

**PROBLEM ULAGANJA I OSTVARIVANJA PROFITA
NA BRZO RASTUĆIM TRŽIŠTIMA**

**PROBLEM OF INVESTMENTS AND IMPLEMENTATIONS PROFITS
IN EMERGING MARKETS**

BRANISLAV BRCANSKI,

doktorant na Ekonomskom fakultetu u Subotici,
Univerzitet u Novom Sadu

Apstrakt : Brzo rastuća tržišta su veoma interesantna i atraktivna za ulaganja investitora radi ostvarenja profita. Međutim, mnogi od njih se susreću sa nizom problema, određenim ograničenjima ali i izazovima sa kojima se ne susreću na razvijenim tržištima. Takođe, investitori naglašavaju potencijal brzorastućih tržišta koji je rezultat ekonomskih reformi, reformi sistema taksi i poreza, liberalizacije zakona u odnosu na direktna strana ulaganja i odgovarajuće transparentnosti kompanija u okruženju u kome deluju. Pored toga, institucionalni investitori naglašavaju opadajući potencijal razvijenih tržišta, što po pravilu vodi padu profitnih stopa i suženju manevarskog prostora za ulaganja. Rad istražuje ključne aspekte ulaganja privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima, polazeći od činjenice da su visokoprognoznog karaktera i da su kompleksna.

Ključne reči: privatni investicioni fondovi, brzo rastuće tržište, investitori.

Abstract: Emerging markets are very interesting and attractive investment for investors to realize profits. However, many of them are faced with many problems, certain limitations and challenges not encountered in developed markets. Also, investors emphasize the potential of the fast growing market that is the result of economic reforms, reform of the fees and taxes, liberalization of the law in relation to foreign direct investment and adequate transparency of the company in an environment in which they operate. In addition, institutional investors emphasize the downward potential of the developed markets, which normally leads to declining profit rates and narrowing the maneuvering space for investment. The paper explores key aspects of private equity funds investing in emerging markets, starting from the fact that the high-profit character and that complex.

Key words: Private Equity Fund, Emerging Market, Investors.

JEL Classification: G 10; G 23; G 24;

Preliminary communications; Received: November 06, 2010

1. Uvod

Brzorastuća tržišta su atraktivna područja za alternativna ulaganja. Alternativna ulaganja su investicije koje zbog svoje kompleksnosti ili strukture nisu prilagođene prosečnom (običnom) investitoru. U najužem smislu, alternativne investicije obuhvataju hedž fondove (Hedge Funds), imovinske fondove (Real Assets Funds) i privatne investicione fondove (Private Equity Funds)¹. Takođe, investitori naglašavaju potencijal brzorastućih tržišta koji je rezultat ekonomskih reformi, reformi sistema taksi i poreza, liberalizacije zakona u odnosu na direktna strana ulaganja i odgovarajuće transparentnosti kompanija u okruženju u kome deluju. Pored toga, institucionalni investitori naglašavaju opadajući potencijal razvijenih tržišta, koje se ogleda u prezasićenju tržišta prajvat ekviti ulaganjima, što po pravilu vodi padu profitnih stopa i suženju

manevarskog prostora za ulaganje. Prajvat ekviti ulaganja na brzorastućim tržištima su obično visoko profitnog karaktera.

U uslovima brzorastućih tržišta, privatni investicioni fondovi se susreću sa različitim problemima, kao što su: nedovoljna razvijenost lokalnih berzi; nepotpuni, kruti i restriktivni zakoni u oblasti stranih direktnih investicija; nedovoljno razvijena društvena infrastruktura i niski standardi korporativnog upravljanja, koje nije u potpunosti konstituisano². Osim toga, često i lokalne kulture na pojedinih brzorastućim tržištima predstavljaju prepreku za ulaganja od strane privatnih investicionih fondova, s obzirom na karakter dominantnih vrednosti, stavova i ubeđenja u odnosu na spoljne investitore, njihovu ulogu i nameće. Međutim, uprkos ovim problemima, praksa pojedinih zemalja pokazuje da formiranje privatnih investicionih fondova ima niz pozitivnih efekata, pre svega na intenzivi-

¹ M. Anson, Handbook of Alternative Assets.

² Seminar on Private Equity Investing in Emerging Markets.

ranje procesa privatizacije, finansijsku konsolidaciju pojedinih firmi, razvoj efikasnijeg sistema korporativnog upravljanja, izgradnju tržišne infrastrukture i zakonske i revizorske regulative. Uslov za to su ubrzane institucione reforme, kao osnova i okvir za poslovanje fondova i to u oblasti zakona o privatnoj svojini, fiskalnoj disciplini i monetarjoj stabilnosti³.

