

ODREDNICE RIZIKA I POVRATA ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

*Miroslav Ilić*¹

UDK / UDC: 330.322:005.334

JEL klasifikacija / JEL classification: G24, , G32, G11

DOI: <https://doi.org/10.22598/pi-be/2017.11.1.71>

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 22. rujna 2016. / September 22, 2016

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 31. svibnja 2017. / May 31, 2017

Sažetak

Ovaj rad istražuje faktore i odrednice upravljanja rizikom alternativnih investicija. Alternativne investicije imaju velik i rastući ulagački potencijal u današnjem okruženju, što predstavlja važna istraživačka pitanja. Motivi ulaganja u alternativne fondove su ponajprije vezani uz veće stope povrata od drugih kategorija ulaganja kao i zbog diversifikacije ulaganja. Integracija alternativnih fondova u financijskom sustavu je važna u znanstvenom i aplikativnom smislu. U radu se razrađuju bitne odrednice rizika kod alternativnih fondova te mogućnosti za upravljanje tim rizicima. Analiza je obuhvatila važne pokazatelje rizika i njegova potencijala u kategorijama alternativnih investicija. Izloženo u radu daje poseban doprinos u nedovoljno poznatom i istraženom poručju alternativnih investicija, posebno u kontekstu financijskih tržišta u razvoju. Alternativne investicije u razvijenim financijskim tržištima postaju standardom, što implicira potrebu za većim poznavanjem bitnih odrednica rizika koje su podložne promjenama u suvremenom ekonomskom okruženju.

Ključne riječi: *rizik, alternativne investicije, povrat ulaganja, private equity, venture capital.*

1. UVOD

Cilj ovog rada je analizirati i prikazati specifične faktore rizika vezane uz ulaganja u alternativne fondove koji su manje poznati znanstvenoj i stručnoj javnosti, posebno u domaćem kontekstu. Daje se pregled značajnih faktora rizika alternativnih

¹ Dr. sc. Miroslav Ilić, poslovi menadžmenta i pripreme operativnog poslovanja, Zagreb, Hrvatska, E-mail: miroslav.ilic@email.t-com.hr

investicija uz mogućnosti i preporuke smanjenja te boljeg upravljanja rizikom. U radu su posebno razmotreni istaknuti rizici relevantni iz perspektive ulagača. Definirane su odrednice rizika alternativnih investicija u aplikativnom i znanstvenom smislu. Korišteni su znanstveni izvori vezani uz razmatranja rizika alternativnih investicija te su prikazani najnoviji trendovi vezani uz upravljanje i mjerenje rizika alternativnih investicija. *U radu se daje znanstveni doprinos istraživačkom području zbog promjena u djelatnosti i na financijskim tržištima te u novije doba zbog rastućeg ulagačkog interesa i prepoznatih mogućnosti alternativnih investicija.* Proces investiranja alternativnih fondova je složen i vezan uz imovinu koja se drži preko fonda ulaganja te uz cijeli niz vanjskih sudionika u svakoj transakciji (Strömberg, 2008, Cornelius, 2011, Fang i Ivashina, 2013). Zbog toga proces investiranja alternativnih fondova ima povećanu složenost u odnosu na druge vrste ulaganja. Time su rizici ulaganja različitog značaja i imaju različita obilježja za sve sudionike. Unatoč različitom značaju i vjerojatnosti pojedinog rizika alternativnih investicija kod pojedinih sudionika ulaganja, rizici utječu na rezultat ulaganja svih sudionika.

Alternativne investicije u širem smislu predstavljaju oblike ulaganja izvan tradicionalnih oblika ulaganja kao što su dionice, obveznice ili novčana sredstva. U praksi se alternativna ulaganja sastoje od ulaganja u poduzeća koja se privatno drže i ne kotiraju na burzama kao privatna vlasnička ulaganja (engl. private equity), ulaganja u dugove sa slabijom likvidnošću i pokrivenošću te ulaganja u nova perspektivna poduzeća putem pothvatnog kapitala (engl. venture capital). U kategoriju alternativnih ulaganja mogu se svrstati ulaganja fondova u nekretnine i metale. Tu se, također, mogu posebno svrstati ulaganja u fondove koji aktivno trguju dionicama na burzama radi ostvarenja kratkoročnih profita, odnosno alternativne vrste fondova (engl. hedge fondove). Bitno obilježje alternativnih investicija je smanjena likvidnost i preglednost ulaganja te potencijal asimetrije informacija. Time alternativne investicije nose veću razinu i slojevitost rizika (Ljungqvist i Richardson, 2003, Cochrane, 2005, Korteweg i Sorensen, 2010, EVCA, 2013, Harris et al., 2014a, Buchner et al., 2015).

