

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

UPRAVLJANJE SKLADOV DELNIC ZAPRTIH DELNIŠKIH DRUŽB

Ljubljana, maj 2009

RADIVOJ PREGELJ

IZJAVA

Študent Radivoj Pregelj izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 25. 05. 2009

Podpis: _____

UVOD	1
Opredelitev problema, namen in cilj dela	2
Metode dela	2
1 PREDSTAVITEV SKLADOV DZDD	3
1.1 Pregled udeležencev na trgu DZDD	4
1.1.1 Izdajatelji.....	5
1.1.2 Posredniki.....	6
1.1.3 Investitorji	6
1.1.4 Svetovalci.....	7
1.2 Razvoj skladov DZDD	8
1.2.1 Partnerstvo z omejeno odgovornostjo v sedemdesetih letih 20. stoletja.....	8
1.2.2 Velika rast v osemdesetih in devetdesetih letih 20. stoletja.....	9
1.2.3 Skladi DZDD danes	10
1.2.3.1 Zbrana sredstva skladov DZDD.....	11
1.2.3.2 Kam investirajo skladi DZDD	14
1.2.3.3 Skladi TK v ZDA.....	16
1.3 Delovanje skladov DZDD	17
1.3.1 Upravljalvska struktura.....	18
1.3.2 Velikost, trajanje in investicijski cilji sklada DZDD	19
1.3.3 Stroški upravljanja in delitev dobička.....	19
1.3.4 Investiranje splošnega partnerja v sklad.....	20
1.3.5 Klavzula o ključnem upravljavcu	21
1.3.6 Prenehanje oz. likvidacija sklada	22
1.3.7 Distribucija dobičkov	22
1.3.8 Ostale omejitve.....	23
1.4 Vrste skladov DZDD	26
1.4.1 Skladi TK.....	26
1.4.2 Skladi za prevzeme podjetij.....	28
1.4.3 Mezzanine skladi.....	28
1.4.4 Skladi skladov	29
2 Investicijski proces	30
2.1 Opis procesa investiranja – ključni izzivi izbire naložb	31
2.2 Oblikovanje portfelja	34
2.2.1 Moderna portfeljska teorija.....	35
2.2.2 "Naivna" alokacija skladov skladov DZDD.....	36
2.2.3 "Bottom-up" pristop	37
2.2.4 "Top-down" pristop.....	37
2.2.5 "Core-satellite" pristop.....	38
2.3 Vpliv ekonomskih ciklov rasti in krčenja na izbiro	39
2.3.1 Časovno usklajevanje proti "cost averagingu".....	42

3 UPRAVLJANJE Z LIKVIDNOSTJO	43
3.1 Izzivi upravljanja z likvidnostjo.....	45
4 TVEGANJA IN NJIHOVO OCENJEVANJE	45
4.1 Upravljanje s tveganji	47
4.2 Izračun tveganj	48
5 KONTROLA INVESTIRANIH PODJETIJ	52
5.1 Analiza problemov in korektivne aktivnosti	53
5.2 Ko kontrola zmanjša izgube in poveča donos	56
6 POSEBNOSTI SKLADOV DZDD	57
6.1 Vrednotenje skladov DZDD	58
6.1.1 Vrednotenje po NAVu ni dovolj – izračunavanje donosa sklada DZDD	59
6.1.2 Kvalitativne metode vrednotenja	60
6.2 Benchmarking.....	62
6.3 Pomembnost procesa izbire naložbe – skrbni pregled.....	65
6.3.1 Obvezne aktivnosti pri izbiri	65
6.3.2 Ali je skrbni pregled res tako pomemben?.....	66
7 STRATEGIJE ODPRODAJE NALOŽB IN IZHOD	66
7.1 Odprodaje	67
7.2 Kotacija podjetij	68
7.3 Odpisi slabih naložb	69
8 KAJ ZAZNAMUJE NAJBOLJŠE UPRAVLJAVCE?	69
8.1 Struktura in disciplina	72
8.2 Dolgoročno razmišljanje.....	73
8.3 Nekateri so boljši	74
SKLEP	75
LITERATURA IN VIRI	77
PRILOGA ŠT. 1: SLOVAR UPORABLJENIH TUJIH IZRAZOV	1

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Shema trga DZDD</i>	4
<i>Slika 2: Pričakovana alokacija sredstev s strani skladov DZDD izdanih v letih 2005-06 v Evropi</i>	5
<i>Slika 3: Investitorji v sklade DZDD</i>	7
<i>Slika 4: Zbrana sredstva skladov TK in ostalih skladov DZDD</i>	10
<i>Slika 5: Globalno zbrana sredstva skladov DZDD (v mld 2006 \$)</i>	11
<i>Slika 6 in 7: Pojavljajo se zelo veliki skladi DZDD</i>	12
<i>Slika 8: Pregled bilance stanja tipičnega sklada DZDD po nekaj letih delovanja</i>	15
<i>Slika 9: Struktura sklada DZDD</i>	18
<i>Slika 10: Vpliv donosa sklada na celotno premoženje investitorja in splošnega partnerja (upravljavca), če upravljavec vplača večji del svojega premoženja</i>	20
<i>Slika 11: Investicijski proces</i>	30
<i>Slika 12: Vpliv razpršitve investicij sklada DZDD na zmanjšanje tveganja sklada</i>	33
<i>Slika 13: Verjetnost porazdelitve donosov pri skladih skladov in pri posameznih skladih</i>	35
<i>Slika 14: Bottom – up pristop</i>	37
<i>Slika 15: Top – down pristop</i>	38
<i>Slika 16: Relativne cene, ki so jih skladi DZDD plačali za prevzeme podjetij, merjene s kazalnikom EBITDA / Investicija: nepopravljenim in popravljenim za trenutne tržne večkratnike S&P 500 (dobiček/tečaj)</i>	40
<i>Slika 17: Scenariji kumulativnih denarnih tokov skladov DZDD</i>	44
<i>Slika 18: Beta za posamezne papirje v indeksu FTSE 100, za sklade in podjetja ZDD ter popravljen beta za sklade in podjetja ZDD</i>	49
<i>Slika 19: Ocenjevanje tveganosti različni investicij TK: Kumulativne verjetnosti za doseganje večkratnika začetne investicije. Podatki so izračunani na podlagi 5.000 direktnih naložb TK, 300 skladov TK in simulaciji 50.000 skladov skladov TK</i>	51
<i>Slika 20: Kontrolni sistem</i>	52
<i>Slika 21: Višina kontrole</i>	55
<i>Slika 22: Razvrstitev naložb glede na njihovo atraktivnost</i>	61
<i>Slika 23: Proces selekcije podjetij</i>	66
<i>Slika 24: Frekvenca različnih izstopov od leta 1990 do leta 2005: javna prodaja s kotacijo – IPO, odprodaja, odpis</i>	67
<i>Slika 25: Spremembe verjetnosti različnih izstopov iz naložb za različna obdobja držanja naložbe</i>	68
<i>Slika 26: Primarni izvor ustvarjene dodane vrednosti</i>	70
<i>Slika 27: Povprečni doseženi letni donosi po tipu investitorja v sklade DZDD od leta 1991 do 1998</i>	74
<i>Slika 28: Verjetnost nadaljevanja uspešnosti upravljanja sukcesivnega sklada proti uspešnosti iz predhodnega sklada – za vse sklade DZDD</i>	74

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: 20 največjih držav po zbranih sredstvih skladov DZDD in vrednost investicij skladov v posameznih državah (v mld \$).....</i>	<i>11</i>
<i>Tabela 2: Sredstva zbrana s strani največjih upravljavcev skladov DZDD v letih 2006 in 2007</i>	<i>13</i>
<i>Tabela 3: Uvrstitve na borzo skladov DZDD oz. upravljavskih podjetij.....</i>	<i>13</i>
<i>Tabela 4: Investicije skladov TK v ZDA v letu 2007 glede na panogo</i>	<i>16</i>
<i>Tabela 5: Najbolj pogosto uporabljene omejitve v investicijskih pogodbah skladov</i>	<i>25</i>
<i>Tabela 6: Donosnost in tveganost skladov TK, skladov PP in skladov skladov v Evropi in ZDA</i>	<i>36</i>
<i>Tabela 7: Vloga oddelka upravljanja s tveganji</i>	<i>47</i>
<i>Tabela 8: Primerjava tveganosti investicij TK: direktnih naložb, skladov TK in skladov skladov TK.....</i>	<i>50</i>
<i>Tabela 9: Primerjava skladov in skladov skladov TK in PP za Evropo in ZDA.....</i>	<i>51</i>
<i>Tabela 10: Vprašanja preko katerih se ugotovi operativno stanje</i>	<i>54</i>
<i>Tabela 11: Ocena uspešnosti naložbe</i>	<i>60</i>
<i>Tabela 12: Primerjava pristopov vrednotenja za sklade DZDD</i>	<i>62</i>
<i>Tabela 13: Šest nivojev potencialnega izvora konkurenčnih prednosti skladov DZDD.....</i>	<i>71</i>
<i>Tabela 14: Dejavniki, ki so se spremenili po prevzemu podjetja s strani sklada DZDD v Veliki Britaniji</i>	<i>72</i>

UVOD

V zadnjih dvajsetih letih so se skladi delnic zaprtih delniških družb (angl. *private equity funds*; v nadaljevanju skladi DZDD) zelo razširili, kot alternativna oblika investiranja proti klasičnim oblikam, kot so vzajemni skladi, delnice, obveznice, hedge skladi. Čeprav so se skladi DZDD pojavili že pred približno pol stoletja, šele sedaj pridobivajo eno izmed ključnih vlog v naboru investicijskih možnosti. Vse večjo pozornost pridobivajo tudi zaradi atraktivnih donosov, ki jih v povprečju izkazujejo. Na drugi strani pa so prav skladi DZDD zelo pomemben vir kapitala novoustanovljenih podjetij oz. podjetij, ki potrebujejo financiranje in ga ne morejo dobiti preko klasičnih virov.

Najprej so se skladi DZDD pojavili v Združenih državah Amerike. Leta 1946 je bil ustanovljen prvi sklad DZDD, American Research and Development (ARD) z namenom investiranja v visoko tvegana podjetja, ki bi uporabljala tehnologijo, razvito med drugo svetovno vojno. Aktivnost skladov DZDD je ostala zanemarljiva vse do osemdesetih let, ko so ti skladi začeli močno investirati v visokotehnološka podjetja, kot so Apple Computers, Microsoft, Sun Microsystems, Genentech... Njihova aktivnost in vrednost zaupanih sredstev sta doživeli izjemno rast vzporedno s tehnološkim balonom na ameriški borzi Nasdaq. V prvih letih 21. stoletja sta se število skladov in vrednost zaupanih sredstev nekoliko zmanjšala, da bi kasneje spet pospešilo. Le trenutna finančna kriza, je spet drastično zaustavila to investicijsko skupino z ogromnimi potenciali.

Lahko bi rekli, da so skladi DZDD v Evropi začeli prodirati veliko počasneje kot v Združenih državah Amerike. Največ skladov odpade na Veliko Britanijo, v kontinentalni Evropi pa so začeli pridobivati na pomenu šele v začetku tega stoletja. Prav tako je njihov pomen začel naraščati šele v tem desetletju v trgih v razvoju. Najbolj izstopata Kitajska in Indija. Vzhodna Evropa in Rusija prav tako počasi pridobivata na pomenu. V Sloveniji bi lahko rekli, da je ta oblika investiranja in tudi financiranja skoraj nerazvita in si šele sedaj utira pot.

Zaradi neobstoja in v manjši meri tudi nepoznavanja take oblike investiranja, kot so skladi DZDD, so naši pokojninski skladi, zavarovalnice, fundacije ter bogati posamezniki omejeni na nabor naložb, kot so depoziti, obveznice, delnice ali vzajemni skladi. Skladi DZDD ponujajo atraktiven donos ob sprejemljivem tveganju, predvsem pa razpršitev portfelja posameznega vlagatelja.

Na drugi strani se lahko, ob podrobnem pregledu finančnega sistema posamezne države, dokaj hitro opazi pomembnost skladov DZDD. Banke tukaj predstavljajo nepogrešljiv vir sredstev za financiranje, še posebej v kontinentalni Evropi. Po pomenu sledijo kapitalski trgi, ki še vedno močno zaostajajo za bankami. Čeprav sta ta dva vira prisotna vsepovsod, še vedno ne pokrivata vseh potreb. Novonastalim visokotehnološkim podjetjem in podjetjem, ki potrebujejo finančna sredstva za prestrukturiranje ter podjetjem s slabo bonitetno oceno so ti viri nedostopni. Prav ta podjetja so ciljna skupina skladov tveganega kapitala (ang. *venture capital funds*; v nadaljevanju skladi TK). Skladi TK so podskupina skladov DZDD.

Skladi DZDD so oblikovani in delujejo drugače kot druge investicijske skupine, ki vključujejo delnice, obveznice in kratkoročne vrednostne papirje ali pa celo izvedene finančne inštrumente. Tega se zaveda vsak upravljavec. Skladi DZDD predstavljajo svoj investicijski razred. Po moderni portfeljski teoriji (ang. *modern portfolio theory*) je najpomembnejša izbira posameznih investicij iz posameznih investicijskih razredov, ki imajo čim manjšo korelacijo (Markowitz Harry M., 1952, str. 77). Pri skladih DZDD je veliko bolj pomembna izbira in

skrbni pregled samega podjetja, kot pa izračunavanje nekih parametrov, ki jih je v bistvu nemogoče pridobiti za podjetja, ki ne kotirajo na borzah ali pa so še v fazi ustanavljanja.

Iz vsega povedanega sledi, da upravljanje sklada DZDD ni tako preprosto. Vso stvar oteži tudi dejstvo, da je velik uspeh skladov zelo povečal konkurenco. Dobri posli in investicije pa so omejene. Še pred desetletjem, ko konkurenca ni bila tako huda, so imeli upravljavci več manevrskega prostora za ustvarjanje dobičkov. Sedaj se jih ravno zaradi tega veliko odloča za specializacijo oz. za pokrivanje tržnih niš. Povprečni donosi se bodo torej na dolgi rok nujno približali povprečnemu donosu trga vrednostnih papirjev. Vseeno pa bodo najboljši upravljavci skladov DZDD še vedno ustvarjali nadpovprečne donose. Pri tem niso pomembni samo znanje in izkušnje. Pomembne so vse tiste aktivnosti, ki jih mora upravljavec narediti: od skrbnega pregleda podjetij, v katere bo investiral, zagotavljanja stalnega ustvarjanja novih priložnosti s spletnjem povezav z različnimi strokovnimi združenji, do tehnik spremljanja prevzetih podjetij in svetovanja le-tem in iskanja različnih možnosti izstopa oz. odprodaje naložbe na najbolj dobičkonosen način. Vse to je pomembno pri upravljanju sklada DZDD in predstavlja predpogoj za ustvarjanje boljšega donosa.

Opredelitev problema, namen in cilj dela

Namen magistrskega dela je na splošno predstaviti delovanje skladov DZDD in prijemov pri upravljanju le-teh. Prav tako je namen podrobneje predstaviti faze pri upravljanju skladov DZDD, od izbora ciljnih investicijskih podjetij do končne odprodaje naložb.

Cilj magistrskega dela je priti do spoznanj, kakšne so najboljše prakse pri upravljanju skladov DZDD. Prav tako je cilj dela pokazati, da je moderna portfeljska analiza v večini primerov neuporabna pri alokaciji sredstev, pa tudi sama razpršitev sredstev ne prinese nujno želenih učinkov zmanjšanja tveganja. Strategije upravljanja skladov DZDD torej temeljijo na povsem drugih predpostavkah, kot pri upravljanju klasičnih vzajemnih skladov.

Magistrsko delo sem razdelil na šest poglavij. Najprej bom predstavil glavne značilnosti skladov DZDD, njihov razvoj in njihovo umestitev ter pomembnost znotraj finančnega sistema. V drugem poglavju bom podrobneje predstavil sam investicijski proces s poudarkom na smernicah za določitev najbolj optimalnega portfelja ob upoštevanju vseh tveganj in možnosti. Sledilo bo poglavje, ki bo izpostavilo posebnosti pri vrednotenju in merjenju uspešnosti skladov DZDD. Obenem bodo predstavljene ključne naloge pri izbiri upravljavca. Četrto poglavje bo preučilo vse možne izhode, ki jih imajo skladi DZDD ob odprodaji posameznih investicij. V zadnjem poglavju bom poskušal preučiti vse tiste vidike, ki zaznamujejo najboljše upravljavce.

Metode dela

Pri nastajanju magistrskega dela bom pretežno uporabil metode dela, ki temeljijo na splošni ekonomski teoriji, ki ga zajema magistrsko delo. S pomočjo teoretičnih znanj bom poizkušal poiskati rešitve za zastavljene probleme. Ker je raziskovano področje razmeroma novo, bom poskušal vpeljati nove poglede iz zadnjih študij, ki so bile narejene na omenjenem področju. Sledila bo predstavitev konkretnih težav in izzivov, s katerimi se soočajo upravljavci skladov DZDD ter njihove izbrane rešitve.

V magistrskem delu bom uporabil naslednje metode:

- metodo deskripcije, kjer bom opisoval dejstva, procese in pojave ter njihova empirična potrjevanja odnosov, vendar brez znanstvenega pojasnjevanja;
- komparativno metodo, ki pomeni postopek primerjanja dejstev, pojavov, procesov in odnosov, s katerimi ugotavljamo podobnosti in razlike med njimi ter tako pridemo do raznih sklepov;
- metodo kompilacije, kjer bom povzel spoznanja, stališča in sklepe tujih in domačih avtorjev ter jih ustrezno citiral;
- zgodovinsko metodo.

Pri nastanku dela se bom naslonil predvsem na tujo strokovno literaturo, na knjige, članke prispevke in ostale vire, ki zajemajo najnovejša teoretična in praktična spoznanja s področja upravljanja skladov DZDD. Največji poudarek bom posvetil tistim najboljšim praksam, ki so se na omenjenem področju izkazala za najbolj učinkovita.

Samo upravljanje skladov DZDD še zdaleč ni tako raziskano, kakor je raziskano upravljanje drugih oblik investicijskih naložb. Zato se bo magistrsko delo naslanjalo na objavljene in tudi neobjavljene študije posameznih raziskovalcev omenjenega področja. Še posebej bodo v poštev prišle konkretne študije o tveganjih in donosih skladov DZDD (Weidig, 2004, str. 23), analize donosov na podlagi denarnih tokov (Ljungqvist, 2003, str. 43), analiza donosov glede na značilnosti sklada in vstopa na trg (Schmidt, 2004, str. 34), raziskava prednosti razpršitve pri skladih TK (Lossen, 2006, str. 53), analiza strategij izhoda iz posamezne investicije (Schmidt, 2008, str. 54) in druge specifične analize. Vse to se bo poenotilo v celoto s pregledom, kaj je resnično pomembno za ustvarjanje nadpovprečnih donosov (Meyer, 2007, str. 366).

1 PREDSTAVITEV SKLADOV DZDD

Kot že samo ime pove, so skladi DZDD v rokah ozke skupine privatnih investorjev. To pomeni, da njihove enote premoženja oz. delnice niso registrirane pri klirinško - depotni družbi in niso uvrščene na nobeno borzo vrednostnih papirjev. Iz davčnih razlogov ima tako investiranje obliko družbe z omejeno odgovornostjo, sami investorji pa so družbeniki z omejeno odgovornostjo – ang. limited partners (Meyer, 2005, str. 27). Največji investorji so: pokojninski skladi, zavarovalnice, fundacije, bogati posamezniki in drugi. Paleta investorjev, ki se v zadnjem obdobju vse bolj razširja, je odraz ne samo želje po večji razpršitvi sredstev, ampak predvsem donosnosti, ki jo izkazujejo omenjeni skladi. Ustrezne donosnosti, zaradi kompleksnosti direktnega investiranja, pa bi sami investorji brez zunanje pomoči težko dosegli (Lerner, 2000, str. 12).

Skladi DZDD nudijo kapital tistim podjetjem, ki ga ne morejo dobiti ne v obliki posojila pri komercialnih bankah ne v obliki kapitala preko trga vrednostnih papirjev. Ponavadi so to tista podjetja, ki so v zagoni ali ekspanzionistični fazi ali pa podjetja, ki so finančno izčrpana. Iz vsega tega sledi, da je ta vir za podjetja najdražji. Seveda pa to iz drugega zornega kota pomeni, da je eden najdonosnejših.

Ponavadi se investicije v take sklade izvajajo na zelo dolgi rok. Povprečna ročnost se giblje med 7 in 10 leti. Velikokrat se podaljša še za dve do tri leta. Investorji, ki bi želeli predhodno izstopiti, to zelo težko naredijo in če že, so podvrženi visokim izstopnim stroškom. Tudi samo vplačilo ni takoj nakazano. Ponavadi se ob pristopu v sklad podpiše le dogovor o prihodnjih

zavezah investitorja po vplačilih. Ta so dejansko nakazana šele ob pozivu sklada investitorjem, da potrebuje denar za posamezno investicijo. Investitorji vplačajo tik pred zdajci, ko je sklad DZDD identificiral posamezno podjetje, v katero bo vložil denar. Investicijska doba, ko morajo investitorji vplačati večino denarja, traja v povprečju 4 do 5 let (Meyer, 2005, str. 11).

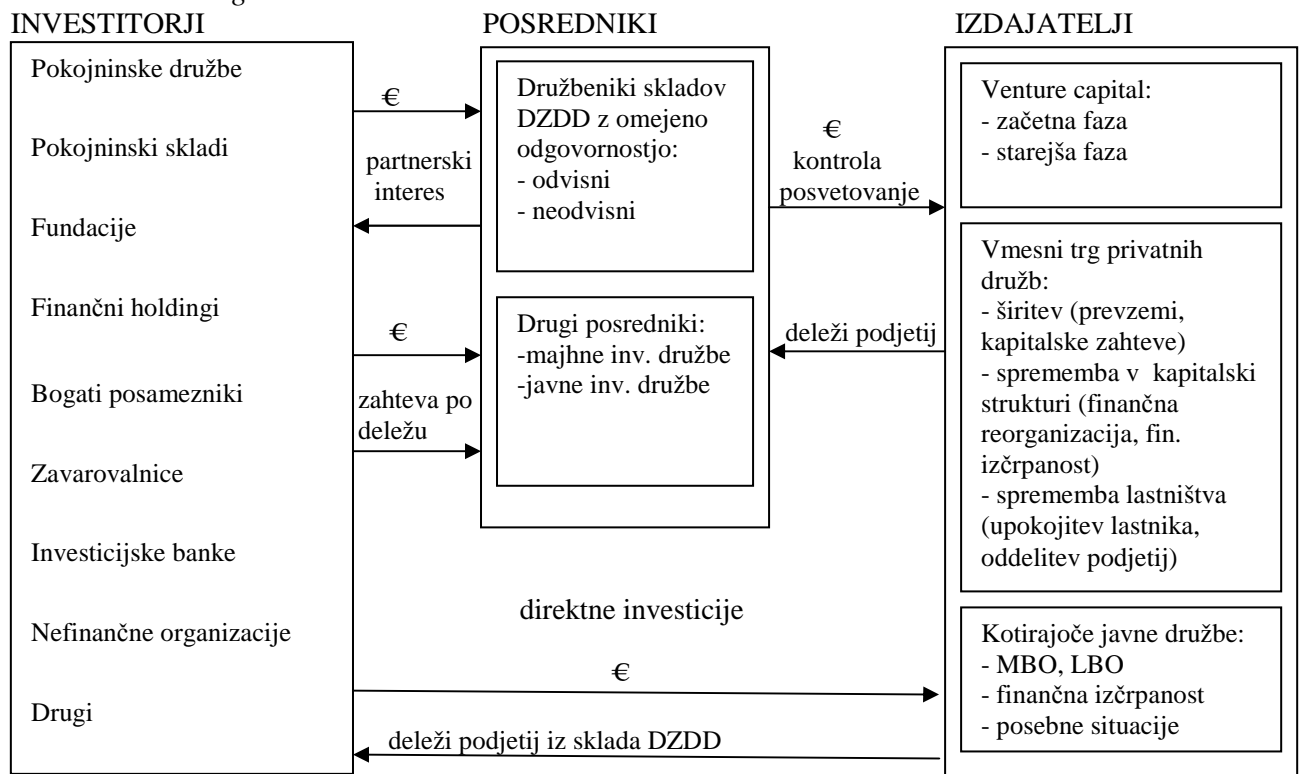
Investitorji dobijo izplačila iz skladov takoj, ko je sam sklad odprodal naložbo. Na nek način se tako sklad samolikvidira. Izplačilo iz sklada je velikokrat v naturi, to je v obliki prenosa delnic iz sklada na investitorje ali v denarju. To je seveda odvisno od tega, ali so bile nakazane dividende od posameznih podjetij, ali je bila izvršena prava prodaja delnic oz. deleža, ali pa je bilo podjetje uvrščeno na borzo. Odvisno je tudi od davčnih razlogov. Sami upravljavski stroški se gibljejo letno okoli 2,5 % od vrednosti zaupanih sredstev, pri večjih skladih se ta delež zniža na 1,5 %. Ponavadi se ti stroški znižajo po investicijski dobi. Največja vzpodbuda za upravljavce sklada predstavlja delitev dobička. Ponavadi v višini 20 % od doseženega dobička. Seveda se izplača šele, ko so investitorji dobili vrnjen celoten znesek njihove investicije skupaj z določenim zajamčenim donosom.

Investitorji se v upravljanje samega sklada ne spuščajo. To je prepuščeno ponavadi prav za to ustanovljenemu upravljavskemu podjetju. Upravljavsko podjetje je stimulirano, da čim bolje upravlja s skladom ne samo zaradi delitve dobička. Samo podjetje oz. posamezni upravljavci kot fizične osebe tudi investirajo svoje premoženje v sklad. Investitorji nadalje oblikujejo posvetovalni organ, ki se sestane nekajkrat na leto in vrši kontrolno in svetovalno funkcijo (Fenn, 1995, str. 4).

1.1 Pregled udeležencev na trgu DZDD

Trg DZDD ima tri večje igralce in več manjših akterjev (slika 1). Največji igralci so: izdajatelji vrednostnih papirjev, posredniki (skladi DZDD) in investitorji.

Slika 1: Shema trga DZDD





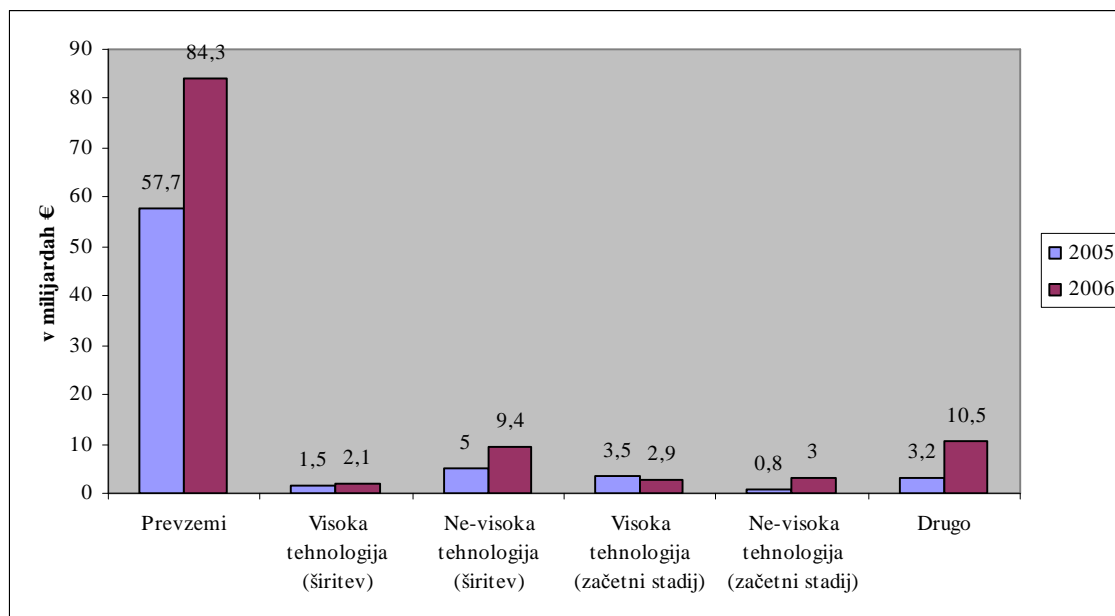
Vir: Fenn: *The Economics of Private Equity*, 1995, str. 4

1.1.1 Izdajatelji

Izdajatelji vrednostnih papirjev, t. j. podjetij, ki potrebujejo kapital, se med sabo zelo razlikujejo po velikosti, raznolikosti potreb po pridobivanju kapitala in značilnostih samega podjetja. Skupno vsem je, da ne morejo pridobiti kapitala na noben drug način, ne preko dolžniških trgov ne preko borze. Prav za to so pripravljene plačati tako visoke stroške, ki jih nosi ta vir.

Izdajatelji so ponavadi mlada podjetja iz sektorjev visoke tehnologije, biotehnologije, telekomunikacij, ki želijo, ali pa so že razvili, inovativne izdelke ali storitve, kar jim bo omogočilo visoke stopnje rasti prihodkov in dobička. Lahko so to podjetja v začetni fazi razvoja ali v fazi prodora na trg, lahko so v fazi širitve trga ali pa že zrela podjetja, ki imajo še veliko možnosti za rast.

Slika 2: Pričakovana alokacija sredstev s strani skladov DZDD izdanih v letih 2005-06 v Evropi



Vir: EVCA, Thomson Financial, PricewaterhouseCoopers, november 2007

Zadnja leta je največ sredstev priteklo v sklade, ki opravljajo prevzeme obstoječih podjetij (ang. *buyout funds*). V Evropi se pričakuje od vseh skladov, nastalih v letu 2006, da bo skoraj tri četrtine oz. 84 milijard evrov investiranih v prevzeme podjetij. Sledijo podjetja iz

klasičnih, netehnoloških panog v fazi širitve. Pravih investicij v podjetja visoke tehnologije je manj. Vrednost ne dosega 5 % vseh investicij v Evropi, za ZDA je ta številka nekajkrat višja (PricewaterhouseCoopers, Global Private Equity Report 2006, str. 36).

Od 80. let prejšnjega stoletja so skladi DZDD, ki niso skladi TK, po vrednosti zelo prekosili vse druge. Skladi DZDD v ožjem smislu ponavadi financirajo podjetja srednje velikosti, ki imajo prihodke med 25 in 500 milijoni evrov (Fenn, 1995, str. 3). Velika večina teh podjetij ni visokotehnoloških in izhaja iz sektorjev predelovalne industrije, trgovine, distribucije in ostalih storitev. Tako pridobljeni kapital porabijo za financiranje organske rasti, prevzemov, sprememb lastništva (pri družinskih podjetjih). Tudi javna podjetja se lahko zanesejo na vire iz skladov DZDD, ko pride do prevzema celotnega podjetja s strani vodstva ali zunanjih investitorjev. Ponavadi se to naredi v kombinaciji s sredstvi DZDD in dolga.

1.1.2 Posredniki

Posredniki so ponavadi podjetja, ki so bila ustanovljena posebej za upravljanje skladov DZDD. Lahko so odvisna podjetja kakšne finančne institucije ali pa neodvisna. Takšna podjetja upravljajo okoli 80 % vseh investicij DZDD (Fenn, 1995, str. 3). Ostali upravljavci so večinoma znotraj investicijskih oddelkov bank in zavarovalnic. Na drugi strani so investitorji v sklade DZDD partnerji oz. družbeniki z omejeno odgovornostjo. Upravljavci sklada (fizične ali pravne osebe) pa so v vlogi splošnega partnerja (ang. *general partner*). Največji skladi imajo splošnega partnerja v obliki pravne osebe npr. KKR plc (o.p. Kohlberg, Kravis and Roberts).

Ponavadi imajo ta partnerstva ročnost najmanj deset let. V tem času se investitorji odrečejo skoraj vsemu upravljanju in kontroli, ki preide na splošnega partnerja. To lahko pripelje do trenj med investitorji in upravljavci sklada. Trenja se zmanjšajo s čim bolj jasnimi določili v pogodbi in z vezavo plačila nagrad glede na uspešnost. Seveda je tudi v interesu samih upravljavcev, to je splošnih partnerjev, da upravljajo čim bolje in si s tem ustvarijo "blagovno znamko", ki jim bo omogočila veliko lažje oblikovanje novih skladov in pridobivanje novih investitorjev.

V obliki posrednikov so to lahko tudi podjetja, ki kotirajo na borzi, vendar predstavljajo manjši delež. Horizont investicij DZDD že sam po sebi deluje na dolgi rok, kar ni primerljivo z investicijami na kratek rok, ki so večinoma značilne za vlagatelje borz vrednostnih papirjev.

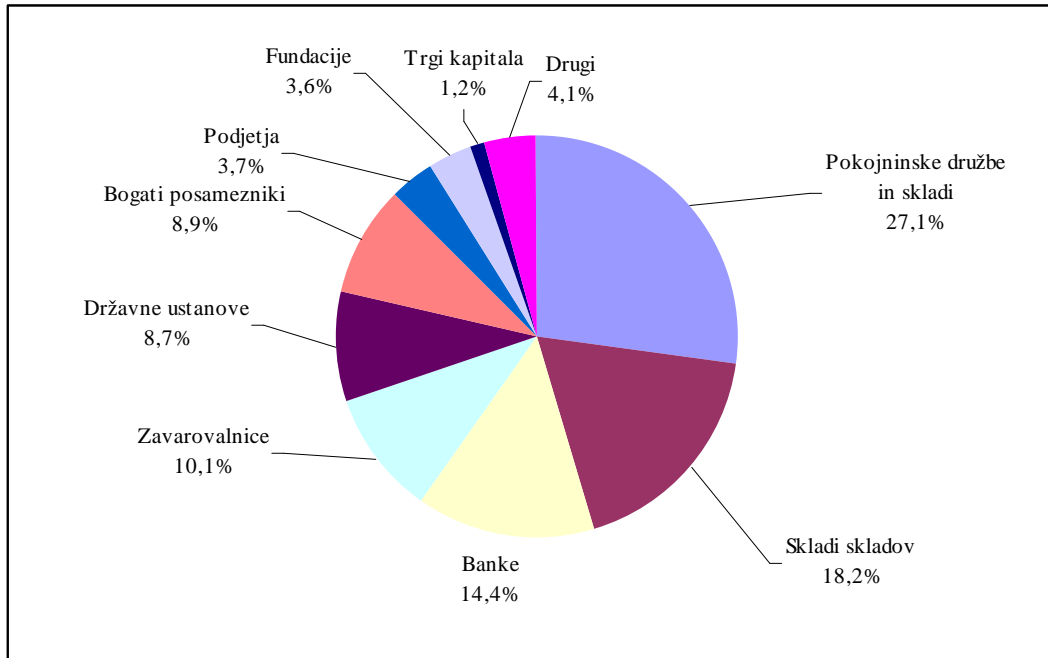
Ostanejo še posredniki DZDD, ki so formirani znotraj finančnih institucij, večinoma bank in zavarovalnic, vendar so to investicije v največji meri od samih finančnih institucij in ne od strank same institucije. Tako o posredništvu ni mogoče govoriti, ampak govorimo večinoma o direktnih investicijah.

1.1.3 Investitorji

Investitorjev v sklade DZDD je veliko, najpomembnejši pa so pokojninski skladi in pokojninske družbe. Po zadnjih podatkih je Evropi v letu 2006 nanje odpadlo več kot 27 % vseh investicij v sklade DZDD (EVCA, Thomson Financial, PricewaterhouseCoopers, november 2007). Na to kategorijo investitorjev se vedno bolj računa in bo v prihodnjih letih postala vedno bolj pomembna. Ocenjuje se, da so kot investitorji prisotni v vsaj 50 % vseh skladov DZDD (Fenn, 1995, str. 5). Največji porast pokojninskih družb kot investitorjev, se je

beležil v ZDA v začetku 80. let prejšnjega stoletja zaradi sprostitve zakonodaje za investicije pokojninskih družb. Po pomembnosti sledijo skladi skladov DZDD z 18 %. S takimi posrednimi investicijami, si posamezni investitorji zmanjšajo tveganje in stabilizirajo donos. Sledijo banke s 14 % in zavarovalnice z 10 %. Tudi bogati posamezniki so kot investitorji zelo pomembni s skoraj 9 %.

Slika 3: Investitorji v sklade DZDD



Vir: EVCA, Thomson Financial, PricewaterhouseCoopers, november 2007

Večina finančnih institucij investira v sklade DZDD zaradi visokega donosa, ki ga prinašajo omenjeni skladi ob primerljivi stopnji tveganja. Seveda je tukaj prisotna tudi razpršitev naložb in s tem dodatno zmanjšanje tveganja.

1.1.4 Svetovalci

Pri skladih DZDD je zelo pomembna vloga raznih svetovalcev oz. "zbiralcev informacij". Njihova vloga je zadnje čase postala samo še bolj pomembna. Dejansko oni iščejo vlagatelje v sklade DZDD, povežejo investitorje z upravljavci in ocenjujejo upravljavce. Obstajajo prav zaradi dejstva, ker zmanjšujejo informacijske stroške, ki se pojavljajo pri investiranju sredstev od investitorja do končnega podjetja, ki prejme kapital. Ti agentje povezujejo podjetja, ki potrebujejo kapital s skladi DZDD. Svetujejo upravljavcem skladov, kdaj izdati sklad, kakšna naj bo njegova struktura, kakšni naj bodo stroški in prisostvujejo pri pogajanjih. Svetovalci svetujejo tudi vlagateljem, katere sklade zbrati in kateri so najboljši. Še posebej so priročni za tiste institucije, ki ne poznajo trga DZDD in sami nimajo ne dovolj znanja ne dovolj osebja, ki bi to področje poznala.

1.2 Razvoj skladov DZDD

Najprej so se skladi DZDD pojavili v Združenih državah Amerike. Leta 1946 je bil ustanovljen prvi sklad DZDD, American Research and Development (ARD) z namenom investiranja v visoko tvegana podjetja, ki bi uporabljala tehnologijo razvito med drugo svetovno vojno. V resnici je bila to zaprta investicijska družba, ki je kotirala na borzi. Potreba po taki družbi se je pojavila že v veliki depresiji, kjer so zaznali pomembnost dolgoročnega financiranja novih tveganih projektov (Liles, 1977, str. 10). Ustanovitelji, med njimi je bil harvardski profesor in guverner ene od izpostav ameriške centralne banke, so želeli pritegniti investicije s strani večjih institucij, ki so takrat razpolagale z največ prostimi sredstvi. Družbi se ni ravno posrečilo zbrati veliko sredstev, v 14 letih je skupaj zbrala za 7,4 mio \$, predvsem zaradi dvomov med investitorji in njihovo kratkoročno naravnostjo. Kljub temu je v svoji 25-letni zgodovini ustvarila 15,8 % povprečni letni donos, kar je boljše od gibanja Dow Jonesa, ki je v omenjenem obdobju ustvaril 12,8 % povprečni donos (Liles, 1977, str. 83). Njen velik prispevek je bil predvsem v nujenju strokovnega svetovanja podjetjem v težavah.

Primer ADR ni bil tako odmeven, da bi mu sledili drugi. Nekaj družb TK je bilo ustanovljenih predvsem za upravljanje denarja bogatih posameznikov in ne za nudenje storitev upravljanja DZDD na trgu. V petdesetih letih 20. st. je bilo veliko podjetij ustanovljenih samo za izpeljavo določenih poslov.

Velik korak naprej je bil narejen s sprejetjem davčne olajšave pri dohodnini za vse fizične osebe, ki so investirale 25.000 \$. Leta 1958 je bil sprejet zakon o mali investicijski družbi (ang. *Small Business Investment Company – SBIC*). S tem je vlada želela aktivno promovirati investicije v mala napredna podjetja. V prvih petih letih programa se je formiralo 692 malih investicijskih družb, ki so zbrale 464 mio \$ DZDD (Fenn, 1995, str. 8). Te družbe niso zagotavljale le lastniškega TK, ampak so nudile tudi kredite podjetjem s pozitivnim denarnim tokom. To v neki meri spominja na današnja podjetja, v katerih je prisoten tvegani kapital. Vsa izkoriščajo v polni meri vzvod z močnim zadolževanjem. Zanimivo je tudi videti, da so bili takrat največji investitorji bogati posamezniki, ki so največ vlagali v kotirajoče investicijske družbe DZDD. Problem takratnih investicijskih družb je bil predvsem ta, da niso pritegnili najboljših kadrov. Upravljanje je bilo torej šibko zaradi premalo znanja in izkušenj upravljavcev. Velik udarec so te družbe dobile z medvedjim borznim trendom v šestdesetih letih prejšnjega stoletja.

1.2.1 Partnerstvo z omejeno odgovornostjo v sedemdesetih letih 20. stoletja

Do leta 1977 se je število malih investicijskih družb zmanjšalo za 60 %. V duhu zadnje finančne krize, ki se je začela leta 2007, je zanimivo poudariti, da so male investicijske družbe v lastništvu bank veliko boljše delovale. Niso se namreč zadolževale, ker so uporabljale vire banke matere, ker same niso smele investirati v podjetja. Pomembne so bile tudi zaradi kaljenja številnih visoko usposobljenih kadrov.

V istem obdobju so se začela formirati upravljavska podjetja skladov DZDD, ki so temeljila na partnerstvu z omejeno odgovornostjo. To je še dodatno pritegnilo visoko usposobljene profesionalce, ki so v omenjenem upravljavskem podjetju, temeljenem na partnerstvu, videli stimulativen zaslužek. Pri malih investicijskih družbah zaposleni po zakonu niso smeli prejemati nagrad glede na uspešnost poslovanja. Dobivali so le plačo in niso imeli možnosti nakupa delnic preko opcij. Upravljavsko podjetje, ki je temeljilo na partnerstvu, se je temu izognilo. V letih 1969 do 1975 se je formiralo 29 upravljavskih podjetij, ki so skupaj zbrala

376 mio \$ sredstev. Ni naključje, da je bilo prav leta 1973 ustanovljeno združenje upravljalcev TK (*NVCA – National Venture Capital Association*). Skupaj zbrani privatni kapital pa se je skozi celo desetletje gibal od 2,5 do 3 mld \$.