2. Problemi ulaganja i ostvarivanja profita na brzorastućim tržištima

Privatni investicioni fondovi koji deluju u uslovima razvijenih tržišta suočavaju se sa standardnim problemima adekvatnog izbora kompanija za investiranje, polazeći od činjenice da je efikasnost ulaganja uslovljena ekonomskim sposobnostima i potencijalima odabrane kompanije, njenom tržišnom pozicijom, kvalitetom proizvodnje i kvalitetom date finansijske strukture⁴. Izvesne promene u ekonomskoj politici jedne zemlje, primera radi, takođe se odražavaju na investiciona ulaganja u određenom periodu kako na razvijenim tako i na brzorastućim tržištima. Tako, na primer, nije nepoznato da je veći broj zemalja u svetu sredinom prošlog veka bio koncentrisan na zaposlenost i ekonomski rast. Većina nije imala problema sa inflacijom, ili izvozom i uvozom pojedinih vrsta robe i usluga, što inače nije bio slučaj sedamdesetih godina, kako je došlo do povećanja inflacije, rasta kamatnih stopa i debalansa u međunarodnim tokovima, što je konačno rezultiralo devalvacijom domaće valute. U ekonomskom smislu, značajni uticaj na stanje pojedinih nacionalnih ekonomija takođe je imalo i formiranje Evropske unije i zvanično uvođenje evra kao jedinstvene valute u januaru 2002, zatim ekonomska (i politička) transformacija privrede pojedinih zemalja, kao što su Rusija, Mađarska, Poljska, Češka i dr. Sve ovo je imalo uticaj i na finansijske implikacije kako za investitore tako i za zainteresovane kompanije da ulažu u razvoj. Između ostalog, u globalnom smislu, to je značajno uticalo na intenzitet i sadržaj odnosa pojedinih zemalja i regionalnih ekonomskih asocijacija.

Brzorastuća tržišta odlikuju se posebnim karakteristikama koje se tiču nastojanja da se definiše i implementira određena ekonomska politika koja s jedne strane podrazumeva stabilizaciju u smislu cena, zapošljavanja i održavanja životnog standarda, a sa druge strane podrazumeva stvaranje pretpostavki za privredni razvoj, u prvom redu putem privlačenja stranih investitora i traženja strateških partnera za delatnosti od šireg društvenog interesa. Procesi privatizacije, razvoja tržišnih institucija i izgradnje kvalitetne pravne, zakonske regulative i infrastrukture odvijaju se paralelno, sa različitim intenzitetom i efektima.

S obzirom na činjenicu da na brzorastućim tržištima nisu izgrađene institucione pretpostavke, da je njihova implementacija spora, defektna i složena, i da mehanizmi karakteristični za tradicionalno razvijene ekonomije i njihov tržišni ambijent nisu u potpunosti uspostavljeni, poslovanje privatnih investicionih fondova je veoma kompleksno. Privatni investicioni fondovi susreću se sa specifičnim problemima, određenim ograničenjima, ali i izazovima koji nisu odlika razvijenih tržišta. Neka od ograničenja mogu biti znatno redukovana, otklonjena adekvatnim strategijama ulaganja privatnih investicionih fondova, dok druga mogu znatno uticati na efikasnost rada privatnih investicionih fondova i efikasnost njihovog ulaganja, na pravnu zaštitu uloga, prinosa i strategiju povlačenja iz započetog ili završenog poslovnog procesa. U izvesnom smislu, ona limitiraju performanse privatnih investicionih fondova i osetno sužavaju njihov manevarski prostor, broj i kvalitet mogućih opcija, očekivane efekte i pozitivne poslovne uticaje. Na brzorastućim tržištima do izražaja dolazi set različitih faktora koji se moraju uzeti u obzir pri donošenju odluka o izboru kompanije za ulaganje, a to su: a) korporativno upravljanje, b) menadžment, c) distribucija vrednosti, d) birokratija, e) nivo korupcije, f) zakoni i sprovođenje ugovora, g) izlaz iz investicija, h) rizik, i) lokalna kultura⁵.

2.1 Korporativno upravljanje

Na mnogim brzorastućim tržištima poluge korporativnog upravljanja nisu dovoljno razvijene. U tim sredinama, kompanije nisu u obavezi da poštuju standarde modernog korporativnog upravljanja, što je privatnim investicionim fondovima veliki izazov.

Novija istraživanja Svetske banke i Organizacije za ekonomsku kooperaciju i razvoj (*Organization for Economic Cooperation and Development - OECD*), ukazuju na ključne karakteristike, tendencije i kontradikcije pojedinih tranzicionih procesa i tokova u zemljama jugoistočne Evrope, u uslovima razvoja tržišta, na planu privatizacije koja je izvedena ili se izvodi na različite načine, sa različitim intenzitetom i efektima. Istraživanja takođe ukazuju na konstituisanje finansijskog tržišta, tržišta novca i kapitala, finansijske infrastrukture, zakonske regulative, kao konzistentnog, uslovnog i funkcionalnog sistema i razvoja efikasnih institucija korporativnog upravljanja. Implementacija procesa privatizacije imala je povoljan uticaj na razvoj institucija korporativnog upravljanja u gotovo svim zemljama koje su prošle kroz proces privatizacije, konstituisanje privrednog sistema na novim osnovama i pretpostavkama. Pozitivan uticaj privatizacije na korporativno upravljanje, najvećim delom, kako su to istraživanja pokazala, zavisio je od odabranog modela privatizacije, dakle, od načina, organizacije i tempa izmene vlasničke strukture. Kao što je poznato, postignuti u bolji efekti na planu razvoja korporativnog upravljanja u onim zemljama koje su se opredelile za privatizaciju putem direktne prodaje, u

³ A. Sheng, *Attracting Global Investors to Emerging Markets*.