S obzirom na složenost rizika, alternativne investicije, u pravilu, nisu predviđene za manje ulagače, nego samo za tzv. akreditirane ulagače na temelju regulatornih okvira u pojedinim zemljama (Cornelius, 2011). Pretpostavlja se da će akreditirani ulagači s obzirom na svoj obujam poslovanja i iskustvo moći procjenjivati rizike alternativnih investicija te da će moći adekvatno ugovarati investicije. Rizik i asimetrija informacija alternativnih investicija se, također, razlikuje s obzirom na razinu na kojoj se ulaže u alternativne investicije. U suvremeno doba ulagači na financijskim tržištima sve više prepoznaju alternativne investicije kao dodatnu mogućnost diversifikacije ulaganja i osiguranja većih stopa povrata, što daje dodatni interes za sistematizacijom rizika u ovom području, pri čemu ne postoji dovoljno znanstvenih istraživanja.

2. RIZICI ALTERNATIVNIH INVESTICIJA VEZANI UZ FINANCIJSKA TRŽIŠTA

Rizici tržišta i ekonomskog okruženja u širem smislu mogu utjecati na sve sudionike na financijskim tržištima pa tako i na fondove alternativnog kapitala (EVCA, 2013, Jegadeesh et al., 2015) istodobnim promjenama više vanjskih ekonomskih čimbenika.

Neki od najvažnijih čimbenika koji mogu utjecati na poslovanje fondova alternativnog kapitala su pad stope gospodarskog rasta u kombinaciji sa smanjenjem gospodarske aktivnosti i dostupnosti sredstava na financijskim tržištima. Manje promjene takvih uvjeta redovito vode do znatnog smanjenja aktivnosti fondova alternativnog kapitala i pripadnih stopa povrata za sve ulagače te vrijeme držanja investicija (Strömberg, 2008). Time se rizik prenosi u financijski sustav u onoj mjeri koliko postoje ulaganja u alternativne fondove i kako su organizirana (Fang i Ivashina, 2013). Rizik se u manjoj mjeri očituje na mogućnost gubitka investicija što je faktor dobre poslovne strategije fonda koji upravlja imovinom, a u većoj se mjeri očituje na mogućnost izostanka odgovarajuće stope povrata i na duže vrijeme držanja (Strömberg, 2008, Kaplan i Strömberg, 2009, Metrick i Yasuda, 2010, Cornelius, 2011) investicije s manjim povratom. Taj faktor se može relativizirati s obzirom na činjenicu da istodobno i druge vrste investicija često ne ostvaruju povoljne rezultate i ne nude bolju mogućnost ulaganja većim ulagačima. Posebno je značajno istaknutu djelomičnu usklađenost kretanja investicija fondova alternativnog kapitala s ekonomskim ciklusima s obzirom na razdoblje ulaska u investiciju i izlaska iz nje. U slučaju nepovoljnih kretanja na financijskim tržištima, može doći do produženja razdoblja investiranja koje relativno smanjuje stopu povrata investicije unatoč relativno velikoj apsolutnoj stopi povrata pojedine investicije. Budući da tipičan fond alternativnog kapitala ima višegodišnje razdoblje ulaganja (Cornelius, 2011), moguće je različito podudaranje pojedinih investicija s ekonomskim ciklusima (Jegadeesh, et al., 2015), što utječe na ukupan rezultat fonda. Kretanja vanjskih ekonomskih faktora značajno utječu na odluke o pokretanju fondova kao i kasnije važne poslovne odluke u vezi s investicijama što, uz dobro upravljanje, može tek djelomično smanjiti poslovni rizik.