V sredini sedemdesetih let prejšnjega stoletja sta recesija in šibki borzni trg botrovala ponovnemu zaostanku trga DZDD. Izhod na borzo je bil tako rekoč izključen. Če se je še v začetku sedemdesetih dalo iz inovativne ideje, ki je prinašala vsaj 5 mio \$ letnega prihodka, podjetje hitro spraviti na borzo in iz njega izstopiti, je postal sedaj ta kanal zaprt (Revzin, WSJ, 1976). Slaba situacija je večinoma onemogočala tudi prodaje podjetij ali pa združitve. V tem je nekaj podobnosti z današnjo situacijo. V prvem četrtletju 2008 je bilo zaznati najmanjše število združitvev in prevzemov v zadnjih štirih letih (FT, Thal Larsen, 27. marec 2008).

Upravljalci so se osredotočili na podjetja v portfelju in manj na zbiranje novih sredstev ter na nove investicije. Tiste pa, ki so bile izvršene, so bile skrbno preučene. Ni naključje, da se je ravno v drugi polovici sedemdesetih let financiralo nekaj visokotehnoloških podjetij v začetni fazi, ki so na koncu prinesla ogromne zaslužke upravljavskim podjetjem. To pa je povzročilo ogromno rast v osemdesetih letih prejšnjega stoletja.

Prav v sedemdesetih letih, zaradi težav upravljalcev skladov DZDD, se je velika pozornost preusmerila od financiranja podjetij v začetni fazi z velikim potencialom rasti na prevzeme obstoječih podjetij z uporabo vzvoda. Do tega obdobja je na sklade TK, kot podzvrst skladov DZDD, odpadlo skoraj 80 % vseh naložb. Zanimiv je primer Narragansetta, ki je v sedemdesetih letih naredil 16 prevzemov podjetij z vzvodom, kjer se je razmerje dolg proti kapitalu gibal od 1:6 do 1:14. Prevzem podjetij je bil narejen skupaj z vodstvom podjetja v višini 50 proti 50, kjer se je tudi vodstvo močno zadolžilo. Samo v dveh primerih je bil donos slab (Fortune, Royal Little, 16. julij 1979).

1.2.2 Velika rast v osemdesetih in devetdesetih letih 20. stoletja

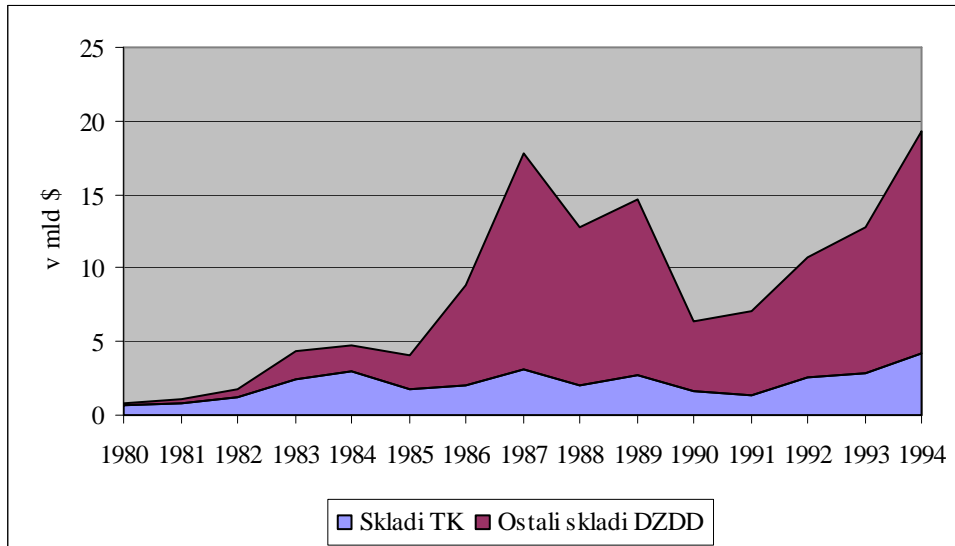
Sprejetje zakonodaje v zgodnjih osemdesetih letih, ki je omogočila investicije v sklade DZDD tudi pokojninskim družbam, skupaj z omilitvijo največje obdavčitve na 20 % in preložitvijo obdavčitve ob nagrajevanju upravljalcev z opcijami do končne prodaje samih delnic, je postavilo temelje za bliskovito rast zbranih sredstev. Če so še leta 1980 vsi skladi zbrali 780 milijonov \$ sredstev, se je ta številka povečala na 14.660 milijonov \$ leta 1989. Od tega je na sklade TK odpadlo 2.760 milijonov \$, na ostale 11.900 milijonov dolarjev. Največji vrh so dosegli leta 1987 v višini 17.760 milijonov \$. Temu je sledilo postopno zmanjševanje zbranih sredstev zaradi zloma borze. Vrednost iz leta 1987 je bila presežena šele leta 1994 (Fenn, 1995, str. 12).

V zgodnjih osemdesetih letih so še vedno največ sredstev pridobivali skladi TK. Kot rezultat uspešnih investicij so primeri podjetij: Apple Computers, Genetech, Intel, Federal Express, Qume Corporation, Tandem Computers itd. Novi največji investitorji, pokojninski skladi, ki so v preteklih obdobjih naredili slabe donose, so zaradi uspehov skladov TK začeli vlagati prav v te. Veliko je bilo tudi reinvesticij. Skoraj vse investicije so bile v obliki partnerstva z omejeno odgovornostjo in skoraj nič v obliki malih investicijskih družb.

Ne samo, da je število skladov TK zelo poraslo, porasla so tudi povprečno zbrana sredstva na sklad. V povprečju so skladi zrasli za dva in polkrat. Številni avtorji poudarjajo, da se z velikostjo spremeni investicijska politika (Fenn, 1995, str. 14). Tako se ni iskalo več novih

investicijskih priložnosti za razpršitev tveganja, raje se je povečalo vrednost posamezne investicije. Na drugi strani so se zelo povečala sredstva v ostale investicije DZDD, ki niso bila tvegani kapital. Predvsem v prevzeme obstoječih podjetij in za podjetja v širitveni fazi. Take investicije ponavadi potrebujejo tudi veliko manj napora pri upravljanju.

Slika 4: Zbrana sredstva skladov TK in ostalih skladov DZDD



Vir: Fenn, *The Economics of the Private Equity Market*, 1995, str. 12

Kot povedano se je največ sredstev za sklade DZDD, ki niso bili skladi TK, zbralo leta 1987, ki je bilo že samo po sebi leto izjemne rasti. Skupaj so zbrali za 14.650 mio \$ sredstev (Fenn, 1995, str. 15). Zanimiv je tudi podatek, da je podjetje Kohlberg, Kravis and Roberts', ki je še danes eno od najpomembnejših podjetij DZDD, samo zbralo 5.600 mio\$ sredstev. To nam pove, da največja podjetja z najboljšimi upravljavci lahko pridobijo največ kapitala. To velja še danes. Eden od razlogov je tudi, da se ti največji skladi DZDD odločajo za prevzeme ali pa financiranje največjih in najbolj poznanih podjetij.

Več investicij v sklade TK je priteklo le še proti koncu prejšnjega stoletja vzporedno s tehnološkim razcvetom. Vsi so investirali v nove tehnologije, internet. Tako so do izraza spet prišli skladi TK, vendar tudi skladov za prevzeme podjetij ter financiranja širitev je bilo ogromno. Skladi TK so opravili skoraj tretjino vseh investicij v skupini skladov DZDD v letu 2000. Skupaj je bilo investiranih več kot 100 milijard \$ v novonastala podjetja (FT, *Large groups go back to VC*, 31. avgust 2007). Velikokrat se je to pokazalo v preplačevanju posameznih podjetij. V nadaljevanju magistrske naloge bomo videli, da je to pripeljalo do nižjih donosov. Po borznih padcih v letih 2001 in 2002 je bilo težko najti kupce za financirana podjetja tako za klasične prodaje kot za uvrstitve na borzo. Seveda je tudi samo zbiranje sredstev za sklade DZDD zelo zaostalo.

1.2.3 Skladi DZDD danes

Po rekordnem letu 2000, glede na zbrana sredstva skladov DZDD, so se vzporedno s padci borz tudi zbrana sredstva močno zmanjšala. V letu 2003 so predstavljala le tretjino vseh zbranih sredstev iz leta 2000. Šele zadnjih nekaj let so začela naraščati in v letu 2005 spet dosegla mejo iz leta 2000 (PricewaterhouseCoopers, *Global Private Equity Report 2006*).

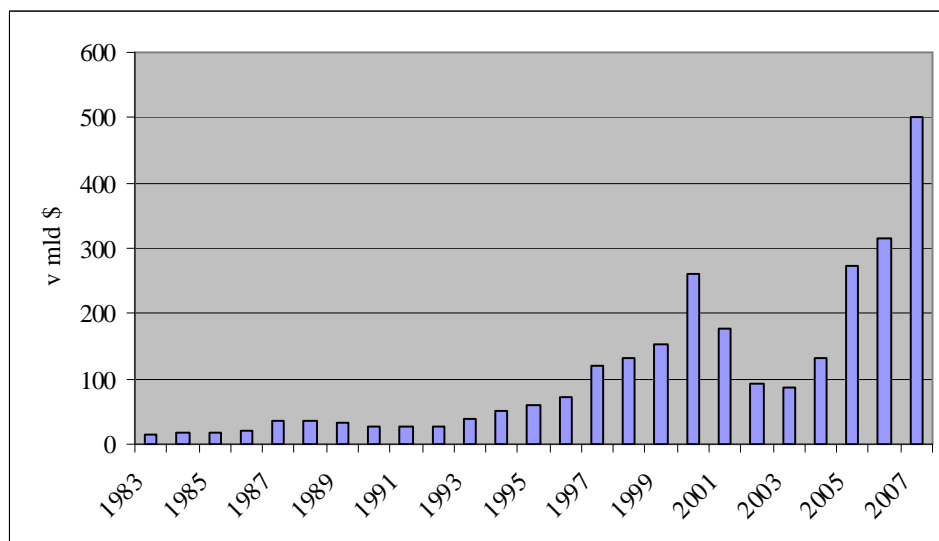
Največ zbranih sredstev v celotni zgodovini skladov DZDD je bilo v letu 2007. Skupaj so skladi zbrali skoraj 500 mio \$ (European Venture Capital Journal, 1. marec 2008, Private Equity market reaches trillion mark). Zaradi finančne krize se je leto 2008 začelo veliko slabše, sodeč po višini zbranih sredstev.

1.2.3.1 Zbrana sredstva skladov DZDD

Same razsežnosti vseh sredstev na upravljanju skladov DZDD so dosegle zelo visoke nivoje. Na upravljanju so skladi v letu 2007 imeli 2.000 mld \$ sredstev (European Venture Capital Journal, 1. marec 2008, Private Equity market reaches trillion mark). Največ so jih zbrali prav v zadnjih letih. Sredstva iz leta 2007 tako predstavljajo skoraj četrtno vseh sredstev na upravljanju. Predvideva se, da bodo zbrana sredstva dosegla nivo 5.000 mld \$ v naslednjih petih do sedmih letih.

Čeprav je višina zbranih sredstev zelo velika in jo lahko primerjamo z BDP Nemčije, ki je v letu 2007 dosegel približno 2.300 mld \$ (<http://en.wikipedia.org>), predstavljajo skladi DZDD še vedno zelo majhen del svetovnih finančnih trgov. Če jih primerjamo s kapitalizacijo vseh svetovnih borz, ki je znašala v začetku 2008 60.000 mld \$, so skladi DZDD le majhna ribica s 3 % tega zneska (European Venture Capital Journal, 1. marec 2008, Private Equity market reaches trillion mark).

Slika 5: Globalno zbrana sredstva skladov DZDD (v mld 2006 \$)



Vir: Venture Economics April 2007

Skupaj je v svetovnem merilu okrog 3.500 skladov (www.altassets.com). Največ jih je skoncentriranih v Združenih državah Amerike, skoraj 48 %, sledita Velika Britanija in Nemčija z 8 %. Vrednostno pa na ZDA odpade kar 68 % vseh zbranih sredstev, na Veliko Britanijo pa več kot 20 %.

Tabela 1: 20 največjih držav po zbranih sredstvih skladov DZDD in vrednost investicij skladov v posameznih državah (v mld \$)

	Država	Investicije skladov DZDD	Zbrana sredstva skladov DZDD
1	ZDA	46,41	159,00
2	Velika Britanija	27,92	53,48

... se nadaljuje ...

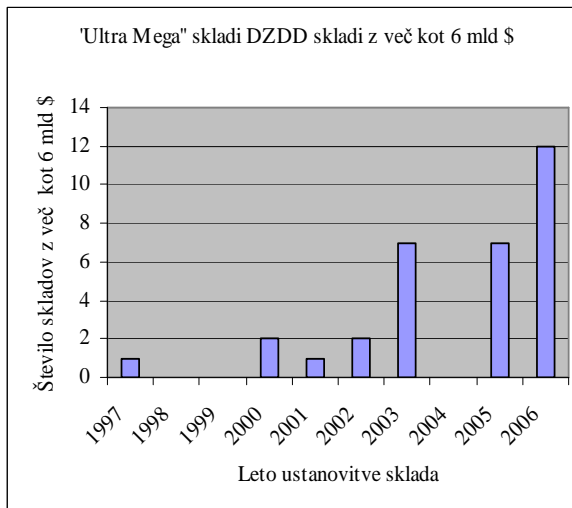
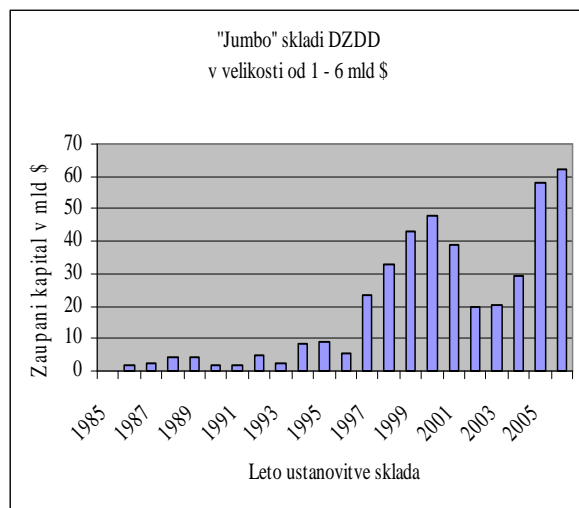
... nadaljevanje ...

	Država	Investicije skladov DZDD	Zbrana sredstva skladov DZDD
3	Kitajska	8,81	2,14
4	Francija	8,55	13,42
5	Japonska	7,95	4,42
6	Singapur	4,41	0,74
7	Švedska	3,52	2,25
8	Nemčija	3,16	3,37
9	Španija	3,12	1,20
10	Nizozemska	2,74	2,86
11	Italija	2,56	1,58
12	Avstralija	2,32	2,08
13	Koreja	2,10	2,52
14	Indija	1,94	2,48
15	Danska	1,24	1,17
16	Kanada	1,24	1,49
17	Izrael	1,08	1,34
18	Južna Afrika	0,89	0,40
19	Nova Zelandija	0,75	0,22
20	Indonezija	0,56	-

Vir: PricewaterhouseCoopers, Global Private Equity Report 2006

Zanimivo je tudi videti, da je največ sredstev skoncentriranih v nekaj večjih skladih. Največjih deset skladov je v letih 2006 in 2007 zbralo skupaj 125 mld \$ sredstev, kar predstavlja čez 15 % vseh zbranih sredstev v tem obdobju.

Slika 6 in 7: Pojavljajo se zelo veliki skladi DZDD



Vir: Fed, Overview of the PE Sector, 19. 10. 2007

Majhni skladi, ki niso zelo poznani, ali pa so zelo ozko specializirani ne pritegnejo toliko sredstev kot jih večji skladi, ki prevzemajo velika in zelo znana podjetja. Banke in druge finančne institucije kar tekmujejo, da bi jim zagotovile čim več sredstev. Veliko je tudi primerov, ko skladi sami omejijo velikost sklada, zato da bi lažje dosegli zastavljeni donos. Skladi imajo tudi radi, da so investitorji dolgoročni in jih podpirajo v težkih trenutkih, zato se pogosto dogaja, da sprejmejo le določene investitorje (Buffett, 2001, str. 67).

Med najbolj poznanimi in velikimi skladi so Blackstone, KKR, TPG Carlyle, Apollo, Bain Capital in drugi. Prav zadnjega poznamo tudi v Sloveniji, saj je tekmoval za nakup podjetja Telekom Slovenije in se uvrstil v finale. Komisija za privatizacijo kasneje ni sprejela njihove ponudbe, zato ker so hoteli večino kupiti z vzvodom, to je z dolgom, in za to zastaviti kar delnice Telekom Slovenije. Po naši zakonodaji to ni mogoče. Na prvotni razpis se je prijavil tudi ameriško-luksemburški sklad Carlyle, ki je kasneje odstopil (Finance, 27. 10. 2007, Drugi krog privatizacije trije telekomi in trije skladi). Prav tako sta v Sloveniji poznana sklada Blackstone in Apax Partners. Prvi se je z banko KBC pogovarjal o nakupu tretjinskega deleža Nove Ljubljanske banke in razmišljal o nakupu deleža v Mercatorju (Finance, 14. 04. 2008, št. 074/2008).

Tabela 2: Sredstva zbrana s strani največjih upravljavcev skladov DZDD v letih 2006 in 2007

Upravljavec	Ciljna vrednost sklada	Zbrana sredstva
Goldman Sachs	10 mld \$	20 mld \$
KKR	15,5 mld \$	18,5 mld \$
Blackstone	13,5 mld \$	15,6 mld \$
TPG	14 mld \$	15,2 mld \$
Carlyle	17 mld \$	15 mld \$
Apollo	10 mld \$	10,1 mld \$
Thomas H. Lee	9 mld \$	8 mld \$
Hellman & Friedman	8,4 mld \$	8 mld \$
Bain Capital	8 mld \$	8 mld \$
Madison Dearborn	10 mld \$	6,5 mld \$
Skupaj	115,4 mld \$	124,9 mld \$

Vir: Fed, Overview of the PE Sector, 19. 10. 2007

Ponavadi skladi DZDD, kot že samo ime pove, niso subjekti javnega trga in večinoma ne kotirajo na borzah in zato jim tudi ni potrebno posredovati javnosti poročil o poslovanju (Meyer, 2005, str. 9). Obstajajo tudi izjeme, ko skladi zbirajo denar prek borz. Tako lahko želijo veliki upravljavci uvrstiti samo upravljavsko podjetje na borzo zaradi prepoznavnosti, možnosti zbiranja sredstev itd. Nekateri pa so izbrali pot kotacije samega sklada (Fed, Overview of the PE Sector, str. 27).

Tabela 3: Uvrstitve na borzo skladov DZDD oz. upravljavskih podjetij

Upravljavec	Borza	Leto	Tip	Kapitalizacija
Apollo Management	Nasdaq	2004	Zaprta sklada	2,2 mld \$
Apollo Management	Euronext	2006	Dovajalni sklad za sklad v ZDA	1,6 mld \$
The Blackstone Group	NYSE	2007	Kotacija upravljavskega podjetja	7,3 mld \$
Fortress	NYSE	2006	Kotacija upravljavskega podjetja	2,2 mld \$
KKR	Euronext	2006	Dovajalni sklad za sklad v ZDA	3,9 mld \$
RHJ International	Euronext	2005	Dovajalni sklad za sklad v ZDA	1,1 mld \$

Vir: Fed, Overview of the PE Sector, 19. 10. 2007

V preteklih dvajsetih letih je bilo zaznati obdobja velike ekspanzije zbranih sredstev, katerim je sledilo obdobje zmanjšanja pridobljenih sredstev v upravljanju. Cikličnost omenjenega trga je tako letos spet prišla do izraza. Zaostanek se vidi v vseh pogledih. Izdaja novih skladov DZDD se je zelo upočasnila. Prav tako so se upočasnili prevzemi podjetij in nove kotacije na borzi. Pokazale so se tudi konkretne žrtve pri upravljavcih DZDD. Tako je upravljavec skladov DZDD Carlyle zamudil s plačili obresti (FT, Carlyle unit misses some margin calls, 7. marec 2008). Banke so mu zato odprodale četrtno vsega premoženja enega sklada. Carlyle

je sicer imel zelo velik vzvod. Odnos med dolgom in kapitalom je bil 1:28. Zato se ni potrebno čuditi, da je na 21,7 mld \$ sredstev zamudil s plačilom 37 mio \$ in že prišel v težave.

1.2.3.2 Kam investirajo skladi DZDD

Skladi DZDD so nastali v ZDA, od tam pa so se razširili najprej v Veliko Britanijo. Zanimivo je, da čeprav imajo veliko daljšo tradicijo v Združenih državah glede na Evropsko unijo, je njihov relativni pomen pri prvih manjši. Tako so investicije skladov DZDD v letu 2005 v Evropi pomenile približno 0,40 % vrednosti BDP, v ZDA 0,35 % v Aziji pa okrog 0,29 % (PricewaterhouseCoopers, Global Private Equity Report 2006, str. 33).

Modno muho investiranja v zadnjih nekaj letih predstavljajo trgi v razvoju. Predvsem trgi Kitajske, Indije in Vzhodne Evrope so prišli v ospredje. Po vrednosti izstopata Kitajska in Indija, ki privlačita največ sredstev, sledijo Vzhodna Evropa z Rusijo, Južna Amerika in tudi afriške države postajajo vse bolj pomembne (PricewaterhouseCoopers, Global Venture Capital Insights Report 2007).

Medtem ko so ZDA do pojava finančne krize beležile manjše stopnje rasti zbranih sredstev tistih skladov, ki so orientirani v domače investicije, so skladi orientirani na trge v razvoju beležili skokovite rasti. Tako so ti skladi v letu 2007 proti letu 2006 zbrali za 78 % več sredstev kot leto prej oz. skupaj 59 mld \$ (EMPEA, Emerging Markets Private Equity Funds Raise US\$59 billion in 2007, 2008). Šele leta 2003 je ta vrednost znašala vsega 3,5 mld \$ in je v zadnjih nekaj letih skokovito narasla. Znotraj skupine trgov v razvoju skoraj polovico oz. 29 mld \$ odpade na azijske trge brez Japonske, s 14 mld \$ sledi Vzhodna Evropa z Rusijo. Vseeno pa ti trgi predstavljajo le okrog 7 % vrednosti vseh skladov DZDD.

Ob natančnejši analizi investicij v trge v razvoju se lahko vidi nekaj razlik z investicijami v razvitih državah. Velikokrat države v razvoju, kot sta Indija in Kitajska, nimajo osnovne infrastrukture (od cest, pristanišč, pa do energetskega objekta). Tako se zadnje čase skladi specializirajo v zelo specifične sektorje: infrastrukturo, kmetijstvo, tehnologije, naravna bogastva.

V nadaljevanju lahko vidimo, da imajo največji pomen pri vrstah investicij prevzemi podjetij tako imenovani buy-outi. K temu lahko povežemo spoznanje iz prejšnjega poglavja, da veliki skladi pritegnejo največ sredstev. To so seveda skladi, namenjeni prevzemom podjetij (skladi za prevzeme podjetij, v nadaljevanju skladi PP). Velikokrat se prevzema velika in zelo znana podjetja, za katere se potrebujejo ogromna sredstva. Na prevzeme podjetij je v letu 2005 odpadlo več kot polovica investicij (PricewaterhouseCoopers, Global Venture Capital Insights Report 2007) v skupni vrednosti 73 mld \$. Prevzemi podjetij s strani skladov DZDD so se zelo povečali v zadnjih letih.

Po pomenu sledijo investicije v visokotehnološka podjetja. V letu 2005 je nanje odpadlo 47 mld \$ vseh sredstev in predstavljajo tretjino vseh investicij. Njihov relativni pomen se je zmanjšal po internetni revoluciji na prelomu stoletja, ko je nanje odpadlo več kot 60 % vseh investicij.

Vrednostno niso nič manj pomembne investicije, namenjene širitvi podjetij. Nanje je v letu 2005 odpadla četrtnina vseh investicij oz. 29 mld \$. Lahko bi rekli, da so zadnja leta relativno

nazadovale. To so predvsem investicije v podjetja, ki želijo povečati prihodke z organsko rastjo ali s prevzemi na obstoječih ali pa novih trgih.

S finančno krizo v ZDA so se začele pojavljati nove oblike investicij, če bi temu lahko tako rekli. Do sedaj so skladi DZDD zbrana sredstva vlagali v takšna ali drugačna podjetja, ob tem pa so uporabljali vzvod z najemanjem kreditov pri bankah. Banke so bile v finančni krizi zelo prizadete in so morale odpisovati drugorazredna posojila. Zaradi velike ponudbe po prodaji posojil s strani bank in zaradi čiščenja njihovih bilanc so se tudi posojila od skladov DZDD prodajala z diskontom. To so skladi izkoristili za cenejši odkup njihovih lastnih dolgov ali pa vezali odkup dolgov z najemanjem novih ugodnejših posojil (FT, 22. 04. 2008). Po mnenju upravljavca skladov podjetja Blackstone ponujajo trgi odkupa dolgov z vzvodom (ang. *LBO debt*) trenutno podobne stopnje donosa kot jih investicije v prevzeme podjetij. V ta namen imajo največji upravljavci ustanovljene posebne sklade za odkupe dolgov oz. tako imenovane sklade za posebne primere (Fed, Overview of the PE Sector, 19. 10. 2007).

Torej, ne samo da so se zaupana sredstva skladom DZDD drastično povečala, tudi njihove investicije dobivajo vedno nove oblike in iščejo vedno nove poti za doseganje boljših donosov. Za verjeti je tistim, ki pravijo, da imajo ti skladi, kljub krizi, pred sabo še najmanj 25 let rasti (EVCJ, BVCA – The next 25 years, 01. 02. 2008).

Slika 8: Pregled bilance stanja tipičnega sklada DZDD po nekaj letih delovanja

Bilanca Stanja sklada delnic zaprtih delniških družb
(v 4. letu delovanja na dan 31. 12.)

1. Sredstva	100	2. Obveznosti	23
Dolgoročne naložbe v kapital odvisnih ali pridruženih podjetij:	53	Finančne obveznosti (prejeta posojila)	14
- navadne delnice		Obveznosti za že dogovorjene naložbe	5
- prednostne delnice		Obveznosti za dane bonuse upravljavcem	1
Dolgoročne naložbe v neodvisna podjetja:	13	Obveznosti do investitorjev za že realizirane prodaje	3
- navadne delnice			
- prednostne delnice			
Dana posojila odvisnim ali pridruženim Podjetjem:	10	3. Kapital	77
- podrejeni dolg (z ali brez drugih pravic)		Vpisani kapital investitorjev	69
- nepodrejeni dolg (z ali brez drugih pravic)		Realizirani dobički za že opravljene prodaje	13
Dana posojila neodvisnim podjetjem:	2	Nerealizirani odpisi	(5)
- podrejeni dolg (z ali brez drugih pravic)			
- nepodrejeni dolg (z ali brez drugih pravic)			
Terjatve do investitorjev za obljubljeni in še ne vplačana sredstva	21		
Terjatve:	0,5		
- za obresti			
- za dividende			
Denarna sredstva in depoziti	0,5		

Vir: lasten prikaz na podlagi bilance Apollo investment Corporation, Annual report 2008

Za lažjo predstavitev, kako deluje sklad DZDD, je najlažje pogledati v samo bilanco stanja posameznega sklada. Kot že povedano, se skladi med seboj zelo razlikujejo, a je to predvsem

zaradi njihovih naložb (skladi TK, skladi PP itd.). Glede na njihove postavke v samih bilancah tekom življenja sklada pa so si zelo podobni. Torej razlikujejo se predvsem glede na to, v kateri fazi se sklad vzame v precep. Skladi DZDD imajo na začetku malo sredstev oz. imajo terjatve do investitorjev za obljubljen sredstva, ki niso še bila vplačana. Naložb je v tej fazi malo. V kasnejših obdobjih, ko sklad pridobiva naložbe, je nevplačanih sredstev vedno manj. Na sredini življenjske dobe sklada le-ta začne počasi izstopati iz naložb, tako da že vrača investitorjem vplačana sredstva vključno z donosom.

1.2.3.3 Skladi TK v ZDA

Skladi TK so ponavadi manjši skladi, ki investirajo v novonastala podjetja in v visokotehnološka podjetja. Ponavadi so ta podjetja manjša, zato so tudi investicije manjše. Na prelomu stoletja se je vanje investiralo veliko preveč glede na potenciale, ki jih predstavljajo. Sedaj so ti zneski veliko zmernejši.

Ob pregledu podsegmenta skladov TK v ZDA, ki predstavlja le del skladov DZDD, lahko pridemo do zelo zanimivih spoznanj. Skladi TK so v letu 2006 predstavljali približno 40 % delež od vseh skladov DZDD v ZDA (PricewaterhouseCoopers, Global Venture Capital Insights Report 2007 in NVCA, Money Tree Report, Full Year 2007).

Tabela 4: Investicije skladov TK v ZDA v letu 2007 glede na panogo

Panoga	Št. Investicij	Vrednost (mio \$)	Povprečna vrednost na investicijo (mio \$)
Programska oprema	905	5.273	5,83
Biotehnologija	477	5.215	10,93
Medicinska oprema	385	3.898	10,12
Industrija / Energija	286	2.698	9,43
Telekomunikacije	290	2.143	7,39
Mediji in zabava	340	1.877	5,52
Polprevodniki	210	1.646	7,84
IT storitve	202	1.298	6,43
Oprema	124	1.252	10,10
Poslovne storitve	129	840	6,51
Elektronika	91	656	7,21
Osebni računalniki	66	560	8,48
Finančne storitve	88	566	6,43
Uporabniške storitve	102	468	4,59
Trgovina / Distribucija	58	415	7,16
Zdravstvene storitve	49	368	7,51
Skupaj	3813	29.406	7,71

Vir: NVCA, Money Tree Report, Full Year 2007

Skladi TK v ZDA so najbolj prisotni v slavni pokrajini Silicon Valley, na katero je leta 2007 odpadla tretjina vseh investicij (NVCA, Money Tree Report, Full Year 2007). V kolikor upoštevamo še New England in San Diego se vrednost investicij povzpne na 54 % od vseh. Ta tri področja so torej ključnega pomena pri investiranju skladov TK. Iz vsega tega sledi, da

je tehnološki preboj skoncentriran na enem področju. In prav na to področje se steka največ kapitala. To je značilno tudi za tako visoko razvito državo, kot je ZDA.

Kar zadeva panoge, v katere je bilo izvršenih največ investicij, sta na prvem mestu panoga programske opreme in biotehnologije, vsaka s 17 % od celotne vrednosti. Po pomenu sledijo še medicinska oprema, energija, telekomunikacije, mediji itn.

V kolikor nadaljujemo s podrobnejšo analizo znotraj skladov TK, v primerjavi z vsemi skladi DZDD, je zaznati pomembno razliko. Skladi TK so prisotni predvsem v ZDA, nekoliko manj v Evropi, medtem ko jih na trgih držav v razvoju komajda zasledimo. Kljub veliki rasti sredstev, namenjenih trgom v razvoju, jih je večina namenjenih vlaganju v že obstoječa podjetja, njihovim širitvam ali pa prevzemom podjetij. Kumulativna sredstva, investirana v ZDA, tako znašajo v letu 2007 131 mld \$, v Evropi 29 mld \$, v Izraelu 8 mld \$ in na Kitajskem 5 mld \$ (Ernst & Young, Global Venture Capital Insights Report 2007).

Kumulativno predstavljajo trgi TK le majhen delež globalnih trgov skladov DZDD, le okrog 15 %. Slika je drugačna, če upoštevamo število vseh podjetij, financiranih s strani skladov TK. Takih podjetij je kumulativno 9.550 (Ernst & Young, Global Venture Capital Insights Report 2007). Podjetja, ki se financirajo s strani skladov TK, so veliko manjša. Vse skupaj še enkrat poudarja pomen skladov DZDD za gospodarstvo in predvsem njihovo vlogo pri tehnološkem preboju posamezne države.

1.3 Delovanje skladov DZDD

V kratkem pregledu razvoja skladov DZDD je bilo ugotovljeno, da je najbolj pogosta oblika investiranja v omenjene sklade preko partnerstva z omejeno odgovornostjo (ang. *limited partnership agreement*). Ta oblika se je najbolj razširila, ker predstavlja neko ravnotežje med željami investorjev in upravljavcev. Seveda se ima pri tem v mislih najboljši donos za investitorje, ki bi hkrati nagradil upravljavce za uspešno izpeljane investicije. Namen je v največji možni meri poenotiti cilje investitorja in upravljavca z doseganjem največje donosnosti sklada.

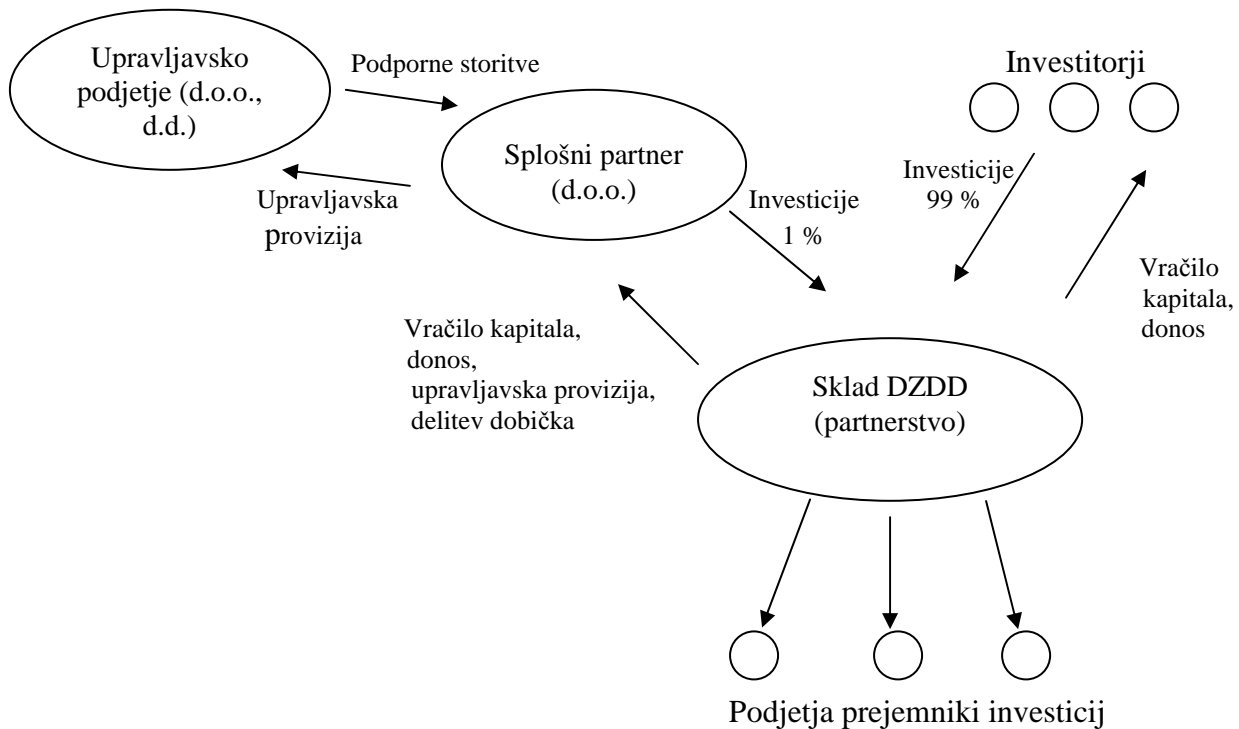
Pristop k skladom se ponavadi opravi s podpisom pogodbe o partnerstvu, ki predstavlja pravno podlago za bodoče sodelovanje. Nanaša se na naravo investicij, na razporeditev dobičkov in izgub med investitorji in upravljavci, razdelitev premoženja ob likvidaciji sklada, stroške upravljanja in druge upravljavske napotke. Za preprečevanje raznih zlorab s strani upravljavcev sklada pogodba ponavadi vsebuje celo vrsto varovalk, ki varujejo investitorje. Direktni vzvodi kontrole na upravljavce, kot so pogodbene varovalke ali pa nadzorni organi, so manj učinkoviti, kot je direktna vezava donosnosti sklada na nagrado upravljavcev. Ta je učinkovita le, če so tudi sami upravljavci vložili dobršen del lastnih sredstev v sklad. Velikokrat je to ena od pogodbenih varovalk.

Poleg pogodbe o partnerstvu sta tukaj pomembna še dva dokumenta. Najprej je to sam predstavitveni prospekt (ang. *private placement memorandum*) in sama zaveza k vpisu v sklad (ang. *subscription agreement*), ki podrobneje opredeljuje vplačila v sklad.

Upravljavsko podjetje je ponavadi oblikovano v obliki družbe z omejeno odgovornostjo, ki zaposluje direktno posamezne upravljavce. Upravljavsko podjetje lahko ustanovi drugo podjetje, kjer je samo udeleženo skupaj z drugimi upravljavci. V tem primeru ima upravljavsko podjetje vlogo splošnega partnerja proti investitorjem, ki so partnerji z omejeno

odgovornostjo. V tem sklopu se natančno definira delitev upravljaljskih provizij, uporabo imena podjetja, nudenje podpornih storitev itd. Zanimivo je tudi, da lahko eno upravljaljsko podjetje sklene z več različnimi investitorji več različnih partnerstev. Vendar ponavadi temu investitorji nasprotujejo.

Slika 9: Struktura sklada DZDD



Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, *Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, 2007, str. 28

Ponavadi morajo investitorji, kot partnerji z omejeno odgovornostjo, in upravljalci, kot splošni partnerji, dobiti neko ravnotežje med dolgoročnimi cilji in kratkoročnimi zaslužki. Potrebno je gledati vnaprej, kjer bosta obe strani izšle kot zmagovalke.

1.3.1 Upravljaljska struktura

Ponavadi imajo investitorji oz. partnerji z omejeno odgovornostjo pri upravljanju sklada DZDD zelo malo besede oz. nič. Za to je zanje še toliko bolj pomembno, da v pogodbo o pristopu k skladu čim bolj natančno definirajo: naravo investicij, ki jih sklad lahko dela, trajanje sklada, vrednotenje in konflikte interesov, še posebej kar zadeva ključne osebe, ki so zadolžene za posamezne investicije.

Investitorji formirajo posvetovalno telo skladu in lahko imenujejo revizijski odbor oz. odbor za vrednotenje naložb. V nekaterih redkih primerih sodelujejo tudi pri investicijskih odločitvah, praksa pa je, da se to prepusti strokovnjakom iz upravljaljskega podjetja. Najpomembnejše odločitve, ki jih investitorji lahko sprejmejo so podaljšanje trajanja sklada oz. likvidacija sklada ali pa zamenjava upravljalca.

Kar zadeva same objave in poročil o poslovanju in delovanju sklada je to ponavadi urejeno s samo pogodbo med investitorjem in upravljalcem. Ponavadi so tukaj četrletna in polletna

poročila. Večji investitorji imajo možnost pridobitve več informacij. Glede na to, da so to skladi privatnega in ne javnega značaja, je njihovo poročanje, še posebej širši javnosti, zmanjšano na minimum. Obstajajo razna združenja, kot je evropsko združenje (*EVCA – European Venture Capital Association*) ali pa ameriško (*NVCA – National Venture Capital Association*), ki izdajajo preglede dogajanja na teh trgih in za njihove člane predpisujejo smernice poročanja in vrednotenja.

Na koncu je najpomembneje, da se med investitorji in upravljavci vzpostavi čim bolj redna komunikacija pri vseh fazah investicijskega procesa. Komunikacija pomaga vzpostaviti zaupanje in tako se prepreči veliko nesporazumov.

1.3.2 Velikost, trajanje in investicijski cilji sklada DZDD

Velikost sklada mora biti v skladu s samimi investicijskimi cilji, ki si jih je na začetku zadalo upravljavsko podjetje s prospektom. Nekateri skladi tako zavestno omejujejo velikost posameznih skladov tudi glede na investicijske možnosti, ki jih imajo. Ko sklad ne more učinkovito investirati sredstva, npr. ob slabih razmerah na trgu, se lahko zgodi, da jih celo vrne investitorjem. Vse se odvija v znamenju zaupanja in dolgoročnega sodelovanja.

Kot že povedano, skladi DZDD ponavadi trajajo od 7 do 10 let z možnostjo podaljšanja do treh let. To predstavlja najboljše razmerje med doseženo stopnjo donosa, možnostjo vstopa in izstopa iz investicije in še sprejemljivo dobo trajanja investicije za investitorje. Samo podaljšanje se odobri le ob točno določenih situacijah ob tem, da se stroški upravljanja zelo znižajo ali celo odpravijo.

Sami investicijski cilji sklada morajo biti osredotočeni na določen segment trga DZDD. Seveda bi pretirano omejevanje investicijske politike prineslo nasproten učinek.

1.3.3 Stroški upravljanja in delitev dobička

Stroški upravljanja so pomembni predvsem na začetku, ko imajo skladi največ stroškov z iskanjem investicijskih tarč, njihovim upravljanjem in kontrolo. Splošno mnenje je, da morajo upravljavci živeti od delitve dobička in od tega biti nagrajeni. Upravljavski stroški morajo le pokriti tekoče izdatke.

V kolikor od blizu pogledamo samo skupno višino stroškov upravljanja, vidimo, da ta sploh ni tako majhna. Samo v Veliki Britaniji, v kateri so skladi DZDD najbolj razširjeni, so v letu 2006 pridelali za 5,4 mld funtov provizije. 77 % od te vsote je odpadlo na pravne stroške, stroške finančnih posrednikov, računovodske stroške in stroške upravljanja podjetij. Vse te storitve predstavljajo hrbtenico povezav industrije DZDD. Da znesek ni zanemarljiv, se lahko pove, da ta vsota predstavlja 12 % od vseh prihodkov, ki jih naredijo finančne ustanove v Veliki Britaniji (*EVCA, Private Equity fees soar, 13. 02. 2008*).

Delitev dobička se ponavadi nanaša na presežek dobička potem, ko so investitorji dobili povrnjen njihov začetni kapital z neko dogovorjeno stopnjo donosa (ang. *hurdle rate ali preferred rate*). Dogovorjena stopnja donosa je mišljena z donosom, ki ga nosijo netvegani državni papirji z isto ročnostjo. Ponavadi ta stopnja donosa znaša od 6 do 8 %. Vsekakor je tukaj mišljena notranja stopnja donosa (ang. *IRR – internal rate of return*).