⁴ Na brzorastućim tržištima najzastupljenija su ulaganja investicionih fondova za ekspanziju, investicionih fondova preduzetnog kapitala i investicionih fondova kreditne kupovine. Istraživanja 167 ulaganja privatnih investicionih fondova na brzorastućim tržištima i tržištima u razvoju, u periodu od 1987. do 2003. godine, pokazala su da je 76 ulaganja bilo u ekspanziji; 38 u bebi, start-up i ranu fazu; 28 u kreditnu kupovinu (ostalih 25 su bili disperzovani u različite vrste ulaganja). Izvor: J. Lerner, A. Schoar, *Private Equity in the Developing World: The Determinants of transaction Structures*, str. 34

⁵ Izvor: World Economic Forum, *Innovations in Private Equity Investing: Capital Opportunities for Social and Environmental Impact*, str. 42-43., i *uzorku 180 kompanija u Republici Srbiji i 180 kompanija u SAD*.

odnosu na zemlje koje su izvele tzv. insajdersku privatizaciju. Osim toga, postignuti su bolji efekti u oblasti korporativnog upravljanja kod onih zemalja koje su uspešnije izvršile promene u svom zakonodavstvu, organizaciji privrednih sistema i stvaranju uslova za korišćenje stranih investicija u oblasti izgradnje proizvodnih kapaciteta, konsolidacije i jačanja infrastrukture.

Na brzorastućim tržištima, evidentno je napravljen progres u razvoju institucionalnih osnova za funkcionisanje korporativnog upravljanja. Međutim, i dalje je aktuelno pitanje da li je ono dovoljno razvijeno i da li su dovoljno razvijene sve neophodne poluge korporativnog upravljanja. Ukoliko korporativno upravljanje nije dovoljno razvijeno, nije celishodno, efikasno i potpuno, onda se radi o okolnostima nejasnih pravila i strukture pregovaranja, nedovoljne zaštite različitih stejkholdera⁶ u samoj kompaniji ili okruženju, visokog rizika, neizvesnosti i rizičnog ulaganja. U takvim uslovima, kompanije nisu u obavezi da u radu sa poslovnim partnerima poštuju principe i standarde modernog korporativnog upravljanja, da se drže date reči, ugovora i preuzetih obaveza, dobrih poslovnih običaja i prakse, etike i poslovnog morala. Da bi privatni investicioni fondovi i investitori uopšte ušli na neko tržište, neophodno je da ono bude uređeno, sa razvijenim tržišnim institucijama i odnosima koji su transparentni, pouzdani i regulisani. Pored toga, bitno je postojanje institucija korporativnog upravljanja koje obezbeđuju stabilnu interakciju, slobodnu ekonomsku transakciju, racionalno ulaganje po kriterijumu lukrativnosti, efikasnu kooperaciju i participaciju, i obostranu višeslojnu korist od transfera znanja, ideja i prakse za poslovne partnere koji su ušli u proces ulaganja od strane privatnih investicionih fondova.

2.2 Menadžment

Na brzorastućim tržištima, sami preduzetnici veoma često nemaju adekvatno iskustvo, trening i obrazovanje da upravljaju srednjim ili velikim kompanijama⁷. Pored toga, veliki broj preduzetnika nije imao prilike da radi za druge kompanije pre započinjanja sopstvenog biznisa. Zbog svega toga, preduzetnici u većini slučajeva nemaju potrebna znanja za organizaciju i upravljanje kompanijama.

Na brzorastućim tržištima menadžment nije konstituisan i funkcionalno osposobljen da deluje na način menadžmenta u uslovima razvijenog tržišta, ispoljavanja tržišnih zakona, slobodnog formiranja cena, odnosa ponude i tražnje, konkurencije i sl. Štaviše, na brzorastućim tržištima menadžment deluje u uslovima razgradnje starog sistema i postepene i spore izgradnje novog sistema, novih vrednosti i ubeđenja, racionalnog tržišnog ponašanja i odgovornosti. On, u izvesnom smislu, i dalje štiti interese svog mandatara, političkog sponzora ili zaštitnika. Menadžment, naročito u velikim državnim kompanijama, deluje u okvirima eksterno određenih pretpostavki, planski datih