Kod transakcija fondova privatnih vlasničkih ulaganja, poseban rizik je značajan zbog efekta financijske poluge i vanjske zaduženosti poduzeća iz portfelja fondova. Time se dodatno ugrađuju rizici iz financijskog sustava u kombinaciji s makroekonomskim i poslovnim pokazateljima. Korištenje financijske poluge može dovesti u rizik uloženu glavnici i time kapital ulagača. Kod *hedge* fondova rizik, zbog korištenja derivata, tzv. *short selling* transakcija i drugih mogućih transakcija, prelazi uloženi kapital. S obzirom na razdoblje poslovanja *hedge* fondova, taj se rizik ne može znatno smanjiti budući da je učinak *hedge* fonda u visokoj ovisnosti o procjeni ulaganja uprave fonda kao i o nizu vanjskih faktora. U praksi se gubici *hedge* fondova ne prenose na ulagače iznad uloženog kapitala, već mogu voditi u insolventnost samog *hedge* fonda. Kod fondova pothvatnog kapitala, zbog, uglavnom, nekorištenja vanjskog duga, manja je šansa za insolventnost, ali je, ipak, moguć gubitak ulagačkog kapitala zbog slabog poslovanja poduzeća s obzirom na ulaganja.

Fondovi se alternativnog kapitala posebno suočavaju s rizikom insolventnosti poduzeća iz portfelja budući da je povećan broj rizika u svakoj investiciji (Tykvova i Borell, 2012) i samu prirodu ulaganja. U užem smislu rizik insolventnosti znači nemogućnost poduzeća, u koje ulaže fond, da servisira nastale financijske obveze. U širem smislu to može značiti gubitak ulaganja fonda u poduzeće i uloženog kapitala. Kod fondova pothvatnog kapitala rizik klasične insolventnosti je manje izražen s obzirom na to da se nova poduzeća, uglavnom, ne financiraju zaduženjem. Kod transakcija fondova privatnih vlasničkih ulaganja rizik insolventnosti nastupa na razini poduzeća ulaganja, naj-

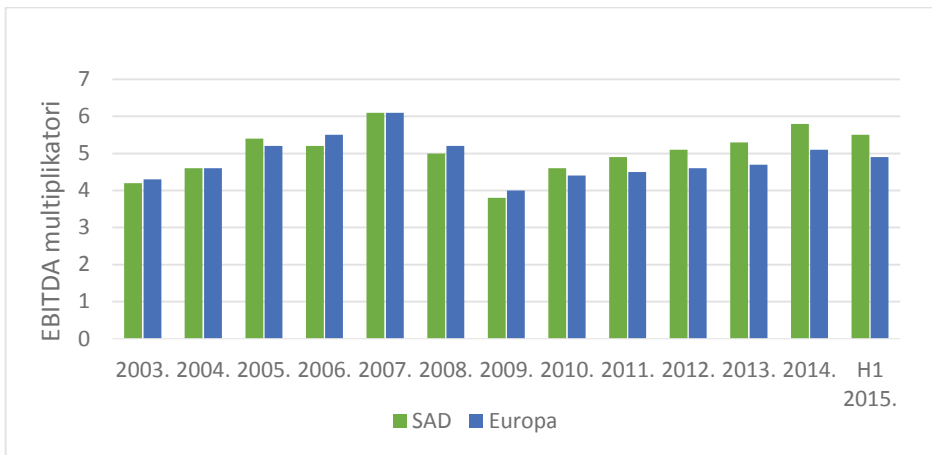
više zbog relativno visoke razine zaduženosti poduzeća dugom za preuzimanje. Rizik je u visokoj zavisnosti od uvjeta financiranja, razine zaduženosti u odnosu na financijske pokazatelje poduzeća te kretanja vanjskih uvjeta. Mogućnost nastanka rizika i time njegovo upravljanje mogu se procijeniti prema pokrivenosti kamate duga raspoloživom dobiti poduzeća, te prema očekivanim kretanjima poslovanja. Kreditni rizik je, također, zastupljen u poslovanju fondova alternativnog kapitala. On je, između ostalog, značajan zbog mogućnosti nenaplativih zajmova poduzećima ? ulaganja fondova alternativnog kapitala, kao i zbog mogućnosti nedostupnosti kreditiranja transakcija fondova alternativnog kapitala. Rizik je visoko povezan s ekonomskim ciklusima i obilježjima same transakcije.