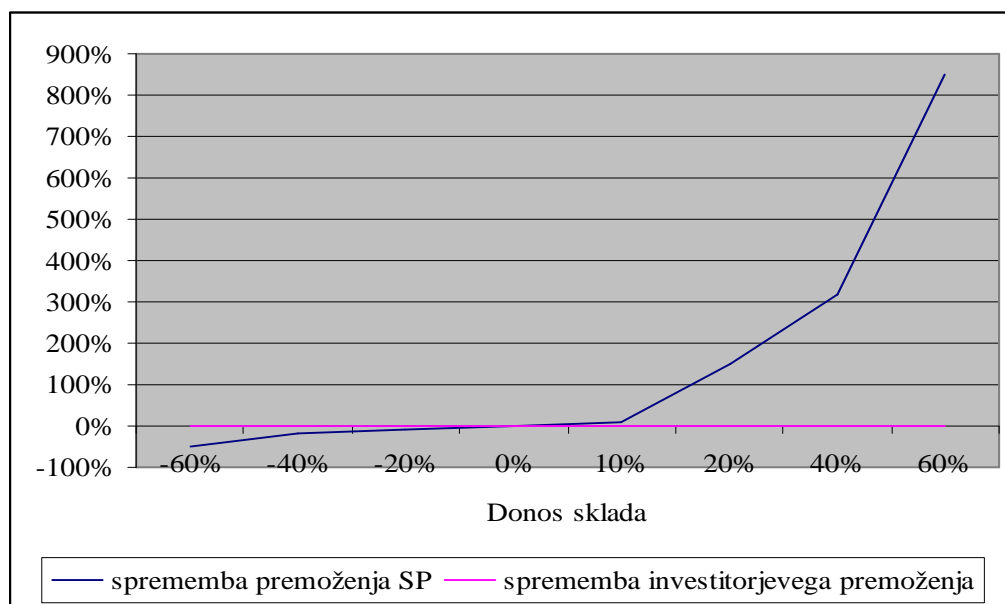
V kolikor je zagotovljena stopnja donosa postavljena prenizko, ne predstavlja spodbude samim upravljavcem, ampak predstavlja le večjo administracijo. Velikokrat so upravljavci sklada postavljeni pred dilemo, ali takoj realizirati, to je prodati, določeno investicijo, ali jo držati bolj dolgoročno in na ta način optimizirati notranjo stopnjo donosa.

Pomembno je tudi poudariti, da lahko zagotovljena stopnja donosa, ki ima namen stimulirati upravljavce k doseganju višjih donosov, doseže nasprotni učinek. Upravljavci problematičnih skladov, ki vedo, da ne bodo dosegli želene stopnje donosa, postanejo demotivirani in zanemarijo upravljanje. To lahko vodi k prevzemanju večjih tveganj, ki so v nasprotju z normalno politiko sklada. Večje tveganje kot se prevzame, večja je verjetnost doseganja boljših donosov. Za samega upravljavca pa to ne pomeni večjega tveganja, v kolikor ni tudi sam vložil lastnih sredstev v sklad. Delitev dobička je tako mišljena kot nagrada, ko upravljavec dela dobro, ni pa kazni, vsaj direktne ne, v primeru da dela slabo.

1.3.4 Investiranje splošnega partnerja v sklad

Konflikt nasprotujočih si interesov med upravljavcem sklada in investitorji se lahko zelo omili, v kolikor tudi sam upravljavec oz. upravljavci kot fizične osebe investirajo velik del svojega premoženja v sklad. Tako upravljavec ni več pripravljen toliko tvegati, kot bi to sicer storil. Najpogosteje upravljavci sklada investirajo okrog 1 % vrednosti sklada, čeprav je lahko glede na njihovo premoženje tudi ta številka premajhna. V primerih novih upravljavcev, ki niso še nikoli upravljali in nimajo lastnih sredstev, je ta številka prevelika.

Slika 10: Vpliv donosa sklada na celotno premoženje investitorja in splošnega partnerja (upravljavca), če upravljavec vplača večji del svojega premoženja



T. Meyer, P.Y. Mathonet, *Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, 2007

Potrebno je torej najti neko ravnotežje. Investitorji, še posebej večji, to ravnotežje vsekakor iščejo. To počno že s samim procesom zbiranja najprimernejšega in najboljšega sklada s tako imenovanim skrbnim pregledom (ang. *due diligence*). S skrbnim pregledom se tukaj misli še posebej na podrobni vprašalnik, ki zajema tudi vprašanja o stanju upravljavca.

V kolikor bi upravljavec v sklad vplačal 70 ali 80 % svojega imetja, bi bilo njegovo upravljanje veliko bolj skrbno in manj tvegano, kot če bi vložil 2 ali 3 % svojega imetja. Njegovo upravljanje bi v prvem primeru bilo skladno z interesi ostalih investitorjev. Za ostale investitorje pomeni vložek v sklad pogosto zelo majhen del njihovega premoženja. Pogosto to znaša zgolj 1 %.

Iz vsega povedanega izhaja, da morajo biti posamezni interesi v sozvočju, tako da bo upravljavec dovolj motiviran in ne bo prevzemal velikih tveganj. V kolikor bo sklad uspešen, bo to pomenilo velik skok v premoženju samega upravljavca, tako zaradi delitve dobička, kot zaradi samega donosa na investiciji.

1.3.5 Klavzula o ključnem upravljavcu

Kakšen bo donos, ki ga bo prinesel na koncu obdobja sam sklad DZDD, je najbolj odvisno od tega, kdo ga bo upravljal. To je seveda pomembno tudi pri upravljanju klasičnih vzajemnih skladov, ki upravljajo z delnicami in obveznicami, ki kotirajo na borzi. Vendar pri vzajemnih skladih vloga upravljavca ni tako ključnega pomena, ker so podjetja iz sklada kotirajoča, poznana in zanje je pripravljeno mnogo analiz. Dodatno se pri teh skladih lahko izbere aktivno ali pasivno obliko upravljanja.

Pri skladih DZDD je to bolj ali manj nemogoče. Sicer je podjetij v portfelju manj, ponavadi okoli 15 ali 20, vendar so vsa ta podjetja privatne družbe, za katere ni nobenih javno dostopnih podatkov o njihovem poslovanju. In tudi če bi podatke imeli, bi si z njimi ne mogli veliko pomagati, ker gre ponavadi za novo nastajajoča podjetja ali družbe, ki potrebujejo reorganizacijo, grozi jim stečaj itd.

Prav tukaj pride do ključnega izraza sam upravljavec in njegova ekipa. On je odgovoren, da najde primerna podjetja za investiranje, ki imajo potencial in jim nato sledi, pomaga pri njihovem razvoju, svetuje. Iznajdljivost upravljavca, ki je tesno povezana s poznavanjem ključnih akterjev v verigi investiranja na trge DZDD, je tukaj odločilnega pomena. Poznavanje svetovalnih, odvetniških, računovodskih in drugih družb delujočih v okolju, ki prihajajo pogosto v stik s podjetji, ki potrebujejo kapital, je generator novih in uspešnih poslov za sklade DZDD.

Skrbni pregledi, ki jih opravljajo investitorji pred vsako investicijo v sklad, temeljijo predvsem na preizkušanju ekipe, njihovih znanj, sposobnosti in potenciala. Tako ni zanemarljivo, če odide kateri od upravljavcev ali celo ključni upravljavec stran od sklada. Skupaj z odhodom upravljavca tudi odproda njegovo investicijo v sklad in upravljavsko podjetje. Ponavadi je to zelo slab znak za sklad. Investitorji se radi proti temu obvarujejo.

Klavzula o ključnem upravljavcu (ang. *key person provision*) dovoljuje investitorjem, da zaustavijo vplačila v sklad ali same investicijske aktivnosti sklada dokler se ne najde nov upravljavec. Investitorji lahko tudi zahtevajo, da se sklad zapre. V vsakem primeru investicijska pogodba zajema klavzulo o ključnem upravljavcu zaradi možnosti upokojitve obstoječih upravljavcev.

Za investitorje je odhod upravljavca zelo težko nadomestiti prav zaradi njegovih osebnih poznanj in vezi s podjetji, v katere se investira. Dobiti nekoga na novo, ki bo prevzel to vlogo, je velikokrat nemogoče. Na drugi strani je zaradi narave trga DZDD skoraj nemogoče odprodati obstoječe investicije oz. bi to bilo zelo drago. Trg DZDD je že sam po sebi

nelikviden. Verjetno je tudi zelo težko najti primerne kupca, ker drugače ključni upravljaivec ne bi odšel sredi dela, če bi vedel, da se da iztržiti več, kot je bilo v podjetja investirano.

1.3.6 Prenehanje oz. likvidacija sklada

Odhod ključnega upravljavca je že lahko razlog za zaključek in likvidacijo sklada, če se ne najde drugega primerne upravljavca. Sama investicijska pogodba ponavadi ne predvideva vseh možnosti napačnega oz. krivdnega ravnanja upravljavca sklada. Tako se v težjih situacijah konča na sodišču, kar pa je vsekakor zelo slabo za investicije, ki so bile že narejene s strani sklada. To je primer likvidacije sklada iz razlogov odhoda (ang. *bad leaver clause*).

V večini primerov igra ključno vlogo zaupanje in verodostojnost med upravljavci sklada in investitorji. Kot smo že videli, je danes na svetu kakšnih 3500 upravljavcev, kar ni velika številka (www.altassets.net). Za upravljavca, ki je obtožen s strani investitorjev, da je zlorabil svoj položaj in ni upravljal v duhu dobrega upravljavca, je lahko zelo težko najti novo zaposlitev. Posledično igra ugled ključno vlogo.

Sam sklad se lahko likvidira brez razloga (ang. *good leaver*). Seveda se tudi v tem primeru odločajo investitorji, ponavadi s 75 % večine. Investitorji imajo tako možnost likvidacije sklada, ki ne prinaša dobička oz. ki ne kaže, da ga bo sploh kdaj imel. Spet so lahko tudi tukaj izgubili zaupanje, sploh če je upravljavška skupina brez izkušenj in nepoznana.

Poleg likvidacije sklada z razlogom ali pa brez je seveda v rokah investitorjev najmočnejši inštrument, ki pa je neinvestiranje v nadaljnje sklade upravljavca. Upravljavci seveda živijo od upravljanja in za to oblikujejo več skladov. Formiranje novih skladov je dovoljeno s strani investitorjev šele, ko je prvi sklad investiral vsa dogovorjena sredstva, kar se ponavadi zgodi v štirih letih. Nezmožnost ustanavljanja novih skladov je lahko za upravljavce usodna. Prav zaradi tega je skrb za njihov ugled ključna.

1.3.7 Distribucija dobičkov

Skladi DZDD delujejo drugače kot vzajemni skladi in to se najbolj vidi pri delitvi dobičkov oz. likvidaciji sklada. Skladi DZDD trajajo ponavadi od 10 do 12 let, po tem obdobju se likvidirajo. To pa ne pomeni, da bodo investitorji na svoj denar čakali vseh 12 let.

Kot že povedano, da upravljavci porabijo ves zaupan kapital z investiranjem v par ducat podjetij traja okrog štiri leta. Ta podjetja niso vsa v isti fazi razvoja. Nekatera so lahko v zagoni in bodo potrebovala kar nekaj let, da bodo začela delati dobiček. Ostala potrebujejo kapital zaradi širitve na nove trge, na nove produkte. Najbolj razširjena oblika investiranja skladov DZDD so prevzemi obstoječih podjetij zaradi izstopa večinskih delničarjev, zaradi prestrukturiranja, zaradi potrebe po novem kapitalu.

Investicije v podjetja z različnimi stopnjami razvoja pomeni tudi različne izstope. Iz nekaterih podjetij se skladi odločijo prej izstopiti kot iz ostalih. Nekateri počakajo najbolj ugoden trenutek prodaje podjetja končnemu prevzemniku ali pa kotacijo na borzi.

Prvi izstopi iz investiranih podjetij se lahko pričakujejo že po štirih ali petih letih od investicije vanje. Kam bo šla kupnina od prodaje? V nove investicije? Ne. Večinoma so

pogodbe o investiranju v sklade DZDD narejene tako, da se kupnina povrne investitorjem. Možno je, da kupnina ni v denarju, temveč v vrednostnih papirjih podjetja, ki se ga prodaja. To se zelo pogosto dogaja še predvsem v ZDA, kjer je najpogostejši izstop prek borze. Na investitorje se prenese le določen delež vrednostnih papirjev. Seveda vrednotenje tega deleža postavlja zelo veliko vprašajev.

Prvi se torej poplačujejo investitorji v skladu z odprodajami naložb s strani sklada. Investicijske pogodbe predvidevajo, da se najprej in v celoti poplačajo investitorji. To zajema vse njihove vloške, ki vključujejo tudi upravljalvske provizije. Vrne se jim tudi neko določeno stopnjo donosa, ki je velikokrat določena z netveganim donosom državnih vrednostnih papirjev v višini od 6 do 8 %.

Šele ko so investitorji prišli do svojega premoženja lahko nastopi delitev dobička, namenjena upravljavcem. Najpogosteje dobijo upravljavci 20 % od ustvarjenega dobička. Lahko so tudi izjeme, v raznih panogah, kjer upravljavci dobijo le 10 ali pa tudi več kot 30 %. Takih izjem je malo. Potem ko so investitorji dobili povrnjen kapital z nekim zagotovljenim donosom, so v celoti na vrsti upravljavci, ki dobijo vseh 20 %.

Seveda je to odvisno, koliko je sklad daleč od odprodaje vseh naložb. Če je sklad odprodal večino naložb, ni noben problem izplačati upravljavcem. Če pa je od prenehanja sklada že nekaj let, se lahko upravljavcem vseeno izplača del dogovorjenega zneska zaradi njihove motivacije. Postavljanje realnih pričakovanj glede donosa sklada je tako ključnega pomena. Tukaj je zelo pomembno vrednotenje samih naložb, ki se jih velikokrat ne da direktno preveriti, ker ne obstaja nek trg za privatna podjetja, kot je to borza za javna podjetja.

Investitorji se zato radi zavarujejo s klavzulami, ki jim dovoljujejo zahtevati del delitve dobička, ki pripada upravljavcem nazaj (ang. *claw-back clause*). Te klavzule so pomembne v primerih, ko prve naložbe skladov realizirajo dober donos, kasnejše pa realizirajo izgube. Kot rečeno je tu odvisno od vrste sklada in vrste naložb. Pri skladih, ki prevzemajo podjetja, so zgodnje odprodaje podjetij zelo pogoste, pri skladih TK pa veliko manj.

Vračilo deleža delitve dobička je bolj značilno za novejša sklada in sklada, ki so prinesli slabše dobičke, kot pa za sklada z znanimi in uveljavljenimi upravljavci. V nekaterih primerih so kar upravljavci sami tisti, ki vrnejo delež dobička v sklad. Vse zaradi vzpostavitve zaupanja. Ob prenehanju sklada TK se naredi končno revizijo in ugotovi dejansko stanje.

1.3.8 Ostale omejitve

Investicijske pogodbe so pogosto zelo zapletene in vsebujejo zelo veliko omejitev. V šestdesetih in sedemdesetih letih prejšnjega stoletja je bilo teh omejitev zelo malo. Ko so se začeli pojavljati pokojninski skladi kot investitorji, ki že sami morajo upoštevati striktna določila alokacije sredstev in njihovega nadzora, se je začelo pojavljati vedno več omejitev.

Nekaj omejitev, kaj lahko upravljavci sklada naredijo in kaj ne, je bilo že povedanih. Na splošno ločimo tri vrste omejitev:

- omejitve, ki zajemajo upravljanje sklada;
- omejitve, ki se nanašajo na aktivnosti upravljavcev sklada;
- omejitve, ki se nanašajo na vrsto investicij.

Omejitve upravljanja sklada

Pod omejitve, ki se nanašajo na upravljanje sklada, je najpomembnejša omejitev velikosti posamezne investicije v posamezno podjetje. Omejitev je izražena v odstotkih. Upravljavci bi lahko izkoristili v primeru, da tega določila ne bi bilo, da bi prekomerno investirali v eno podjetje in s tem prevzeli veliko tveganje. Seveda bi to lahko prineslo velike dobičke, ampak tudi velike izgube. Še vedno ostaja dejstvo, da bodo to naredili tisti upravljavci, ki nimajo veliko lastnih sredstev vloženi v sklad. Njihovo početje bi lahko predstavili tako, kot če bi imeli nakupno opcijo. Upravljavci bi z veliko izpostavljenostjo enemu podjetju zmanjšali razpršenost in povečali tveganje. Izgubijo lahko le tisto, kar so vložili, poleg lastnega ugleda, pridobijo pa ogromno, v primeru da je investicija uspešna.

Druga vrsta omejitev, ki se pogosto uporablja, je omejevanje uporabe dolga. S povečanjem količine dolga, ki ga sklad vzame, se poveča vzvod. S tem se poveča tveganje in možnost bodočih zaslužkov. Spet je to primerljivo z nakupno opcijo. Ponavadi se omejitev nanaša na odstotno omejitev glede na vrednost sklada in seveda na ročnost dolga. Pri tem je potrebno upoštevati še davčno zakonodajo. Skladi DZDD so tako zanimivi tudi zaradi dejstva, da investitorji ne plačajo davkov vse dokler sami ne prodajo iz sklada prejetih vrednostnih papirjev. V kolikor bi sklad začel delati večino prihodkov oz. dobička od drugih dejavnosti, tudi od financiranja, bi v nekaterih primerih investitorji mogli plačati davek.

Tretja vrsta omejitve se nanaša na investicije v podjetja, v katera je upravljavsko podjetje že investiralo preko njenih drugih skladov iz prejšnjih obdobj. Ponavadi upravljavsko podjetje formirajo več skladov v različnih časovnih obdobjih. Novoustanovljeni sklad ima tako možnost spet investirati v isto podjetje. Investitorji se proti temu radi zavarujejo, ker obstaja možnost, da bi upravljavsko podjetje rado investiralo v problematična podjetja. Klavzule investicijske pogodbe tako vsebujejo določila, da morajo vsako tako investicijo odobriti investitorji posebej oz. da se mora narediti po isti ceni, kot so jo naredili prvotni skladi. V kolikor v podjetje investira več drugih, nepovezanih skladov DZDD, ta bojazen odpade, ker se domneva, da so sami naredili dovolj podroben skrbni pregled.

Četrta omejitev skladov predstavlja omejitev glede reinvestiranja dobičkov. Ponavadi se ustvarjeni dobički povrnejo investitorjem. Upravljavsko podjetje pa je bolj naklonjeno reinvestiranju dobičkov, ker tako lahko več zasluži na upravljavskih stroških in obstaja verjetnost, da bo na koncu sklad ustvaril večji dobiček, ki bo razdeljen tudi na upravljavce. Investitorji, da bi to preprečili, ponavadi zahtevajo, da se pridobi njihovo dovoljenje. Lahko pa se na splošno postavi nek časovni okvir, po katerem ni več možno reinvestirati iztrženih dobičkov.

Omejitve upravljavcem sklada

Ena izmed najpogostejših omejitev, ki jih ostali investitorji zahtevajo od upravljavcev sklada, zadeva sredstva, ki jih lahko oni investirajo direktno v posamezna podjetja sklada. V kolikor bi upravljavci investirali večja sredstva v posamezno podjetje, obstaja tveganje, da bi temu podjetju posvečali zelo veliko pozornost in zanemarjali druga podjetja. Obstajala bi tudi nevarnost, da če bi to podjetje izkazovalo slabe rezultate, bi odlašali z njegovim zaprtjem oz. odprodajo veliko preveč časa, kot bi to bilo potrebno. Upravljavci imajo tako obvezo zaprositi za dovoljenje ostalih investitorjev oz. lahko vložijo le določen delež v podjetje.

Druga omejitev zadeva prodajo deleža v skladu s strani splošnega partnerja oz. upravljavca. Tudi za to je ponavadi potrebno pridobiti dovoljenje s strani ostalih investitorjev, ki niso upravljavci. Upravljavec, ki proda delež v skladu, ni več tako motiviran za upravljanje sklada ali pa celo ni prepričan o bodočem uspehu sklada.

Omejitev ustanavljanja novih skladov je bila v nalogi že omenjena, ker bi to prineslo do nezanimanja s strani upravljalcev do določenega sklada. Omejitve se lahko nanašajo na časovno obdobje ali pa na ustanavljanje skladov iz določenih področij in panog. V povezavi s tem lahko investitorji zahtevajo omejitev opravljanja drugih dejavnosti s strani upravljalcev, ki bi lahko pomenila zmanjšanje časa, namenjenega posameznemu skladu.

Četrta omejitev, ki pa v praksi ni vedno uporabljena, se nanaša na pridobivanje novih upravljalcev. To bi lahko pomenilo, da se upravljanje prepusti novim upravljalcem, ki imajo manj izkušenj in znanja. Stari upravljalci bi se tako začeli ukvarjati z drugimi področji. Včasih se tudi za take primere zahteva dovoljenje investitorjev.

Omejitve glede investicij

Zadnji sklop omejitev, ki jih investitorji z omejeno odgovornostjo postavijo upravljalcem, zadeva naravo investicij. Poleg že omenjenih omejitev glede višine investicije v posamezno podjetje, obstajajo omejitve investicij v podjetja, ki kotirajo na borzah in omejitve vlaganja sredstev v druge sklade DZDD. Zakaj bi investitorji nekemu zaupali denar za več let in ob tem plačali še zelo visoke stroške upravljanja in delitve dobička? To lahko naredijo preko klasičnih vzajmenih skladov.

Velikokrat se omejuje investicije sklada DZDD na določeno panogo. S pojavom velikega števila skladov se je med njimi povečala konkurenca, kar je posledično zmanjšalo stopnjo donosa, ki ga ti skladi dosegajo. Uspešnejši postajajo tisti skladi, ki se osredotočajo na določen segment trga DZDD, še posebej tistega, ki ga poznajo in s katerimi izkušnje.

Tabela 5: Najbolj pogosto uporabljene omejitve v investicijskih pogodbah skladov

Omejitve skladov	Delež skladov z omejitvami
<i>Omejitve upravljanja sklada</i>	
1. Velikost sklada	77,8
2. Uporaba dolga	95,6
3. Skupne investicije skladov istega upravljalca	62,2
4. Reinvesticije dobičkov	35,6
<i>Omejitve upravljalcem sklada</i>	
5. Investiranje v podjetja s strani upravljalcev	77,8
6. Prodaja deleža v skladu s strani upravljalca	51,1
7. Izdaja novih skladov	84,4
8. Pristop novih upravljalcev	26,7
<i>Omejitve glede investicij</i>	
9. Investicije v druge sklade TK	62,2
10. Investicije v kotirajoča podjetja	66,7
11. Investicije v prevzeme podjetij	60,0
12. Investicije v tuje vrednostne papirje	44,4
13. Investicije v druge vrste naložb	31,1
<i>Povprečno število omejitev</i>	7,9

Vir: Lerner, Venture Capital & Private Equity, str 77

1.4 Vrste skladov DZDD

Skladi DZDD v širšem smislu zajemajo celo vrsto skladov in investicij, ki se razlikujejo po tveganju, likvidnosti in donosih. Najpogostejša razdelitev (Meyer, 2007, str. 41) razlikuje štiri podvrste:

- **skladi TK**, ki se delijo na sklade, ki zagotavljajo začetni oz. zagonski kapital, sklade širitvenega kapitala in sklade, ki vlagajo v nove in hitro rastoče tehnologije;
- **skladi za prevzeme podjetij**, ki vlagajo sredstva v obstoječa podjetja s prevzemom od obstoječih lastnikov. Ta podjetja so ponavadi v lasti posameznikov, ki bi radi odprodali podjetje ali delež v njem. Lahko so to tudi deli večjih podjetij, ki jih slednji želijo izločiti. V zadnjem času je vse več prevzemov velikih podjetij, ki kotirajo na borzah in imajo razpršeno lastništvo;
- **skladi "Mezzanine"**, ki investirajo v obstoječa podjetja v privatni lasti, katera potrebujejo širitveni kapital. Taka podjetja so ponavadi pod investicijsko stopnjo (po rating agenciji Standard and Poor's imajo rating manjši od BBB-), kar pomeni, da so kreditno manj sposobna in zato tudi bolj tvegana. Mezzanine investicija je neke vrste podrejen dolg, ki obenem vsebuje določene pravice (ang. *warrants*) za nakup delnic podjetja po vnaprej določeni ceni oz. pravice zamenjati dolg za navadne delnice podjetja (ang. *conversion rights*);
- **skladi skladov** so v zadnjem času vse bolj razširjeni in predstavljajo več kot četrtno vseh skladov (Meyer, 2007, str. 47). Nekatere finančne institucije ne razpolagajo z dovolj znanja oz. nimajo dovolj specializiranih zaposlenih ali pa so preprosto premajhne, da bi to lahko naredile znotraj same institucije. Zato se velikokrat odločajo, da prepustijo upravljanje nekemu drugemu skladu, ki bo vlagal naprej v sklade DZDD. Zaradi povezanih stroškov je to na prvi pogled nekoliko dražje, vendar si s tem zagotovijo bolj predvidljiv donos z manjšim tveganjem.

1.4.1 Skladi TK

Skladi TK skupaj s skladi za prevzeme podjetij predstavljajo pretežni del v družini skladov DZDD. Njihove investicije predstavljajo novoustanovljena podjetja ali pa podjetja v začetni fazi s perspektivno idejo ali inovacijo. Ponavadi se ukvarjajo z visoko tehnologijo, telekomunikacijami ali pa biotehnologijo. Novoustanovljena podjetja tudi ne morejo pridobiti kreditov za financiranje poslovanja ali investicij v raziskave in razvoj. Že v preteklosti, ko trg DZDD ni bil tako razvit, so v taka podjetja vlagali trije F-ji (ang. *friends, family & fools*), kar pomeni prijatelji, družina in norci. Banke seveda v taka podjetja ne vlagajo oz. ne dodeljujejo kreditov.

V nasprotju s skladi PP, ki pri prevzemih uporabljajo velik delež dolga, se skladi TK se tega poredko poslužujejo. Lahko se ga poslužujejo za boljše upravljanje z likvidnostjo sklada, vendar samo podjetje, v katero je sklad vložil, ponavadi sploh nima dolga, še posebej dolgoročnega. Če ga že ima, je ta kratkoročni in predstavlja zelo majhen delež v sredstvih podjetja. Logika tega je seveda preprosta. Tako podjetje v začetni fazi je že samo po sebi zelo ranljivo. Do ustvarjanja prihodkov, ki bi pokrili stroške, je lahko še zelo daleč in prav nemogoče bi bilo pokriti še stroške financiranja.

Iz zgoraj povedanega izhaja pomembna razlika med skladi TK in skladi PP. Skladi TK so ponavadi bolj prociklični, skladi odkupov podjetij pa bolj proticiklični in delajo boljše ob negativnih borznih trendih, ko so obrestne mere nižje. Razpršitev med skladi TK in skladi odkupov je tako smiselna zaradi zmanjšanja tveganja, ker prvi predstavljajo naložbe "rasti"

(ang. *growth*), ki obetajo velik potencial rasti podjetja, drugi pa naložbe "vrednosti" (ang. *value*).

Po strukturi virov sredstev so podjetja, v katera vlagajo skladi TK, zelo podobna majhnim podjetjem, ki že kotirajo na borzi. Tudi za ta podjetja je značilno, da imajo zelo malo dolgov. Še posebej za ZDA je značilno, da je najverjetnejši izhod iz podjetja s strani sklada TK preko kotacije na borzo. Od osemdesetih let prejšnjega stoletja do danes je bilo uvrščenih na borzo že zelo veliko takih podjetij. Tako ni presenetljiva zelo velika korelacija med skladi TK in borznimi indeksi majhnih podjetij. Prav iz tega sledi, da bi pričakovali, da bodo skladi TK delali boljše ob trendih rasti na borzi. Povezava med obema kategorijama ni direktna in vsekakor vsebuje zakasnitveno komponento, ki se jo ocenjuje na tri leta (Meyer, 2007, str. 41).

Skladi TK so tako vsekakor bolj tvegani, kot skladi PP, ki so že uveljavljeni na trgu. Pričakuje se seveda, da bodo zato prinesli boljše donose. Investitorji se morajo odločiti, koliko se bodo izpostavili skladom TK, da bo zanje še sprejemljivo. V zadnjem času se v sklade TK investira do ene četrte sredstev, namenjenih skladom TK (Venture Economics, 2007). Bolj konzervativni investitorji, kot so pokojninski skladi, namenjajo le okrog desetine sredstev v sklade TK (www.calpers.ca.gov).

Pri skladih TK je zelo pomembno vrednotenje samih podjetij, v katere je sklad investiral. Ta podjetja večinoma niso še izkazala dobička in njihova zgodovina poslovanja je kratka. Vsako klasično analiziranje podjetja in s tem pridobitev neke vrednosti je nemogoče. Vrednotenje je možno le ob zelo močnih predpostavkah. Ponavadi pridejo pri vrednotenju v poštev znanje in izkušnje delavcev podjetja, pridobljeni patenti ali tehnologija. Velikokrat se pri vrednotenju upošteva tečaj, po katerem so bili izdani vrednostni papirji podjetja novim investitorjem. Meni se namreč, da so novi investitorji proti starim opravili vrednotenje podjetja in na podlagi tega investirali ob upoštevanju tako imenovanega razvodenenja premoženja podjetja (ang. *dilution*) zaradi izdaje novih delnic. Druga možnost ocene vrednosti je projekcija potenciala trga za to podjetje in vrednost, ki bo le-to uspelo iztržiti. Vrednotenje je torej zelo kompleksno in to še posebej velja za sklade TK.

Ključnega pomena pri ustvarjanju boljših donosov sklada TK so odločitve o nadaljevanju podpiranja posameznega podjetja ali pa opustitvi in posledični likvidaciji le-tega. Najbolj kritična je podpora podjetjem, ki si zaslužijo likvidacijo (Krohmer Philipp, 2007, str. 24). To zelo močno vpliva na donos celotnega sklada. Taka podjetja dobesedno "kurijo" denar in vanje je potrebno velikokrat dodatno investirati. Majhni in šibki skladi si tega ne morejo privoščiti v nedogled.

Zaradi velikega tveganja, ki ga k skladu prinese vsako investirano podjetje, se skladi ponavadi odločijo, da naredijo veliko več majhnih investicij v več podjetij. Investicijski zneski v višini 100000 eur niso nenavadni. Povprečni zneski investicij skladov TK v ZDA so bili leta 2007 približno 7 mio \$ (NVCA, Money Tree Report Full year 2007, 2008, str. 2).

Težko in drago je tudi za sam sklad oceniti, katero podjetje bo uspešno. Investiranje v novonastala podjetja je še posebej dolgoročno. Značilno je tudi, da nekaj uspešnih investicij ustvari velik delež dobička sklada. Zamislimo si lahko, da so tudi podjetja, kot sta Microsoft ali Apple, bila v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja nova podjetja z inovativno rešitvijo. Donos, ki so ga dosegla taka podjetja, je nevtraliziral propade drugih podjetij v portfelju skladov.

Različen je tudi pristop sklada do samega investiranega podjetja. Ponavadi se podpre podjetnika. Skladi TK tako pogosto igrajo aktivno vlogo pri podjetjih. Lahko sestavljajo nadzorni odbor ali pa celo upravo in so celo vpleteni v vsakodnevne operacije. Nudijo določene storitve, da se podjetje lahko osredotoči na svojo dejavnost.

1.4.2 Skladi za prevzeme podjetij

Skladi DZDD, ki se ukvarjajo s prevzemi podjetij, so ponavadi veliko večji kot skladi TK. Tudi njihove posamezne značilnosti so velikokrat pravo nasprotje skladov TK. Ukvarjajo se namreč z nakupi obstoječih, uveljavljenih podjetij, ki so na trgu prisotna več časa in imajo lastne prihodke ter po možnosti ustvarjajo dobiček.

Skladi PP so večji, ker so tudi prevzeta obstoječa podjetja večja. Razlogov, da pride do takih poslov, je lahko več. Lahko želijo obstoječi delničarji izstopiti iz podjetja zaradi menjave generacij. Večja podjetja lahko želijo izločiti del dejavnosti, ki zanje niso ključna. Do prevzemov lahko pride, ker sam sklad da določeno ponudbo delničarjem. Tako lahko želi prevzeti podjetje, ker ga želi združiti z drugim podjetjem iz njegovega portfelja, ki samo ni sposobno prevzemati. Tak je primer prevzema hotelske verige Hilton s strani sklada DZDD Blackstone Group (Finance, 19. 09. 2007). Podjetje je lahko v težavah, ali pa potrebuje finančno pomoč. Lahko so podjetja v privatni lasti ali pa podjetja, ki kotirajo na borzi.

Vrednotenje prevzetih podjetij ni problematično, ker imajo ta podjetja zgodovino in se lahko lažje predvidi njihovo poslovanje. Kvantitativna analiza takih podjetij je veliko lažja kot pri novonastalih podjetij. Prevzeta podjetja ponavadi sama vzamejo zelo velike količine dolga in v bistvu sama financirajo lasten prevzem. To je nameraval storiti tudi sklad Bain Capital, če bi mu uspelo prevzeti Telekom Slovenije (Finance 25. 02. 2008). Ta dolg pogosto znaša tudi 10-krat do 20-krat več kot je investicija samega kapitala. Če pa hoče tako podjetje pridobiti tako velik delež dolga, mora dovoliti bankam, da ga temeljito pregledajo. Kontrola poslovanja podjetij s strani bančnih institucij skupaj s kontrolo, ki jo vršijo skladi DZDD, zelo zmanjša tveganje v povezavi z vzvodom. Kljub temu je v trenutni finančni krizi prišlo do izraza prav pomanjkanje kontrole nad dolžniki. Sekuritizacija oz. listinjenje zamegli pravega kreditodajalca.

Skladi PP ponavadi investirajo v manj podjetij tudi zaradi same velikosti le-teh. Idealen portfelj tako zavzema od 15 do 20 podjetij (Schmidt Daniel, 2004, str. 32). Pri prevzemih podjetij lahko sklad uporabi več vrst prijemov za ustvarjanje dodane vrednosti. Ponavadi sklad zahteva odprodajo nepotrebnih naložb in s tem sprostitve sredstev za financiranje ključne dejavnosti. Velikokrat je prisoten finančni inženiring. Od podjetja se zahteva, da prodre na nove trge in razvije nove tehnologije. Upravljalci skladov so tako skupaj z vodstvom podjetja udeleženi pri strateškem planiranju. Pogosto se dogaja, da upravljalci sklada pripeljejo novo vodstvo, ki ga poznajo in mu zaupajo. Vse to pomaga, da podjetje pridobi na vrednosti in s tem pridobi sklad. Propadov takih podjetij je malo, zato je tveganje za sklad manjše, vendar to prinese tudi manjše možnosti velikih zaslužkov.

1.4.3 Mezzanine skladi

Kot že samo ime pove, so investicije teh skladov na pol poti med dolžniškim in lastniškim financiranjem. Najbolj so bili razširjeni v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Njihova pomembnost se je od takrat zelo zmanjšala v korist ostalih oblik investiranja skladov DZDD.

Ta oblika je primerna predvsem za obstoječa podjetja, ki ne uspejo pridobiti navadnih posojil s strani bank ali pa ne želijo, da bi jih stroški financiranja v nekem obdobju preveč bremenili. Na drugi strani obstoječi lastniki ne želijo izgubiti nadzora nad samim podjetjem s prodajo večinskega deleža.

Takemu podjetju mezzanine sklad odobri podrejeno posojilo. To pomeni, da imajo navadni upniki prednost pred tem posojilom. Skupaj s posojilom podjetje zagotovi določene pravice za nakup delnic podjetja v prihodnosti. Lahko se tudi dogovorijo, da bo sklad za omenjeni dolg po določenem obdobju imel možnost spremembe v navadni delež v podjetju. Narava mezzanine sredstev je tako zelo podobna prednostnim delnicam oz. je neke vrste strukturiran produkt.

Vrednotenje takih investicij je zaradi povedanega veliko lažje, tveganje manjše in s tem je tudi donos manjši. Spremljava podjetja je potrebna, ampak se vrši v veliko manjšem obsegu kot pri skladih TK ali pa skladih PP.

1.4.4 Skladi skladov

Skladi skladov DZDD investirajo v druge sklade. To delajo, ker nimajo dovolj znanja in izkušenj ali pa kadrov za upravljanje pravega sklada. Upravljalci takih skladov so pogosto banke, zavarovalnice, upravljalci premoženja ali drugi specialisti. Skladi skladov so dobili velik zagon v devetdesetih letih prejšnjega stoletja, ko je ameriški nadzorni organ borze SEC (ang. *Securities and Exchange Commission*) omilil pogoje potencialnih investitorjev. Ti so lahko le kvalificirani vlagatelji s premoženjem večjim od 5 mio \$. Skladi so tako postali neke vrste posrednik med manjšimi investitorji in večjimi skladi.

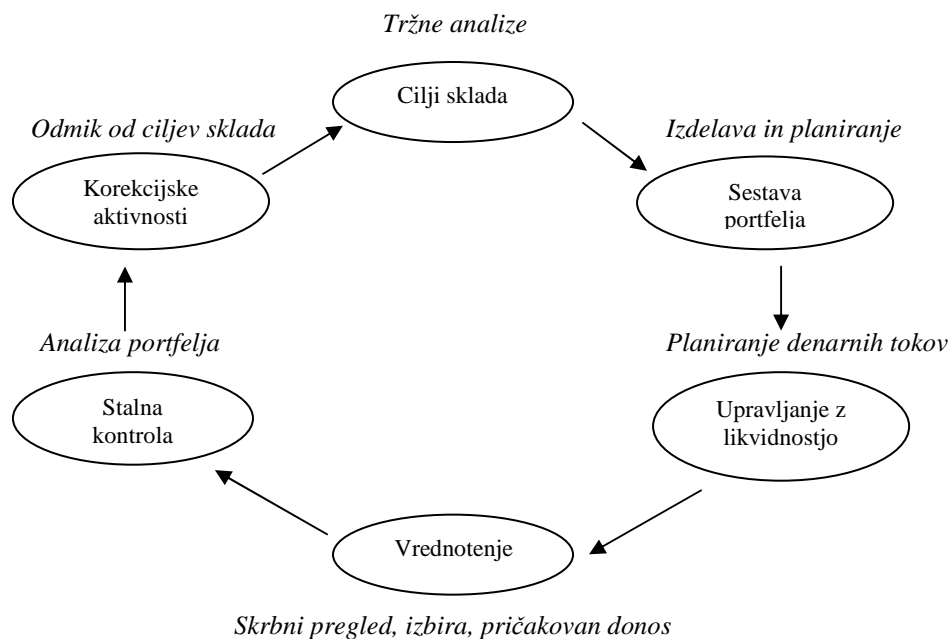
Povedati je treba, da v najboljše sklade DZDD ne morejo investirati vsi, pa čeprav bi po zakonu lahko. Ti skladi omejujejo velikost sklada in sprejmejo le določene investitorje z boljšo boniteto. Ponekod so te omejitve zelo velike. Obstaja tudi vse več investitorjev, ki ne želijo investirati v neke ozko specializirane sklade. Zanje je bolj pomembno, da je tveganje manjše in donos bolj predvidljiv. Skladi skladov tako večinoma niso specializirani, obstajajo tudi izjeme predvsem glede regijske ali sektorske specializacije. Naloga skladov DZDD je tudi, da poiščejo nove perspektivne upravljalce, ki bodo v prihodnje izkazovale dobre donose. Nadaljnje veliki skladi, zaradi njihove velikosti, sami ne uspejo vedno dovolj dobro in še posebej stroškovno učinkovito razpršiti investicij v manjša podjetja. Tudi tukaj dobro služi sklad skladov.

Oblika sklada skladov je zelo podobna navadnim skladom DZDD, sloni namreč na principu partnerstva. Tako so tudi tukaj investitorji partnerji z omejeno odgovornostjo, upravljalci sklada pa splošni partnerji. Stroški upravljanja takega sklada so ponavadi nižji in znašajo od enega do 1,5 % od vrednosti sklada. Tudi tukaj je prisotna delitev dobička, ki se giblje od 5 do 10 %. Gledano skupaj, investitorji plačajo dvakrat stroške upravljanja in delitve dobička. Po nekaterih izračunih, ti stroški znašajo od 0,7 do 3,4 % več kot pri navadnih skladih TK (Meyer, 2007, str. 48). V večini primerov je ta strošek bolj sprejemljiv kot pa postavitev svojega upravljalškega podjetja ali pa internega investicijskega oddelka, namenjenega investicijam v sklade DZDD. S tem investitor prihrani stroške raziskav, skrbnih pregledov, stalnega spremljanja, kontrole in seveda administracije. Ti stroški namreč niso majhni.

2 Investicijski proces

Osrednji del upravljanja skladov DZDD predstavlja investicijski proces, pri katerem se sprejema ključne odločitve glede naložb in z njim povezanim tveganjem. Z njim se misli predvsem na metodo, ki jo upravljavci uporabljajo za ustvarjanje dobička iz posameznih investicij.

Slika 11: Investicijski proces



Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, *Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, 2007, str. 62

Investicijski proces se začne s postavitvijo ciljev sklada. Cilji sklada so določeni na podlagi tržne raziskave o potencialu ustvarjanja donosov, ki ga ima določena investicijska skupina. Na drugi strani se vzame v obzir potrebe investitorjev in njihovih želja po donosu, tveganju itd.

Ko so cilji postavljeni, se prične z izdelavo smernic za sestavo portfelja. Sestava portfelja pri skladih DZDD se zelo razlikuje od tistega pri klasičnih vzajemnih skladih, kjer igra ključno vlogo razpršitev investicij na več naložb. Pogosto se to dogaja tudi pri skladih DZDD, kjer se preveč razprši premoženje, zato da bi se zmanjšalo tveganje. Na koncu pa se ugotovi, da tveganje ni nič manjše, donos pa je zaradi tega zares manjši. To so investicije na zares dolgi rok.