ili očekivanih aktivnosti ili efekata. On posluje najčešće u uslovima tehnološke inferiornosti, velikog broja zaposlenih, niske efikasnosti, nedostatka obrtnih sredstava, niskih državnih subvencija i često monopolske pozicije usled systemske zaštite i zatvaranja tržišta. Velike kompanije su dugo zadržavale takvu poziciju, s obzirom na sužene i skromne preduzetničke potencijale. Ti preduzetnički potencijali su bili ograničeni na mali broj preduzetničkih firmi koje su bile pod udarom brojnih restriktivnih propisa, bez odgovarajuće materijalne podrške, eventualnih olakšica i podsticajnih mera i sredstava, primerenih razvijenim tržišnim privredama u kojima su mala i srednja preduzeća igrala značajnu ulogu u obezbeđivanju tržišta proizvodima malih serija.

Na brzorastućim tržištima menadžeri nemaju potrebno iskustvo u upravljanju srednjim i velikim kompanijama. Za sticanje neophodnog iskustva potrebno je vreme, uslovi i strpljenje. S obzirom na to, mnoge zemlje u razvoju pokušavaju da taj nedostatak nadoknade angažovanjem menadžera iz tržišno i ekonomski razvijenih zemalja, kao što su SAD, Velika Britanija ili Nemačka. Takav način obezbeđivanja menadžera koristio je veliki broj zemalja čije su privrede prošle proces privatizacije i radikalnih ekonomskih reformi u svim oblastima, a među njima su: Češka, Slovačka, Mađarska, Rusija i dr. Uostalom, nije nepoznato da se transfer uspešnih menadžera odvija između najrazvijenijih privreda, npr. SAD i Japana, posebno u oblasti automobilske industrije, ali i u oblastima drugih grana industrije. Pored nedostatka iskustva, menadžeri na brzorastućim tržištima nemaju najčešće ni potrebno znanje iz oblasti organizacije, upravljanja ljudskim resursima, reklame i odnosa sa javnošću, kao ni znanja o poslovnoj komunikaciji, radu sa hartijama od vrednosti, poslovanju na berzi, finansijskim transakcijama, međunarodnim propisima i standardima. Oni su obrazovani u određenim uslovima gde su tržišta bila zatvorena, a spoljni odnosi redukovani i najčešće svedeni na ovlašćene državne predstavnike. Izvestan transfer znanja odvijao se kroz studijske boravke, stručnu razmenu, a u kasnijim fazama kroz kupovinu patenta i licenci i tehničko-poslovnu saradnju sa pojedinim ino partnerima. Na pojedinim brzorastućim tržištima u izboru rukovodstva kompanije prevagu je nad profesionalnim atributima, znanjima i veštinama da se uspešno upravlja poverenim poslovima imala politička podobnost. Takva negativna selekcija kadra imala je dalekosežne posledice na poslovanje kompanije, ekonomsku efikasnost i razvoj nacionalne ekonomije.

Jasno je da nedostatak kompetentnog menadžmenta deluje kao ograničavajući faktor za strana ulaganja, tj. investicije. To je slučaj i sa privatnim investicionim fondovima koji su spremni da ulažu u one kompanije čiji je menadžment po svojim sposobnostima, znanju i veštinama, iskustvu i predispozicijama u stanju da bude ravnopravan i pouzdan partner, istinski zainteresovan za napredak kompanije, profitabilnije poslovanje, bolju tržišnu poziciju i eventualni izlazak na berzu. Uostalom, interes je privatnih investicionih fondova između ostalog da se kroz saradnju konstituiše moderan menadžment, sa visokim

⁶ Stejkholderi su grupe ili pojedinci koji neposredno utiču na ciljeve, strukturu i ponašanje organizacije

⁷ Bazirano na uzorku od 180 kompanija u Republici Srbiji.

profesionalnim standardima i kompetencijama, efikasan i preduzumljiv, odgovoran, transparentan i poverljiv.

2.3 Distribucija vrednosti

U razvijenim zemljama postoje ustaljeni načini distribucije vrednosti iz kompanija. Na brzorastućim tržištima distribucija vrednosti iz kompanija može uzeti niz kreativnih oblika koji nisu opšteprihvaćeni u razvijenim zemljama. Ovakve vrste transakcija su prisutne i delimično prihvaćene na mnogim brzorastućim tržištima i kao takve predstavljaju problem ulaganja privatnih investicionih fondova.