Rizik kamatnih stopa je vrlo značajan rizik u kontekstu ulaganja fondova alternativnog kapitala (EVCA, 2013, Jegadeesh et al., 2015). On nije samo značajan u kontekstu pojedinog ulaganja, već i u kontekstu cijelog procesa ulaganja za sve sudionike. Rizik promjene kamatnih stopa u cijelom procesu indirektno utječe na rezultat ulaganja i na uspjeh ulaganja uopće. Pri tome može biti posebno značajan rizik za likvidnost same pojedinačne investicije zbog rasta kamatnih stopa na dug kojim je poduzeće preuzeto unutar ulaganja fonda. Pri tome poduzeće ? ulaganja može doći u poslovnu situaciju da ne može servisirati dug zbog porasta kamata ili da mora reducirati ulaganja da oslobodi sredstva za kamate što može dodatno smanjiti investicijski potencijal poduzeća. Pri planiranju financiranja alternativnih transakcija, potrebno je uskladiti rokove držanja (Strömberg, 2008) i izlaska iz investicije s mogućnostima i uvjetima financiranja. Posebno je značajno osigurati stabilnost uvjeta vanjskog financiranja transakcija alternativnih fondova do izlaska iz investicije ili povoljnijeg refinanciranja. Pri tome može biti značajna dubina financijskih tržišta koja omogućuje različite instrumente financiranja s obzirom na njihova obilježja. Kod investicija fondova pothvatnog kapitala rizika kamatnih stopa manje je izražen s obzirom na financiranje ulagačkim kapitalom i relativno malu razinu vanjske zaduženosti. Razine kamatnih stopa, ipak, indirektno utječu na vrednovanje investicija fondova alternativnog kapitala, što utječe na mogućnosti izlaska iz investicija te time indirektno likvidnost ulaganja i moguć povrat na ulaganja. Rizik se ne može direktno smanjiti, ali se adekvatnim planiranjem poslovanja fonda i investicija može smanjiti i svesti u pregledan okvir. U poslovanju alternativnih fondova je manje izraženo korištenje derivata, što smanjuje taj aspekt rizika ali i djelomice potencijal smanjenja istog rizika.

Valutni rizici, također, predstavljaju značajne rizike u poslovanju međunarodnih fondova alternativnog kapitala. Oni su posebno značajni u kontekstu međunarodnog poslovanja fondova alternativnog kapitala i ulaganja između zemalja s različitim valutama. Indirektno valutni rizik može utjecati i na poslovni rezultat pojedinih poduzeća ? ulaganja fonda s obzirom na njihov obujam međunarodnog poslovanja. Valutni se rizik u ranoj fazi ulaganja može smanjiti planiranjem ulaganja s obzirom na manju vjerojatnost značajnih tečajnih promjena do zaključenja neke transakcije. Kasnije tečajne promjene mogu biti izražene i utjecati na ukupan rezultat investicije s obzirom na više-godišnje razdoblje investiranja. Dio rizika se može smanjiti diversifikacijom izvora prikupljenih sredstava fondova kao i fokusom? ulaganja. Korištenje složenijih instrumenata osiguranja tečajnog rizika nije uobičajeno na razini fondova alternativnog kapitala, već možebitno na razini poduzeća iz portfelja.

U širem smislu se kreditni rizik može odraziti i na financiranje transakcija obveznicama i na različite vrste plasmana koji se sekuritiziraju. Time se rizik alternativnih transakcija prenosi na veći broj subjekata u financijskom sustavu (Benmelech i Dlugosz, 2010). Također je značajan rizik značajnog smanjenja vrijednosti obveznica ili zajma poduzeća ? ulaganja fondova alternativnog kapitala iskazanog u postotku nominalne vrijednosti. Time može doći do značajnog otpisa vrijednosti financijskog plasmana kao što je bio slučaj nakon posljednje financijske krize. Do dijela otpisa imovine može doći i zbog poslovne odluke imatelja obveznice ili zajma u portfelju da se povuče iz trenutno manje kvalitetnog plasmana čiji se uvjeti kasnije mogu poboljšati. S obzirom na očekivano buduće kretanje poslovanja i dinamiku pojedinog sektora, razlikuje se i spremnost financijskih tržišta (Ljungqvist et al., 2007) da posude novac za preuzimanje poduzeća iskazan u multiplikatoru duga prema EBITDA pokazatelju poduzeća te vrednovanje kolaterala poduzeća. Pri tome reputacija i odnosi fondova s financijskim institucijama mogu povoljno utjecati (Ivashina i Kovner, 2011, Axellsonn et al., 2009). Značajna metoda smanjenja rizika je adekvatno mjerenje rizika u svakoj fazi ulaganja i procjena granica kretanja financijskih pokazatelja investicije. Vrlo je važno da fond ima dovoljno vlastite likvidnosti da u pojedinim situacijama potpomogne investiciju ili oportuno otkupi dug poduzeća investicije radi očuvanja tog ulaganja uopće i kasnijeg ostvarenja dobiti.