Pri investicijskem procesu je nadalje zelo pomembno upravljanje z likvidnostjo. Od pridobitve sredstev do same investicije lahko mine zelo veliko časa, tako da ostane ta likvidnost neuporabljena. Investitorji lahko nakazujejo tik pred zdajci, kar je potrebno uskladiti z odlivi. Upravljavci se lahko odločijo, da bodo investirali več kot so sama sredstva skladov preko večjega vpisa (ang. *overcommitment*). Zgodi se namreč, da nekatera podjetja ali skladi ne sprejmejo več kot določen del investicije od posameznega sklada. To ponavadi počnejo ne samo zaradi povečanja vzvoda temveč tudi zaradi boljšega izkoristka likvidnosti, kar seveda vodi do boljših donosov, ki jih zahtevajo njihovi lastni investitorji. Nema lokrat je

prav to razlog za propad sklada, ker v danem trenutku nimajo likvidnosti, banke pa jim nočejo posoditi denarnih sredstev. Že na začetku naloge je bil omenjen primer sklada upravljavca Carlyle. Čim bolj natančna opredelitev vseh denarnih tokov sklada je ključnega pomena.

Investicijski proces se nadaljuje z vrednotenjem naložb. Kot eden najpomembnejših delov investicijskega procesa je tukaj prisoten skrbni pregled potencialnih naložb. Še posebej se tukaj misli na znanje in izkušnje vodstva podjetja, v katero se bo investiralo oz. na znanje in izkušnje ter pretekle uspehe pri upravljanju, v kolikor se investira v druge sklade DZDD. Že na začetku naloge je bilo podrobneje razloženo, da se s skrbnim pregledom pridobi tiste mehke informacije, ki se jih težko pridobi ob prebiranju računovodskih izkazov, še posebej če gre za mlada podjetja. Skrbnemu pregledu sledi izbira naložb. Na podlagi izbranih informacij o naložbah se naredi projekcijo o pričakovanem donosu posamezne naložbe ter o donosu celotnega sklada.

Za uspešno upravljanje sklada je potrebna stalna kontrola. Tukaj ni mišljena samo kontrola posameznih naložb, ampak tudi skupna kontrola donosnosti in uspešnosti upravljanja sklada. Primerja se poslovanje s primerljivimi skladi upoštevajoč trende v industriji skladov DZDD. Skupek naložb se analizira glede na: panogo, regijsko porazdelitev, starostno skupino naložbe, leto investicije. Izdelava se stresne teste, ki predvidevajo najrazličnejše situacije, tako da se lahko vnaprej predvidi tudi najslabši scenarij. Pregleda se, ali obstaja prevelika odvisnost do določene naložbe. Zelo pomembna je tudi sama skladnost naložb z investicijskim memorandumom (ang. *compliance*). Pomembno je, da je kontrola vseh teh dejavnikov stalna ter da se njene ugotovitve obravnavajo na rednih sestankih. Brez kontrole je vse prepuščeno naključju in tveganju, da ne samo predviden donos ne bo dosežen, temveč, da lahko pride do večje izgube sklada.

Odmike od začetne investicijske politike, od predvidenega donosa, od postavljenih ciljev je potrebno čim prej popraviti. To se naredi s prestrukturiranjem portfelja sklada. Največkrat se proda del ali celotno investicijo na sekundarnem trgu. Lahko pa se tudi poveča določeno pozicijo z odkupom deleža od drugih soinvestitorjev ali se odkupi popolnoma novo naložbo. Odkup naložb od drugih skladov terja še posebno pazljivost in izkušnje, ker je težko identificirati prave priložnosti.

2.1 Opis procesa investiranja – ključni izzivi izbire naložb

Pri samem procesu investiranja je seveda ključnega pomena izbira naložb in sestava portfelja. Čeprav se na prvi pogled to sliši zelo enostavno, je ravno to najtežje in najpomembnejše. Upravljavca sklada ima v investicijskem memorandumu postavljene cilje. Sklad je velikokrat tudi osredotočen na določeno panogo, regijo ali pa vrsto naložbe. Vse ostalo je prepuščeno upravljavcu. Donos, ki ga bo dosegel, je odvisen od njegovih izkušenj, iznajdljivosti, od njegovih odnosov z drugimi akterji v verigi investiranja, ki mu omogočajo identifikacijo potencialnih naložb. Podrobnejša analiza uspešnosti investiranja skladov DZDD postavlja pomembnost odnosov z drugimi akterji v ospredje predvsem pri skladih, ki prevzemajo obstoječa podjetja in veliko manj pri skladih TK (Schmidt, 2004, str. 20).

Zadnja leta se je panoga upravljanja skladov DZDD zelo razširila (glej zgoraj) s tem pa se je konkurenca med posameznimi upravljavci zelo povečala. V takem okolju ni prav lahko identificirati dobrih naložb, ki bodo pripeljale do višjih donosov. Novejše raziskave so pokazale, da je zato povprečni donos skladov DZDD nižji. Nižji pa ni zaradi tega, ker vsi dosegajo slabše donose, temveč slabe donose dosegajo predvsem novi skladi z novimi

upravljalci, tudi zaradi tega, ker novejši skladi nimajo dostopa do vseh potencialnih naložb (Kaplan, 2003, str. 4).

Po drugi strani pa večje število skladov povečuje konkurenco pri potegovanju za določeno naložbo kar zvišuje nakupno ceno same naložbe. Vse bolj se morajo skladi potruditi za pomoč pri doprinosu dodane vrednosti samemu investiranemu podjetju. Če je bilo še v osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja mogoče doseči zelo dobre donose že samo s finančnim inženiringom kupljenega podjetja, je tega danes vse manj (EVCJ, april 2008). Takrat je zadostovalo odprodati nepotrebno premoženje kupljenega podjetja, povežati stroškovno učinkovitost podjetja z zmanjšanjem zaposlenih in velikokrat tudi povečati vzvod preko zadolževanja ali zmanjšanja kapitala z namenom doseganja boljšega donosa na kapital. Ko se je to v nekaj letih zagotovilo, se je podjetje enostavno prodalo naprej po nekajkrat višji ceni.

Tega je danes vse manj. Upravljalci sklada se morajo potruditi, da pomagajo vodstvu podjetja pri ustvarjanju dodane vrednosti bodisi s storitvami svetovanja na več ravneh, s pomočjo pri iskanju novih poslovnih partnerjev bodisi s prevzemom sorodnih podjetij, ki jih samo podjetje zaradi finančnih omejitev ne more itd.

Izbira naložb je tesno povezana z izbiro samega upravljalca sklada, v kolikor se vlaga v druge sklade DZDD oz. kvaliteto vodstva investiranega podjetja ali se vlaga direktno v podjetje. Zanimivo pri vsem tem je, da sklade DZDD lahko primerjamo s tistimi upravljalci, ki razmišljajo zares na dolgi rok, čeprav investirajo v klasične oblike finančnih instrumentov, kot so delnice in obveznice. Eden najbolj znanih upravljalcev klasičnih skladov in najbogatejši zemljan Warren Buffett (2001, str. 42) prav tako postavlja osrednjo vlogo izkušenosti, poštenosti in kvaliteti vodstva. Prav tako ne posveča velike pozornosti razpršitvi. Podobnosti torej so, še posebej, če se vlaga na dolgi rok in posveča pozornost večanju vrednosti podjetja in ne zgolj finančnemu inženiringu.

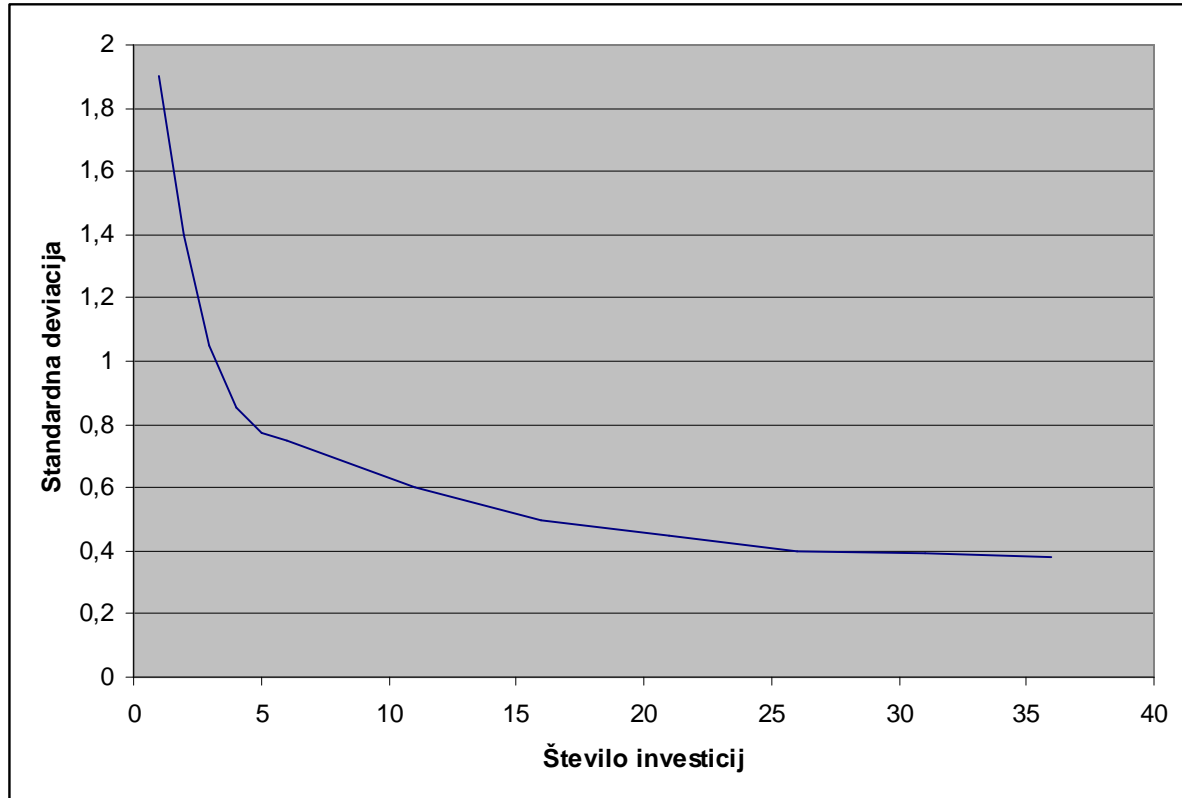
Razlika med donosom, ki ga dosežejo najboljši in najslabši upravljalci klasičnih finančnih instrumentov, kot so npr. delnice, je pogosto zelo majhna in v veliki večini primerov odstopa za nekaj bazičnih točk do nekaj odstotkov. Aktivno upravljanje ne prinaša velikih odstopanj v donosih, zaradi transakcijskih stroškov lahko prinese še nižje neto donose, tako da nekateri propagirajo pasivno obliko upravljanja (glej prvi pasivno upravljani indeksni sklad Vanguard). Tukaj je še kako pomembna razpršitev na več različnih vrednostnih papirjev z namenom zmanjšanja tveganja in doseganja večjih donosov na meji učinkovitostne krivulje. Vse to pa ne velja za sklade DZDD. Pri teh je še kako pomembno, kdo upravlja sklad. Razlika v doseženem donosu med prvo najboljšo četrtino in zadnjo četrtino upravljalcev je lahko zelo velika. Pogosto se dogaja, da upravljalci iz najboljše četrtine dosežejo dvakrat boljši donos glede na tistega od upravljalcev najslabše četrtine (Phalippou, 2007, str. 8).

Pretirana razpršitev skladov DZDD zmanjša donos ob minimalnem zmanjšanju tveganja. Novejše študije so pokazale, da se tveganje za sklade DZDD zelo zmanjša že pri šestih investicijah (Weidig, 2004, str. 21). Zadovoljiv odnos med tveganjem in donosom se doseže že med 11 in 15 investicijami. V študiji Schmidta (2004, str. 32) se vidi, da je v praksi večina portfeljev skladov DZDD sestavljenega z 20 do 28 naložbami. Absolutne številke naložb se spreminjajo z velikostjo sklada. Večji kot je, večje je optimalno število naložb.

Tukaj ne moremo mimo dveh vrst različnih skladov: skladi TK in skladi PP. Skladi TK so v osemdesetih in devetdesetih letih dosegali večje povprečne donose kot ostali skladi DZDD (Schmidt, 2004, str. 31). Posamezne naložbe skladov TK so izkazale zelo visoke donose, medtem ko so druge naložbe taistih skladov izkazale velike izgube. To je njihova značilnost.

Donosi skladov TK so zaradi tega veliko bolj spremenljivi, še posebej če jih primerjamo s skladi PP. Pri teh zadnjih so odstopanja pri donosih veliko manjša, prav tako so izgube manjše. Poleg tega z večanjem sklada TK ni tako bistvenega pomena povečati števila naložb za zmanjšanje tveganja kot pri ostalih skladih DZDD.

Slika 12: Vpliv razpršitve investicij sklada DZDD na zmanjšanje tveganja sklada



Vir: T. Weidig et altri: *The Risk Profile of Private Equity Funds-of-Funds*, 2004, str. 21

V kolikor bi vso stvar pogledali z očmi investitorjev v sklade DZDD, ki so, kot že rečeno, predvsem pokojninski skladi, zavarovalnice, bogati posamezniki, se nam odpre še en vidik razpršitve med različnimi investicijskimi kategorijami. Skladi DZDD so po raziskavi Schmidta (2004, str. 28) tisti, ki v skupini z drugimi naložbami, kot so npr. delnice, najbolj zmanjšajo ne-sistematično tveganje. Ne-sistematično tveganje se zmanjša z razpršitvijo. Po tej analizi se tveganje skupnega portfelja najbolj zmanjša, če se investira do 65 % v mezzanine sklade. Kar pa zadeva najbolj optimalen donos, se ga doseže, v kolikor se od skupnega portfelja nameni 35 % v sklade DZDD.

Poleg izbire samih naložb je za upravljavca sklada DZDD zelo pomembno upravljanje z likvidnostjo. Odvečna in neporabljena denarna sredstva samo bremenijo donos sklada, zato se ti velikokrat odločijo za večji vpis naložb kot je sredstev na razpolago. Včasih se zgodi, da je to dvorezen meč, ki lahko pripelje sklad tudi do likvidacije zaradi nelikvidnosti. Planiranje denarnih tokov je ključnega pomena za doseganje večjih donosov. Pri tem je potrebno dodati, da so skladi vse bolj selektivni glede izbire investitorjev kot tudi izbire naložb. Čeprav zgleda čudno, so še posebej večji skladi izbirčni pri izbiri investitorjev. Želijo si namreč čim bolj dolgoročnih in trdnih vlagateljev, ki jim ne bodo na hitro povlekli denarja iz sklada in ki so pripravljeni vztrajati tudi ob hudih razmerah na trgih (Lerner, 2002, str. 6).

Na drugi strani, so tudi razpoložljive naložbe omejene. Sami skladi DZDD so lahko zelo ozko usmerjeni, kar omejuje možnosti potencialnih tarč. Za dobre priložnosti je potrebno vedno

imeti pripravljeno likvidnost. Finančna kriza, ki se je začela v ZDA leta 2007 in še traja, je naredila atraktivnejše mnoge naložbe, ker jih je pocenila. Sedaj se tudi veliko lažje vidi, katera podjetja oz. skladi so boljši in obetajo dobre donose v prihodnosti. Kot je rekel že prej citirani investitor Buffett, je trg sedaj kot nudistična plaža, veliko lažje se vidi, katera podjetja stojijo dobro in katera ne (Dnevnik, 22. 08. 2008). Tisti skladi, ki so prihranili likvidnost, so lahko sedaj zelo izbirčni pri naložbah, tako da lahko kupijo najbolj perspektivna podjetja po veliko nižjih cenah. Velike konkurence trenutno med skladi ni, ker je likvidnosti na trgu zelo malo. Banke poslujejo v težkih pogojih, tako da so pogoji kreditiranja zelo poostreni, viri pa zelo dragi (CNN Money, 08. 05. 2008). Dogaja se tudi, da skladi DZDD odkupujejo lastne dolgove po nižjih cenah ali pa celo slaba posojila bank. Čeprav se s tem oddaljujejo od njihove ključne dejavnosti, naj bi jim to zagotavljalo dobičke, primerljive s tistimi ob nakupu podjetij (FT, 22. 04. 2008). Ustvariti dobre donose v prihodnosti na podlagi zdajšnjih nakupov torej ne bo tako težko.

Na likvidnost seveda vpliva razpršitev, večja kot je, manj je presenečenj pri denarnem toku in manjši je donos ter obratno. Seveda je lahko naš cilj zmanjšanje tveganja, lahko je povečanje donosa ali pa kombinacija obeh. Ta cilj je določen ob ustanovitvi sklada in sprejet s strani investitorjev.

Na sam donos sredstev v upravljanju nenazadnje vpliva sama disciplina in izkušnje upravljavcev. Pogosto upravljavci izstopijo iz investicije prehitro zaradi zavajajočih govoric. Velikokrat je prisotna tudi nasprotna situacija, ko investicija ne bo nikoli prikazala dobička in se je upravljavci iz raznih razlogov ne upajo likvidirati. Lahko je to zaradi ugleda samih upravljavcev, ki nočejo priznati, da so naredili napako pri presoji. Lahko je to zaradi pretesnih povezav upravljavca z vodstvom podjetja, lahko pa je razlog preprosto neizkušnost.

Idealnega procesa investiranja seveda ni. Odvisen je od ciljev, ki so bili postavljeni ob določeni ravni tveganja, odvisen je od izkušenosti upravljavcev ter od tržnih razmer. Vse te stvari je potrebno upoštevati ob sprejetju naložbene politike.

2.2 Oblikovanje portfelja

Oblikovanje portfelja sklada DZDD je zaradi vseh posebnosti, ki so bile zgoraj naštet, drugačna od drugih investicijskih skupin. Moderna portfeljska teorija je pri skladih DZDD manj uporabna. Veliko bolj uporaben je "naive" pristop, ki določa alokacijo sredstev glede na konkretne razmere. Veliko več pozornosti je potrebno nameniti konkretni situaciji, to pomeni posamezni investiciji, njeni velikosti glede na velikost samega sklada in na drugi strani glede na velikost samega podjetja, v katerega se investira, preden se sploh začne s skrbnim pregledom podjetja.

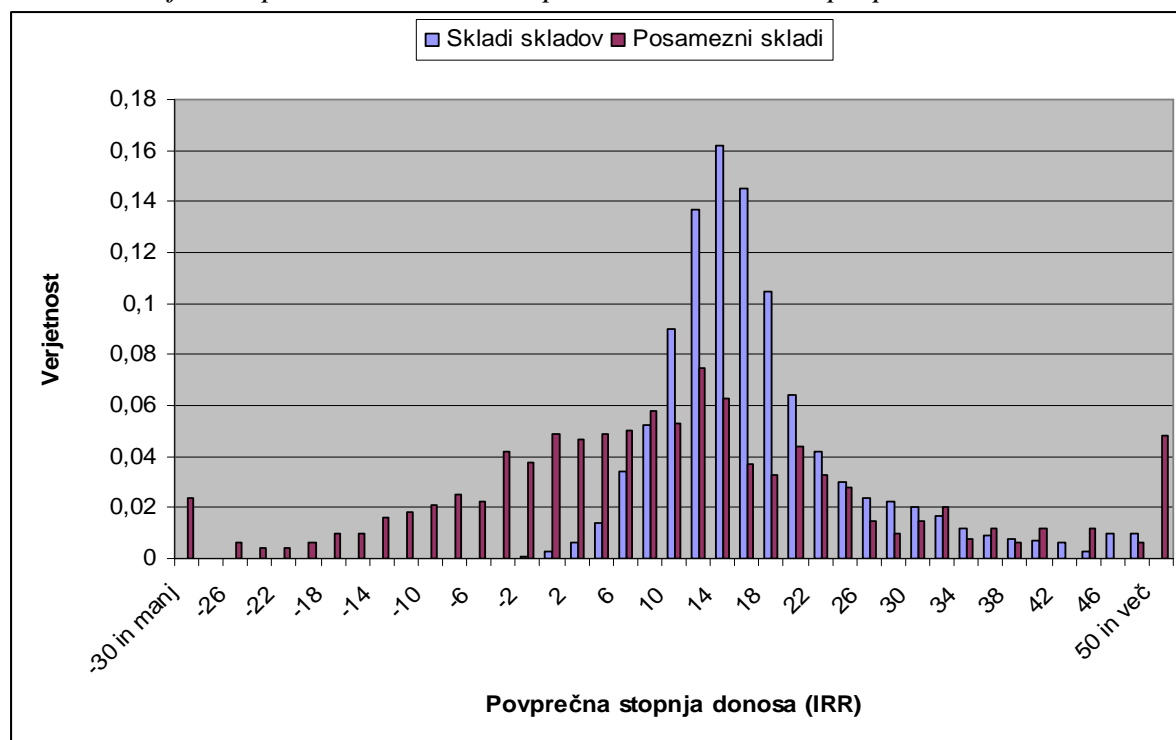
Tudi tukaj so najbolj uporabljene metode pri sestavi portfelja: od spodaj navzgor (ang. *bottom-up*) in od zgoraj navzdol (ang. *top-down*). Pri prvi metodi se posveča največ pozornosti posameznim zanimivim naložbam in se jih zaradi njihove privlačnosti vključi v portfelj. Druga metoda se prične najprej s pridobivanjem "širše slike", ki se nato počasi krči z izborom naložb glede na posamezne kriterije. Ponavadi se pri sestavljanju sklada uporablja obe metodi. Prva poskrbi, da se v portfelj zajamejo tista podjetja, ki imajo največjo perspektivo in obetajo nadpovprečne donose. Druga pa je bolj usmerjena v razpršitev in kontrolo nad tveganji.

2.2.1 Moderna portfeljska teorija

Že leta 1952 je Markowitz prikazal glavne značilnosti sestave portfelja, ko z dodajanjem novih naložb zmanjšamo tveganje na zadovoljivo raven ob doseganju primerne donosa (Markowitz Harry M., 1952, 77). Ta princip je eden glavnih razlogov, zakaj so skladi DZDD postali zadnje čase tako popularni. Še posebej pokojninski skladi, pa tudi bogati posamezniki, banke, zavarovalnice investirajo v sklade DZDD zaradi optimizacije razmerja med tveganjem in donosom. Skladi DZDD so investicijska skupina, ki je zelo malo povezana (ang. *correlated*) z drugimi bolj običajnimi investicijskimi skupinami. Kot taka predstavlja idealno investicijo za razpršitev tveganja celotnega portfelja različnih naložb.

Kljub velikemu pomenu in uporabnosti moderne portfeljske teorije pri kombinaciji portfeljev, sestavljenih iz delnic in obveznic ter pri kombinaciji med različnimi investicijskimi skupinami, je njena uporaba znotraj portfelja sklada DZDD omejena. Sama teorija zahteva dokaj natančne podatke o pričakovanih donosih, tveganosti in korelaciji naložb. Za vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah, to ni noben problem izračunati. Za naložbe, v katere investirajo skladi DZDD, je tak izračun skoraj nemogoč. Ne samo, da te naložbe ne kotirajo, z njimi se skoraj ne trguje. Pri naložbah skladov TK je skoraj nemogoče izračunati tveganja, ker so te naložbe večinoma v novonastala podjetja, ki nimajo preteklosti, nimajo še trga za njihove izdelke in izkazujejo izgubo. Tudi izračun same korelacije med skladi DZDD in ostalimi investicijskimi skupinami je zaradi pomanjkanja podatkov zelo težaven.

Slika 13: Verjetnost porazdelitve donosov pri skladih skladov in pri posameznih skladih



Vir: T. Weidig, A. Kemmerer: *The Risk Profile of Private Equity Funds-of-Funds*, 2004, str. 18

Nadalje ena glavnih predpostavk moderne portfeljske teorije pri skladih DZDD ne drži. To je predpostavka o normalni distribuciji donosov. Distribucija donosov skladov DZDD je daleč od normalne distribucije, še posebej če upoštevamo sklade TK (Meyer, 2005, str. 82). Seveda se najbolj približajo normalni distribuciji skladi skladov DZDD. Skladi DZDD imajo ponavadi odklon v desno.

Do podobnih rezultatov pride tudi Born (2004, str. 50) preko Monte Carlo simulacije za sklade skladov. Ti izkazujejo veliko bolj normalno distribucijo donosov z manjšo standardno deviacijo. Samostojni skladi, ki so v omenjeni analizi povzeti po dejanskih podatkih izkazujejo nekajkrat večjo standardno deviacijo. Kot je bilo pričakovati, je ta pri samostojnih skladih TK za 5-krat večja kot pri skladih skladov TK. Tudi pri samostojnih skladih PP je standardna deviacija večja in sicer za 4-krat.

Ob podrobnejšem pregledu podatkov se vidi zelo velika razlika med doseženimi donosi ne samo med skladi TK in skladi PP, ampak tudi med samimi skladi TK iz Amerike in Evrope, kot tudi med skladi PP iz Amerike in Evrope. O večji normalnosti donosov nam kljub vsemu pričata podatka o povprečnem IRR in mediani IRRja, ki sta si za sklade skladov zelo blizu, medtem ko so podatki o samostojnih skladih zelo narazen.

Tabela 6: Donosnost in tveganost skladov TK, skladov PP in skladov skladov v Evropi in ZDA

		Skladi TK		Skladi PP	
		Samostojni skladi	Skladi skladov	Samostojni skladi	Skladi skladov
ZDA	Povprečni IRR	8,82	9,12	13,71	15,82
	Mediana IRR	4,35	8,15	10,27	14,91
	Standardna deviacija	27,47	5,53	20,97	5,27
	Razmerje	0,32	1,65	0,65	3,00
Evropa	Povprečni IRR	21,32	21,40	10,83	15,29
	Mediana IRR	8,73	16,14	8,54	14,03
	Standardna deviacija	54,57	15,62	26,19	7,72
	Razmerje	0,39	1,37	0,41	1,98

Vir: Born Bjorn, The Risk Profile of Venture Capital Funds-of-Funds, 2004, str. 50

Nekateri avtorji kljub pomanjkanju podatkov za sklade DZDD in ne-normalni distribuciji donosov vseeno verjamejo, da povezave obstajajo. Oni namreč trdijo, da skladi DZDD delujejo v enakem okolju kot ostala kotirajoča podjetja z enakimi obrestnimi merami in trgovanjskimi pogoji. Nadalje so pogoji, po katerih skladi izstopajo iz naložb, zelo odvisni od dogajanj na kapitalskih trgih, zato neka korelacija mora obstajati.

2.2.2 "Naivna" alokacija skladov skladov DZDD

Zaradi pomanjkanja ključnih podatkov za sklade DZDD in njihove naložbe, je včasih zelo težko za investitorje določiti pravo mero deleža namenjenega investicijam DZDD. Prav zaradi tega se investitorji velikokrat odločajo za tako imenovano "naivno" alokacijo, kjer se uporablja oceno primernosti in skladnosti DZDD z ostalimi naložbami ob upoštevanju določenih omejitev. Večina se jih odloča za naložbo v višini 5–10 % vrednosti vseh naložb. Nekateri se odločajo celo za 30 % investicijo vseh sredstev v sklade DZDD (Meyer, 2005, str. 83).

Kriteriji, ki so pomembni za "naivno" alokacijo, so absolutna in relativna velikost premoženja za investiranje ter sama sestava portfelja. V kolikor je velikost premoženja premajhna, skorajda ni smiselno posvečati pozornosti investicijski skupini, ki zahteva veliko napora. Če je premoženje preveliko, je lahko težko najti določeno število primernih investicij. Tudi v primeru, da je relativna velikost sredstev v skladih DZDD zelo majhna, bo to imelo zelo

majhen vpliv na donosnost sklada. Seveda je skladnost investicij v DZDD z ostalimi investicijskimi skupinami tudi pomembna. Tukaj se misli predvsem na sektorsko, regijsko in velikostno porazdelitev.

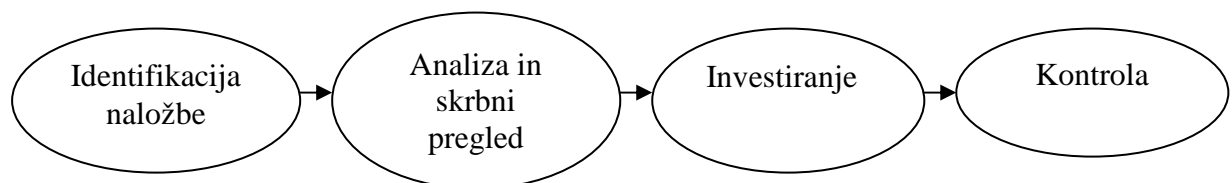
Ob vsem tem je zmeraj smiselno, da upravljavci pogledajo, kaj dela konkurenca in se z njo primerjajo.

2.2.3 "Bottom-up" pristop

Portfelji skladov DZDD se ponavadi sestavljajo ali "bottom-up" ali pa "top-down". Ob sestavljanju portfelja je potrebno vedno upoštevati naravo sklada DZDD in njegovo strategijo, ki je zapisana v investicijskem memorandumu. Bottom-up pristop je metoda izbire naložb z upoštevanjem vseh investicijskih možnosti oz. s selekcijo najbolj perspektivnih podjetij. Dobesedno se pri izbiri gre od "spodaj navzgor", izbere se najboljše. Pri izbiri se ne posveča toliko pozornosti sektorski, regijski ali stilni razdelitvi ter korelaciji med posameznimi naložbami. Bolj pomembna je izbira dobrih naložb oz. dobrih upravljavcev, čeprav bi lahko te naložbe šle izven našega fokusa ključnih naložb.

Dober donos sklada se bo doseglo le, če so upravljavci sklada oz. vodstvo investiranih podjetij zelo kvalitetni. Prav zaradi tega je ta pristop pri skladih DZDD še toliko bolj pomemben. Nadalje je ta pristop tudi najlažji za uporabo, ker je odvisen le od kakovosti vodstva. Želi se investirati le v podjetja, ki bodo dosegla največjo alfo (t.j. največjo pričakovano stopnjo donosa). Ob tem se tveganje zmanjša z razpršitvijo in izogibanjem koncentraciji portfelja. Vseeno je lahko tak portfelj neuravnotežen in vsebuje večje tveganje.

Slika 14: Bottom-up pristop



Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds, 2007, str. 84

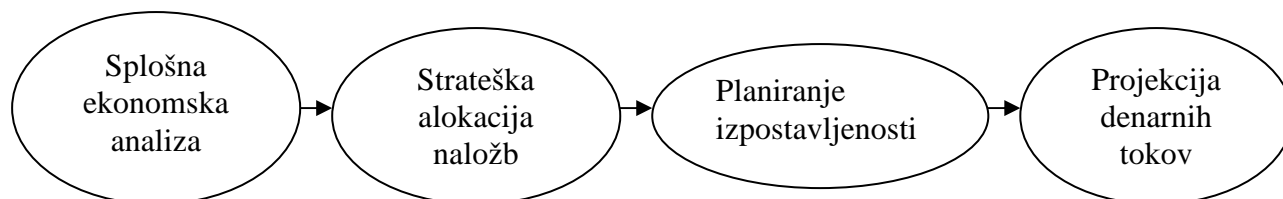
2.2.4 "Top-down" pristop

Top-down in bottom-up pristop sta komplementarna, zato se velikokrat uporabljata skupaj. Top-down pristop daje prednost sektorski, regijski analizi, analizi stila upravljanja, analizi trendov v nasprotju z izbiro posameznih trendov. Pri tem se daje večji poudarek sami strategiji upravljanja, porazdelitvi med investicijskimi skupinami in razpršitvi naložb. Top-down pomeni od zgoraj navzdol, do posamezne naložbe.

Upravljevec najprej išče celostni pogled na trenutno stanje. Začne se z makroekonomsko analizo trenutnega stanja. Najprej se poišče tiste sektorje in regije, ki obetajo najboljše donose v prihodnosti. Pri posameznih državah je potrebno upoštevati politično, kreditno, valutno tveganje in koliko to lahko vpliva na sam donos. Pri naložbah skladov DZDD je potrebno še upoštevati razvitost kapitalskih trgov in stopnjo podjetnosti v posamezni državi.

Drugi korak pri tem pristopu je natančno planiranje izpostavljenosti do posamezne naložbe. To je odvisno od posameznikove želje po izpostavljenosti, pripravljenosti za tveganje in razpoložljivih sredstvih. Višino investicije se dokončno definira na podlagi projekcij denarnih tokov in stres testov. Nekateri upravljavci gredo še dlje in izračunavajo korelacije med posameznimi naložbami sklada DZDD. To pa je v resnici zelo težko in tudi dobljeni podatki niso vedno relevantni.

Slika 15: Top-down pristop



Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds, 2007, str. 85

Največji problem pri top-down pristopu je, da velikokrat striktna alokacija ni možna, ker v resničnosti ne obstaja dovolj naložb na razpolago, ki bi izpolnjevale točno določene kriterije. To velja za direktne naložbe v podjetja. Tudi pri izbiri najboljših upravljavcev je lahko zelo težko, ker je ponavadi teh le nekaj, sklade izdajajo le vsake 3–4 leta in povrh sami postavljajo zelo visoke kriterije, ki jih morajo investitorji zadovoljiti. Čeprav je torej težko uporabiti ta pristop v realnosti, je njegov pomen zelo velik pri determiniranju naslednjega velikega trenda, ki bo prinesel nadpovprečne "alfe". Lahko služi tudi kot kontrola samega portfelja ali zadovoljuje posamezne parametre glede izpostavljenosti in tveganja.

Iz vsega tega sledi, da se najbolj pogosto uporablja mešani pristop, torej tako "bottom-up" kot "top-down". Medtem ko je top-down zelo pomemben pri določitvi same strategije sklada, je bottom-up pomemben pri izbiri najboljših naložb. Skupaj torej zagotavljata kontrolo nad razpršitvijo in tveganjem na eni strani ter izbiro nadpovprečnih upravljavcev na drugi.

2.2.5 "Core-satellite" pristop

"Core-satellite" pristop bi lahko v slovenščino prevedli z "glavno – stranski" pristop. Portfelj sklada DZDD se sestavi v dveh korakih:

- *glavni portfelj*, ki zajema naše glavne in najbolj pomembne naložbe, ki naj bi prinesle nek ciljni donos ob določenem tveganju;
- *stranski portfelj*, ki zajema ostale naložbe, ki ne spadajo nujno med strateške naložbe. Njihov namen je povečati končni donos sklada. Prav tako je njihovo upravljanje bolj fleksibilno (odkupi na sekundarnem trgu, občasne priložnosti...).

Ta dva dela portfelja služita dvema različnima vlogama. Medtem ko naj bi bil ključni del portfelja čim bolj predvidljiv v donosu in tveganju, je drugi del bolj tvegan z namenom ustvarjanja večjega donosa. Tudi samo upravljanje je pri prvem delu veliko bolj pasivno, pri drugem pa bolj aktivno (Meyer, 2005, str. 89). Ponavadi glavni del portfelja vsebuje naložbe

v podjetja uveljavljenega vodstva oz. v sklade DZDD z uveljavljenimi upravljavci. Stranski del portfelja pa se formira glede na "nišne" strategije.

Nišne strategije so lahko dveh tipov:

- *Oportunistične nišne strategije*: zaradi pomanjkanja pravih priložnosti, se morajo upravljavci odločiti oportunistično in izbrati tiste naložbe in upravljavce, ki so dokazano boljši. Seveda pride to v poštev, če so naložbe na razpolago.
- *Sistematične nišne strategije*: v kolikor je veliko naložb na razpolago, imajo upravljavci možnost vpeljati razpršitev v skladu s strategijo.

"Core – satellite" pristop omogoča fleksibilnost med dvema deloma portfelja. V kolikor dosega glavnina portfelja boljši donos kot stranski del portfelja, se lahko s korektivnimi akcijami zviša delež prvega. Ponavadi je delež glavnine portfelja večji od 60 do 75 % (Noël Amenc, *The core-satellite approach in the loop*, 2004). Nekateri upravljavci si zamišljajo upravljanje sklada DZDD po tem pristopu tako, da je manjši, stranski del portfelja sestavljen iz naložb TK, glavnina pa iz naložb prevzetih podjetij.

2.3 Vpliv ekonomskih ciklov rasti in krčenja na izbiro

Da so skladi DZDD relativno mlada investicijska skupina je bilo podrobneje povedano že v prvem delu naloge. Večji pomen so dobili prav v zadnjih 25 letih. Vrednostno sedaj znašajo približno 3,5 % svetovnega BDPja (European Venture Capital Journal, 01. 03. 2008, *Private Equity market reaches trillion mark*). S tem, ko se je njihova pomembnost zelo povečala, se je povečal tudi vpliv samih gospodarskih ciklov na poslovanje skladov DZDD. Prej je seveda ta vpliv tudi obstajal, vendar v veliko manjši meri. Tudi tako velike konkurence ni bilo med skladi DZDD.

Sedaj, ko se čuti posledice finančne krize drugorazrednih posojil, lahko vidimo ta vpliv že po člankih časopisov. Skladi DZDD zberejo manj denarja. Najemanje kreditov za investiranje z vzvodom v podjetja postaja vse dražje, ker so obresti vse višje zaradi rasti premije za tveganje. Na drugi strani pa se že pojavljajo cenejši nakupi zaradi manjše konkurence med skladi in težavnejših razmer (CNN Money, *The changing face of private equity*, 08. 05. 2008).

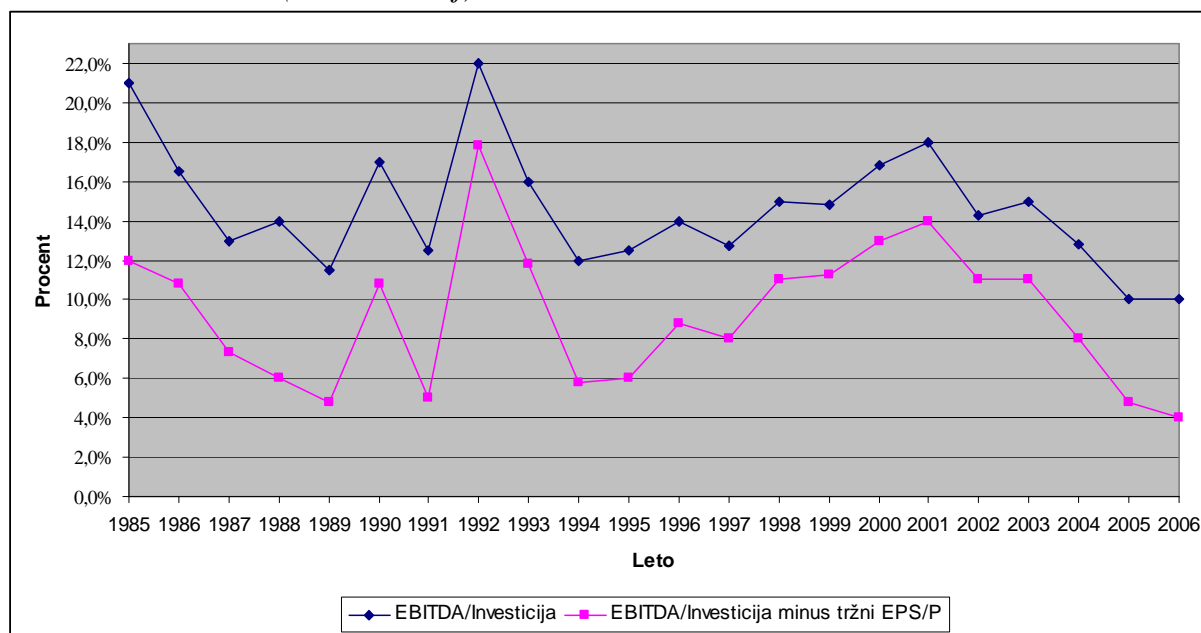
Analizo, ki so jo pripravili na London Business School in analizira prav zadnjih dvajset let, govori predvsem o močnem vplivu na ceno, ki jo skladi DZDD plačajo za posamezno naložbo v različnih obdobjih ekonomskega cikla (Acharya V. Viral et al., 2007, str. 2–6). Od leta 2003 do začetka krize drugorazrednih posojil v začetku leta 2007 je bila prisotna zelo velika likvidnost na globalnih finančnih trgih. Razlogi za to presežno likvidnost izhajajo predvsem iz investicij petrodolarjev, ogromnih javnofinančnih presežkov predvsem azijskih držav, pokojninskih skladov, fundacij in privatnih oseb. Od teh virov se je likvidnost prenesla predvsem v alternativne naložbe, kot so skladi DZDD in hedge skladi. Presežek likvidnosti je primerljiv s presežkom, ki je obstajal v poznih osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Razlika je samo v tem, da je takrat presežek likvidnosti izhajal iz rasti cen na borzi in izumu "novega" finančnega instrumenta, to je visoko tvegane obveznice (ang. *junk bond*).

V celotni sliki je zanimiv podatek, da je bila leta 2006 več kot polovica prevzemov, ki so jih naredili skladi DZDD, sofinancirana z bančnimi krediti bodisi sindiciranimi posojili bodisi drugimi strukturiranimi produkti. Skladi DZDD so se v zadnjem obdobju posluževali zelo velikega vzvoda pri investiranju. Iz študije izhaja, da je bil ta vzvod tako velik, kot je bilo le

mogoče. V nasprotju s podjetji v privatni lasti ali pa podjetji kotirajočimi na borzi, ki, preden prevzamejo drugo podjetje ali pa naredijo novo naložbo, skrbijo, da vzamejo optimalno mero kredita upoštevajoč potrebe, tveganje in donosnost, ravnaajo s skladi DZDD ravno obratno. Želijo pridobiti čim večji delež kredita! Dolg znaša velikokrat 90 % in več celotne investicije (Kaplan, 1993, str. 215–246).

Zaradi presežka likvidnosti na kapitalskih trgih je ta praksa visokega vzvoda imela v zadnjih letih zelo velik vpliv na ceno, ki so jo skladi DZDD plačevali za njihove naložbe. V kolikor vzamemo v pregled razmerje med EBITDA (t.j. dobiček iz poslovanja pred amortizacijo) in investicijo v naložbo, ki nam pove relativno plačano ceno, nam to tudi potrdi. V letu 2006 je bilo povprečno razmerje med EBITDA in investicijo vsega 10 %. Povedano drugače: potrebnih je 10 dobičkov pred amortizacijo, da se investicija povrne (Acharya V. Viral et al., 2007, str. 5). To je najnižje od vseh opazovanih obdobj v zadnjih enainvajsetih letih. Še v letu 1989 je to pokritje znašalo 11,5 % in v letu 1987 13 %. Kar za leto 1989 pomeni, da so se investicije v te naložbe povrnile v 8,7ih letih.