Distribucija vrednosti je evidentna karakteristika razvijenih privreda, tj. razvijenih tržišnih uslova u kojima se odnosi i veze uspostavljaju i razrešavaju na ustaljen način kroz iste ili slične mehanizme i gde se izvesne regulative i običaji jednostavno podrazumevaju i prihvataju od strane svih poslovnih partnera. U razvijenim tržišnim privredama funkcionišu ustaljeni načini distribucije vrednosti iz pojedinih kompanija koja su akcionarska društva i isplaćuju dividendu, kupuju ili prodaju biznis, investiraju ili deinvestiraju, isplaćuju svoje obaveze prema finansijskim ustanovama ili kreditorima⁸. U razvijenim zemljama uspostavljeni način distribucije vrednosti zasnivaju se na privatnom interesu, odgovornosti i obavezi da se radi u interesu kompanije, njenih vrednosti i nastojanja da se obezbedi napredak, bolji ekonomski rezultati, profit i dr. Načela racionalne upotrebe raspoloživih proizvodnih faktora, lojalnosti i motivisanosti imaju prvorazredni značaj. Oni su po prirodi stvari ispred socijalnih motiva. Ekonomski razlozi su ispred svih. Oni su podjednako prisutni u delovanju različitih stekholdera, bilo da su u direktnoj ili indirektnoj vezi sa kompanijom, i bilo da direktno ili indirektno utiču na njen rad, tj. poslovanje. U vrednost koja se prenosi iz jedne u drugu kompaniju, iz jedne u drugu sredinu, ugrađeni su ekonomski ciljevi, ekonomski motivi, kao osnovna poluga pokretanja privrednih aktivnosti, investiranja i organizovanja proizvodnih faktora, na racionalan i svrsishodan način, kao prioritet iz koga se izvode i drugi ciljevi stekholdera koji se tiču socijalne, etičke ili društvene odgovornosti. Nije nepoznato da razvijeni tržišni mehanizam upravo forsira striktnu razmenu vrednosti identiteta između privrednih subjekata, kroz sučeljavanje odgovarajuće ponude i tražnje. Na brzorastućim tržištima, zbog datih okolnosti i činjenice da su izvesne tržišne institucije u nastajanju, formiraju se izvesne vrednosti koje vremenom uđu u praksu kao kreativan oblik rešavanja poslovnih problema, kao što je zapošljavanje rodbine i prijatelja ili povlašćena trgovina sa kompanijama u vlasništvu pojedinih članova porodice, kupovina nekurentne robe čiji je rok trajanja pri isteku i prodaja po friziranim cenama⁹. Ovakve poslovne transakcije su nažalost prisutne i gotovo legalne, prihvaćene od strane poslovnih partnera na velikom broju brzorastućih tržišta. One su naročito intenzivne i široko rasprostranjene u zemljama sa usponijim procesima reformi, privatizacije i uvođenja stranih

partnera i investitora. One su, bez sumnje, značajna prepreka za potpunije angažovanje privatnih investicionih fondova, posebno za ulaganje u mala i srednja preduzeća, radi zapošljavanja, dinamiziranja ekonomskih tokova i raznovrsnije ponude pojedinih dobara za čiju proizvodnju nisu neophodni veliki kapaciteti i investiciona sredstva.

2.4 Birokratija

Birokratija predstavlja otežavajuću okolnost za privatne investicione fondove. Na brzorastućim tržištima birokratija je obično povezana sa korupcijom, što dodatno otežava investiranje. Važna karakteristika zemalja u razvoju i slabo razvijenim zemljama, jeste tzv. neproductivno zapošljavanje na poslovima državne uprave koja je nesrazmerno velika i glomazna i prevazilazi stvarne potrebe i realne mogućnosti društva, u oblastima društvenih delatnosti i obrazovanja, zdravstva, kulture i informisanja i zapošljavanje u kompanijama na administrativnim poslovima. Međutim za njihovo finansiranje, tj. obezbeđivanje potrebnih finansijskih sredstava za plate, formiraju se po pravilu visoke prodajne cene da bi pokrile ovaj trošak i na taj način se *de facto* priznavala opšta društvena neracionalnost koju je u krajnjoj liniji država pokrivala povremenim intervencijama, subvencijama i drugim načinima finansijske pomoći. S vremenom, birokratija je samu sebe produkovala, šireći polje svog delovanja i razigravajući suptilne administrativne načine i sredstva prilikom sučeljavanja građana i uprave, kompanija i države. U ekonomski život birokratija je ušla sa komplikovanom procedurom i zahtevima prilikom osnivanja firme, njenom upravljanju i zatvaranju, preregistrovanju i slično. To nesumnjivo predstavlja otežavajuću okolnost za menadžment privatnih investicionih fondova koji žele da maksimalno skrate vreme pripreme za ulaganje i monitoring projektovanih procesa neophodnih za unapređenje rada kompanije u koju je investirano. Otuda veliki broj zemalja nastoji da maksimalno skрати procedure, npr. za osivanje firme, i da olakša pristup relevantnim institucijama preko unapred štampanih procedura i uputstava, instrukcija i obrazaca.

2.5 Korupcija

Veliki broj brzorastućih tržišta se susreće sa problemom korupcije. Korupcija je u nekim sektorima tako rasprostranjena da čak i kompanije koje ne bi želele da učestvuju u korupciji moraju to da rade da ne bi bile u kompetitivno podređenom položaju u odnosu na konkurentne kompanije.

