризичног и приватног капитала су препознали могућност да у земљама у развоју остваре веће профитне стопе, мада са опрезом бирају земље у које улажу управо због различитог нивоа ризика земље.

У домицилним условима треба предузети мере како би се створио позитиван амбијент за инвеститоре, који су све више заинтересовани за пласман средстава у земље у развоју.

Литература:

1. Balboa, M., & Martí, J. (2001). *Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe*. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.269789>
2. Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1996). *Principles of Corporate Finance* (5th Editio). New York: McGraw-Hill/Irwin.
3. Chen, H., Miao, J., & Wang, N. (2010). Entrepreneurial Finance and Nondiversifiable Risk. *Review of Financial Studies*, 23(12), 4348–4388. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq122>
4. Cherif, M., & Gazdar, K. (2011). What Drives Venture Capital Investments in Europe? New Results from a Panel Data Analysis. *Journal of Applied Business and Economics*, 12(3), 122–139.
5. Collins, D., Quinn, D., & Zhang, X. (2013). *Raising Money in Emerging Markets : a Fundraising Fairytale ?* New York.
6. Crotty, J. (2008). If Financial Market Competition is Intense, Why are Financial Firm Profits So High? Reflections on the Current ‘Golden Age’ of Finance. *Competition & Change*, 12(2), 167–183. <https://doi.org/10.1179/102452908X289811>
7. Cumming, D., & Fleming, G. (2002). *A Law and Finance Analysis of Venture Capital Exits in Emerging Markets*. The Australian National University Working Paper Series in Finance (Vol. 2269). The Australian National University. Retrieved from <http://ecocomm.anu.edu.au/media/1436976/finm0028wp.pdf>
8. Cumming, D., Fleming, G., & Suchard, J. a. (2005). Venture capitalist value-added activities, fundraising and drawdowns. *Journal of Banking and Finance*, 29(2), 295–331. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.05.007>
9. Evropska asocijacija privatnog i rizičnog kapitala (2017): Godišnji izveštaji u periodu od 2010-2017. godine
10. Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.145>
11. Groh, A. P. (2009). Private Equity in Emerging Markets. *Working Paper*, 3(4), 21.
12. Klonowski, D. (2012). Private Equity in Emerging Markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(4), 111–119. <https://doi.org/10.1057/9781137309433>
13. Martin, R., Sunley, P., & Turner, D. (2002). Taking risks in regions: The geographical anatomy of Europe’s emerging venture capital market. *Journal of Economic Geography*, 2(2), 121–150. <https://doi.org/10.1093/jeg/2.2.121>
14. Metrick, A., & Yasuda, A. (2011a). *Venture Capital & the Finance of Innovation*. (L. Vitetta, Ed.) (Scnd edit). John Wiley & Sons, Inc.
15. Metrick, A., & Yasuda, A. (2011b). Venture Capital and Other Private Equity: A Survey. *European Financial Management*, 17(4), 619–654. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2011.00606.x>
16. Schöfer, P., & Leitinger, R. (2002). *Framework for venture capital in the accession countries to the European Union* (SSRN Electronic Journal No. 06/2002). Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314412
17. Söderblom, A. (2012). *The current state of the venture capital industry in relation to other financing sources for startup firms*. Entreprenörskapsforum. <https://doi.org/ISBN:91-89301-37-4>
18. Wright, M., & Robbie, K. (1998). Venture Capital and Private Equity : a Review and Synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(July), 521–571.

THE DISTINCTION AND POSITION OF VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY FUNDS

Summary: Private equity and venture capital funds represent an important source of financing for small and medium-sized enterprises in developed countries, while in developing countries their significance is unjustifiably neglected. The developing countries' markets, on the other hand, are becoming more and more attractive to investors coming from developed countries. Since developing countries lack in capital, there is a significant potential in which venture capital funds and private equity funds can invest as well. The aim of the paper is, through the conceptual distinction between venture capital and private equity, to make clear how these funds operate, and to position them in relation to other forms of financing available to small and medium-sized enterprises.

Key words: venture capital and private equity funds, corporate finance theory, hedge funds