Slika 16: Relativne cene, ki so jih skladi DZDD plačali za prevzeme podjetij, merjene s kazalnikom EBITDA / Investicija: nepopravljenim in popravljenim za trenutne tržne večkratnike S&P 500 (dobiček/tečaj)



Vir: Acharya V. Viral et al., *Private Equity: Boom and Bust?*, 2007, str. 5

Vso analizo pa se lahko prilagodi trenutnim razmeram na trgu z upoštevanjem trenutnih tržnih cen in večkratnikov na borzi. V ta namen se je upoštevalo večkratnike dobičkov vseh delnic, vključenih v indeks S&P 500 (dobiček glede na trenutno ceno delnic). Ta popravek nam omogoči upoštevati vrednost, ki jo trenutno trg pripisuje eni enoti dobička. Delež dobička v ceni delnice je bila tako leta 2006 v povprečju na trgu 6 %. Razmerje med EBITDA in investicijo popravljen s povprečnim tržnim deležem dobička je tako leta 2006 znašalo vsega 4 %. Popravljen razmerje za leto 1988 je znašalo 6 %, za leto 1989 pa 5 %. V najboljših letih je to razmerje znašalo okrog 11–13 %. Iz tega sledi, da je ta kazalnik sedaj zgodovinsko na najnižji vrednosti in zelo odstopa od zgodovinskega povprečja. Cene, ki se dosegaajo pri prevzemih podjetij s strani skladov DZDD, so visoke ne samo same po sebi, ampak tudi glede na trenutne cene na borzi. Visoke cene glede na ustvarjen dobiček naložbe in glede na trg so vsekakor posledica trendov na kreditnih trgih in samega strukturiranja investicij skladov

DZDD z veliko vzvoda. Zmagovalci takega trga niso skladi DZDD, ampak prodajalci podjetja, v katera investirajo skladi DZDD.

Podobnosti v ekonomskih ciklih torej še kako obstajajo, čeprav bi lahko za sedanjo situacijo rekli, da je dosegla še bolj ekstremne vrednosti, kot je to bilo v poznih osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Kaj torej sledi? Občutni rasti cen, po katerih skladi DZDD kupujejo svoje naložbe, sledi njihovo znižanje. Seveda je to odvisno od likvidnosti v finančnem sistemu od stopnje konkurence med samimi skladi in razpoložljivosti naložb. Popravek cen se je v zgodnjih devetdesetih letih zgodil, večkratniki cen so padli za tretjino. Večkratnik EBITDA glede na investicijo se je znižal iz 7–8 krat na 5–6 krat. Znižal se je tudi vzvod, delež dolga je padel iz 90 % na 80 % (Kaplan, 1993, str. 215–246). K temu bi lahko dodali še ugotovitev glede uspešnosti velikih prevzemov podjetij s strani skladov DZDD v letih od 1985 do 1989. Uspešnih je bilo le 47 % velikih prevzemov.

Dodaten argument, da ekonomski cikli še kako vplivajo na sklade DZDD in na njihovo investicijsko politiko, lahko dobimo v CEPRESovi (t.j. Center of Private Equity Research) študiji (Calanog Victor, 2006, str. 5). V tej študiji so ugotovili, da se ob 100 % povečanju sredstev skladov DZDD, predvsem ob ciklih rasti, povečajo njihove investicije za 62,2 %, njihove investicije v obstoječa podjetja pa za 91 %. Po njihovem modelu se ob 100 % povečanju hitrosti investiranja zmanjša donos na celotno investicijo (ang. *ROI - return on investment*) za 35,8 %. Vse to se dogaja zaradi "investicijskega pritiska", ki ga upravljavci čutijo s strani investitorjev še posebej v obdobjih velike rasti. Nemalokrat temu podležejo z mrzličnim iskanjem tarč in investiranju za vsako ceno. Investicijskemu pritisku so bolj odporni veliki in uveljavljeni skladi DZDD, zato se ti pri izbiri naložb lažje odločijo in na dolgi rok dosežejo boljše donose.

Na koncu se zgodi, da tisti upravljavci, ki so izdali sklad v obdobju rasti, dosežejo slabše rezultate. Verjetnost, da bodo ti upravljavci izdali nove sklade DZDD, je veliko manjša (Kaplan S., Schoar A., 2003, str. 30). V študiji je prikazano, da so slabši rezultati skladov DZDD v obdobjih krčenja predvsem posledica vstopa novih upravljavcev in ne toliko slabših donosov obstoječih uveljavljenih upravljavcev. Nadalje, uveljavljeni, najboljši upravljavci izdajajo sklade počasneje. Vsi tisti, ki izdajajo sklade hitreje, dosegaajo na splošno slabše donose.

V tem poglavju je bil analiziran predvsem vpliv ekonomskega cikla na sklade DZDD, ki niso skladi TK, kajti za te prve so podatki o cenah veliko bolj dostopni, kot za te druge. Ugotovljeno je bilo, da ekonomski cikel še kako vpliva na investiranje skladov, na ceno, ki jo ponudijo in na razpoložljivost naložb. To pa ne pomeni, da isto ne velja za sklade TK, vendar je vpliv težje merljiv. V poznih sedemdesetih letih prejšnjega stoletja, ko ni bilo še veliko skladov TK, so le-ti dosegali boljše donose, ker med njimi ni bilo veliko konkurence. V zgodnjih osemdesetih letih, ko se je pojavilo zelo veliko skladov TK z veliko sredstvi, so njihovi donosi padli. V tem obdobju so bili uspešnejši skladi PP (Fenn W. George et al., 1996, str. 60). Ponoven vzpon so dosegli ob prelomu tisočletja z internetnim boomom, ko so se pojavili številni skladi TK z veliko sredstvi na eni strani in veliko novonastalimi podjetji z malo možnosti preživetja na drugi. Na koncu se je to izkazalo v donosu, ki so ga dosegli. Skladi TK, ki so investirali v novoustanovljena podjetja v letih 2000 in 2001, so v petih letih dosegli povprečno zgubo v višini -5,4 %. Skladi iz te skupine so drugače v povprečju v zadnjih dvajsetih letih do septembra 2006 dosegli 20,50 % donos, v zadnjih desetih letih pa celo 38,30 % donos (NVCA Report, 29. 01. 2007, str. 2).

2.3.1 Časovno usklajevanje proti "cost averagingu"

Pri navadnih vzajemnih skladih je že navada, da se ob pregledu njihove uspešnosti upošteva dvoje: izbira posameznega vrednostnega papirja in časovna usklajenost. Časovno usklajevanje (ang. *market timing*) se je tako vedno imelo za enega pomembnejših delov pri sestavljanju portfelja. Še zdaleč ni nepomembno, kdaj se vstopi v določeno naložbo. Ekonomski cikli, kot že povedano, vplivajo na ceno in kvaliteto potencialnih naložb. Ko so trgi zelo optimistični je zelo pomembno izbirati kvalitetne naložbe in biti zelo selektivni. Ko so trgi pesimistični pa je bolje biti bolj fleksibilen. Vse to naj bi veljalo bolj za klasične investicijske skupine in nekoliko manj za sklade DZDD. Ti namreč investirajo na zelo dolgi rok in zato se ne bi smeli ozirati na kratkoročne nihaje. Zanje bi morala biti bolj pomembna usklajenost portfelja in ne kratkoročno taktično investiranje (Meyer, 2005, str. 92). Kljub temu trenutno stanje na kapitalskih trgih ima še kako pomemben vpliv tako na plačano ceno kot tudi končno donosnost naložbe (Acharya V. Viral et al., 2007, str. 4). Po zadnjih raziskavah, je časovno usklajevanje pomembno predvsem pri skladih TK in nekoliko manj pri skladih PP, kjer igra večjo vlogo izkušnost upravljavcev (Schmidt D. et al., 2004, str. 4). Večja kot je, večja je verjetnost za boljši donos sklada. Ob podrobnejšem pogledu pa izkušnost upravljavcev vpliva na časovno usklajevanje, ki ga bo zavzel določen sklad.

Nekateri skladi se tako odločajo za uporabo tako imenovanega "*cost averaginga*" (slo. povprečka nakupov). V kolikor se investira večkrat v določeno podjetje oz. večkrat v sklade DZDD, se povprečno vloži manj, kot če se vloži vse v enem znesku (Constantinides G., 1979, str. 448). To posledično pripelje do boljših donosov, ki so večji, večja kot je volatilitnost trgov (Milevsky Moshe Arye, Posner E. Steven, 1999, str. 19). "*Cost averaging*" je vseeno lažje vpeljati pri klasičnih investicijskih skupinah, kot so delnice ali pa vzajemni skladi. Pri naložbah skladov DZDD je to nekoliko težje, ker omenjene naložbe ne kotirajo na borzah, če pa že, skladi DZDD prevzamejo celotno premoženje. Najlažje se ta pristop lahko uporablja pri investicijah v novonastala podjetja, torej pri skladih TK. Za ta podjetja je značilno, da zbirajo sredstva večkrat, odvisno od njihovih potreb. Slabša situacija na kapitalskih trgih vsekakor vpliva tudi na trenutno ceno naložbe. Pri skladih TK je značilno, da vanje vstopi samo en sklad TK ali pa več skladov TK. V zadnjem primeru tisti skladi TK, ki so vstopili kot prvi investitorji, postavljajo določene omejitve glede kasnejših zbiranj kapitala s strani podjetja, tako glede višine kot cene. Želijo se namreč zaščititi pred razvodenenjem kapitala, to je pred izgubo ali zmanjšanjem kontrolnega oz. kapitalskega deleža v podjetju.

Skladi skladov DZDD uporabljajo "*cost averaging*" tako, da razpršijo po več naložbah z različnim letom pričetka investiranja (ang. *vintage year*). Skladi skladov to lažje naredijo, ker vlagajo v druge sklade DZDD, pri katerih se lahko to izbira, pri navadnih naložbah je to nekoliko težje. Vsekakor razpršitev po letu investiranja najbolj zmanjša tveganje, ki izhaja iz dragih nakupov po visokih večkratnikih v visokih obdobjih.

Povpreček nakupov proti časovnemu usklajevanju s seboj pripelje manjšo možnost čustvenega reagiranja. Temelji na racionalni odločitvi, da se v vsakem obdobju nekaj kupi, medtem ko je pri časovnem usklajevanju vse odvisno od upravljavca in njegovega razpoloženja. To pa je odvisno od trenutnega stanja na trgu. Upravljavec tako ni vedno racionalen (Meyer, 2005, str. 92).

3 UPRAVLJANJE Z LIKVIDNOSTJO

Investicije v sklade DZDD in investicije samih skladov DZDD predstavljajo do določene mere velik izziv, ker so to investicije na zelo dolgi rok. To pripelje s sabo nelikvidnost. Čeprav bi za sklade DZDD lahko rekli, da so v njihovem memorandumu točno zapisane obveznosti investitorjev po nakazilu sredstev na eni strani in razdelitvi kupnin s strani sklada na drugi strani, je njihovo delovanje veliko bolj kompleksno. Skladi DZDD, ki investirajo v posamezna podjetja, se do teh zavežejo, da bodo poleg obljubljenih začetnih investicij spremljali njihove dodatne potrebe. Vse to lahko prinese do stanj, ko sklad tega ni sposoben narediti, zaradi primanjčovanja sredstev. Na drugi strani lahko tudi sami investitorji zahtevajo vračilo investiranega denarja, vendar je to veliko težje in vsekakor določeno vnaprej s ponudbenim memorandumom. V ekstremnih situacijah lahko pride do potrebe po odprodaji naložb.

Upravljanje z likvidnostjo je zato ena od ključnih nalog upravljavca. Niso samo naložbe pomembne, zelo pomembno je tudi, kako ravnamo z likvidnostjo, z neporabljenimi likvidnostjo, z nereinvestirano likvidnostjo. Kljub temu, da nam je cilj porabiti vsa sredstva za naložbe, se velikokrat zgodi, da ostane del likvidnosti neuporabljen. To pa lahko zelo zmanjša končni donos sklada. Treba je torej sprejeti odločitve o optimalni ravni rezervne likvidnosti.

V obzir je potrebno vzeti predvidene potrebe po likvidnosti, razpoložljivost virov, upravljanje s prosto likvidnostjo in časovne vidike. Za uspešno upravljanje z likvidnostjo in posledično za doseganje višjega donosa je potrebno ne samo kvantitativno planiranje in izkušnost pri finančnem inženiringu temveč tudi sposobnost presoje in disciplina. Samo discipliniran pristop vodi do boljših rezultatov.

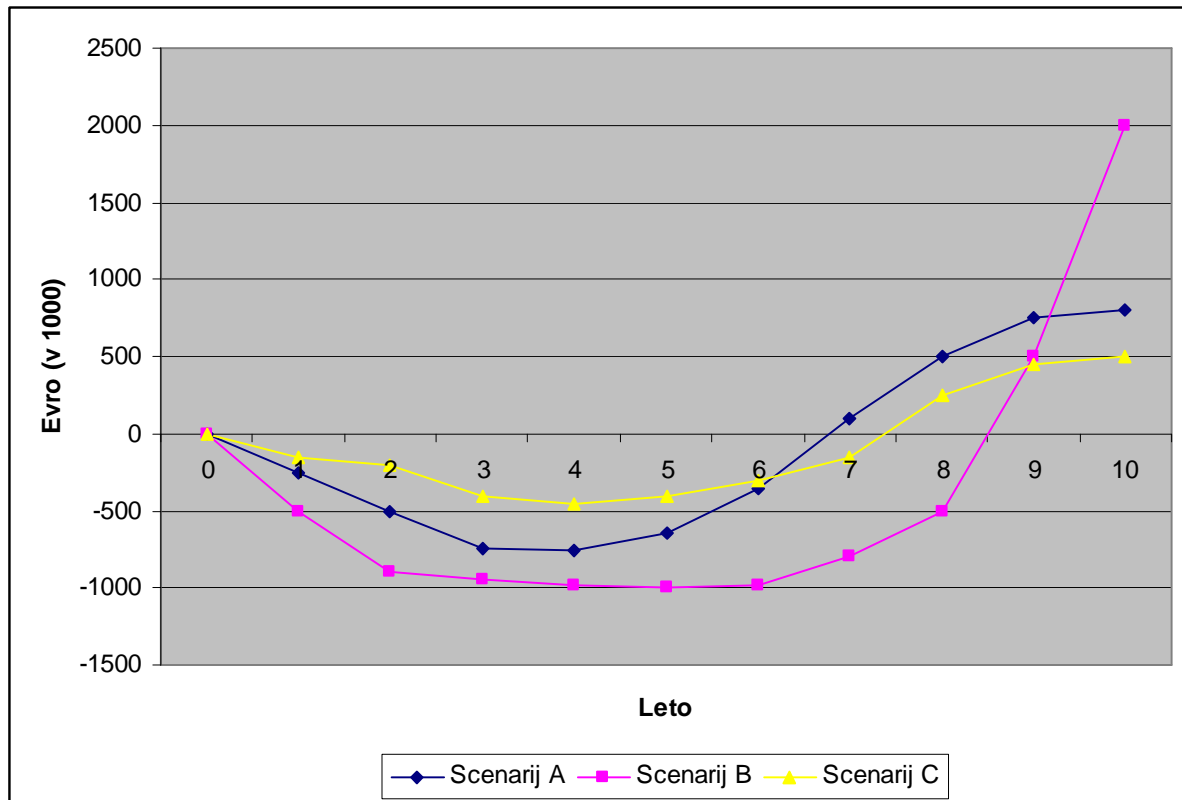
Pri večjih skladih DZDD, še posebej pri skladih z bolj razpršenimi naložbami ali pa starejših skladih, je problem likvidnosti veliko manjši. Pri teh obstaja večja verjetnost, da bodo le-ti prišli prej do denarja, v kolikor bo potrebno. Za mlajše sklade DZDD je to veliko večji problem. Napake, ki so storjene v prvih letih delovanja sklada DZDD, zaznamujejo celotno obdobje delovanja.

V povprečju imajo skladi DZDD po treh letih delovanja investiranih 56,9 % vseh sredstev in šele po 6 letih 90,5 % vseh sredstev (Ljungqvist A. et al., 2003, str. 30). Veliko je tudi takih, ki niso nikoli investirali več kot 60–70 % sredstev. Vrsta sklada DZDD je pri tem še kako pomembna. Skladi PP in mezzanine skladi tipično investirajo hitreje, v enem do dveh letih, skladi TK pa čez 4–5 let. Vse je seveda odvisno tudi od trenutne situacije na trgu. Če se upošteva tudi, da v povprečju skladi DZDD izkažejo pozitiven IRR šele po osmih letih delovanja, je problem likvidnosti še toliko večji. Tudi sama likvidacija naložb pogosto poteka v naravi, to je z razdelitvijo delnic investitorjem. Še posebej je to prisotno pri skladih TK. Sam sklad mora tako s prostimi denarnimi sredstvi ravnati zelo preudarno.

Planiranje je obvezno. Tako sta Takahashi in Alexander (2001, str. 3) razvila "model Yale", ki govori o več možnih scenarijih. Večinoma pa že trije pokrijejo veliko večino možnosti. Scenarij A predpostavlja, da se prva tri leta enakomerno investira v naložbe, v 6., 7., 8. in 9. letu pa se dezinvestira. V primeru B se večino naložb izvede v prvem letu, dezinvestira pa v 8., 9. in največ v 10. letu. V primeru C se investira prva 4 leta, dezinvestira pa zadnja 4. Ti trije scenariji prinesejo s seboj zelo različne potrebe po likvidnosti in končne donose ob enaki predpostavki samega donosa investiranega in neinvestiranega dela. Simulacija omenjenega modela nam dejansko pokaže, kakšni so verjetni scenariji denarnih tokov. Glede na to, da so si odlivi in prilivi med sabo zelo daleč, če pride do eksternih šokov ali pa odpovedi

investitorjev, je potrebno biti nanje pripravljen. Rezervna likvidnost, kreditne linije ali pa sekundarne transakcije nam omogočijo premostitev likvidnostnih težav. Primer neustreznega ravnanja z likvidnostjo je zgoraj že omenjeni sklad Carlyle.

Slika 17: Scenariji kumulativnih denarnih tokov skladov DZDD



Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, *Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, 2007, str. 12

Pri skladih skladov je ta problem nekoliko drugačen. Oni so tisti, ki investirajo v druge sklade, zato morajo imeti pripravljeno likvidnost v primeru, da jih le-ti pozovejo za vplačilo. V kolikor zavezanega plačila ne naredijo, imajo zelo velike sankcije ne samo v obliki nadaljnjih vlaganj ampak tudi glede na že realizirana vlaganja. Kot že rečeno, skladi porabijo kar nekaj let, da vse investirajo, zato je za sklade skladov zelo težko predvideti, kdaj bodo pozvani za vplačilo. Poziv se ponavadi zgodi le nekaj tednov pred potrebo po denarju. Skladi skladov morajo tako biti stalno pripravljene tudi na zelo dolga obdobja več let in istočasno skrbeti za optimalno oplenjenje sredstev v čakanju. Donosi, ki jih skladi skladov na koncu dosežejo, se med sabo zelo razlikujejo, odvisno od njihove spretnosti. V ta namen se velikokrat odločijo za prepis skladov DZDD, da njihova sredstva prej preidejo v delovanje. Preplačilo je odvisno od statističnih podatkov in ponavadi znaša od 110 do 120 % (Meyer, 2005, str. 121). Seveda je za preprečitev negativnih učinkov preplačila smiselna razpršitev med skladi z različnimi leti ustanovitve. Večja kot je razpršitev, več je možnosti, da posamezni skladi ne bodo zahtevali preplačila naenkrat.

$$\text{Preplačilo} = \frac{\text{Podpisane zaveze o investiranju}}{\text{Razpoložljiva sredstva za investiranje}}$$

Tako skladi skladov DZDD kot skladi sami lahko zmanjšajo likvidnostno tveganje in ob enem prisostvujejo k donosom DZDD z investiranjem v kotirajoče sklade DZDD. Teh je sicer manj,

ampak omogočajo hiter izstop, v kolikor bi se potrebovala likvidnost. Druga možnost je, da se od drugih skladov DZDD odkupi deleže preko sekundarnih transakcij. Te investicije so bližje odprodaji, zato obstaja pri teh večja možnost priti do likvidnosti. Vendar je pri sekundarnih transakcijah potrebno biti previdni, ker so lahko to nasedle naložbe.

Pri upravljanju z likvidnostjo je na koncu zelo pomembno tudi zavarovanje pred valutnimi tveganji. Velika nihanja med svetovnimi valutami lahko zelo močno vplivajo na končni donos. Ameriški skladi, ki so v zadnjih letih investirali zunaj ZDA, so lažje dosegli nadpovprečne donose zaradi strmega padca dolarja. Na tako dolgi rok kot delujejo skladi DZDD pa se je skoraj nemogoče zavarovati. Tudi zaradi tega se lahko upravljavci zavestno odločijo v korist ene regije.

3.1 Izzivi upravljanja z likvidnostjo

Upravljanje z likvidnostjo se na prvi pogled ne zdi tako pomembno kot izbira in upravljanje samih naložb sklada DZDD, vendar je za uspešno in še posebej donosno delovanje sklada še kako pomembno. Trenutna finančna kriza je postavila v težko situacijo ne samo sklade DZDD, ampak tudi investitorje. Dogaja se, da investitorji zavestno ali pa zaradi nezmožnosti niso kos svojim zavezam proti skladom. To lahko pripelje do zelo velikih težav samega sklada in na koncu lahko tudi do propada sklada. Vsak upravljavec si želi imeti čim bolj zanesljive investitorje s čim bolj "globokimi žepi", da ne bi imel neprijetnih presenečenj. Skladi DZDD tako namerno postavljajo določene selektivne omejitve tako pri izbiri investitorjev, kot pri zahtevkih o minimalni dobi držanja sredstev v skladu. Večje omejitve si lažje privoščijo uveljavljeni in večji upravljavci. Namen vsega tega je optimizacija vrste investitorjev, ki bodo zares vlagali na dolgi rok, bodo zanesljivi in ne bodo odvisni od zunanjih šokov.

Ob vsem tem se vrnemo na samo uveljavljenost skladov. Bolj kot so uveljavljeni, bolj jim investitorji zaupajo. Informacijske asimetrije v škodo investitorjev je manj, zato je lažje upravljavcem izbrati investitorje. To pripelje do paradoksa, ko uveljavljeni upravljavci sploh ne postavljajo omejitev, ker imajo zagotovljeno bazo zanesljivih investitorjev (Lerner J., Schoar A., 2002, 33). Imeti čim bolj trdne investitorje, mora biti cilj vsakega dobrega upravljavca.

4 TVEGANJA IN NJIHOVO OCENJEVANJE

Ocenjevanje tveganj pri skladih DZDD ni enostavno početje zaradi same narave in delovanja skladov. Predpisi Basla II, ki se podrobneje ukvarjajo s tveganji, ki jih srečujejo banke pri svojem poslovanju, trenutno predstavljajo enega najbolj sistematičnih pristopov k ocenjevanju in obvladovanju tveganj. Skladov DZDD kot investicijske skupine se predpisi le malo dotikajo. Bankam predpisujejo le, koliko rezervacij oz. kapitalske ustreznosti morajo imeti v primeru, da posedujejo določen znesek skladov DZDD.

Težko je tudi določiti, katera tveganja so za sklade DZDD bolj značilna. Kreditna ali tržna tveganja? Obstajajo elementi obeh tveganj. Skladi DZDD ponavadi ne propadajo. Sestavljeni so namreč iz več naložb v podjetja, za katere so najeli pogosto zelo velike kredite. V ta namen, za pridobitev kredita, zastavijo delež v podjetju. Sklad točno ve, kateri kredit je za kaj vzel. V kolikor ne more odplačati kredita, mu banka proda delež v podjetju in se tako poplača. Seveda sklad ni mogel poplačati obveznosti zaradi slabega upravljanja z likvidnostjo, vendar

banka odproda točno določeno investicijo. Na drugi strani so tukaj še skladi TK, ki vlagajo v novonastala podjetja. Ta ponavadi nimajo dovolj zagonskega kapitala, da bi normalno poslovala. Stroški so veliko večji od prihodkov, banke jim zaradi tega ne odobrijo kredita. Tehnično so ta podjetja v stečaju, vendar skladi TK vlagajo vanje, ker verjamejo v njihovo uspešnost na dolgi rok. Skupno ima lahko sklad več takih slabih investicij oz. investicij v novonastala podjetja, ki bodo na koncu vplivale na skupen donos sklada. Prav zaradi tega za investitorja, ki vlaga v sklad, ne bi mogli trditi, da mu sklad predstavlja kreditno tveganje. Na koncu investitor iz sklada vseeno nekaj iztrži, kakšen bo donos oz. izguba, pa je drugo vprašanje. Za banko kot kreditodajalca je seveda to kreditno tveganje.

Vseeno obstajajo "rating" agencije, ki ocenjujejo kreditno tveganje določenih skladov DZDD, vendar moramo kreditno tveganje vzeti kot tveganje, ki ga nosijo predvsem investitorji kot vlagatelji. Ti pa se z investicijskim memorandumom zavežejo, da bodo vlagali na zelo dolgi rok, 10–12 let. Na dolgi rok je težko govoriti o kreditnem tveganju.

Na drugi strani obstaja tržno tveganje. To je tveganje, ki ga s sabo prinesejo spremembe tržnih tečajev. Tudi te lahko pripeljejo do izgub. Normalno je, da za sklad DZDD obstaja neko tržno tveganje, ker lahko sklad ob likvidaciji izkazuje izgubo. Vendar tudi to ni čisto tržno tveganje. V obdobju delovanja sklada, še posebej na začetku, je zelo težko govoriti o neki tržni vrednosti, ko pa večina naložb, če že ne vse, ne kotirajo na borzi in jim ni mogoče določiti tržne cene. Ne samo, da jim ni mogoče določiti cene, tudi vse transakcije, ki jim skladi imajo, so večinoma nejavne. Skladi DZDD vrednotijo naložbe v intervalih, npr. mesečno, četrtno, polletno, ali pa ko pride do določenega pomembnega dogodka in zato uporabljajo modele vrednotenja. Vrednotenje je opravljeno s strani analitikov, kar je lahko zelo subjektivno. Pogosto se uporablja diskontiranje denarnih tokov na zelo dolgi rok, za kar se lahko pojavijo zelo velika odstopanja pri stopnjah rasti in obrestnih merah, da o možnosti predvidevanja poslovanja za novonastala podjetja niti ne govorimo. Torej to ni prava tržna cena, se dnevno ne spreminja in lahko zelo odstopa od realne cene, kar je odvisno od modela. Pri oblikovanju tržne cene je prisotnih zelo veliko kupcev in prodajalcev, za katere se domneva, da so se racionalno odločili in upoštevali vse razpoložljive informacije. Vse to manjka pri naložbah skladov DZDD.

Za investitorje in tudi sam sklad DZDD, ki ima karakteristike naložb v delnice in obveznice, je težko govoriti o čistem kreditnem ali tržnem tveganju. To so investicije na zelo dolgi rok, ki jim pravimo "kupi in drži" investicije. Donos prihaja preko dolgoročne sposobnosti razvijanja naložbe, ustvarjanja dodane vrednosti in uspešnega izhoda iz naložbe. Za sklade DZDD, je bolj kot striktno poznavanje tveganj in njihove zvrsti, pomembna sposobnost prepoznavanja skritega potenciala posamezne naložbe. Thomas Meyer (2007, str. 329) enači upravljanje sklada DZDD s procesom vinarjenja, kjer so za dobro vino pomembne vse faze od zorenja grozdja do končne prodaje vina kupcu. Metodologije za določitev ekonomske vrednosti posamezne naložbe imajo veliko skupnega s tehnikami določanja kreditnega tveganja. Po Baslu je potrebno vzpostaviti notranji sistem razvrščanja tveganj za vsako naložbo. To pomeni oceniti in razvrstiti vsako naložbo na podlagi podatkov o: vrsti podjetja, moči vodstva, sektorski dinamiki, finančni moči, rezultatih iz poslovanja, pričakovanih izstopnih strategijah, tržnih razmerah in drugih pomembnih faktorjih (Basel Committee on Banking Supervision, Risk sensitive Approaches for Equity Exposure in the Banking Book for IRB Banks, 2001, str. 32–34).

4.1 Upravljanje s tveganji

Zaradi vsega povedanega je upravljanje s tveganji zelo težko. Zelo težko je sprejemati investicijske odločitve, ker primanjkuje točnih podatkov, če pa že so, so stari in je njihova kvaliteta vprašljiva. Industrija skladov DZDD se zelo hitro razvija in dosega velike vrednosti, temu primerno se tudi zakonitosti obvladovanja tveganj zelo spreminjajo.

Upravljanje s tveganji, kot samostojna organizacijska funkcija je tako postavljeno pod vprašaj zaradi več dejavnikov.

- Pri skladih TK **finančni modeli temeljijo na seriji močnih predpostavk**, ki jih v realnem svetu težko upravičimo. Pri teh skladih, ko se odkrije problem, je večinoma prepozno.
- **Upravljanje s tveganji ima največ pomena na začetku** v prednaložbeni fazi, ko je portfelj v formiranju.
- Oddelek tveganja potrebuje za svoje delovanje **informacije, ki jih je težko ali skoraj nemogoče dobiti** na trgu. Ponavadi se jih dobi pri samem vodstvu investiranega podjetja. Take informacije so lahko neuporabne, ker je potrebno oceniti prav delovanje vodstva investiranega podjetja. Dodatni skrbni pregled pa je zelo drag in vprašanje je, če bomo dobili dodatne koristne informacije.
- Dodatno **spremljanje naložb je že zagotovljeno** z dejstvom, da v sklad DZDD ali celo v podjetje investirajo v veliki meri tudi sami upravljavci in bodo le-ti zaradi tega veliko bolj budno spremljali naložbe, v katere so investirali. Prav preko tega mehanizma imajo investitorji večje zagotovilo, da se upravljavci ne bodo poskušali okoristiti.

Tabela 7: Vloga oddelka upravljanja s tveganji

Področje delovanja oddelka upravljanja s tveganji	Naloge oddelka upravljanja s tveganji
Upravljanje s tveganji	Vzpostavitev politik upravljanja s tveganji
	Vzpostavitev pristojnosti
	Vzpostavitev limitov
Merjenje tveganj	Optimizacija portfelj / likvidnost
	Strategija prepisa
	Pregled operativnih tveganj
Kontrola tveganj	Priprava poročila
	Izpostavitev izjem
	Prevetritev limitov in korektivnih akcij
Usklajenost z zakonom in pravilniki	Pregled poštenosti vrednotenja
	Pregled koncentracijskih kazalnikov
	Pregled nakazil in vračanj investiranih sredstev
	Preprečitev trgovanja z notranjimi informacijami
	Priprava poročila o usklajenosti

Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds, 2007, str. 75

Vloga oddelka upravljanja s tveganji, v kolikor obstaja, se zaradi zgornjih problemov pogosto zmanjša na poročevalno funkcijo. Po drugi strani se skladi DZDD odločajo za formiranje tega oddelka tudi zaradi zakonodaje, še posebej če so upravljavka podjetja v lasti bank

zavarovalnic in pokojninskih skladov. Vseeno je kontrola in upravljanje s tveganji v današnjem okolju še kako pomembna zaradi različnih razlogov

- Čeprav je vrednotenje naložb sklada DZDD zelo težavno in kompleksno, lahko oddelek upravljanja s tveganji **preveri dosledno uporabo izbrane metode vrednotenja**, njeno konsistentnost ter transparentnost sprejemanja odločitev na podlagi vrednotenja.
- Investitorji imajo možnost, da preko naložbenih odborov pridejo do notranjih informacij o kotirajočih podjetjih in se jih okoristijo. **Funkcija skladnosti z zakonodajo** in pravilniki je tukaj pomembna.
- Upravljavci sklada se ponavadi osredotočajo na posamezne naložbe. S povečanjem naložb je težje in bolj kompleksno upravljanje celotnega portfelja. Tukaj oddelek tveganja skrbi za kontrolo vseh naložb ali drugače povedano, **pridobi se velika slika o trenutnem stanju**.
- Neodvisna funkcija upravljanja s tveganji **poveča profesionalnost in zmanjša tveganje**. Pripomore se k nadzorovanju predrznih dejanj upravljavcev. Postavijo se najboljše prakse pri upravljanju, ki omogočajo merjenje uspešnosti in izdelavo projekcij v prihodnost neodvisno od upravljavcev. Nadalje poskrbi upravljanje s tveganji, da se spoštuje limite in diskutira o naložbah na naložbenih odborih.
- Največ nevarnosti pri skladih DZDD prihaja **v primeru konflikta interesov** med upravljavci in investiranim podjetjem. To povzroči, da sklad sprejema neoptimalne rešitve, ki niso v korist investorjev.
- Neodvisni oddelek upravljanja s tveganji zagotavlja, da se **spoštuje interne standarde**, ko na trgu trenutno ni dovolj kvalitetnih naložb. Tveganja so lahko tudi pri nespoštovanju standardov ob opravljanju skrbnega pregleda, kar vodi do neoptimalne naložbe.

Upravljavci skladov se morajo zavedati, da je formalizirana in dejansko vpeljana kvalitetna funkcija upravljanja s tveganji še kako pomembna. Pomembna je ne samo za dobro poslovanje sklada, pomembna je tudi za investitorje. Investitorji so že zaščiteni z zgoraj omenjenimi klavzulami investicijskega memoranduma, a vseeno lahko zaradi nepoznavanja upravljavcev sklada pride do informacijske asimetrije, ki v določenih primerih predvsem pri manj poznanih in novih upravljavcih ne pripelje do investiranja v sklad zaradi strahu pred moralnim hazardom in konfliktom interesov. Tega se morajo upravljavci zavedati. Transparentnost, sistematičen pristop in profesionalnost so še kako pomembni. V nasprotnem primeru bodo še posebej investitorji pod institucionalnim nadzorom, kot so banke, zavarovalnice in pokojninski skladi, ampak tudi ostali raje izbirali le bolj uveljavljene sklade DZDD oz. sklade skladov DZDD. Skladi skladov naj bi že po definiciji razumeli in nadzirali tveganja. Izziv upravljanja s tveganji pri skladih DZDD ostaja, ker to predvideva sproščeno komunikacijo znotraj organizacije, kar pa je v nasprotju s samim okoljem, kjer skladi delujejo.

4.2 Izračun tveganj

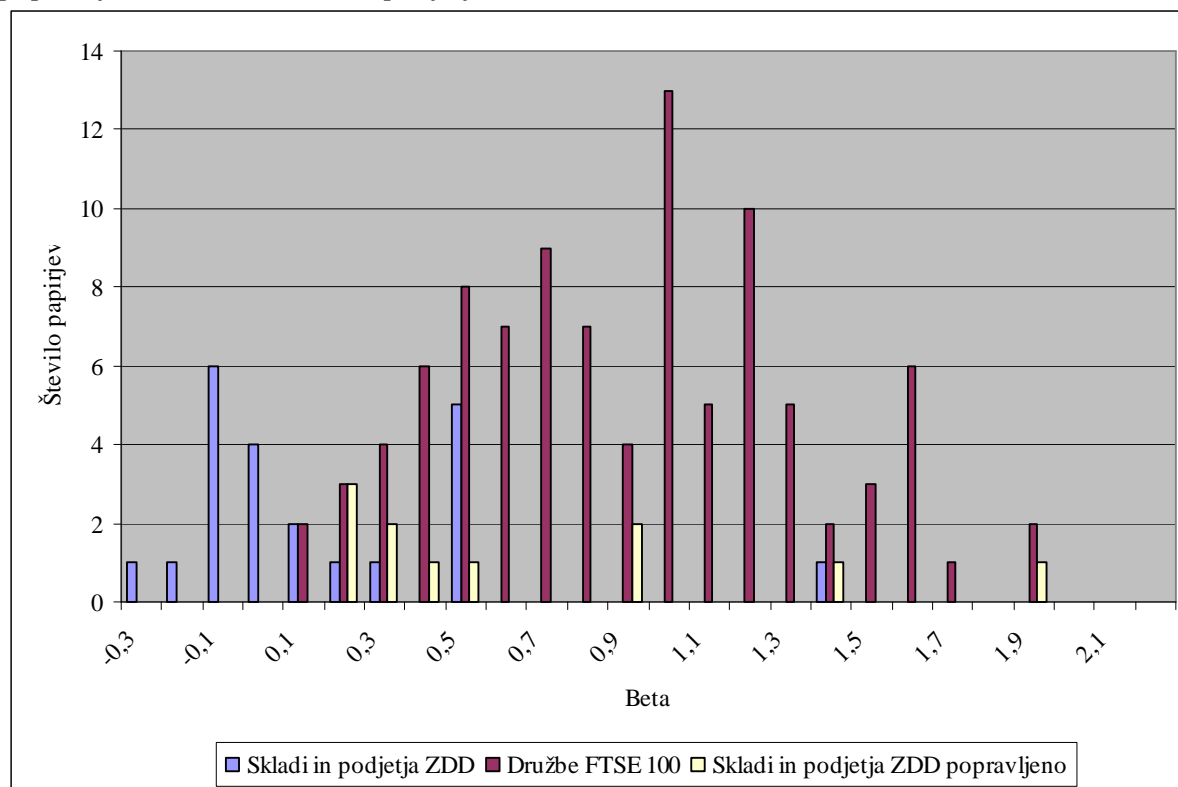
Iz vsega povedanega sledi, da je konkreten izračun tveganj zelo težaven. Najpogostejša metoda za izračunavanje tržnega tveganja je uporaba VARa (ang. *value at risk*). Metoda VARa predvideva dnevno izračunavanje absolutnega odstopanja vrednosti portfelja zaradi nihanj v tržnih tečajih. S tem lahko vsak dan vidimo, koliko je naš portfelj tvegan v absolutnem smislu. To je seveda mogoče za kotirajoče vrednostne papirje in ne za naložbe

skladov DZDD. Ob prilagoditvi metode naložbam DZDD in pogostejšemu vrednotenju naložb se to lahko uporabi tudi pri skladih DZDD. Napake so seveda pogostejše.

Za izračun VARa se lahko uporablja poročane vrednosti naložb ali pa vrednotenje naložb po izbranem modelu. Sklad DZDD poroča vrednosti naložb najpogosteje na podlagi neto sedanje vrednosti (v nadaljevanju NSV), ki naj bi izražala pošteno vrednost naložbe. Ta vrednost je lahko zelo oddaljena od tržne vrednosti, še posebej v začetnem obdobju, kjer se kot podlago vzame knjigovodsko vrednost naložbe. V primeru večkratnih investicij v določeno podjetje, se kot reprezentativno vzame zadnjo vrednost. To je še posebej prisotno pri skladih TK. Oddelek upravljanja s tveganji se lahko odloči, da bo uporabil določen model. Obstajajo primeri, ko se uporabi tržne kazalnike kotirajočih majhnih podjetij iz določenega sektorja, ki naj bi bili tudi najbolj primerljivi z naložbami skladov DZDD. Uporaba tržnega količnika tečaja glede na dobiček na delnico proti dobičku našega podjetja (ang. *P/E - price earnings*) nam pove približno vrednost naše naložbe (npr. 3i PLC, 2002). Tudi to zahteva prilagoditve, še posebej za podjetja, ki ne ustvarjajo dobička.

Glede tveganosti skladov in naložb DZDD si lahko pomagamo z analizami rating agencij, ki ne analizirajo samo podjetij za upravljanje skladov DZDD, ampak predvsem izdane dolžniške papirje s strani skladov DZDD. Skladi DZDD vse pogosteje zbirajo denar preko tako imenovanih CFOjev (ang. *collateralised fund obligation*), namesto da bi najemali posojila direktno pri bankah. Investicijske banke nato razdelijo te CFO obveznice v različne razrede glede na tveganje in nato te prodajo naprej strankam. Razdelitev CFOjev se naredi na podlagi razvrstitve rating agencij glede na tveganost, kar pa je zelo težavno početje, če že ne nemogoče, ker je potrebno upoštevati vse prihodnje nepredvidljive denarne tokove.

Slika 18: Beta za posamezne papirje v indeksu FTSE 100, za sklade in podjetja ZDD ter popravljena beta za sklade in podjetja ZDD



Vir: Tom Weidig, Pierre – Yves Mathonet, *The Risk Profile of Private Equity*, 2004, str. 26

Za investitorje obstajajo še druge možnosti izračunavanja tveganosti samih skladov DZDD. V študiji Driessena (2008, str. 5) že takoj dobimo podatek, da imajo skladi TK beto v višini 3,2, medtem ko skladi PP pa 0,3. Beta je merilo sistematičnega tveganja pri CAPM modelu. To tveganje je povezano z gibanjem trga in ne more biti zmanjšano z razpršitvijo naložb, kot je to značilno za nesistematično tveganje. Če ima finančni instrument beto enako 1, potem je njegova tveganost enaka trgu, prav tako njegovo gibanje sledi trgu v enaki velikosti. V kolikor je beta večja od 1, je njegovo gibanje v obe smeri večje od trga. Predpostavke Driessnove študije so pri tem izračunu dokaj močne, vendar je do podobnih izračunov prišlo še nekaj študij. Že ob samem pogledu na različno distribucijo donosov in visoko standardno deviacijo pri skladih TK, ki je bila omenjena v poglavju 3.2.1, je videti, da je ta zvrst skladov DZDD bolj tvegana. Zaradi tega je potrebno pri funkciji upravljanja s tveganji posvečati večjo pozornost skladom TK. Iz omenjene študije tudi izhaja, da večji skladi ne ustvarijo večje alfe (o. p. večjega donosa ob enakem tveganju), ampak je to zgolj posledica večjega vzvoda, ki ga ti skladi imajo.

Weidig in Mathonet (2004, str. 26–27) sta šla še dlje pri raziskovanju tveganosti skladov DZDD in njihovih naložb. Primerjala sta bete, ki jih izkazujejo kotirajoči skladi in podjetja ZDD proti povprečnim betam iz angleškega borznega indeksa FTSE 100. Od okrog 200 kotirajočih skladov in podjetij ZDD je bila le peščica likvidnih, zato sta morala izračune prilagoditi. Čeprav je težko na podlagi majhnega števila podatkov potegniti jasne ugotovitve, sta onadva prepričana, da so kotirajoči skladi in podjetja ZDD le malenkostno bolj tvegani od drugih kotirajočih podjetij.