U zemljama u tranziciji dolazi do jačanja korupcije i premeštanja ekonomskih tokova u tzv. sivu ekonomiju. Postoje brojni i različiti razlozi koji su u direktnoj vezi sa korupcijom, prevarama i poslovanju van zakonskih okvira. U prvom redu, procesi tranzicije uništavaju postojeći poredak, vode ka socijonom raslojavanju, gubitku radnog mesta i sigurnosti, usponom zapošljavanju, redukovanju socijalnih i drugih davanja, teškoćama u servisiranju budžetskih korisnika i mnogi drugi. Nesumnjivo je da jačaju socijane tenzije i psihološka napetost usled promene vlasništva, radnog mesta i usled potrebe za dokvalifikaci-

⁸ Bazirano na uzorku 180 kompanija u SAD.

⁹ Bazirano na uzorku 180 kompanija u Republici Srbiji.

jom ili prekvalifikacijom, posebno onih koji su u poodmaklom životnom dobu.

Prema procenama organizacije Transparency International za 2010, pet najkorumpiranijih zemalja mereno indeksom od 1 do 10 su: Burundi sa indeksom 1,8; Ekvatorijalna Gvineja sa indeksom 1,9; Angola sa indeksom 1,9; Venecuela sa indeksom 2,0; Kirgistan sa indeksom 2,0. Sa druge strane, pet zemalja sa najmanjim procentom korupcije su: Danska sa indeksom 9,3; Novi Zeland sa indeksom 9,3; Singapur sa indeksom 9,3; Finska i Švedska sa indeksom 9,2. Interesantni su podaci o nivou korumpiranosti u zemljama bivše SFRJ. Prema iskazanim podacima, Slovenija je daleko ispred svih Republika bivše SFRJ i u njoj je korupcija svedena na indeks 6,4. Zatim sledi Hrvatska i Makedonija sa indeksom 4,1, Crna Gora sa indeksom 3,7, Srbija sa indeksom 3,5 i na kraju Bosna i Hercegovina sa indeksom korumpiranosti 3,2. U tabeli br. 1 prikazan je redosled zemalja bivše SFRJ prema indeksu korumpiranosti u 2010¹⁰:

Tabela br. 1 : Indeksi korumpiranosti u zemljama bivše SFRJ

<i>Mesto</i>	<i>Zemlja</i>	<i>Indeks</i>
27	Slovenija	6,4
62	Hrvatska	4,1
62	Makedonija	4,1
69	Crna Gora	3,7
78	Srbija	3,5
91	BiH	3,2

U tabeli br. 2 je prikazano kretanje korupcije od 2007. godine do 2009. u Republici Srbiji¹¹:

Tabela br. 2 : Kretanje korupcije u Srbiji po godinama (2007-2009)

<i>Godina</i>	<i>Koeficijent</i>
2007	3,0
2008	3,4
2009	3,5

Izvesno je da je na ovakvo kretanje korupcije u Srbiji uticalo više faktora kao što su usvajanje Zakona o finansiranju političkih partija, set antikorupcijskih zakona, formiranje republičkog odbora za sprečavanje sukoba interesa i pokretanje više sudskih postupaka za otkrivanje i sankcionisanje korupcijskih aktivnosti. Uređivanje ove oblasti od ključnog je interesa za privlačenje stranih investitora i za formiranje i rad privatnih investicionih fondova koji su spremni da ulažu i koji realno očekuju da se ovaj pozitivni trend suzbijanja korupcije nastavi.

2.6 Zakoni i sprovođenje ugovora na brzorastućim tržištima

Na mnogim brzorastućim tržištima, privatni investitori ne mogu da se oslone na zakone, kao ni da

veruju u poštovanje i sprovođenje ugovora, iako se promene odvijaju na više nivoa sa različitim intenzitetom, pa samim tim i različitim dometima. Za nesmetano odvijanje složenih ekonomskih tokova, neophodna je zakonska infrastruktura koja uređuje, podstiče i olakšava različite poslovne transakcije. Otuda se vrše promene kod sistemskih i drugih zakona, ali vrlo često na komplikovan i spor način. Odsustvo takvih promena utiče na poslovni ambijent i na njegove konzistentnosti. Možda su na brzorastućim tržištima veće teškoće u odsustvu implementacije pojedinih zakona i njihovih odredbi, odsustvu sankcionisanja pojedinih devijacija i sporom utvrđivanju odgovornosti za pogrešnu primenu ili izbegavanje primene pojedinih zakonskih odbredbi. Sporost postupaka i njegovo odugovlačenje, doprinose nepoverenju u sudske institucije i njihovu objektivnost.