Tabela 8: Primerjava tveganosti investicij TK: direktnih naložb, skladov TK in skladov skladov TK

	Direktna naložba TK	Sklad TK	Sklad skladov TK
Povprečni večkratnik	6,2	1,7	1,8
Mediana večkratnika	1,5	1,3	1,7
Standardna deviacija	53,8	1,9	0,5
Najslabši 99. centil	-100 %	-74 %	12 %
Najslabši 95. centil	-100 %	-55 %	26 %
Verjetnost izgube	42 %	30 %	1 %
Povprečna izguba v primeru izgube	-85 %	-29 %	-4 %
Verjetnost popolne izgube	30 %	1 %	0 %
Količnik tveganje - donos	0,1	0,4	1,7

Vir: Tom Weidig, Pierre – Yves Mathonet, The Risk Profile of Private Equity, 2004, str. 6

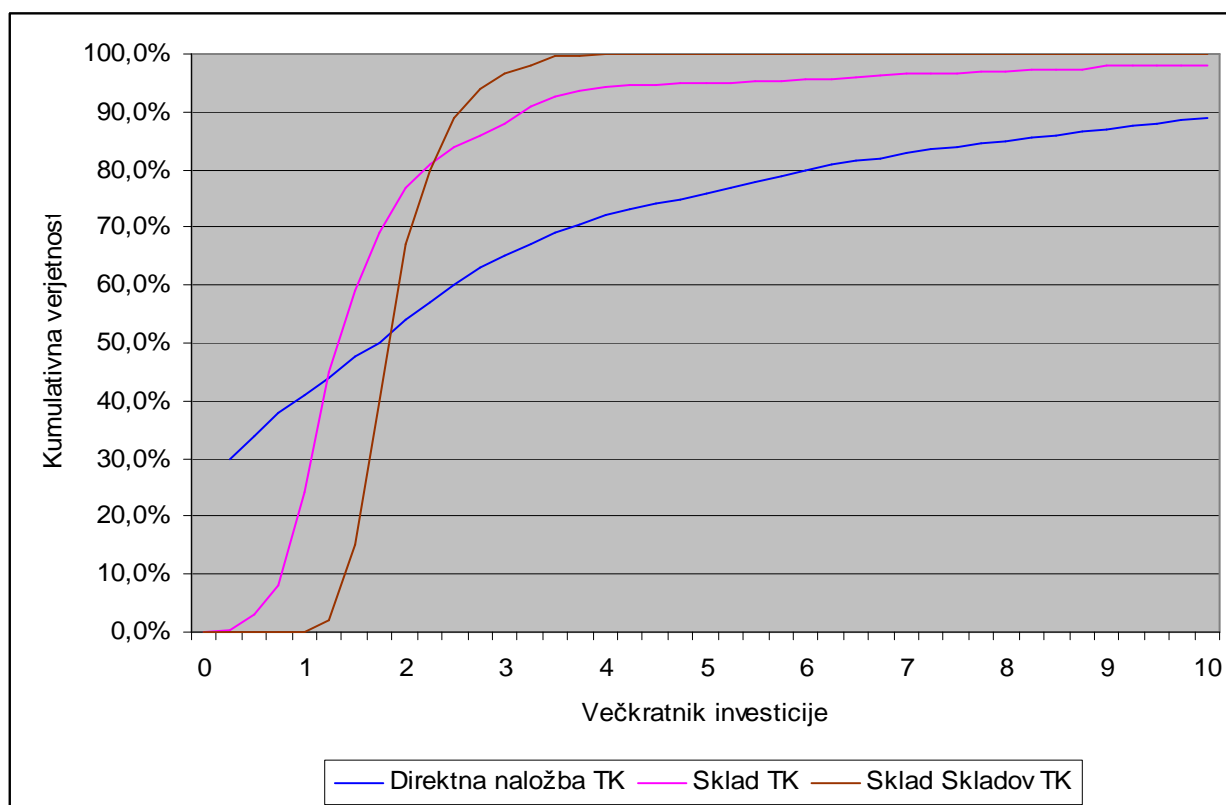
V študiji Weidig in Mathonet (2004, str. 6) prideta do bolj zanimivih zaključkov ob primerjavi posamezne naložbe TK, sklada TK in sklada skladov TK: medtem ko ima posamezna naložba sklada TK 30 % možnosti popolne izgube, ima sklad TK vsega 1 % možnosti popolne izgube, sklad skladov TK pa tako rekoč nima možnosti popolne izgube. V kolikor vzamemo v obzir samo zgubo, ki jo skladi izkazujejo ob likvidaciji sklada, je verjetnost izgube za posamezno naložbo sklada TK 42 %, za sklad TK 30 %, za sklad skladov TK pa 1 %. Izguba znaša v prvem primeru v povprečju 85 %, v drugem 29 % v tretjem pa je povprečna vrednost izgub 4 %. Zanimivo je tudi videti, da imajo po tej študiji imajo največji odnos tveganje – donos prav skladi skladov. Ta količnik, ki meri donos na enoto tveganja, bi lahko primerjali s Sharpovim količnikom. Do podobnih ugotovitev se pride tudi ob ločeni analizi evropskih in ameriških skladov.

Tabela 9: Primerjava skladov in skladov skladov TK in PP za Evropo in ZDA

	Evropski skladi TK		Ameriški skladi TK	
	Sklad TK	Sklad skladov TK	Sklad TK	Sklad skladov TK
Povprečni večkratnik	1,7	1,8	2,5	2,3
Standardna deviacija	1,9	0,5	2,6	0,8
Razmerje donos - tveganje	0,4	1,6	0,6	1,6
	Evropski skladi odkupov		Ameriški skladi Odkupov	
	Sklad PP	Sklad skladov PP	Sklad PP	Sklad skladov PP
Povprečni večkratnik	1,6	1,8	1,7	2
Standardna deviacija	0,8	0,2	1,6	0,7
Razmerje donos - tveganje	0,8	3,1	0,5	1,4

Vir: Tom Weidig, Pierre – Yves Mathonet, *The Risk Profile of Private Equity*, 2004, str. 25

Slika 19: Ocenjevanje tveganosti različnih investicij TK: kumulativne verjetnosti za doseganje večkratnika začetne investicije. Podatki so izračunani na podlagi 5.000 direktnih naložb TK, 300 skladov TK in simulaciji 50.000 skladov skladov TK



Vir: Tom Weidig, Pierre – Yves Mathonet, *The Risk Profile of Private Equity*, 2004, str. 30

V kolikor bi se v pregled vzelo še sklade PP, pride tudi ta študija do že znanih ugotovitev. Skladi PP iz ZDA imajo nižje donose in nižje tveganje glede na ameriške sklade TK. Vseeno je pri obeh količnik donos - tveganje podoben. Pri evropskih skladih PP je drugače, ti izkazujejo v povprečju podobne donose kot skladi TK in veliko manjše tveganje. Prav zaradi tega imajo zelo visok količnik donos - tveganje. Evropski skladi TK imajo ta količnik zelo podoben tako ameriškim skladom TK in skladom PP. Razlog bi najverjetneje našli v dejstvu, da so v preučevanem obdobju skladi TK v ZDA imeli več možnosti vlaganja v novonastala podjetja, kot je bilo to v Evropi. Skladi TK so že po definiciji bolj tvegani. Preseneča predvsem zelo nizka standardna deviacija evropskih skladov PP in s tem zelo nizko izkazano

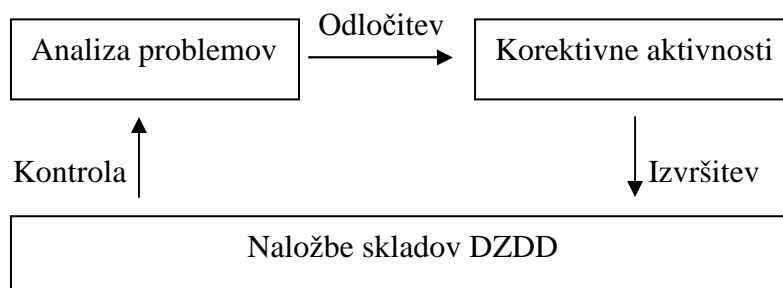
tveganje. Lahko se le špekulira, da je to zaradi dejstva, ker so se prevzemi podjetij v Evropi s strani skladov DZDD pojavili z zamikom glede na ZDA.

Za zaključek poglavja o tveganju se lahko še enkrat poudari, da je zelo težko za oddelke upravljanja s tveganji uporabljati klasične metode izračunavanja tveganj tako metodo VAR za tržna tveganja kot ocene rating agencij za kreditna tveganja zaradi neobstoja tržnih cen in same narave skladov DZDD. V študiji Weidiga in Mathoneta, ki sta vzela v precep celotno investicijsko obdobje skladov DZDD, to je desetih let, so tveganja v zvezi s skladi DZDD zelo podrobno analizirana. Nekatere njune ugotovitve, ki temeljijo, v nasprotju z drugimi študijami, na dejanskih izkazanih donosih in ne na denarnih tokovih, so v nasprotju z novimi pravili Basla II, ki opredeljuje raznovrstna tveganja za banke (Basel Committee on Banking Supervision, Risk sensitive Approaches for Equity Exposure in the Banking Book for IRB Banks, 2001, str. 32–34). Ne samo, da so to investicije, ki se odsvojijo na zelo dolgi rok, ampak med temi investicijami je potrebno razlikovati tako vrsto, ali gre za TK ali PP kot to, ali gre za direktno naložbo, ali pa sklad oz. sklad skladov. Po Baslu II naj bi imelo vse kar je podobno delnicam, pokritje v višini 90 % (ang. *PD/LGD – probability of default, loss given default*; verjetnost insolvence, zguba v primeru insolvence). Tako visoko verjetnost izgube se lahko pri skladih DZDD pripiše le naložbi TK. Te izkazujejo izgubo v 42 % primerov v povprečni višini 85 %. Za sklade TK, kamor banke ponavadi vlagajo, je verjetnost izgube približno 30 %. Za sklade PP pa je verjetnost še nižja, da se o skladih skladov niti ne govori.

5 KONTROLA INVESTIRANIH PODJETIJ

Skladi DZDD so drugačna investicijska skupina proti navadnim investicijam v kotirajoče delnice. Upravljalci skladov morajo imeti potrebne izkušnje in znanja za sledenje in pomoč investiranim podjetjem. Prav zaradi drugačne oblike naložb in načina upravljanja z investicijami skladov DZDD ter upravljanja s tveganji je kontrola nad poslovanjem investiranih podjetij in kontrola celotnega portfelja naložb zelo pomembna. Zaradi informacijske asimetrije se dogaja, da vodstvo investiranega podjetja izvršuje aktivnosti, ki niso v interesu lastnikov. Stalno nadziranje in postavljanje motivacijskih mehanizmov *ex ante* je ključno ne samo za povečanje dobičkonosnosti naložbe, ampak predvsem za preprečevanje izgub naložbe. Upravljalci se ne morejo zanašati samo na informacije, posredovane s strani vodstva podjetja, pa čeprav so zelo pogosto v kontaktu.

Slika 20: Kontrolni sistem



Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, *Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, 2007, str. 272

Kontrola pomeni v osnovi čim bolj rutinsko in sistematično zbiranje informacij na organiziran in načrtovan način. Čeprav imajo skladi DZDD sami po sebi investicije na dolgi rok, ta rok ni vedno tako dolg. V povprečju potrebujejo skladi DZDD 3 leta od ustanovitve, da investirajo

približno 56 % vseh sredstev in 7 let, da investitorjem povrnejo ves začetno vložen kapital (Ljungqvist Alexander et al., 2003, str. 30). Jasno je, da njihove investicije trajajo od 3 do 7 let, povprečno 4 leta. To obdobje ni ravno dolgo za spoznavanje podjetja in njegovega področja delovanja. Zelo pomembno je, da imajo upravljavci sklada DZDD že pred investiranjem izkušnje in poznavanje sektorjev, v katere nalagajo. V nasprotnem primeru lahko doživijo neprijetna presenečenja, izpeljana s strani vodstev investiranih podjetij.

Zmanjšanje kontrole na golo nalogo podajanja opozoril z namenom izogibanja problemov je napačno. Kontrolo je potrebno videti kot del kontrolnega sistema. Kontrola v ožjem pomenu je mišljena zgolj kot sistematično pridobivanje informacij. Temu mora slediti podrobna analiza situacije, da se ugotovi, kako napreduje naša naložba. V kolikor pride do odstopanj, je potrebno vpeljati korektivne posege. Glede na to, da so to investicije na daljši rok, je večkrat težko naknadno vpeljati korekcije. Za to se je potrebno pred investiranjem v naložbo zavarovati. Najpogosteje se to naredi s tem, ko se investiranje porazdeli na več faz oz. investira v obliki zamenljivih vrednostnih papirjev. V kolikor bo investirano podjetje dobro poslovalo, se bo obveznice spremenilo v deleže podjetja, drugače pa ne. Možne so seveda tudi pogodbene zaveze, v katerih je omogočen prevzem vodenja podjetja, če to ne izkaže zelenih rezultatov. V skrajnem primeru se odproda naložbo. Seveda je vprašanje, koliko bomo sploh zanjo dobili (Buffett, 2001, str. 145).

Določiti pravo mero in pristop kontrole je zelo pomembno. Pretirano vmešavanje v poslovanje investiranega podjetja onemogoča vodstvu, da učinkovito sledi zastavljeni strategiji. Potrebno je vseeno imeti vedno v mislih, da so to investicije na dolgi rok. Upoštevati je treba, da kontrolne aktivnosti vzamejo veliko časa in prinesejo kar nekaj stroškov. Kontrola je predvsem pomembna zaradi zmanjšanja izgub na najmanjšo možno mero. Velikokrat pride do pretirane izpostavljenosti določeni naložbi. Odstopanje od zastavljene strategije je velikokrat zelo slab znak za investirano podjetje. Ob izvrševanju kontrole se lahko najde zanimive investicijske priložnosti za prihodnje investicije sklada ali pa prihodnje sklade upravljavca. Največ podatkov o stanju naložb se pridobi prav z osebnim kontaktom z vodstvom investiranega podjetja, čeprav so ti včasih zelo zadržani, da ne bi iz podjetja uhajali zaupni podatki. Kontrola mora zapolniti tisto vrzel, ki obstaja med pridobljenimi podatki iz poročil in osebnih kontaktov ter dejanskim stanjem naložbe. Viri podatkov morajo priti iz istih naslovov kot v fazi pridobivanja informacij za naložbo: iz samih podjetij in seveda od drugih zunanjih virov.

5.1 Analiza problemov in korektivne aktivnosti

Analiza stanja in problemov pri investiranih podjetjih je pomembna, ker lahko upravljavci prej odreagirajo na nastalo situacijo in sprejmejo korektivne aktivnosti. Poleg tega nam skupek pregleda stanja pri posameznih naložbah da celotno sliko o upravljanem portfelju sklada DZDD. Lahko se primerja naš donos, odvisno od metode vrednotenja, z donosom ostalih primerljivih skladov ter poišče razloge za odstopanje. Pomembno je, da je kontrola čim bolj standardizirana, konsistentna in se izvaja na daljši rok.

V ta namen sta Meyer in Mathonet (2007, str. 283) vpeljala razvrstitev skladov DZDD glede na njihovo operativno stanje.

- Nevtrarno: ni signalov in informacij glede problemov v zvezi z naložbami.
- Problemi: obstajajo določeni negativni signali in informacije; v kolikor ne bodo sprejeti določeni ukrepi, lahko sklad po donosu ne bo prišel v prvi kvartil.

- Možne izgube: obstajajo določeni negativni signali in informacije v povezavi z naložbami, ki bi lahko pomenili, da bo sklad po donosu dosegel šele tretji kvartil.
- Realizirane izgube: obstajajo negativni dogodki, ki, v kolikor se ne bo vpeljalo korektivnih aktivnosti, znajo pripeljati do propada sklada oz. do velikih izgub.

Operativno stanje nam omogoči, da se na hitro ugotovi, v katerem stanju smo. Stopnje operativnega stanja nam omogočijo, da lahko sam sklad DZDD v prvi fazi hitro ugotovi, če prihaja do negativnih signalov pri določeni naložbi, v drugi fazi sledi ocena potencialne škode, ki bi jo sklad lahko utrpel. Negativni znaki so lahko: odhod izkušenih kadrov, negativne finančne informacije, nepravilno vrednotenje, tožbe, negativni odzivi od drugih soinvestitorjev, velike spremembe pri strategiji itd. Operativni status najlažje ugotovi upravljalavec, ki je zadolžen za določeno naložbo ob kontaktu s podjetjem. Negativni signali pa morajo biti podani naprej in sistematsko analizirani s strani centra za kontrolo.

Tabela 10: Vprašanja, preko katerih se ugotovi operativno stanje

Dimenzija	Ključne točke kontrole
Izkušnje in znanje vodstva investiranega podjetja	Ali je vodstvo podjetja, v katerega investiramo, sposobno doseči zastavljene cilje?
	Ali ima podjetje dovolj izkušenih kadrov?
	Kakša je fluktuacija zaposlenih, še posebej ključnih?
	Ali vodstvo in ključni zaposleni jasno pokažejo, da nimajo izkušenj in znanja za uresničitev strategije?
	Katere so aktivnosti vodstva izven podjetja?
	Ali so člani vodstva in ključnih zaposlenih med seboj komplementarni?
	Ali so odvisni od enega samega posameznika?
	Ocena izkušenosti in profesionalnosti glede na način prikazovanja strategije, predvidevanj, izdanih poročil, ...?
Stabilnost vodstva	Ali je prihajalo v preteklosti do sprememb pri odgovornosti?
	So ključni zaposleni uravnoveženi, ali je vse odvisno od mlajših članov?
	Ali je kdo od ključnih zaposlenih dal odpoved? In če, zakaj?
	Kakšno je formalno in neformalno komuniciranje med zaposlenimi?
Motivacija vodstva	Ali je plačilo ključnih zaposlenih in vodstva povezano z rezultati podjetja?
	Koliko predstavlja variabilni del plače?
	Kolikšna so druga plačila vodilnim, ki niso povezana z rezultati podjetja?
	Kaj motivira vodstvo in ključne zaposlene?
	Ali vodstvo daje prednost koristi lastnikov ali svoji koristi?
Strategija podjetja in njegovo finančno stanje	Kakšna je uspešnost podjetja pri izvrševanju postavljene strategije?
	Ali je prišlo do velikih sprememb pri strategiji?
	Ali obstajajo kakršnikoli konflikti interesov?

... se nadaljuje ...



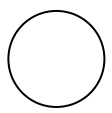
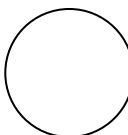

... nadaljevanje ...

Dimenzija	Ključne točke kontrole
Zunanje potrditve	Ali so še kakšni drugi skladi DZDD investirali v podjetje? Ali bodo drugi skladi še investirali v podjetje? Kakšni so odzivi drugih skladov in javnosti na poslovanje podjetja?
Kontrola strukture samega sklada DZDD	Ali je število upravljavcev optimalno glede na velikost sklada in število investiranih podjetij? Kakšna so znanja in izkušnje zaposlenih? Ali se zaposleni med sabo dopolnjujejo? Ali so upravljavci zares prinesli dodano vrednost za podjetje? Kakšni so kontakti med zaposlenimi in investiranim podjetjem? Ali upravljavška provizija pokrije vse stroške sklada?
Uspešnost upravljanja	Kakšna je uspešnost investiranih podjetij? Ali je prišlo do odpisov ključnih naložb? Ali je portfelj preveč ali premalo razpršen? Kakšna je likvidnost sklada? Kakšna je uspešnost glede na postavljene cilje, primerljive sklade?

Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, *Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, 2007, str. 284

Slika 21: Višina kontrole

Pričakovana visoka donosnost

Fokusiranje Preprečitev poslabšanja in "reševanje" 	Standardno Normalna kontrola  
Akcija Restrukturiranje ali prodaja? 	Minimiziranje Stiki z ostalimi soinvestitorji oz. delničarji 

Pričakovana nizka donosnost

Kritični operativni status

Nevtralni operativni status

Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, *Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, 2007, str. 285

Analizi problemov sledi pregled možnih ukrepov za reševanje nastale situacije. Ukrepi so lahko vse od povišanja stopnje kontrole do konkretne preventivne aktivnosti v zvezi s posamezno naložbo. Koliko pozornosti bomo namenili posamezni naložbi, je odvisno od: pomembnosti naložbe za portfelj, pričakovanega donosa in operativnega statusa naložbe.

Zaradi specifične narave, ki jo imajo naložbe v podjetja s strani sklada DZDD, lahko le-ta v okviru korektivnih aktivnosti:

- odproda naložbo na sekundarnem trgu, v kolikor je to mogoče;
- likvidira podjetje, ko je jasno, da podjetje nima perspektive;
- ustavi ponovne naložbe v podjetje, ko je bilo predvidenih več sukcesivnih zbiranj kapitala. To je ponavadi bolj verjetno za naložbe skladov TK;
- prevzame vodenje podjetja, vključno s prevzemom večinskega deleža v podjetju, če se tega še nima, v skladu z naložbenim memorandumom. Sledi odstranitev vodstva podjetja in postavitve svojih ljudi.

Vsekakor se je treba odločiti o višini kontrole, da ne bi porabili preveč časa in denarja. Težko je opravičiti zelo veliko kontrolo, če vemo, da je vodstvo podjetja zelo sposobno in spoštuje etična načela. Težko jo je opravičiti, če vemo, da jo tudi drugi sovlagatelji oz. skladi zelo nadzirajo. Manjša kontrola je tudi smiselna v primeru, ko je naša naložba že v pozni fazi in je že dala določene sadove in ne kaže na kritično situacijo.

5.2 Ko kontrola zmanjša izgube in poveča donos

Stalna kontrola podjetij, v katere je sklad DZDD investiral, je zelo pomembna. Njeno funkcijo je lahko videti na dva načina. V kolikor je konsistentna, lahko še dovolj zgodaj odkrije, da določena naložba ne bo obrodila sadov in je zato bolj smiselna odprodaja oz. likvidacija. Vztrajanje v določeni naložbi, ki ne bo nikoli prinesla dobička, velikokrat pomeni zelo veliko breme za sklad in bo zelo negativno vplivala na njegov donos. Na drugi strani lahko sistematično sledenje investiranemu podjetju odkrije njegove potrebe in pomanjkljivosti. Prek svetovanja in nudenja pomoči lahko izboljšamo njegovo poslovanje in tako samo dobičkonosnost naše naložbe.

Lauterbach (2006, str. 25) in drugi so s svojo študijo hoteli raziskati prav različne vidike kontrole in njen vpliv na samo donosnost naložbe. Ugotovili so nekaj zelo zanimivih dejstev v zvezi s kontrolo podjetij v portfelju sklada DZDD. Najbolj izstopa dejstvo, da je za uspešno naložbo še kako pomembna začetna postavitve pogojev o vlaganju v podjetje. Vpeljava t.i. zamenljivih vrednostnih papirjev in večkratno sukcesivno vlaganje proti enkratnemu vložku (bolj primerno za sklade TK, kot pa sklade PP) omogoča več manevrskega prostora, v kolikor se pri kontroli ugotovi kritično situacijo. Če se pri kontroli ugotovi, da podjetje ne bo izpolnilo naših pričakovanj, je izguba sklada manjša v primeru, da smo vložili le manjši del in preostala prihodnja investiranja odpovemo. Prav tako je naša izguba manjša, v kolikor investiramo v podjetje preko t.i. zamenljivih obveznic ali drugih zamenljivih vrednostnih papirjev oz. smo pridobili pravice za vpis delnic podjetja pod določenimi pogoji. V kolikor bo podjetju šlo slabo, obveznic ne bomo zamenjali za bolj tvegane delnice oz. ne bomo izkoristili pravic za nakup delnic. Izguba bo torej omejena. Izpeljava korektivnih aktivnosti bo lažja.

Lauterbach in drugi so ugotovili, da je za povečanje dobička in zmanjšanje izgub pomembno:

- **vpeljava zamenljivih obveznic** in drugih pravic za nakup delnic v korist sklada DZDD. Še posebej je to pomembno za omejevanje izgub, za povečanje dobička je po njihovi študiji to manj pomembno;
- **investiranje v več krogih** je pomembno tako za zmanjševanje izgub, kot za povečanje dobička pri skladih DZDD. S tem se zmanjša informacijska asimetrija. V kolikor pride do izgub, bodo le-te manjše. Obenem, v kolikor je podjetje uspešno, si sklad pusti odprto pot za prihodnja vlaganja;
- **izkušnje upravljavcev** so pomembne predvsem za zmanjšanje izgub in ne toliko za povečanje dobička. Po njihovi raziskavi se izkušeni upravljavci prej odločijo za presekane z nasedlo naložbo, medtem ko neizkušeni vztrajajo več časa, zato so pri teh izgube večje. Pri povečanju donosnosti naložbe izkušnje niso tako pomembne. Še največ so pomembne pri začetni izbiri naložb. Kasneje, ko podjetje doseže določeno stopnjo, je bolj od izkušenosti upravljavcev pomembna sposobnost vodstva investiranega podjetja in njegove konkurenčne prednosti. Izkušeni upravljavci so bolj pomembni v negotovih situacijah;
- **sposobnost servisiranja podjetij** s strani sklada je bolj pomembna za povečanje dobičkov kot pa za zmanjšanje izgub. Sodelovanje sklada DZDD z investiranim podjetjem je še najbolj pomembna na začetku, ko podjetje potrebuje določene storitve, svetovanje. Tu lahko sklad DZDD doprinese največ dodane vrednosti. Sklad DZDD pomaga pri pridobivanju posojil, pri pridobivanju izkušenih kadrov, pri povezovanju z drugimi podjetji v verigi vrednosti, pomaga novonastalemu podjetju pri njegovi profesionalizaciji. Včasih je nudenje vseh teh storitev težko, še posebej pri skladih TK, ki imajo že po naravi več investiranih podjetij. Pri skladih PP, ki vlagajo v manjše število večjih, velikokrat zelo velikih podjetij, je svetovanje in sledenje lažje.

6 POSEBNOSTI SKLADOV DZDD

Na upravljanje skladov DZDD pomembno vpliva prava izbira pri tehniki vrednotenja. Skladi DZDD se od ostalih investicijskih skupin razlikujejo po načinu vrednotenja. Vrednotenje naložb sklada DZDD ni pomembno samo zaradi določitve njihove poštene vrednosti, pomembno je zaradi spremljanja uspešnosti upravljanja, identifikacije tveganj in projekcije samih denarnih tokov. Izkazovanje poštene vrednosti je pomembno tudi za investitorje. Nadalje, preden se sam upravljavec osredotoči na izbiro naložb glede na njihov odnos tveganje – donos, mora znati oceniti tveganje. Ocena tveganja je odvisna od metode vrednotenja, ki jo je sklad izbral. Pri vrednotenju skladov DZDD moramo ločiti vrste skladov: na eni strani so skladi PP, na drugi strani so skladi TK, ki vlagajo v novonastala podjetja oz. podjetja s tehnološkimi inovacijami.

Vrednotenje skladov PP je lahko problematično, ker njihove naložbe ponavadi ne kotirajo na borzah. Vsekakor je vrednotenje naložb skladov PP veliko lažje kot pri skladih TK. Skladi PP skoraj vedno prevzemajo s pomočjo velikega zadolževanja, ta dolg finančne institucije preko sekuritizacije "prepakirajo" naprej in ga navadno uvrstijo na borzo. Vrednotenje teh dolžniških instrumentov na borzi že samo po sebi daje neko tržno vrednost, ki je lahko podlaga za vrednotenje naložbe. Po drugi strani so tudi same naložbe skladov PP naložbe v obstoječa podjetja, ki so že prej delovala, mogoče so že kotirala na borzah, imajo torej neko zgodovino, imajo nek trg, imajo stabilnejši denarni tok, zato je njihovo vrednotenje veliko lažje. Vsesplošno uporabljena metoda za vrednotenje skladov, vrednost neto sredstev (ang. NAV – *net asset value*), je tudi tukaj zelo uporabna. Skladi PP ponavadi svoje naložbe držijo

manj časa, ponavadi od 3 do 4 leta, v nasprotju s skladi TK, ki držijo naložbe več časa (Schmidt Daniel et al., 2008, str. 3).

Pri skladih TK je vrednotenje veliko težje. Potrebno je upoštevati veliko neotipljivih dejstev kot so: vrednost določene inovacije, potencialni trg, vrednost prihodnjih denarnih tokov. Prav zaradi večje neotipljivosti skladov TK bo v nadaljevanju podrobneje predstavljeno njihovo vrednotenje. Te tehnike se uporabljajo tudi za sklade PP.

6.1 Vrednotenje skladov DZDD

Uporaba NAVa je za investitorje zelo priročna, ker poda trenutno stanje, trenutno vrednost sredstev in ne upošteva prihodnjih dogodkov, ki so lahko zelo nepredvidljivi in oddaljeni. To tehniko se uporablja pri klasičnih vzajemnih skladih. Pri teh se gre od spodaj navzgor s seštevanjem vrednosti vseh naložb sklada. Skladi DZDD imajo investicije na zelo dolgi rok, zato bi bilo vrednotenje zgolj na trenutno vrednost, še posebej za neotipljive naložbe, nepošteno. Potrebno je upoštevati tudi prihodnje poslovanje podjetij. Zgolj v primeru, ko bi bil NAV enak neto sedanji vrednosti, bi lahko rekli, da je ta vrednost poštena in blizu resnične.

Pri skladih DZDD so vse vrednosti še težje določljive zaradi več dejavnikov.

- *Vpisana in nevplačana sredstva*: če je že določitev prihodnjih denarnih tokov trenutnih investicij zelo težko početje, je določitev denarnih tokov toliko bolj težka za tiste investicije, ki še niso bile narejene in za katere sredstva s strani investitorjev še niso bila vplačana. Kot je bilo zgoraj že povedano, potrebuje sklad DZDD 3 leta, da investira komaj polovico vpisanih sredstev;
- *Stroški sklada*: ker se ne ve kako bodo potekale investicije in dezinvesticije sklada, je težko napovedati natančen znesek stroškov upravljanja in delitve dobička;
- *Kapitalska omejitev in izkušnost upravljavcev*: sklad ima omejeno vrednost sredstev za razporejanje med naložbami. Alokacija je odvisna od ocene upravljavcev, katera naložba bo prinesla več. Ko se gre za naložbe v novonastala podjetja in je verjetnost propada posamezne direktne investicije tudi do 42 % (glej zgoraj), je alokacija in s tem izkušnost upravljavcev še kako pomembna.

Vrednotenje skladov DZDD je pomembno tudi v primerih, ko sklad potrebuje odprodati naložbo pred postavljenim rokom. To se lahko zgodi zaradi potrebe po likvidnosti, ali pa zaradi odločitve, da določena naložba ne bo prinesla predvidenih donosov. To se ponavadi naredi z navadno odprodajo ali pa z ustanovitvijo finančnega instrumenta posebej za ta primer. V enem in drugem primeru bosta morala tako kupec kot prodajalec upoštevati poleg NAVa tudi potencial naložbe za naprej. Pogosto se pri odprodaji zgodi, da je cena nižja, kot je pričakoval prodajalec, ker je kupec zaradi informacijske asimetrije bolj previden.

Druga možnost izhoda je preko sekuritizacije z ustanovitvijo posebnega finančnega instrumenta (ang. *SPV - special purpose vehicle*). Na podlagi tega sklad izda vrednostne papirje z različnim tveganjem. Sklad ponavadi zadrži najbolj tvegan del finančnega instrumenta, manj tveganega odproda naprej.

Pri navadni odprodaji je težko govoriti o pošteni ceni, ki se oblikuje ob transakciji, ker je tak trg zelo plitek. Ponavadi so prodajalci primorani prodati in zato pristanejo na nižjo ceno. Kupci pa so v negotovosti, ker imajo manj informacij. Po grobih ocenah Meyerja in

Mathoneta (2007, str. 156) gredo odprodaje skladov PP po 15 do 20 % diskontu glede na NAV, pri boljših skladih TK znaša ta diskont 30 do 35 %, pri drugih pa 40 do 45 %.

CFOji oz. posebni finančni instrumenti so najpogosteje uporabljeni s strani skladov skladov DZDD. Preko njih lahko ti lažje pridejo do likvidnosti, še posebej ko so se zavezali investirati več sredstev, kot jih ima sam sklad. Diskont, ki ga pri tem morajo priznati kupcem, je v povprečju od 5 do 7 %, večinoma zaradi možnih napak pri vrednotenju (Meyer T., Mathonet PY., 2007, str. 156). Sami skladi zadržijo najbolj tvegani del, manj tveganega odprodajo naprej. V kolikor naložbe izkazujejo izgube, skladi prodajalci izgubijo najprej. Prav tako so oni nadpovprečno nagrajani ob dobičkih. Ta tržni mehanizem naj bi zagotavljal, da je njihovo vrednotenje čim bolj pravilno.

6.1.1 Vrednotenje po NAVu ni dovolj – izračunavanje donosa sklada DZDD

Vrednotenje po NAVu ni dovolj, ker upošteva samo trenutno stanje in ne upošteva potenciala, ki ga imajo te naložbe v prihodnosti. Zato je zelo pomembna sama ekonomska vrednost in potencial naložb. Na začetku delovanja sklada je investiranih le malo naložb in večina sredstev je še pri investitorjih. Tako je nemogoče vrednotiti sklad DZDD zgolj po njegovem NAVu. Vrednoti se lahko le posamezne naložbe. Kljub temu je lahko NAV naložb zelo daleč od neto sedanje vrednosti naložbe. Splošno uporabno merilo za določanje stopnje donosa sklada DZDD je notranja stopnja donosa (ang. *IRR - internal rate of return*). IRR je tista stopnja donosa, ki izenači NPV z nič:

$$\sum_{n=1}^{n=L} \frac{C_{Fn}}{(1+IRR)^n} = 0$$

C_{Fn} – predstavlja denarni tok ob času tn

L – predstavlja dolžino investicije

IRR nam torej pove donos, ki ga je naša naložba dosegla, seveda če poznamo, vsaj približno, vse denarne tokove. Ker pa imamo pri vsaki naložbi poleg denarnih tokov še neko vrednost naložbe, ki ostane ob koncu obdobja, to je pred odprodajo, se zelo pogosto izračunava t.i. interim IRR (v nadaljevanju IIRR) (Weidig, 2003, str. 4):

$$\sum_{n=1}^{n < T} \frac{C_{Fn}}{(1+IIRR)^n} + \frac{NAV}{(1+IIRR)^T} = 0$$

Zaradi same narave naložb sklada DZDD bi lahko celotno formulo razdelili na tri dele: prvi del bi predstavljal pretekle denarne tokove, drugi del bi predstavljal prihodnje denarne tokove sedanjih naložb sklada, zadnji del pa bi predstavljal prihodnja vplačila s strani investitorjev za še ne izvršene naložbe in denarne tokove iz teh naložb (Meyer T., Mathonet PY., 2007, str. 158):

$$\sum_{t=1}^{t \leq T} \frac{C_{PAST F_t}}{(1+IRR)^t} + \sum_{t \geq T}^{t=L} \frac{C_{PORT F_t}}{(1+IRR)^t} + \sum_{t \geq T}^{t=L} \frac{C_{NEW F_t}}{(1+IRR)^t} = 0$$

Osrednji del formule bi lahko nekako primerjali z NAVom. Ob tej formuli se jasno vidi, da je razmišljanje zgolj po NAVu kratkovidno. Ob izračunu interim IRRja se upošteva predvsem prva dva dela formule, medtem ko se zanemarja zadnji del, ki upošteva nove naložbe iz prihodnosti in njihove denarne tokove.

V prvih letih obstoja sklada večina sredstev še ni vloženi in čaka pri investitorjih, tako je skoraj nemogoče definirati kakšen bo donos iz nekkih naložb, ki jih še ni. Za čim bolj natančno predvidevanje je potrebno podrobno analizirati vse tri komponente zgornje formule. Prvi del je nekako že določen, drugi del je tudi, čeprav je vseeno potrebno podati oceno o prihodnjih denarnih tokovih. Ocena denarnih tokov iz obstoječih naložb se lahko poda tudi na podlagi primerljivih ocen soinvestitorjev v naložbo. Tretji del temelji skoraj izključno na ocenah, te pa se lahko naredi na podlagi preteklih podatkov in scenarijev. Na koncu pa je ta del odvisen od kvalitete našega upravljanja, od naših izkušenj, od našega sistema kontrole tveganja, od skrbnega pregleda naložb itd.

6.1.2 Kvalitativne metode vrednotenja

Zaradi primanjkovanja podatkov, še posebej za novonastala podjetja, je velikokrat zelo težko vrednotiti posamezne naložbe. Naložbe skladov DZDD se tako večinoma vrednoti preko izbranih modelov, ki zahtevajo določene predpostavke. Prav te predpostavke so lahko daleč od resničnosti. Tu pride v poštev kvalitativna ocena posamezne naložbe, ki zapolni vrzel med točno napovedjo in nezmožnostjo ocenitve preko modelov. Medtem ko so podjetja, v katere vlagajo skladi DZDD, lahko zelo različna iz različnih sektorjev in z različnimi tehnologijami, je še vedno dovolj "mekkih" faktorjev, na podlagi katerih se oblikuje neka ocena. Uspešnost nekega podjetja, v katerega bi se rado investiralo, je zelo odvisna od vodstva, njihove strategije, njihove vizije, izkušenj. Po študiji Paula Gompersa et al. (2006, str. 14) ima uspešen podjetnik 30,9 % možnost, da bo uspel tudi pri drugem novoustanovljenem podjetju, ta delež je pri neuspešnem podjetniku 22,1 %, pri novih podjetnikih pa 20,9 %. Očitno si je uspešen podjetnik, tako pravi Gompers, nabral dovolj podjetniških izkušenj, ki so zelo pomembne pri uspešnosti samega podjetja. Bolj so pomembne kot samo tehnično znanje.

Tabela 11: Ocena uspešnosti naložbe

Kvaliteta vodstva	Definicija kvalitete
nadpovprečna	50 % verjetnosti, da bo podjetje doseglo najboljšo četrtno
dobra	35 % verjetnosti, da bo podjetje doseglo najboljšo četrtno
povprečna	25 % verjetnosti, da bo podjetje doseglo najboljšo četrtno
slaba	manj kot 20 % verjetnosti, da bo podjetje doseglo najboljšo četrtno
nedokazana	podjetje je premlado za ocenitev

Vir: *Adveq analysis 2002*

Taki faktorji ter značilnosti podjetnikov in vodstva se veliko manj spreminjajo, kot pa se spreminja okolje, v katerem deluje podjetje in sama tehnologija. Naloga tistega, ki vrednoti oz. ocenjuje je, da poveže vse te faktorje in jih postavi na skupni imenovalec. Ponavadi se oblikuje kvalitativne lestvice, na podlagi katerih se vsakemu pripiše določeno število točk. Ta

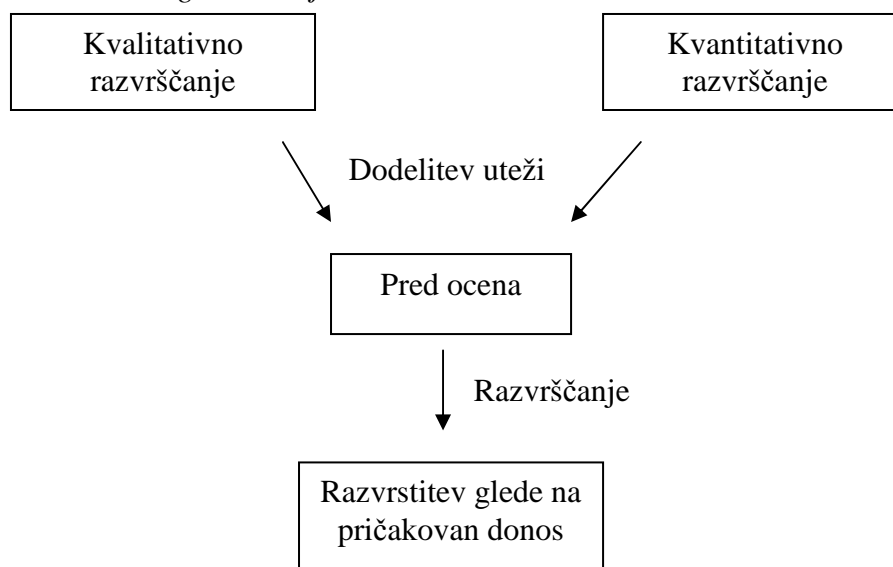
pristop je zelo podoben pristopu rating agencij, ko ocenjujejo podjetja in njihovo boniteto. Še največ kvalitativnih informacij se pridobi ob skrbnem pregledu podjetja, v katero bi se rado investiralo.

Tukaj je zelo pomembno, da se sprejme metodologijo za ugotavljanje, ocenjevanje in kontrolo organizacije podjetja, v katerega se investira na sistematičen in standardiziran način. Pri investiranem podjetju je pomembno, da se ugotavlja: upravljanje s tveganji, preprečevanje konflikta interesov, finančno moč, storitve kupcem in strategijo vodstva. Rating agencija, ki se ukvarja tudi z ocenjevanjem skladov DZDD in njihovih naložb Feri (t.j. *Financial and Economic Research International*), uporablja pri ocenjevanju naložb skladov DZDD naslednje kriterije: vodstvo podjetja (60 %), ekonomika podjetja (32,50 %) in storitve kupcem (7,5 %) (www.feri.de). Pomembnejša prednost kvalitativnih ocen, kot jih dajejo rating agencije, je, da ni potrebno, da ima podjetje neko zgodovino za njegovo ocenitev. Pozitivna ocena vseeno ni zagotovilo za uspešno poslovanje podjetja v prihodnje.

Ocenjevanje s strani zunanjih agencij vseeno ima omejitve. Ker je trg DZDD razmeroma nov in raznolik, je vprašanje, če rating agencije sploh pokrivajo vse naše potrebe. Vprašanje je tudi, ali so pri ocenitvi pridobile dovolj objektivnih ocen za kvalitetno vrednotenje. Te ocene so pomembne pred investicijo, ker se po investiciji že direktno pridobi dovolj podatkov. Prav zaradi tega se skladi DZDD odločajo, da bodo uporabili lasten sistem vrednotenja naložb. Naložbo se tako razvrsti v razred glede na potencial uspeha.

Kot alternativo razvrščanja naložb oz. skladov DZDD v skupine se lahko vpelje razvrščanje po vrstnem redu atraktivnosti naložbe. Naloga ocenjevalca je tako le, da primerja vse naložbe med sabo in jih razvrsti, katera ima večji potencial in katera ima manjši. Na koncu se izdela lestvica, iz katere jasno izhaja, kje je postavljena posamezna naložba. Razvrščanje po vrstnem redu upošteva tako kvantitativne kot kvalitativne podatke in jih v ta namen združi.