Slična situacija je i sa ugovorima koji se potpisuju i koji se nedovoljno poštuju, kreativno tumače i selektivno primenjuju. Otuda nije čudno da privatni investitori na brzorastućim tržištima detaljnim ugovorima, decidnim članovima, pokušavaju maksimalno da se zaštite i obezbede klauzulama o nadležnosti međunarodnih sudova. Veliki broj njih nije siguran da će poslovni partneri poštovati svoje obaveze i sprovesti ugovorne odredbe. Iz tih razloga, troškovi transakcija privatnih investicionih fondova se povećavaju i otuda se oni opredeljuju da posluju sa preduzetnicima u koje imaju poverenje.

2.7 Izlaz iz investicija

Privatni investicioni fondovi koji posluju na brzorastućim tržištima, susreću se sa problemima realizacije svojih investicija. Privatni investicioni fondovi implementiraju svoju poslovnu strategiju na način koji obezbeđuje povlačenje nakon određenog roka, koji je uglavnom između četiri do sedam godina, iz određene investicije tj. kompanije u koju su uložena sredstva. Na razvijenim tržištima ugovoreni postupak se sprovodi bez većih poteškoća, uz saglasnost obe strane i na obostrano zadovoljstvo. Praksa, međutim pokazuje da se privatni investicioni fondovi koji posluju na brzorastućim tržištima suočavaju sa određenim teškoćama da realizuju svoju strategiju, na način i u skladu sa ugovorom o ulaganju. Tako se, na primer, događa da u procesu povlačenja iz investicija, privatni investicioni fondovi ne mogu da prodaju akcije svojih portfolio kompanija na berzi, jer ove obično nisu dovoljno razvijene ili da prodaju portfolio kompanije drugim strateškim investitorima, jer ne postoji adekvatna profesionalna i finansijska struktura za to, kao npr. relevantne investicione banke i odgovarajuće advokatske firme koje su kompetentne i sa neophodnim iskustvom. Teškoće u strategiji izlaska iz investicija utiču na privatne investicione fondove, tako da budu restriktivni i selektivni u izboru kompanija za ulaganje koje su atraktivne sa stanovišta proizvodnog programa, delatnosti i tehničko-tehnološke i tržišne superiornosti u fokusiranom segmentu.

¹⁰ Izvor: Transparency International (2010).

¹¹ Izvor: Transparency International (2009).

2.8 Rizik zemlje

Brzo rastuća tržišta su podložna političkim i ekonomskim nestabilnostima. Neke od tih nestabilnosti mogu biti nacionalizacija imovine ili smanjenje vrednosti lokalne valute. Privatni investitori pažljivo analiziraju poziciju jedne zemlje, nivo političke stabilnosti i nivo ekonomske razvijenosti, sadržaj i karakter poslovnih transakcija sa užim i širim okruženjem i nastoje da odgovore na sledeća pitanja: Koja je mera sigurnosti da bi se ulagalo?, Kakve su garancije za povrat uloga, korišćenje ili transfer ostvarenog profita? Zemlje sa nestabilnim političkim prilikama, sukobima političkih partija, nasilnim prevratima, smenama, nestabilnim vladama i političkim institucijama, nisu pogodno tlo za investicije, uprkos činjenici da su upravo one zemlje sa izraženim potrebama za investiranje od strane privatnih investicionih fondova i drugih investitora. Nažalost, brzorastuća tržišta su, ili većina njih, podložna političkim i ekonomskim kolebanjima. Najčešće su u pitanju nacionalizacije imovine stranih kompanija ili pad vrednosti lokalne valute, promena poreskih zakona, carinskih stopa i dr.

2.9 Lokalna kultura

Preduzetnici na brzorastućim tržištima obično nisu zainteresovani za ulaganja fondova u kapital njihovih kompanija. Veliki broj firmi na brzorastućim tržištima su ili porodične firme ili firme u kojima vlasnici smatraju da je učešće fonda u kapitalu poslednja opcija za njih. Pored toga, veliki broj preduzetnika pati i od sindroma većitog i nezamenjivog direktora. Lokalna kultura, pod uticajem tradicije, običaja, navika, vere ili obrazovanja, drži preduzetnike u okvirima određene matrice razmišljanja i poslovanja. Preduzetnici na brzorastućim tržištima ostaju verni porodičnoj filozofiji očuvanja biznisa u porodičnim okvirima, a nisu bliski ideji da je ulaganje fondova u kapital njihovih firmi celishodan i poželjan poslovni potez koji vodi ka napretku. Takve firme ostaju jednostavne preduzetničke forme, bez ambicija da šire svoju poslovnu delatnost i uvećavaju angažovani kapital. Izvesne firme na brzorastućim tržištima izbegavaju pojedine investicione fondove, naročito one izrasle u periodu netransparentne privatizacije, koji pokušavaju da sačuvaju tajnu stečenog kapitala i da ga legalizuju kroz kupovinu nekretnina, akcija ili posrednog učešća u novim privatizacijama. I na kraju, neke kompanije izbegavaju opciju učešća fonda u kapitalu jer njihov menadžment nije spreman da deli vlast.