Slika 22: Razvrstitev naložb glede na njihovo atraktivnost



Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, *Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, 2007, str. 184

Ko je razvrstitev opravljena, bi s tem morali pridobiti vsaj približno vedenje, kaj lahko od investicije pričakujemo. Na koncu bi nam tudi kvalitativna ocena, skupaj s kvantitativnimi podatki, ki jih imamo, mogla posredovati oceno donosnosti naložbe, oceno končnega IRRja.

Zanimiv je podatek, ki nam ga posreduje Schaelli et al. (2002, str. 30), da 14 % skladov TK, ki konča z interim IRRjem po prvem letu v prvem kvartilu, ostane v prvem kvartilu do konca trajanja sklada. V kolikor je sklad TK v prvem kvartilu še po štirih letih delovanja, je verjetnost 50 %, da bo ostal v prvem kvartilu do konca.

Tabela 12: Primerjava pristopov vrednotenja za sklade DZDD

Vrednost sklada kot odstotek NAVa	Razvrstitve skladov po kombinirani metodi
Predpostavka je obstoj podjetij v katere se je investiralo	Obstoj podjetij ni nujen, nujne so samo potencialne naložbe
Vrednotenje izključno preko NAVa	Uporaba NAVa in ostalih kriterijev
Kvantitativno vrednotenje	Kvantitativno in kvalitativno vrednotenje
Ne upošteva neinvestiranih sredstev	Upošteva tudi neinvestirana sredstva
Ne upošteva strukture sklada	Upošteva strukturo sklada
Ne upošteva upravljavčeve sposobnosti	Upošteva upravljavčevo sposobnost
Predpostavka stanja na določen datum	Kupi in drži predpostavka
Transakcijska cena	Ekonomska vrednost (NPV)
Težko predvidljiva potencialna izguba vrednosti	Predvidljiva potencialna izguba vrednosti

Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds, 2007, str. 189

Vse to nam pove, da je potrebno kombinirati tako kvalitativno metodo kot kvantitativno metodo pri ocenjevanju naložb. Ob začetku ustanovitve sklada DZDD, ko je še neinvestiranih večina sredstev, je potrebno upoštevati veliko bolj kvalitativne podatke, kvantitativnih skoraj ni. Obratna situacija se zgodi proti koncu trajanja sklada, ko so ne samo vsa sredstva investirana, ampak je tudi večina naložb likvidiranih. Tukaj se uporablja skoraj izključno kvantitativne podatke. Vmes med enim in drugim ekstremom se je potrebno odločiti glede na situacijo, koliko bomo upoštevali enih in koliko drugih. Ponavadi je to odvisno od starosti samega sklada, pa tudi od velikosti investiranih sredstev.

6.2 Benchmarking

Benchmarking služi primerjavi uspešnosti sklada DZDD nekemu referenčnemu indeksu oz. drugemu skladu DZDD. Najlažja je primerjava našega sklada proti drugim skladom, ki imajo podobne značilnosti: podobno tveganost, podobno specializacijo, podoben stil upravljanja. To so ponavadi primerljivi skladi (ang. *peer group*). V resnici so ti skladi konkurenca našemu skladu DZDD. Lahko so to skladi, ki so delovali v preteklosti in z njihovo analizo se lahko pridobi dragocene informacije. Lahko pa so to skladi, ki so trenutno aktivni.

V literaturi je veliko argumentov, da se sklade DZDD ne da primerjati, ali pa skoraj ne da primerjati med sabo (Phalippou L., Gottschalg O., 2007, str. 29). Poleg vseh drugih dejavnikov se pogosto dogaja, da je v posameznem letu prisotnih zelo malo skladov DZDD z istim osredotočenjem. V kolikor se jih vseeno primerja, zaradi pridobitve dragocenih podatkov, je potrebno upoštevati določene specifičnosti primerljivega sklada DZDD.

- *Jasnost / nedvoumnost*: potrebno je vedeti, iz katerih naložb je sestavljen primerljiv sklad DZDD. V nasprotnem primeru bi bila primerjava nesmiselna in bi lahko prišli do situacije, ko se primerja jabolke in hruške;
- *Možnost investiranja*: primerljivi sklad DZDD, ki je ponavadi pasivno upravljan, mora imeti možnost, da se lahko vanj investira. Naš sklad je v nasprotju vsekakor bolj aktivno upravljan. Iz primerjave se ugotovi uspešnost našega upravljanja;

- *Merljivost*: obstajati mora možnost, da se večkrat izračuna donosnost primerljivega sklada DZDD. Le tako se lahko primerja uspešnost upravljanja lastnega sklada DZDD. Uporablja se vse od izračuna IRR, pa do večkratnikov glede na vplačila. Končna vrednotenja se, kot je bilo povedano, lahko zelo razlikujejo;
- *Vnaprejsnja definiranost*: pred primerjanjem našega sklada z benchmarkom si ga je potrebno le-tega izbrati;
- *Primernost*: benchmark je potrebno izbrati tak, da je čim bolj primerljiv z našim stilom upravljanja in vrsto našega sklada DZDD. Skladi DZDD so v neprestanem razvoju, zato obstaja tveganje, da se izbere napačen sklad DZDD za primerjavo.

Kljub vsem problemom, ki jih postavlja primerjanje naših skladov DZDD z referenčnimi, nam to da pomembne informacije glede naše kvalitete upravljanja. Zbirke podatkov o benchmark skladih DZDD se lahko dobi pri organizacijah: Venture Economics, Venture One, Private Equity Intelligence.

Časovno tehtana donosnost ni primerna za primerjanje skladov DZDD prav zaradi njihove značilnosti, da se investiranje v posamezne naložbe porazdeli na daljše obdobje, odvisno od izbire upravljavca. Najbolj primerna za primerjavo donosnosti je notranja stopnja donosa IRR, ki predstavlja donosnost tehtano glede na denarni tok. Ta je bila predstavljena že v zgornjih poglavjih. Zelo veliko se pri primerjavi uporabljajo razni večkratniki glede na vplačila.

Najbolj uporabljen je večkratnik skupne vrednosti sklada DZDD skupaj z izplačili investitorjem proti vsem vplačilam (ang. *TVPI – total value to paid – in ratio*):

$$Večkratnik_n = \frac{\sum_{i=0}^n CIF_i + NAV_n}{\sum_{i=0}^n COF_i}$$

CIF_i – predstavlja povratni denarni tok iz sklada investitorjem

COF_i – predstavlja denarni tok od investitorjev v sklad

NAV – predstavlja preostalo vrednost sklada na dan n .

Zelo uporabljena sta še večkratnika, ki predstavljata dva dela zgornjega večkratnika. Prvi del predstavlja vrednost skupne distribucije investitorjem glede na njihove začetne vložke (ang. *DPI – distribution to paid – in ratio*):

$$DPI_n = \frac{\sum_{i=0}^n CIF_i}{\sum_{i=0}^n COF_i}$$

Drugi del pa predstavlja preostalo vrednost sklada DZDD, ki še ni bila razdeljena investitorjem (ang. *RVPI – residual value to paid – in*):

$$RVPI_n = \frac{NAV_n}{\sum_{i=0}^n COF_i}$$

Zgornji večkratniki predstavljajo merilo donosa glede na vloženi kapital brez upoštevanja časovnega vidika povračila vloženga kapitala. Pomemben sestavni del zgornjih izračunov je ocena končnega NAVa, ki vpliva tako na izračun celotnega večkratnika, kot na njegov del RVPI in tudi na izračun interim IRRja. Prav izračunavanje NAVa predstavlja največji izziv pri izračunavanju donosnosti in s tem pri primerjavi z drugimi skladi DZDD oz. pri benchmarkingu. Omenjen izračun mora biti dopolnjen s kvalitativno analizo.

Benchmarking torej služi ugotavljanju uspešnosti upravljanja na podlagi primerjave s podobnimi skladi DZDD. Vendar velika večina skladov DZDD ne kotira na borzah, torej ne deluje na učinkovitih tržiščih. Enako velja za njihove naložbe. Posnemati primerljiv sklad DZDD in biti pri upravljanju pasiven, je zaradi tega skoraj nemogoče. Naš primerljiv sklad je po vsej verjetnosti že blizu likvidaciji in so naložbe, ki jih ima v portfelju, skorajda neponovljive. Seveda se ponavadi zaradi tega primerjamo s podobnim skladom, ki vlaga v iste sektorje, ima podoben stil upravljanja in je bil ustanovljen istega leta (npr. sklad PP v Evropi ustanovljen leta 2003), vendar so vseeno njegove naložbe neponovljive. Prav zaradi tega ima naš sklad skoraj edino možnost aktivnega upravljanja in malo možnosti pasivnega. Pri upravljanju in kontroli tveganja, v primerjavi z benchmarkom, imamo edino možnost vnaprejšnje izbire naložb, ki imajo podobno tveganje, kot jo imajo naložbe primerljivega sklada. Kasnejše korekcije naložb, ki bi posnemale tržno ceno tveganja, zaradi narave skladov DZDD, praktično niso mogoče (Meyer Thomas, 2007, str. 168).

Pri benchmarku se torej primerja s podobnimi skladi iz istih let ustanovitve. To je relativna primerjava, ki bo na koncu lahko izkazala, da je naš sklad DZDD med boljšimi v prvem kvartilu, kljub temu, da bo komajda povrnil investitorjem vložena sredstva. V drugih primerih bomo imeli celo sklade iz najslabšega kvartila, ki bodo izkazovali dvomestni donos pač odvisno od leta ustanovitve sklada. Pri naši politiki upravljanja sklada DZDD se lahko odločimo za neko ciljno donosnost sklada npr. 25 % (IRR enak ali večji 25 %). Lahko pa se odločimo, da je naš cilj preseči donosnost izbranega tržnega indeksa za določen odstotek (npr. 300 do 500 bazičnih točk).

V kolikor je zaradi narave našega sklada DZDD težko dobiti primerljive sklade, se lahko nekoliko "omehča" kriterije. Upošteva se npr. sklade iz sorodnih sektorjev ali pa iz bližnjih let ustanovitve. Lahko se tudi izračuna donosnost nekega sintetičnega sklada na podlagi podatkov primerljivih skladov in podjetij, ki kotirajo na borzi (Cheung, 2003, S&P Report). V kolikor se primerja donosnost skladov DZDD, se za to pogosto uporablja Monte Carlo simulacija. Tu se ustvari fiktivne podobne portfelje skladov DZDD na podlagi podatkov različnih skladov DZDD (glej zgoraj, Weidig, Mathonet, 2004, str. 6).

6.3 Pomembnost procesa izbire naložbe – skrbni pregled

V poglavju 3.1 je bil podrobneje analiziran investicijski proces. Pozornost je bila posvečena predvsem pomembnosti oblikovanja koherentnega portfelja z optimalnih številom naložb, ki morajo imeti čim boljši količnik donos – tveganje. Izbira posamezne naložbe postavi upravljavca pred konkretno podjetje, kjer so številke velikokrat sekundarnega pomena. Še posebej to velja za naložbe skladov TK. To so naložbe v novonastala ponavadi visokotehnološka podjetja, za katere računovodski kazalniki pomenijo bolj malo. Prav zaradi tega je ključnega pomena, da upravljavec pridobi čim več "mehkih" informacij v zvezi s podjetjem.

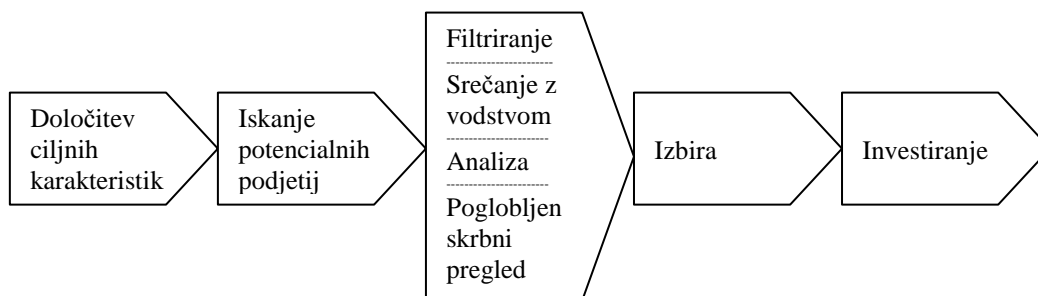
Največ teh informacij je možno pridobiti že na samem začetku s procesom skrbnega pregleda. Ključnega pomena je, da je pri izbiri konkretnega podjetja upravljavec zelo izbirčen in izbere le tista, ki zares obetajo dober donos. Bolj kot je sama upravljavska skupina izkušena in več znanja kot ima, večje so možnosti, da bo izbrala pravo podjetje oz. čakala vse dokler ne bo našla obetajočih naložb. To se izkaže že na začetku pri izbiri regije, sektorja in starosti naložb, ki jih bo sklad DZDD zasledoval. Izkušnje in znanje si upravljavci pridobijo sčasoma, tukaj sta ključni raziskava trga in skrbni pregledi. Proces skrbnega pregleda mora biti poglobljen, konsistenten, podroben in izpeljan na discipliniran način (Meyer, Mathonet, 2007, str. 194). Le tako je vir ključnih informacij, ki so za upravljavca zelo pomembne. Na njihovi podlagi se odloča za sestavo portfelja. Bolj kot so informacije kakovostne, večja je verjetnost in predvidljivost uspeha.

6.3.1 Obvezne aktivnosti pri izbiri

Sklad DZDD mora na začetku procesa izbiranja in pred skrbnim pregledom posameznih tarč pregledati tržišče. Pregledati mora najprej, katera so tista potencialna podjetja, ki bi ustrezala njegovemu profilu. Potencialna podjetja se ne pridobi zgolj s pregledovanjem poslovnih registrov, ampak še posebej preko drugih upravljavcev, svetovalcev, podjetnikov. Velikokrat se pride v stik preko ustnega priporočila, torej preko spleta različnih povezav. Neprimerna podjetja se takoj izloči, lahko zaradi sektorske in regijske neprimernosti ali pa zaradi kvalitativnih dejavnikov. Ko je bila ciljna potencialna baza definirana, morajo upravljavci priti v kontakt s podjetjem. Že ob prvem kontaktu se dobi vtis o osebnosti, izkušenosti, kvalifikacijah in dinamiki vodstva podjetja. Lahko je že prvi vtis odločilen. Vendar se nikoli ne sme pozabiti, da je podjetjem še kako v interesu pridobiti financiranje, zato previdnost ni odveč.

Temu sledi podrobna analiza podjetja, njegovega konkurenčnega okolja, njegovih prednosti in slabosti ter potenciala in groženj. Kot že povedano, so velikokrat odločitve o naložbah skladov DZDD sprejete na podlagi kvalitativnih podatkov (še posebej pri skladih TK), zato se je potrebno čim bolj izogibati subjektivnim odločitvam. Podjetja niso samo zmagovalci in poraženci, med tema ekstremoma jih je cela množica z različnimi potenciali. Še posebej pri novonastalih podjetjih si z omejenim investiranim zneskom na začetku lahko zagotovimo, da bomo sodelovali v nadaljnjih dokapitalizacijah po ugodnih cenah, če bo podjetje postalo uspešno. Podrobni analizi sledi poglobljen skrbni pregled. Poleg že omenjenega nam mora skrbni pregled na koncu odgovoriti: kateri je tisti dejavnik, ki največ prispeva k ustvarjanju dodane vrednosti, kakšna je predvidena rast EBITDA (ang. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation*; to je dobiček iz poslovanja pred davki, amortizacijo in obrestmi), kakšne so možnosti izhoda in odprodaje naložbe. Zelo prav lahko pride analiza podjetij iz sorodnih panog in njihovih konkurenčnih prednosti.

Slika 23: Proces selekcije podjetij



Vir: T. Meyer, P.Y. Mathonet, *Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, 2007, str. 197

6.3.2 Ali je skrbni pregled res tako pomemben?

Naložbe skladov DZDD so ponavadi v privatna podjetja, ki ne kotirajo na borzah, čeprav pri skladih PP je zadnje čase vse več kotirajočih podjetij. Privatna podjetja ne dajejo veliko informacij o sebi v javnost, zato se mora upravljavec potruditi. Skrbni pregled ne samo zmanjša negotovost in tveganja povezana s podjetjem, ampak omogoča upravljavcu, da podjetje bolje vmesti v svoj portfelj, mu pomaga z nudenjem storitev in pri oblikovanju strategije. Nanaša se na pregled zaposlenih, pregled procesov in uspešnost poslovanja (www.investorwords.com). Idealno podjetje, v katero se bo vlagalo, mora med drugim imeti: izkušeno vodstvo, verodostojno in uresničljivo strategijo ter ne sme obstajati noben konflikt interesov. Samo izkušeno vodstvo, ki pozna svoj posel, lahko uspe. Kot povedano v prejšnjih poglavjih, serijski podjetniki imajo 50 % več možnosti za uspeh kot novi podjetniki. Potencialni konflikti interesov med vodstvom podjetja in cilji podjetja lahko hitro pripeljejo do slabih donosov ali celo izgube (Buffett, 2001, str. 42). Skrbni pregled nam da odgovore na ta vprašanja in je tako najpomembnejši pri investicijskem procesu. Bolj pomemben je od upravljanja s tveganji, zato predstavlja enega glavnih virov konkurenčnih prednosti upravljaljskega podjetja.

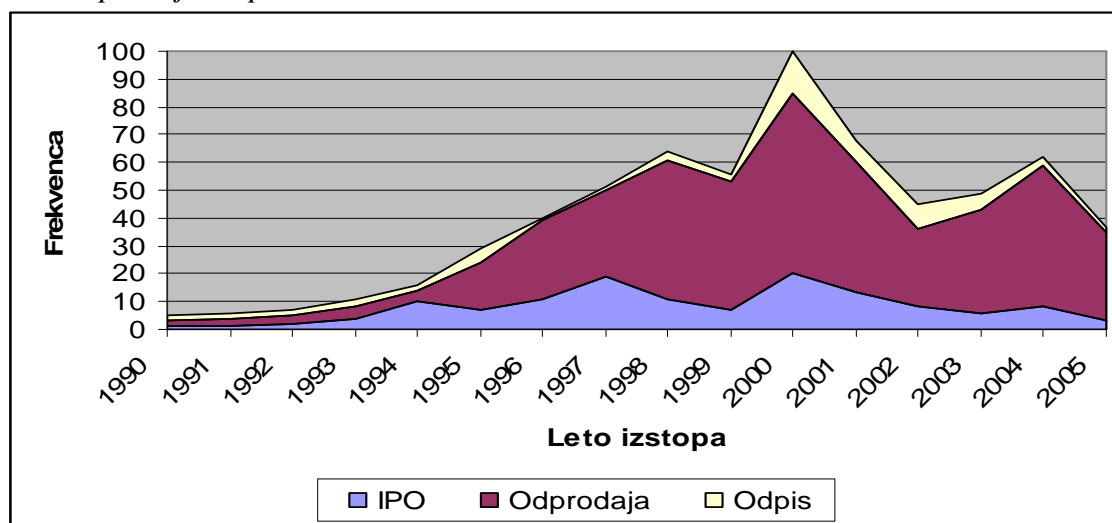
Pri vsem tem je potrebno paziti, da se upravljavec ne zavede z lastnimi metodologijami in izpusti obetajoča podjetja zaradi neustreznosti formalnim pogojem. Po Meyerjevi (2007, str. 202) oceni sklad na koncu investira v manj kot 5 % analiziranih podjetij. Čeprav je skrbni pregled mišljen zgolj kot pridobivanje informacij in ocenjevanje potencialnih naložb, ne pa tudi konkretno izbiranje, v resnici te aktivnosti potekajo z roko v roki. Tudi če na koncu do investicije ne pride, je sklad vseeno pridobil dragocene informacije o dogajanju na trgu, ki mu bodo v prihodnje vsekakor prav prišla. Podlaga za vse je torej skrbni pregled.

7 STRATEGIJE ODPRODAJE NALOŽB IN IZHOD

Strategije izstopa iz naložb se upoštevajo s strani upravljavcev sklada DZDD že na samem začetku investicijskega procesa. Lahko bi rekli, da so strategije izstopa za investitorje ključnega pomena, ker se preko njih pride do realizacije donosa. Sklad DZDD preko izhoda pride do likvidnosti, ki bo vrnjena začetnim investitorjem. Čim bolj je ta proces profesionalno izpeljan, tem večja je verjetnost, da bo to pripeljalo do boljših rezultatov sklada DZDD. Tukaj je predvsem pomembna časovna vmesitev izhoda, kakor tudi strateški vidik naložbe. Poleg ustvarjenega dobička je pri izhodu treba upoštevati še druge dejavnike, kot so: pomen podjetja

za sklad DZDD, stanje na kapitalskih trgih, zaveze investitorjem v ponudbenem prospektu in cilje upravljavca sklada (Schmidt Daniel et al., 2008, str. 5).

Slika 24: Frekvenca različnih izstopov od leta 1990 do leta 2005: javna prodaja s kotacijo – IPO, odprodaja, odpis



Vir: Schmidt Daniel, Steffen Sascha, Szabó Franziska: *Exit Strategies of Buyout Investments – An Empirical Analysis*, 2008, str. 51

Različni izhodi so odvisni tudi od same vrste sklada DZDD in njegovih naložb. Za sklade TK, še posebej tiste z naložbami v novonastala podjetja, obstaja večja možnost izstopa preko kotacije naložbe na borzo (Schmidt Daniel et al., 2008, str. 8). Za sklade TK so tudi veliko bolj značilni odpisi naložb, ki ne bodo nikoli ustvarili dobička. Čim prejšnji odpis lahko zelo močno vpliva na donos sklada.

Izhodi skladov DZDD iz naložb so lahko: klasične odprodaje, kotacija podjetja na borzo preko javne ponudbe, odpisi naložb, odprodaje vodstvu podjetja ali investitorjem sklada ter drugo.

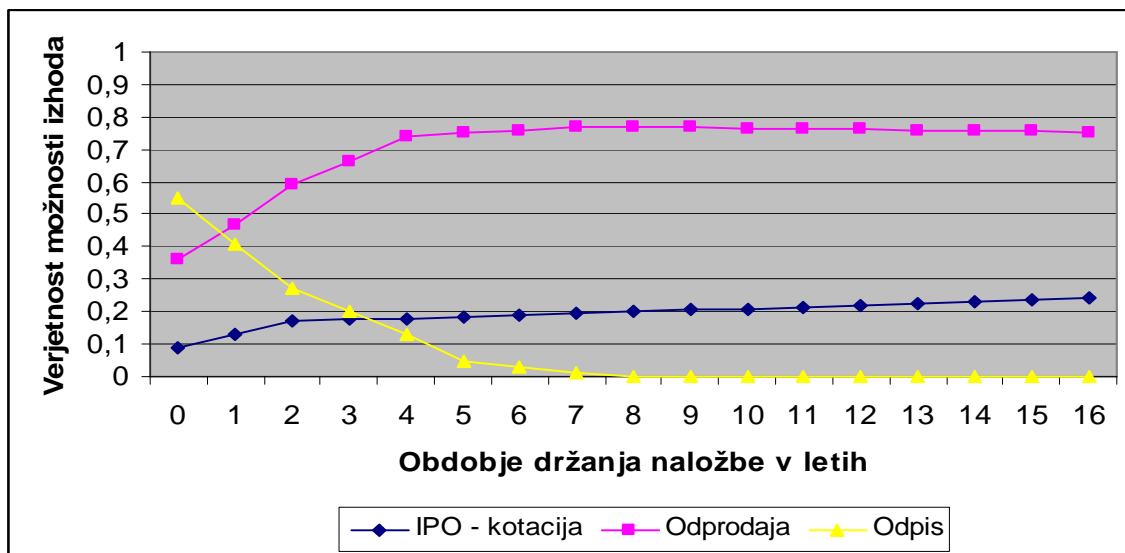
7.1 Odprodaje

Odprodaje naložb so ena izmed najbolj pogostih možnosti, ki jih skladi DZDD uporabljajo ob izhodu. Po Schmidtovi (2008, str. 11) študiji so odprodaje najbolj pogosta oblika izhoda predvsem pri skladih PP, medtem ko so nekoliko manj uporabljene pri skladih TK, kjer je kotacija naložb zelo pogosta. Ponavadi se pri kotaciji skladi veliko raje odločajo za podjetja, ki obetajo velike stopnje rasti prihodkov in dobička v prihodnje. Med odprodaje se šteje naslednje zvrsti: klasična prodaja, ki pomeni pravi prevzem, sekundarna prodaja drugim skladom DZDD zaradi uravnavanja likvidnosti, prodaja vodstvu podjetja ali celo prejšnjim lastnikom. Seveda je v praksi najbolj prisotna klasična odprodaja.

Pravilno načrtovana strategija upravljanja sklada DZDD bi morala čim bolj zmanjšati verjetnost sekundarnih prodaj drugim skladom. Zadnja leta se je vseeno ta trg zelo okrepil (Meyer, Mathonet, 2007, str. 208), prav tako je delež prodaj starim delničarjem ali vodstvu podjetja v manjšini. Sklad DZDD v teh primerih iztrži najmanj. Še posebej je pri drugih skladih DZDD ali institucionalnih vlagateljih kupnina nižja. Ti namreč zahtevajo popust glede na NAV oz. neto sedanjo vrednost. V kolikor so oni kupci, je velika verjetnost, da drugih

kupcev ni ali pa jih je zelo malo. Večji popust se zahteva, večji kot so sami skladi, ker je njihova pogajalska moč večja, ter pri večji informacijski asimetriji. Pri sekundarnih prodajah je velikokrat prisotna le delna prodaja, kajti sklad v tem primeru doseže višjo ceno (Cumming, 2002, str. 36). Kupci imajo več zaupanja, da kupljena naložba ni nasedla.

Slika 25: Spremembe verjetnosti različnih izstopov iz naložb za različna obdobja držanja naložbe



Vir: Schmidt Daniel, Steffen Sascha, Szabó Franziska: *Exit Strategies of Buyout Investments – An Empirical Analysis*, 2008, str. 53

Največji prednosti odprodaj proti kotaciji podjetja sta enostaven postopek in hiter dostop do denarja. Velikokrat se zgodi, da so kupci podjetij sami investitorji. Še posebej to velja pri skladih TK, ki imajo pogosto za investitorje podjetja iz iste branže. Tem podjetjem je v interesu, da sklad TK vlaga v nova podjetja iz iste ali podobne panoge. V kolikor bo katero izmed podjetij zanj zanimivo, bo imelo pri tem prednost. Eno izmed najbolj aktivnih v tej smeri je Xerox Corporation (Lerner, 2000b, str. 449). Podobnih podjetij, še posebej iz visoke tehnologije, je v ZDA še veliko.

7.2 Kotacija podjetij

Schmidt et al. (2008, str. 12) v svoji študiji argumentirajo, da je kotacija podjetij iz portfelja skladov DZDD primerna le za najboljša podjetja, ki v prihodnje obetajo visoke rasti dobička in prihodkov. Še posebej je to primerno za nekatera mlada podjetja skladov TK. Za sklade PP je to manj značilno. Skladi PP prevzemajo zrela velika podjetja, tudi tista, ki kotirajo na borzi in jih kmalu odprodajo naprej. Kot povedano v prejšnjih poglavjih, jih prodajo veliko prej kot skladi TK. Zato je kotacija manj primerna, ampak vseeno možna. Ob dnevu kotacije sklad ponavadi proda le del naložbe. Za izhod se šteje, če sklad v roku enega leta od kotacije odproda večinski delež v podjetju. To lahko poteka tudi s prenosom delnic na investitorje sklada, brez denarne transakcije torej.

Kotacija podjetij je najbolj značilna v zgodnjih obdobjih naložbe, ko se obetajo velike stopnje rasti. V kolikor ne pride do kotacije v teh zgodnjih obdobjih, je večja verjetnost odprodaje. Lerner in Gomeprs (1998, str. 9) sta ugotovila, da bolj izkušeni upravljavci zmeraj poskušajo ujeti pravi trenutek in kotirati podjetja le, ko je borza v vzponu. To da odgovor tudi na dilemo,

zakaj kotacije novih podjetij skoraj popolnoma zamrejo, ko pride do borznih padcev. Upravljalci bi lahko le nekoliko spustili cene in bi do kotacij vseeno prišlo. Vendar tega namerno ne storijo. Časovno so skladi DZDD tako ali tako na zelo dolgi rok. Največ kotacij je bilo ob internetnem boomu ob prelomu tisočletja.

Zanimivo je tudi videti, da je razvitost kapitalskih trgov zelo pomembna za odločitve o kotaciji podjetij. Ameriške borze so najbolj razvite in tudi najbolj likvidne, zato obstaja večja verjetnost za kotacijo, kot pa v Kanadi ali kontinentalni Evropi. Stvar je nekoliko zamegljena le z dejstvom, da se evropski skladi DZDD pogosto odločajo za kotacijo kar na eni izmed ameriških borz. Seveda je veliko odvisno od zakonodaje in poslovne prakse. V ZDA se odločajo za kotacijo tudi zaradi motivacije zaposlenih preko opsijskega nagrajevanja. Tega je v Evropi manj, pa še delničarski sporazumi so velikokrat prisotni, kar omejuje privlačnost na borzi.

7.3 Odpisi slabih naložb

Odpisov slabih naložb se skladi DZDD poskušajo čim bolj izogibati, predvsem zaradi negativne podobe, ki jo to prinese s sabo v javnost. Za izkušene in bolj uveljavljene upravljavce to nima takega pomena kot pa za neuveljavljene. Ker se slednji poskušajo čim bolj uveljaviti, pomeni veliko število odpisov zelo negativen znak, ki lahko mlade upravljavce dokončno pokoplje. Prav neuveljavljeni upravjalci najbolj zavlačujejo z odpisi nasedlih naložb. Zavlačevanje z odpisi na dolgi rok ne pomeni nič drugega kot dodatne stroške, ki bremenijo sklad. Izkušeni in uveljavljeni upravjalci ponavadi ne zavlačujejo z odpisi.

Zanimiva je tudi ugotovitev Cumminga (2002, str. 36), da se kanadski upravjalci proti ameriškim težje odločijo za odpise. Veliko lažje se odločijo za ohranjanje slabo stoječega podjetja z namenom prodaje po zelo nizkih cenah, ko so finančni trgi v vzponu.

8 KAJ ZAZNAMUJE NAJBOLJŠE UPRAVLJAVCE?

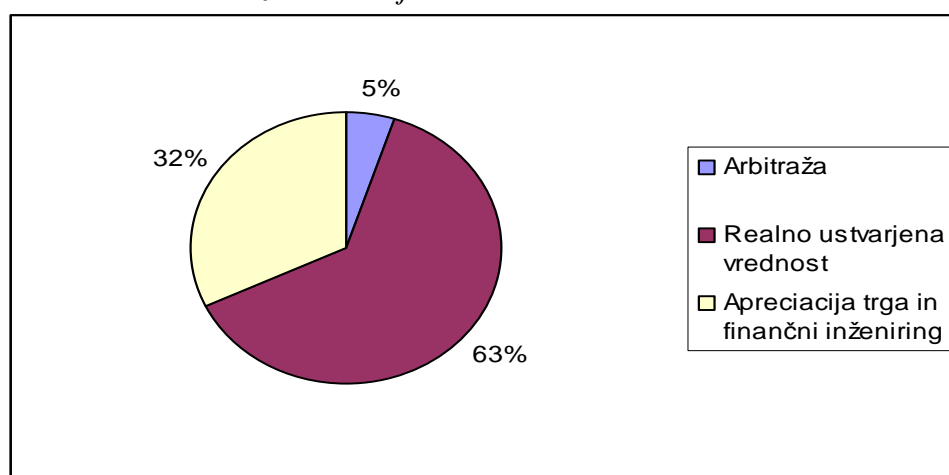
Ustvarjanje donosa za sklade DZDD postaja čedalje težje. Raven konkurence se je v zadnjih letih skokovito povečala. Do finančne krize se je zaradi nizkih obrestnih mer v sklade DZDD prelila rekordna višina sredstev. Vsi ti skladi, poleg drugih investitorjev, so povzročili zelo velike rasti tečajev podjetij. Za uspešen prevzem je bilo potrebno ponuditi visoko premijo, ki pogosto ni bila ekonomsko upravičena. Vse pogosteje se za prodaje podjetij določa avkcije, na katerih je prisotnih zelo veliko število skladov, ki dvigujejo cene. Prodajalci takih podjetij so ob tem mastno zaslužili. Skladi DZDD pa bodo imeli pri upravljanju takih naložb zelo malo prostora za izboljšavo.

V poročilu McKinseya (2005, str. 24) je bilo ugotovljeno, da v nasprotju s preteklostjo skladi DZDD ustvarjajo pozitivne donose za njihove investitorje v veliki meri z ustvarjanjem dodane vrednosti pri kupljeni naložbi. Prav nova dodana vrednost prevzetega podjetja je v 63 % primerov zaslužna za ustvarjen donos ob izhodu iz naložbe. V preteklosti, ko so si skladi DZDD šele utirali pot in jih je bilo malo, je zadostoval finančni inženiring za večino ustvarjenega donosa naložbe. Potrebno je bilo le kupiti podcenjeno podjetje, kar se je večinoma naredilo z velikim vzvodom, odprodati nepotrebno premoženje in s tem zmanjšati zadolženost. Sledila je prodaja in izstop z večkratnikom glede na marginalni vložek.

Dandanašnji odpade vsega 32 % na primere, ko je donos ustvarjen z finančnim inženiringom oz. je za to zaslužna kar dolgoročna apreciacija vrednosti naložbe. V vsega 5 % primerov je donos ustvarjen z arbitražo, ker je bila ugotovljena nekonsistentnost realne vrednosti in cene.

Skladi DZDD se tako vse bolj pogosto osredotočajo na ustvarjanje realne vrednosti pri kupljenem podjetju. Kot pravijo pri upravljavcu skladov DZDD Apax Partners (2005, str. 29), je za ustvarjanje dodane vrednosti pomembno aktivno upravljanje. Po njihovem modelu upravljanja je potrebno podrobno analizirati in kasneje spremljati kupljeno podjetje vse do izhoda. Potrebno je iztisniti vsako podrobnost, ki ni nujno potrebna za proizvodni proces od lenih vodij do nepotrebnih službenih vozil.

Slika 26: Primarni izvor ustvarjene dodane vrednosti



Vir: McKinsey: *Why some private equity firms do better than others*, 2005, str. 24

Pri Advisoriji (2004, str. 3) so identificirali šest vzvodov oz. nivojev, katere lahko upravljavci izkoristijo za ustvarjanje dodane vrednosti. Poleg že omenjene arbitraže in finančnega inženiringa se dodana vrednost lahko ustvari preko izboljšanja operativne učinkovitosti, preko strateškega repozicioniranja, preko zmanjšanja kontrolnih stroškov (t.j. stroškov principal – agent) in preko partnerskih povezav med skladom DZDD in kupljenim podjetjem. Seveda je implementacija omenjenih aktivnosti zelo odvisna od znanja in karakteristik upravljavcev.

Sam sklad DZDD oz. podjetje, ki ga upravlja, se mora že pred izvršitvijo naložbe odločiti, katero področje možnih izboljšav bo izkoristil. Še enkrat pride v ospredje skrbni pregled in analiza podjetja, v katerega se vlaga, z izpostavitvijo tiste konkurenčne prednosti, ki jo lahko sklad ponudi investiranemu podjetju (Jensen M, 2007, str. 25). Konkurenčna prednost je lahko poznavanje določenega sektorja, regije, ali pa večja izkušnost pri enem od šestih nivojev. Obstaja veliko študij, ki analizirajo vsako področje posebej. Tako je lahko pri finančnem inženiringu ključnega pomena navezanost sklada DZDD in družbe za upravljanje na določene banke, ki jim zato ponudijo veliko boljše pogoje poslovanja, nižjo obrestno mero (Ivashina, Kovner, 2008, str. 39).

Poleg področij, na katere lahko vplivajo upravljavci skladov DZDD pri upravljanju z svojimi naložbami, prihaja vse bolj v ospredje način, kako oni pristopijo k samemu upravljanju (Heel J., Kehoe C., 2005, str. 24). Ko se konkurenca tudi pri skladih DZDD vse bolj zaostrojuje, je vse bolj pomembna poleg osnovnih nalog sklada DZDD, sposobnost upravljanja prevzetih podjetij, kot to počnejo pravi lastniki. Prva osnovna naloga, ki jo po študiji opravi 83 % vseh najbolj uspešnih skladov DZDD, je iskanje čim več notranjih podatkov o podjetju in njegovem delovanju pri samem vodstvu le-tega ali pa pri zunanjih virih, ki imajo poseben

dostop do teh informacij. Dodatni prijem, ki ga pogosto uporabijo uspešni upravljalci, je, da se tudi vodstvu in ključnim zaposlenim omogoči delitev dobička, ki je povezano z uspešnostjo delovanja enote pod njihovim nadzorom. Ključ delitve je podoben kot pri samem skladu DZDD. Ponavadi se jim zagotovi od 15 do 20 % doseženega dobička nad določeno zahtevano donosnostjo. Zahteva se tudi solastništvo vodstva v podjetju, ki naj bi obenem predstavljal večji delež njihovega premoženja.

Tabela 13: Šest nivojev potencialnega izvora konkurenčnih prednosti skladov DZDD

Nivo	Podnivo
A. Finančna arbitraža	A.1 ... temelječa na spremembah tržnih vrednotenj
	A.2 ... temelječa na privatni informaciji o določenem podjetju
	A.3 ... večje tržne informiranosti
	A.4 ... večje sposobnosti optimizacije področja delovanja podjetja
	A.5 ... večje sposobnosti ustvarjanja transakcij
B. Finančni inženiring	B.1 ... optimizacija kapitalske strukture
	B.2 ... zmanjšanja davčne obremenitve
C. Povečanje operativne učinkovitosti	C.1 ... povečanje učinkovitosti vodenja
	C.2 ... zmanjšanje potreb po kapitalskih investicijah
	C.3 ... zmanjševanje stroškov in povečevanje marž
D. Strateško repozicioniranje in razlikovanje	D.1 ... podjetniško repozicioniranje
	D.2 ... strategije kupi in zgradi
E. Zmanjšanja stroškov kontrole	E.1 ... zmanjšanje stroškov nadzora nad prostim denarnim tokom
	E.2 ... zmanjševanje konflikta interesov med lastnikom in vodstvom
	E.3 ... zmanjšanje stroškov kontrole in nadzora
F. Partnerske povezave	F.1 ... ponovna vzpostavitev podjetniškega duha
	F.2 ... svetovanje in omogočanje

Vir: ADVISORIA, Mizcaika Jan: Current research in private equity, 2004, str. 3

Naslednji prijemi so povezani z direktnim upravljanjem samih podjetij. Uspešni upravljalci že na začetku posvetijo več pozornosti planu ustvarjanja dodane vrednosti in izboljšav pri podjetju. Temu je potrebno vzpostaviti sistem kontrole nad izvrševanjem omenjenega plana. Plan je navadno že sestavljen s strani vodstva podjetja, vendar morajo novi lastniki tega podrobno pregledati in podati še njihovega. Ta velikokrat vsebuje kritičen pogled na prvotni plan. Izvrševanje plana se mora stalno spremljati. Prav tako je potrebno biti fleksibilen pri njegovi reviziji, če se okoliščine spremenijo. 92 % uspešnih upravljalcev uporablja omenjeni sistem planiranja in le polovica slabih upravljalcev.

Nadalje je najbolj učinkovit pristop upravljalcev ta, da enostavno na začetku posvetijo največ pozornosti kupljenemu podjetju. Najbolj uspešni upravljalci porabijo polovico vsega časa namenjenega upravljanju podjetja že v prvih stotih dneh po nakupu. Največje spremembe se uvajajo na začetku! Začetni sestanki so ključni, da se doseže dogovor z vodstvom podjetja o novi strategiji podjetja in njenih ključnih smernicah. Vzpostavijo se poslovni odnosi in podeljene so odgovornosti. Na teh sestankih se ugotovi pravi potencial podjetja. V nasprotju s tem najslabši upravljalci porabijo le okrog 20 % vsega časa namenjenega podjetju v prvih 100 dneh.

Prav tako skladi DZDD kot novi lastniki, v kolikor želijo zamenjati vodstvo, to naredijo takoj na začetku. V 83 % primerih od vseh najboljših naložb se takoj na začetku odločijo za zamenjavo oz. okrepitev vodstva kupljenega podjetja. Ta odstotek je pri naložbah, ki izkazujejo slabši donos, le 33 %. Tudi kasneje se uspešni skladi hitreje odločajo za okrepitev ali zunanjo podporo vodstvu kupljenega podjetja.

Tabela 14: Dejavniki, ki so se spremenili po prevzemu podjetja s strani sklada DZDD v Veliki Britaniji

Dejavniki, ki so se spremenili	Povprečje Velika Britanija
Odgovornost zaposlenih za njihovo delo	4,1
Fleksibilnost zaposlenih	3,9
Nivo zaupanja med vodstvom in zaposlenimi	3,9
Pomembnost človeških virov	3,8
Višina izobraževanja zaposlenih	3,8
Število delavcev, ki delajo v skupini	3,8
Resursi namenjeni vodenju zaposlenih	3,6
Uporaba inštrumenta napredovanja	3,5
Enakost pogojev za vodstvo in za zaposlene	3,4
Uporaba začasnih delavcev za pokritje ozkih grl	3,3
Odpuščanje zaposlenih	3,1
<i>Plača in nagrade</i>	
Stopnja vpletenosti zaposlenih	4,1
Število delavcev, ki so ocenjeni glede na uspešnost	3,7
Število delavcev, ki dobiva nagrade	3,7
Delež ne vodstvenih zaposlenih, ki ima delnice podjetja	3,3

Dejavniki so ocenjeni s 5 – stopenjsko oceno: 1= zelo se je poslabšalo, 2 = se je poslabšalo, 3 = ostalo je enako, 4 = se je povečalo, 5 = zelo se je povečalo.

Vir: Wright M., Jensen M., Cumming D., Siegl D.: *The impact of Private Equity: Setting the record Straight*, 2005, str. 5

Omenjenih pet dejavnikov je med sabo komplementarnih. Iz njih se vidi pomen človeških virov in upravljanja z njimi po prevzemu podjetja. Najbolj so uspešni tisti skladi DZDD, ki že na začetku prepoznajo pomen in vrednost vodstva ter zaposlenih v podjetju, v katerega naj bi se investiralo. Po investiciji se tudi največ časa posveti prav zaposlenim, njihovi motivaciji, izobraževanju, vse z namenom doseganja na novo postavljenih ciljev.

Kljub vsemu povedanemu obstaja razlika med skladi TK in skladi PP. Vseeno jim je vsem skupni poudarek na definiranju nove strategije in planov za doseganje le-te s pomočjo vodstva in zaposlenih podjetja.

Akterji trga DZDD se strinjajo, da sta za nadaljnji razvoj skladov DZDD možni dve poti. Prva je doseganje ključne velikosti za sklade PP, ki pomeni doseganje ekonomije obsega. Fiksni stroški se na enoto zmanjšajo, znanje in izkušnost upravljaljske ekipe se tako lahko prenese na več skladov. Druga pot pa je specializacija in osredotočenje na določene segmente trga DZDD. Operativna izkušnost v tržnih nišah ob kupovanju manjših podjetij pripomore ustvarjati dodano vrednost. Vsaka družba za upravljanje se bo morala odločiti, katero pozicijo bo zasedla in katera je njena konkurenčna prednost.

8.1 Struktura in disciplina

Upravljanje skladov DZDD je kompleksna naloga in zahteva dobro strukturiran in discipliniran pristop. Minili so časi, ko je bilo skladov DZDD malo in zato med njimi ni bilo prave konkurence. Upravljalci so se takrat zanašali na njihov občutek in dosegali dobre donose. Ko ni konkurence in je transparentnosti še manj, to ni pravi problem. Za doseganje boljših donosov pa se je danes potrebno zelo potruditi in stvari ni mogoče prepustiti naključju.

Zato se večkrat tudi pri skladih DZDD uporablja kompleksne modele, ki pa ne morejo biti tako natančni in uporabni kot pri drugih investicijskih kategorijah. Upravljanje skladov DZDD je lahko uspešno le z uporabo kvalitativnih ocen, ki jih analizira upravljavska skupina. To mora biti opravljeno na standardiziran in sistematičen način. Izkušnje so še kako pomembne, vendar je potrebno ob tem sistematično uporabljati institut skrbnega pregleda in tehnike strukturiranja portfelja.

Pri odločanju o posamezni investiciji je potrebno dosledno upoštevati tako kvantitativne kot kvalitativne podatke. Ni dovolj, da se upravljavec zanaša na njegov občutek, ampak je potrebno, da trezno razmisli o prednostih in slabostih določene naložbe ter njenih potencialih. Vse to mora narediti na discipliniran način. Kljub vsem razlikam, ki jih prinašajo naložbe sklada DZDD proti klasičnim investicijskim skupinam, obstaja podobnost: investicijski procesi in infrastruktura morajo biti jasno definirani.

8.2 Dolgoročno razmišljanje

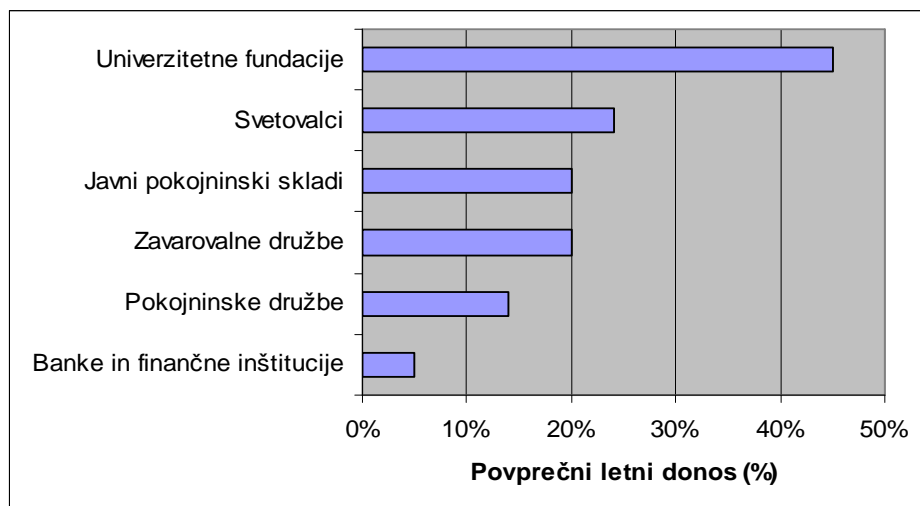
Kot pokazano, je možnosti na trgih DZDD zaradi velike konkurence, da skladi dolgoročno dosegajo dobre donose preko arbitraže ali finančnega inženiringa, vse manj. Vse bolj prihaja v ospredje ustvarjanje realne vrednosti za lastnike od povečanja operativne učinkovitosti preko strateškega repozicioniranja do partnerskih povezav med skladom DZDD in investiranim podjetjem. To se ne naredi čez noč. Vse zahteva svoj čas. Še posebej je to res za naložbe sklada TK ter tudi za naložbe skladov PP.

Naložbe skladov DZDD so dolgoročne naložbe, ki ne prikažejo realnih donosov nekaj let. V vmesnem obdobju obstaja velika verjetnost, da se trenutna vrednost podjetja celo zmanjša v skladu s krivuljo v obliki črke J (ang. *J-curve*). Potrebno je misliti na dolgi rok in imeti potrpljenje. Vse to je v velikem nasprotju s kratkoročno logiko trga kapitala, ki zahteva kratkoročne rezultate, pa čeprav v škodo dolgoročnih. Prav v tem je veliko nasprotje in možnost za uspeh samih podjetij. Podjetja na borzi imajo večinoma razpršeno lastništvo v rokah investorjev, ki so kratkoročno naravnani. Temu primerno vodstvo takih podjetij zasleduje kratkoročne cilje ali pa celo cilje, ki so v škodo lastnikov. Pri naložbah skladov DZDD se točno ve, kdo je lastnik. Njihov cilj je dosežati čim boljše donose na dolgi rok. Vodstvo takih podjetij ni pod nenehnimi pritiski jeznih delničarjev, ki mislijo na kratek rok. Veliko manj je tudi konflikta interesov. Lastnik je eden oz. jih je malo in vodstvo je velikokrat udeleženo pri lastništvu in tako nagrajeno za dobro poslovanje in kaznovano za slabo vodenje. Interesi so torej usklajeni.

Vso zadevo bi lahko gledali tudi s perspektive investorjev v sklade DZDD in njihovih interesov. Kdo je boljši? Po študiji Lerner, Schoar in Wong (2004, str. 5) so najuspešnejše univerzitetne fundacije in privatni pokojninski skladi. Razlika v doseženem donosu, ko te institucije vlagajo v sklade DZDD, je ogromna. Če univerzitetne fundacije dosežejo daleč najboljši donos, v devetdesetih letih prejšnjega stoletja so v povprečju dosegle 45 % donos pri skladih DZDD, so se pri vlaganju najslabše izkazale banke in druge finančne institucije s 5 % povprečnim donosom. Po mnenju avtorjev je to predvsem zaradi tega, ker so fundacije dolgoročni investitorji in imajo veliko izkušenj. Na drugi strani imajo banke in pokojninski skladi tudi druge cilje, kot je npr. poslovanje s samimi skladi DZDD in investiranimi podjetji. Javni pokojninski skladi imajo velikokrat cilj podpore lokalnih podjetij, zaposlenosti itn. Vsekakor je tukaj prisoten dejavnik, da univerzitetne fundacije investirajo v sklade, ki jih upravljajo bivši študenti univerze, zato jih bolje poznajo. Je pa zelo pomembno dejstvo, da te fundacije najbolj predvidijo, kateri skladi bodo v prihodnosti dosegali boljše donose. Zelo

poredko se namreč zmotijo, ko končajo sodelovanje s kakšnim upravljavcem s tem, ko ne investirajo več v njegove sklade. V veliki večini primerov bodo ti skladi v prihodnje izkazali slabše donose.

Slika 27: Povprečni doseženi letni donosi po tipu investitorja v sklade DZDD od leta 1991 do 1998

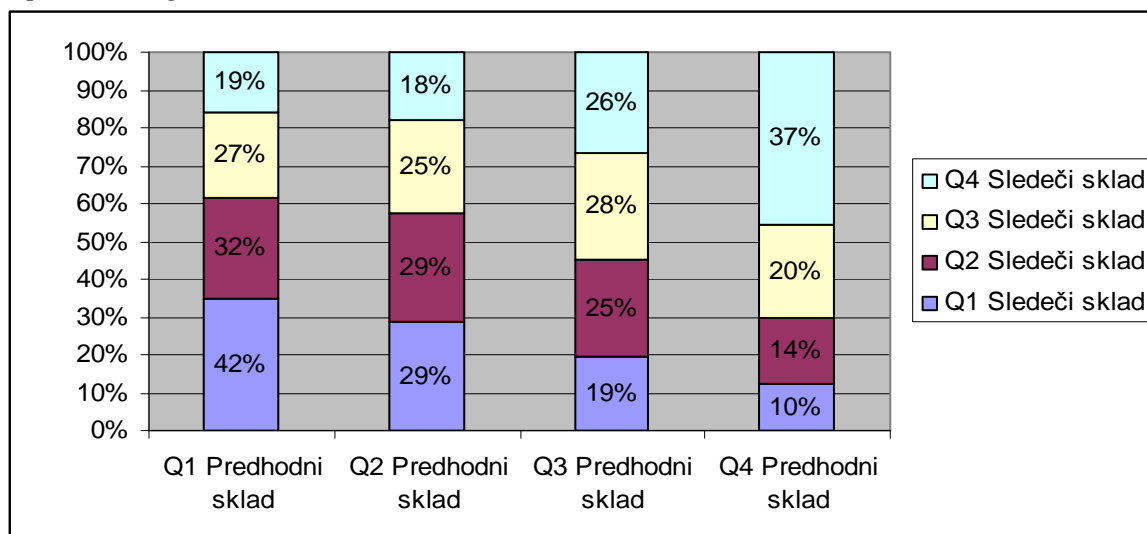


Vir: Lerner, Schoar, Wong: *The Promise, Perils, and Performance of Private Equity*, 2004, str. 24

8.3 Nekateri so boljši

Vsak upravljavec sklada DZDD se trudi, da bi sklad upravljal čim boljše in da bi se njegov sklad uvrstil v prvi kvartil. Le tako bo upravljavec pritegnil nove investitorje, ki bodo ponovno vlagali v njegove nove sklade. Biti stalno boljši je v zelo konkurenčnem okolju težko, vseeno pa nekateri konstantno premagujejo druge. Lahko je to zaradi njihovih izkušenj, poznavanja trga, regije, segmenta, dostopa do potencialnih naložb, finančnih virov itn.

Slika 28: Verjetnost nadaljevanja uspešnosti upravljanja sukcesivnega sklada proti uspešnosti iz predhodnega sklada – za vse sklade DZDD



Vir: Perquin, *The 2008 Private Equity Performance Monitor*, 2008, str 521

Iz najnovejšega pregleda donosnosti skladov DZDD izhaja, da ima uspešen upravljavec, ki se je uvrstil s prvim skladom v prvi kvartil, 42 % verjetnost, da se bo tudi njegov naslednji sklad uvrstil med najboljšo četrtino skladov po donosnosti (Perquin, , 2008, str 521). Obenem ima le 19 % verjetnost, da se bo uvrstil med najslabšo četrtino. Podobno se dogaja na drugi strani med najslabšimi upravljavci. V kolikor je upravljavec dosegel s svojim prvim skladom najslabšo donosnost med zadnjo četrtino, ima samo 10 % možnosti, da bo njegov novi sklad DZDD dosegel najboljšo četrtino. Istočasno ima kar 37 % verjetnost, da bo spet dosegel najslabšo četrtino. Uspešni upravljavci tako večinoma upravljajo nove sklade uspešneje. Kljub vsemu pa to ni zagotovilo, obstaja le večja verjetnost.

Uspešen upravljavec ima torej veliko več možnosti, da bo uspešen tudi v prihodnje. V nasprotju s tem pa izkušnost merjena po številu vseh skladov, ki jih je že upravljal, ne pove veliko. Razlika v donosnosti merjena po številu vseh skladov, ki jih je nekdo že upravljal, se ne bistveno razlikuje. Izkušnje, ki si jih upravljavec pridobi po več upravljanjih skladih, malo vplivajo na doseganje boljše donosnosti. V povprečju se šele pri četrtem skladu poveča verjetnost za 5 %, da bo sklad dosegel prvi kvartil. Že izkazana uspešnost upravljanja je torej bolj pomembna od izkušnosti. Tukaj pridemo do že znane trditve, da, kar pomeni pri nepremičninah lokacija, pomeni pri upravljanju skladov DZDD dokazana uspešnost (T. Meyer, P.Y. Mathonet, 2007, str. 198).

SKLEP

V zadnjem obdobju so skladi DZDD doživeli skokovito rast. Od relativno nepomembne investicijske skupine so postali ena izmed najbolj inovativnih investicijskih skupin z zelo dobrimi izkazanimi donosi. V zadnjih dvajsetih letih so njihovi donosi presegli donose klasičnih vzajemnih skladov oz. borznih indeksov. Prav zaradi tega in zaradi sprememb zakonodaje je vanje priteklo ogromno sredstev. Njihov pomen na finančnih trgih postaja čedalje večji. Brez njih bi se nekatera podjetja zelo težko razvila in prišla do mednarodne uspešnosti. Med temi podjetji sta tudi svetovno znani Microsoft in Apple.

Banke in drugi finančni trgi so za nekatera podjetja zaprti. Predvsem to velja za novonastala podjetja, ki nimajo zgodovine, nimajo prihodkov, nimajo dobička. Na drugi stran je tudi veliko lastnikov, ki bi radi izstopili iz lastništva podjetja, a težje najdejo kupce za njihove deleže. Za vsa ta podjetja torej obstaja velika potreba po financiranju pred ali pa po prevzemu, ki bi brez skladov DZDD ostala neizpolnjena. Skladi DZDD zapolnjujejo to vrzel in postajajo čedalje pomembnejši člen gospodarskega sistema. V državah, kjer je prisoten kapital skladov DZDD, imajo več inovativnih podjetij. Seveda skladi DZDD delajo to zaradi dobička. Investitorji v sklade DZDD so bili do sedaj v povprečju veliko bolje poplačani kot pri investiranju v druge naložbe.

Skladi DZDD so relativno manj poznana investicijska skupina. Zato sem si za cilj postavil predstavitev njihovega delovanja in prikaz najboljših praks pri njihovem upravljanju. Da bi naloga dosegla cilj, sem se namenil najprej predstaviti sklade DZDD in njihov pomen na finančnih trgih, nato pa vse tiste aktivnosti, ki so pri upravljanju pomembne.

V prvem poglavju je bil najprej predstavljen trg DZDD z vsemi akterji, ki so na njem prisotni. Prikazan je tudi razvoj skladov DZDD od začetkov do danes. Skladi DZDD se delijo na več vrst. Še najbolj pomembni so skladi PP in skladi TK. Medtem ko prvi prevzemajo večja, uveljavljena podjetja, drugi vlagajo v novonastala, visokotehnološka podjetja. Upravljanje obeh se zelo razlikuje.

Upravljalci skladov DZDD delujejo drugače kot njihovi kolegi pri upravljanju klasičnih vzajemnih skladov. Njihove naložbe so drugačne, zato so predpostavke moderne portfeljske teorije zanje manj uporabne. Razpršitev naložb mora biti, vendar je proces izbire naložb drugačen. Ključnega pomena je skrbni pregled, ki da upravljavcu vpogled v delovanje potencialnega podjetja. Na podlagi teh informacij bo dober upravljavec prepoznal potencial samega podjetja in katera so tista področja, ki bi jih lahko izboljšal. Upravljavec mora upravljati podjetje tako, da mu bo s svojimi aktivnostmi doprinesel čim večjo dodano vrednost. V zelo konkurenčnem okolju ni dovolj čakati, da se naložbe same aprecirajo na dolgi rok. Treba je narediti več. Treba je ustvariti vrednost.

Vrednost se v upravljanem podjetju ustvari s procesom, ki traja od skrbnega pregleda do izstopa. Najbolj so pomembne, poleg skrbnega pregleda, aktivnosti s podjetjem v prvih stotih dneh po nakupu. Izhod in način izhoda je tudi zelo pomemben. Kotacija podjetij ponavadi prinese večji izkupiček kot odprodaja končnemu kupcu.

Vse to je potrebno imeti stalno na vidiku. Funkciji upravljanja s tveganji in kontrola investiranih podjetij prihajata zato vse bolj v ospredje. Zaradi narave skladov DZDD je prav tako pomembno upravljanje z likvidnostjo. Kakšni so izzivi z njo, se lahko vidi v sedanji finančni krizi.

V šestem poglavju je prikazano, kakšne so posebnosti skladov DZDD, še posebej kar zadeva metode vrednotenja. Vrednotenje podjetij, v katere vlagajo skladi TK, predstavlja še poseben izziv. Vpeljati je potrebno tako kvantitativne kot kvalitativne podatke, odvisno od stanja podjetja glede na razvojni cikel.

Za zaokrožitev magistrske naloge sem iz najboljših praks prikazal, kaj zaznamuje najboljše upravljalce. Poleg odločnega in discipliniranega pristopa k upravljanju naložb sklada je pomembna sama struktura sklada in dolgoročno razmišljanje. Upravljanje skladov DZDD je v teoriji veliko manj analizirano in pušča upravljavcu, tudi zaradi same narave skladov DZDD, veliko manevrskega prostora. Nekateri pač niso naključno boljši.

LITERATURA IN VIRI

- 1 Acharya, V., Franks, J. & Servaes, H. (2007): *Private Equity: Boom and Bust?* Journal of Applied Corporate Finance.
- 2 Spletni portal *Adveq* - upravljavec skladov skladov DZDD. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.adveq.com/>
- 3 Spletni portal *Alternative assets*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.altassets.net/>
- 4 Apax Partners. (2006). *Unlocking global value: Future trends in private equity investment worldwide*. Apax Partners Ltd/The Economist Intelligence Unit.
- 5 Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. & Weisbach, M. (2007). *Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis*. Neobjavljeno delovno gradivo. Stockholm School of Economics.
- 6 Axelson, U., Strömberg, P. & Weisbach M. (2007): *Why are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds*. Neobjavljeno delovno gradivo. Stockholm School of Economics and Swedish Institute for Financial Research.
- 7 Baker, G. & Smith (1998). *The new Financial Capitalists : Kohlberg Kravis Roberts and the creation of Corporate Value*. Cambridge. Cambridge University Press.
- 8 Bargeron, L., Schlingemann, F., Stulz, R. & Zutter, C. (2007). *Why Do Private Acquirers Pay so Little Compared to Public Acquirers?* Fisher College of Business Working Paper.
- 9 Blaydon, C. & Horvath M. (2003). *What's a company worth? Depends which GP you ask*. B.k. Venture Capital Journal.
- 10 Blaydon, C. (2007). *Economics of Private Equity Investment*. Center for the Study of Innovation and Productivity. Federal Reserve Bank of San Francisco
- 11 J.C. Flowers plans to take stake in Hypo Real Estate. (2008, 16. april). *Bloomberg*. 31. maja 2008 na naslovu <http://www.iht.com/articles/2008/04/16/business/16hypo.php>
- 12 Blundell-Wignall, A. (2007). *The Private Equity Boom: Causes and Policy Issues*. Financial Market Trends. OECD.
- 13 Buffett, W. & Cunningham, L. (2001). *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*. Omaha. Cunningham
- 14 Spletni portal *Buyouts news*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.buyoutsnews.com/>
- 15 Spletni portal *British Venture Capital Association - BVCA*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.bvca.co.uk>
- 16 The Impact of Private Equity as a UK Financial Service. (2007). *BVCA*

- 17 Calanog, V., Krohmer, P. & Lauterbach, R. (2006). *The Bright and Dark Side of Staging Investment Performance & the Varying Motivations of Private Equity Firms*. Neobjavljeno delovno gradivo. University of Pennsylvania
- 18 Spletni portal *CEPRES*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.centerofprivateequityresearch.de/>
- 19 Cheung, L. (2003). *S&P Report: Approach to Rtg Private Equity CFOs*. Standard & Poor's. New York.
- 20 The changing face of private equity. (2008, 8. februar). *CNN Money*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu http://money.cnn.com/2008/05/08/markets/private_equity/index.htm
- 21 Cumming, D. & MacIntosh, J. (2002). *A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits*. Neobjavljeno delovno gradivo. University of Alberta.
- 22 Cumming, D. (2004). *Capital Structure in Venture Finance*. Neobjavljeno delovno gradivo. University of Toronto.
- 23 Cumming, D. (2007). *Contracts and Exits in Venture Capital Finance*. Neobjavljeno delovno gradivo. York University.
- 24 Cumming, D., Fleming, G. & Schwienbacher, A. (2005). *Style drift in Private Equity*. Neobjavljeno delovno gradivo. University of New South Wales.
- 25 Mariborski Amis ima nova lastnika. (2006, 14. junij). *Delo*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&so=Delo&da=20060614&ed=0&pa=9&ar=05fe4937696c288ad259a7553e2319ab04&fromsearch=1
- 26 Načrti za sklad tveganega kapitala. (2006, 25. oktober). *Delo*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&so=Delo&da=20061025&ed=0&pa=11&ar=b49fead8ddf80512bc6abc0142f00c1004&fromsearch=1
- 27 Global trends in venture capital 2007 survey. (2007). *Deloitte Touche Tohmatsu*.
- 28 Diller, C. & Kaserer C. (2007). *What Drives Private Equity Returns? – Fund, Inflows, Skilled GPs, and/or Risk?* Neobjavljeno delovno gradivo. Technische Universität München.
- 29 Potezin sklad tveganega kapitala kupil Solvero Lynx. (2008, 18. april). *Dnevnik*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik//313522/
- 30 Spletni portal napovedi za sklade DZDD - *Dow Jones Private Equity Analyst Outlook*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://peaoutlook.dowjones.com/>
- 31 Drathen, C. (2007). *The Performance of Private Equity-Backed Initial Public Offerings in Germany*. Neobjavljeno delovno gradivo. London Business School.

- 32 Driessen, J., Lin, T. & Phalippou, L. (2008). *A new method to estimate risk and return of non - traded assets from aggregate cash flows: The case of Private Equity funds*. Neobjavljeno delovno gradivo. University of Amsterdam Business School.
- 33 EBRD reports record returns from CEE & CIS funds in 2005. (2005). *EBRD*
- 34 Emerging Markets Private Equity Funds Raise US\$59 billion in 2007. (2007). *EMPEA*
- 35 Združenje skladov DZDD na trgih v razvoju - *Emerging Market Private Equity Association - EMPEA*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.empea.net/>
- 36 Central and Eastern Europe Statistics 2006. (2007). *EVCA*
- 37 European Fundraising reaches new record 112 billion EUR driven by strong returns. (2007). *EVCA, PWC, Thomson*.
- 38 EVCA Barometer. (2008). *EVCA*.
- 39 EVCA Quarterly Activity Indicator Trends in Q2 2007. (2007). *EVCA*.
- 40 Evropsko združenje skladov DZDD - *EVCA European Private Equity and Venture Capital Association*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evca.eu/>
- 41 BVCA -The next 25 years. *EVCA*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=854&storycode=255648>
- 42 Everson, P. & Walker, N. (2007, 1. oktober). Due diligence of the administration function: key indicators for robust reporting. *EVCA*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=870&storycode=242998>.
- 43 Emerging markets are cream of crop. (2008, 4. marec). *EVCA*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=847&storycode=260296>
- 44 Spletni portal *Financial and Economic Research International*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.feri.de/>
- 45 Fund raising of the Year - Buyouts (2007, 1. februar). *EVCA*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=870&storycode=223389>
- 46 Fundraising for PE in a recession. (2008, 1. april). *EVCA*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=845&storycode=260407>
- 47 Good Reporting. (2007, 1. oktober). *EVCA*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=870&storycode=242724>.
- 48 Inside Cisco Systems. (2008, 1. maj). *EVCA*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=843&storycode=230130> 31.05.2008

- 49 Investors home in on Southern Europe. (2008, 1. april). *EVCJ*. 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=841&storycode=260223> 31.05.2008
- 50 Largest LBO since credit crunch launches. (2008, 1. april). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=844&storycode=262465>
- 51 Leader of the pack. (2008, 1. februar). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=843&storycode=255405> 31.05.2008
- 52 Measuring LBO risk. (2008, 1. maj). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=836&storycode=258589>
- 53 PE performance: steady returns. (2006, 1. december). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=852&storycode=208701>
- 54 Private equity fees soar. (2008, 13. februar). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=847&storycode=258148>
- 55 Private equity market reaches trillion mark. (2008, 1. marec). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=847&storycode=257660>
- 56 Private equity returns up. (2007, 1. oktober). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=844&storycode=261967>
- 57 Russian Private Equity. (2007, 30. november). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=870&storycode=250358>
- 58 Secondary boom busts. (2008, 15. april). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=843&storycode=260134>
- 59 So sue me. (2007, 1. junij). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=843&storycode=235621>
- 60 The death of the IPO. (2008, 1. april). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=845&storycode=261888>
- 61 The end of the Indian summer. (2008, 1. april). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=845&storycode=258604>
- 62 The next big thing. (2008, 1. april). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=840&storycode=261354>
- 63 Trained for success. (2007, 1. oktober). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=870&storycode=242600>
- 64 Transparency versus returns? (2008, 10. marec). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=847&storycode=260617>
- 65 Unlocking value. (2008, 1. marec). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=854&storycode=258590>

- 66 Why Do Funds Go Offshore? (2007, 1. oktober). *EVCJ*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.evcj.com/story.asp?sectioncode=870&storycode=244438>
- 67 Spletni portal ameriške centralne banke - *Fed*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.federalreserve.gov/>
- 68 Fehr, K. (2005, 12. junij). *Man koennte Daimler kaufen*. b.k. ZZ am Sonntag Invest.
- 69 Fenn, G., Liang, N. & Prowse, S. (1996). *The Economics of the Private Equity Market*. Federal Reserve Bank USA. Federal Reserve Bulletin.
- 70 Ferran, E. (2007). *Regulation of Private Equity - Backed Leveraged Buyout Activity in Europe*. European Corporate Governance Institute.
- 71 Pikon, R. (2008, 20. marec). Britanski sklad bi prevzel Cimos. *Finance*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.finance-on.net/?MOD=show&id=189811>
- 72 Iskanje strateškega partnerja Telekoma. (2007, 30. oktober). *Finance*. 31. maja 2008 na naslovu <http://www.finance-on.net/?MOD=show&id=168128>
- 73 Neobdavčeno vlaganje v Sloveniji. (2008, 1. april). *Finance*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.finance-on.net/?MOD=show&id=189164>
- 74 Sklad Charollais bi Iskraemeco uvrstil na londonsko borzo. (2007, 4. spetember). *Finance*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.finance-on.net/?MOD=show&id=165487>
- 75 Slasti in pasti tveganega kapitala. (2008, 7. januar). *Finance*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.finance-on.net/?MOD=show&id=183789>
- 76 Zaživela bo Javna družba tveganega kapitala Slovenije. (2008, 21. marec). *Finance*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.finance-on.net/?MOD=show&id=189841>
- 77 Arnold, M. (2008, 7. marec). Carlyle unit misses some margin calls. *FT*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/7541201a-1f84-11dd-9216-000077b07658.html>
- 78 Sender, H. (2008, 23. april). D Bank loan sale lifts hopes of rally *FT*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/0c93a79e-1170-11dd-a93b-0000779fd2ac.html>
- 79 M Stanley fund to tap Asian growth. (2008, 11. maja). *FT*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu http://www.ft.com/cms/s/0/24e21026-1f83-11dd-9216-000077b07658.html?nclick_check=1
- 80 Private equity trumps banks in debt buy-backs. (2008, 22. april). *FT*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news_id=fto042220081737080222

- 81 Acceleration: *Global Venture Capital Insights Report 2007*. (2007). Ernst & Young.
- 82 Gompers, P. & Xuan, Y. (2006). *The Role of Venture Capitalists in the Acquisition of Private Companies*. Harvard Business School and NBER.
- 83 Gompers, P., Ishii J. & Metrick, A. (2003). *Corporate Governance and Equity Prices*. Neobjavljeno delovno gradivo. Quarterly Journal of Economics 118(1).
- 84 "Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. & Scharfstein, D. (2006). *Skill vs. Luck in Entrepreneurship and Venture Capital: Evidence from Serial Entrepreneurs*. Neobjavljeno delovno gradivo. Harvard University and NBER."
- 85 Gottschalg, O. & Kreuter, B. (2004). *Quantitative Private Equity Fund Due Diligence: Possible Selection Criteria and their Efficiency*. Neobjavljeno delovno gradivo. HEC-INSEAD Buyout Research Program.
- 86 Grabenwarter, U. & Weidig, T. (2005). *Exposed to the J-Curve: Understanding and Managing Private Equity Fund Investments*. Neobjavljeno delovno gradivo. QuantExperts.
- 87 Groh, A., Liechtenstein, H. & Canela, M. (2007). *Limited Partners' Perceptions of the Central Eastern European Venture Capital and Private Equity Market*. IESE Business School – University of Navarra.
- 88 Heel, J. & Kehoe, C. (2005). *Why some Private Equity Firms do it better*. The McKinsey Quarterly.
- 89 Ick, M. (2005). *Private Equity Returns: Is there really a Benefit of low Comovement with Public Equity Markets?* Neobjavljeno delovno gradivo. CEPRES.
- 90 Spletni portal ocenjevanja investicij - *Investmentbenchmarks*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.investmentbenchmarks.com/>
- 91 Ippolito, F. (2007). *Capital Commitment in Private Equity Partnerships*. Neobjavljeno delovno gradivo. Università Commerciale L. Bocconi.
- 92 Ivashina, V. & Kovner, K. (2008). *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*. Neobjavljeno delovno gradivo. Harvard Business School.
- 93 Jensen, M. (2007). *The Economic Case For Private Equity — pdf of Keynote Slides*. Neobjavljeno delovno gradivo. Harvard Business School.
- 94 Kaplan, S. & Schoar, A. (2003). *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows*. Neobjavljeno delovno gradivo. MIT Sloan School of Management.
- 95 Kaserer, C. & Diller, C. (2004). *European Private Equity Funds – A Cash Flow Based Performance Analysis*. Neobjavljeno delovno gradivo. Center for Entrepreneurial and Financial Studies, Technische Universität München.

- 96 Krohmer, P. (2007). *The Liquidation Dilemma of Money Losing Investments – The Impact of Investment Experience and Window Dressing of Private Equity and Venture Capital Funds*. Neobjavljeno delovno gradivo. CEPRES Centre of Private Equity Research.
- 97 Lauterbach, R. (2006). *Performance Differentiation: Cutting loses and maximizing profits of Private equity and Venture Capital investments*. Neobjavljeno delovno gradivo. Goethe-University.
- 98 Lerner, J. & Gompers, P. (1998). *Money Chasing Deals?: The Impact of Fund Inflows on Private Equity valuations*. Neobjavljeno delovno gradivo. Harvard University and NBER.
- 99 Lerner, J. (2000). *Venture Capital and Private Equity: A casebook*. Boston MA. Harvard Business school. J. Wiley and sons Inc.
- 100 Lerner, J., Marion, S. & Schoar, A. (2002). *The Illiquidity Puzzle: Theory and Evidence from Private Equity*. Harvard University & MIT.
- 101 Lerner, J., Schoar, A. & Wong, W. (2004). *Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle*. Neobjavljeno delovno gradivo. Harvard University & NBER.
- 102 Lerner, J., Sorensen, M. & Stromberg, P. (2008). *Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation*. Harvard University and National Bureau of Economic Research.
- 103 Ljungqvist, A. & Richardson, M. (2003). *The cash flow, return and risk characteristics of private equity*. Neobjavljeno delovno gradivo. New York University & CEPR & NBER.
- 104 Ljungqvist, A. & Richardson, M. (2003). *The Investment Behavior of Private Equity Fund Managers*. Neobjavljeno delovno gradivo. New York University.
- 105 Lofthouse, S. (2001). *Investment management*. Second Edition. B.k. J. Wiley and sons.
- 106 Lossen, U. (2006). *The Performance of Private Equity Funds: Does Diversification Matter?* Neobjavljeno delovno gradivo. Munich School of management.
- 107 Markowitz, H. (1952): *Portfolio Selection*. Journal of Finance 7(1).
- 108 Martynova, M. & Renneboog, L. (2006). *Mergers and Acquisitions in Europe*. Finančno delovno gradivo. ECGI.
- 109 Mendell, E., Peterson, L. & Chachere, C. (2008). 2007 Venture Capital Investing hits six year high at \$29,4 billion. New York. *National Venture Capital Assosiation*.
- 110 Metrick, A. & Yasuda, A. (2007). *The Economics of Private Equity Funds*. Neobjavljeno delovno gradivo. University of Pennsylvania.

- 111 Metrick, A. & Yasuda, A. (2008). *The Economics of Private Equity Funds*. Neobjavljeno delovno gradivo. Yale School of Management.
- 112 Meyer, T. & Mathonet, P. (2007). *Beyond the J-curve: Managing a portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*. First edition. b.k. J. Wiley and sons Ltd.
- 113 Meyer, T. (2006). *Private equity, spice for European economies*, Deutsche Bank Research, The journal of financial transformation.
- 114 Miczaika, J. (2004). *Current research in private equity*. Advisoria.
- 115 Mietzner, M. & Schweizer, D. (2007). *Hedge Funds vs. Private Equity Funds as Shareholder Activists – Differences in Value Creation*, Neobjavljeno delovno gradivo, European Business School (EBS), International University Schloss Reichartshausen.
- 116 Milevsky, M. & Posner, S. (1999). *A Continuous - Time Re - Examination of the Inefficiency of Dollar - Cost Averaging*. Neobjavljeno delovno gradivo.
- 117 Mishkin, F. & Eakins, S. (2000). *Financial Markets and Institutions*. 3. Izdaja. New York: Adisson - Wesley Longman.
- 118 Mramor, D. (2000). *Trg Kapitala v Sloveniji*. Ljubljana. Gospodarski Vestnik.
- 119 Slovenski sklad DZDD - *New Europe Venture Partners*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.ne-vp.com/>
- 120 Nowak, E., Knigge, A. & Schmidt, D. (2004). *On the Performance of the Private Equity Investments: Does Market Timing Matter?* Frankfurt. CEPRESS.
- 121 MoneyTree Report. (2008). *NVCA*, PriceWaterhouse Coopers
- 122 The 2008 Private Equity Performance Monitor. (2008). *Private Equity Executive Summary*. Perquin. b.k.
- 123 Private Equity Performance Remains steady in Q3 2006. (2007). *NVCA*
- 124 Združenje skladov tveganega kapitala v ZDA - National Venture Capital Association - *NVCA*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.nvca.org/>
- 125 Phalippou, L. & Gottschalg, O. (2007). *The Performance of Private Equity Funds*. Neobjavljeno delovno gradivo. University of Amsterdam.
- 126 Global Private Equity Report 2006. (2007). *PriceWaterhouse Coopers*.
- 127 Poročilo PWC o skladih DZDD - *PWC Money tree report*. (2008). PriceWaterhouse Coopers. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <https://www.pwcmoneytree.com>
- 128 Prowse, S. (1998). *The Economics of the Private Equity Market*, Economic Review. Dallas TX. Federal Reserve Bank of Dallas.

- 129 Reed, S. & Lajoux, A (1998). *The Art of M&A - A Merger Acquisitions Buyout Guide*. 3rd Edition. New York: McGraw - Hill.
- 130 Ribnikar, I. (1994). *Upravljanje finančnega premoženja*. Ljubljana. Bančni vestnik.
- 131 Schmidt, D. & Krohmer, P. (2006). *Rendite und Risiko: Perspektiven für Private Equity Kapitalanlagen*. CEPRES.
- 132 Schmidt, D. (2004). *Private equity-, stock- and mixed asset-portfolios: A bootstrap approach to determine performance characteristics, diversification benefits and optimal portfolio allocations*. Center for Financial Studies, J. W. Goethe Universität.
- 133 Schmidt, D., Steffen, S. & Szabo, F. (2007). *Exit strategies for Buyout investments - An Empirical Analysis*. Neobjavljeno delovno gradivo. CEPRES.
- 134 *Seznam vseh družb za upravljanje skladov DZDD*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://www.privateequity.com/>
- 135 Spletni portal raziskovalnih gradiv - *Social Science Research Network*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://papers.ssrn.com>
- 136 Sounders, A. (2000). *Financial institutions Management: A modern prospective*. 3. Izdaja. Burr Ridge: Irwin.
- 137 Takahashi, D. & Alexander, S. (2001). *Illiquid Alternative Asset Fund Modeling*. Neobjavljeno delovno gradivo. Yale School of management.
- 138 Tuch, A. (2006). *Investment Banking: Immediate Challenges and Future Directions*. Neobjavljeno delovno gradivo. The University of Sydney.
- 139 Vinten, F. (2007). *The Performance of Private Equity Buyout Fund Owned Firms*. Neobjavljeno delovno gradivo. Copenhagen Business School.
- 140 Warenburg, M. (2003). *Analyse von öffentlich gehaltenen Private Equity Instrumenten aus Sicht des Asset Managements*. CEPRES.
- 141 Warenburg, M., Schmidt, D. & Toth, G. (2003). *Kritische Erfolgsfaktoren bei Venture Capital Investments – eine empirische Analyse*. CEPRES.
- 142 Weidig, T. & Mathonet, P. (2004). *The Risk Profile of Private Equity Funds-of-Funds*. Neobjavljeno delovno gradivo. Quantexperts.
- 143 Weidig, T. & Mathonet, P. (2004b). *The Risk Profile of Private Equity: Private Equity is a risky asset, but private Equity investments are not necessarily so*, Neobjavljeno delovno gradivo. Quantexperts.
- 144 Weidig, T. & Weber, B. (2005). *The challenge of using standard risk management in private equity*. Neobjavljeno delovno gradivo. Harvard University and NBER.
- 145 Spletni slovar *Wikipedia*. Najdeno 31. maja 2008 na naslovu <http://en.wikipedia.org>

- 146 Woodward, S. (2004). *Measuring Risk and Performance for Private Equity*. Sand Hill Econometrics.
- 147 Wright, M., Jensen, M. & Cumming D. (2006). *The Impact of Private Equity: Setting the Record Straight*. Journal of Corporate Finance

PRILOGA ŠT. 1: SLOVAR UPORABLJENIH TUJIH IZRAZOV

- alfa = merilo uspešnosti upravljanja ob enakem tveganju
- bad leaver clause = klavzula o likvidaciji sklada zaradi krivdnega odhoda upravljavca
- bottom – up analysis = analiza od spodaj gor
- buyout funds = skladi za prevzeme podjetij
- CEPRES - Center of Private Equity Research = Center za raziskave o skladih DZDD
- CFO - collateralised fund obligation = dolžniški finančni instrument z zastavo na premoženju sklada oz. naložbe
- claw-back clause = vrnitev deleža delitve dobička, ki pripada upravljavcu
- compliance = skladnost z zakoni
- conversion rights = pravice o zamenjavi
- correlation = povezava oz. korelacija med dvema finančnima instrumentama
- cost averaging = povpreček nakupov; nakup v več časovnih obdobjih
- dilution = razvodenenje kapitala
- DPI – distribution to paid in ratio = večkratnik distribucije kapitala investitorjem s strani sklada DZDD glede na vplačila
- due diligence = skrbni pregled
- EBITDA = dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo
- EVCA - European Venture Capital Association = Evropsko združenje upravljavcev skladov DZDD
- friends, family & fools - 3F = prijatelji, družina in norci
- general partner = splošni partner oz. upravljavec
- good leaver clause = klavzula o likvidaciji sklada brez razloga
- growth investments = investicije v podjetja, ki obetajo visoke rasti prihodkov in dobička; nasprotno od value investments
- hurdle rate = minimalna donosnost, ki jo skladi DZDD morajo zagotoviti investitorjem, da si lahko upravljavci delijo dobiček
- Interim IRR = notranja stopnja donosa sklada DZDD z upoštevanjem ostanka vrednosti
- IRR – internal rate of return = notranja stopnja donosa
- J-curve = krivulja v obliki črke J - potek donosa skladov DZDD
- key person provision = klavzula o ključnem upravljavcu
- LBO debt = odkup dolgov z vzvodom
- LGD - loss given default = zguba v primeru insolvence
- limited partnership agreement = partnerstvo z omejeno odgovornostjo
- market timing = časovno usklajevanje vstopa na trg
- modern portfolio theory = moderna portfeljska teorija
- Monte Carlo Analysis = Monte Carlo analiza
- NAV - net asset value = neto vrednost sredstev
- NPV - net present value = neto sedanja vrednost
- NVCA – National Venture Capital Association = Združenje upravljavcev skladov DZDD v ZDA
- overcommitment = prevplačilo
- P/E - price earnings = razmerje med tečajem delnice in dobičkom podjetja na delnico
- PD - probability of default = verjetnost insolvence

peer group = primerljivi finančni instrumenti
preferred rate = minimalna donosnost, ki jo skladi DZDD morajo zagotoviti investitorjem, da si lahko upravljavci delijo dobiček
private equity funds = skladi delnic zaprtih delniških družb
private placement memorandum = prospekt nejavne ponudbe vrednostnih papirjev
ROI - return on investment = donos na investicijo
RVPI – residual value to paid in = večkratnik preostale vrednosti sklada DZDD glede na vplačila
SEC - Securities and Exchange Commission = ameriška ATVP
small business investment company = majhna investicijska družba, predhodnica skladov DZDD
SPV - special purpose vehicle = (ne)odvisna pravna oseba, ki jo ustanovi podjetje, z namenom doseganja specifičnih ciljev; predvsem za izločitev finančnega tveganja
subscription agreement = dogovor o vpisu
top – down analysis = analiza od zgoraj dol
TVPI – total value to paid in ratio = večkratnik skupne vrednosti sklada DZDD glede na vplačila
value investments = investicije v dobičkonosna podjetja iz zrelih panog, ki ne obetajo velikih rasti; nasprotno od growth investments
VAR - value at risk = dnevna tvegana vrednost pri določenem FI
venture capital funds = skladi tveganega kapitala
vintage year = leto pričetka investiranja sklada DZDD
warrants = finančni instrumenti, ki imetniku prinašajo določene pravice, npr. omogočajo nakup po vnaprej določeni ceni (nakupni boni)