3. Zaključak

Ulaganjem privatnih investicionih fondova na brzorastuća tržišta unapređuje se i učvršćuje sistem korporativnog upravljanja kompanije, utiče se na razvoj malih i srednjih preduzeća i podstiče ekonomski razvoj. Pored toga, možemo da zaključimo da se privatni investicioni fondovi na brzorastućim tržištima, u odnosu na razvijena tržišta, suočavaju sa specifičnim problemima, u prvom redu sa stanovišta izbora područja ulaganja, rizika ulaganja, mogućnosti ostvarivanja profita, strategije izlaska iz

investicija, pronalaženja strateških partnera i kapaciteta menadžmenta kompanije koje ulaze u portfelj fondova. Penetracija brzorastućih tržišta na osnovu ulaganja privatnih investicionih fondova direktno je uslovljena efikasnošću razvoja ekonomskog sistema i formalnih institucija u korist korporativnog upravljanja kao što su zakoni kojima se garantuje pravo svojine, mehanizmi stečaja, razvijeno tržište, posebno tržišta hartija od vrednosti, transparentna privatizacija, uređen poreski sistem i razvijene profesionalne nezavisne organizacije. Veliki problem na koji nailaze investitori je da su ljudi na brzorastućim tržištima godinama bili zatvoreni za ostatak sveta i veoma im je teško da se prilagode novonastaloj situaciji. U takvim okolnostima, oni su obično nepoverljivi prema strancima, veoma su nacionalno orijentisani i ne žele učešće stranaca na svojim tržištima. Ako nisu u mogućnosti da se prilagode promenama, ovi pojedinci pokušavaju na sve načine da zaustave započete procese. Pored toga, kao što smo rekli, sam ekonomski potencijal brzorastućih tržišta je veliki. Predviđa se da će brzorastuća tržišta do 2020. godine zauzimati 16,1% ukupne proizvodnje u svetu. Kao takva, ona su značajan faktor u ekonomskim i političkim svetskim zbivanjima.

Literatura:

- Accademy Southwest Fund (2005), *Private Placement Memorandum*, Academy Ventures, USA.
- Anila Fund III (2002), *Private Placement Memorandum*, Anila, USA.
- Anson, M. (2002), *Handbook of Alternatives Assets*, John Wiley&Sons, USA.
- Bene, G. (2005), *Note on Private Equity Deal Structures*, Tuck Center for Private Equity and Entrepreneurship, USA.
- Biggs, S., Kershaw, V. *Private Equity: UK, PLC Global Counsel Private Equity Handbook*, Great Britain.
- Copernicus Capital (2007) *Private Equity Investments in SEE*, Belgrade Srbija.
- Erić, D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja štampa, Beograd, Srbija.
- Hatch, R. (2003), *Note on Private Equity Asset Allocation*, Tuck School of Business at Dartmouth, USA.
- Mitchell, N. (2006), *Higher Returns, Higher Risks-Private Equity Investment in Emerging Markets*, Young Venture Capital Society, USA.
- PriceWaterHouseCoopers (2004), *A Guide to Private Equity*, PriceWaterHouseCoopers/BVCA, Great Britain.
- Seminar of Private Equity Investing in Emerging Markets* (2008).
- Sheng, A (2005), *Attracting Global Investors to Emerging Market*. IOSCO Emerging Markets Regional Training Seminar, Hong Kong.
- Vunjak, N. (1999), *Finansijski menadžment*, Ekonomski fakultet Subotica, Srbija.
- Vunjak, N., Kovačević, Lj. (2003), *Finansijsko tržište berze i brokeri: savremeni finansijski trendovi*, Subotica, Srbija, 2003.

World Economic Forum (2007), *Innovations in Private Equity Investing: Capital Opportunities for Social and Environmental Impact*, World Economic Forum, USA, 2007.

Conclusion

The private equity funds investing in emerging markets to promote and strengthen the company's system of corporate governance, impact on the development of small and medium-sized enterprises and promoting economic development. In addition, we can conclude that the private equity funds in emerging markets compared to developed markets, are faced with specific problems, primarily from the point of choice to investments, investment risk, profit opportunities, leaving the investment strategy, identifying strategic partners and facilities management companies that invest in a portfolio of funds. Penetration of fast growing markets on the basis of private equity funds investing directly conditioned by the efficiency of the development of economic systems and formal institutions in favor of corporate governance, such as laws to guarantee property rights, bankruptcy mechanisms, developed markets, especially the securities market, transparent privatization, regulated tax system and developed a professional independent organization. The big issue that investors face is that people in emerging markets were closed for years for the rest of the world and they are very difficult to adapt to new circumstances. In such circumstances, they are generally suspicious of foreigners, are very nationally oriented and do not want the participation of foreigners in their respective markets. If you are unable to adapt to change, these individuals are trying in every way to stop the ongoing processes. In addition, as we have said, have the economic potential of the fast growing market is huge. It is anticipated that the fast-growing market by 2020. The occupying 16.1% of total production in the world. As such, they are a significant factor in economic and political world events.