Slika 1: Raspoloživo zaduženje pri preuzimanju poduzeća alternativnih fondova prema EBITDA multiplikatoru



Izvor: Izrada autora prema podacima S&P Capital IQ LCD

Sasvim suprotno nekim očekivanjima alternativni fondovi ne predstavljaju sustavni rizik na financijskim tržištima, već indirektno mogu pridonijeti stabilizaciji na financijskim tržištima. Ta manje poznata mogućnost je ponajprije vezana uz spremnost nekih alternativnih fondova, primjerice *hedge* fondova ili fondova koji ulažu dugove slabijom pokrivenošću da u vrijeme nestabilnosti na tržištima kupuju vrijednosnice iz

kojih se drugi ulagači povlače. Time širem krugu ulagača neovisno o očekivanom profitu za fondove pružaju mogućnost povećane likvidnosti za problematičnu imovinu iz portfelja i faktor stabilizacije cijene za istu imovinu. Time se mogu smanjiti negativni učinci naglih prodaja vrijednosnica koje su upitne kvalitete u određenom trenutku i koje mogu utjecati na portfelj ulagača ili na status izdavatelja. Također, unatoč relativno većoj razini zaduženosti poduzeća iz portfelja fondova privatnih vlasničkih, ona nemaju veće stope insolventnosti od drugih poduzeća (Tykvova i Borell, 2012, Wilson et al., 2012, Hotchkiss et al., 2012). Iskustvo i reputacija *private equity* fonda utječe na manje stope insolventnosti poduzeća ulaganja (Strömberg, 2008). Važno je istaknuti da su neka poduzeća vezana uz fondove privatnih vlasničkih ulaganja, koja su postala insolventna, imala poslovnih poteškoća i ranije te su ih alternativni fondovi pokušali sanirati.

3. INVESTICIJSKI I UPRAVLJAČKI RIZICI ALTERNATIVNIH FONDOVA

Procesi upravljanja imovinom zahtijevaju maksimizaciju povrata na uložena sredstva uz smanjenje rizika. Upravljanje rizikom u svima kategorijama imovine je važan ako ne i najvažniji dio procesa upravljanja imovinom neovisno o vrsti upravitelja imovine i svrhe ulaganja. U redovitom procesu upravljanja imovinom vrši se diversifikacija ulaganja radi smanjenja rizika i uravnoteživanja očekivanih stopa povrata na ulaganje. Pri tome se u novije doba posebno razvijaju metode upravljanja rizikom (Harris et al., 2014a, Ewens et al., 2013) koje teže sistematizirati rizike i imati za njih adekvatan pristup. Proces upravljanja rizikom je posebno u novije doba sastavni dio ostvarenja profita upravitelja imovinom (Buchner et al., 2015, de Fontenay, 2014) s obzirom na performanse fonda. To je posebno značajno u kontekstu alternativnih investicija i pristupa ulagača vezanih uz njih. Pri tome su u novije doba, između ostalog, važni i reputacijski faktori (Brown et al., 2016). Time je proces upravljanja rizikom najvažniji aspekt osiguranja kvalitete upravitelja imovinom. Adekvatan proces upravljanja rizicima kod ulaganja mora, kao dio osiguranja kvalitete ulagačkih procesa uz sistematizaciju rizika, razraditi plan upravljanja tim rizicima. To je posebno značajno u kontekstu alternativnih investicija zbog njihove složenosti i volatilnosti. Pri tome je vrlo važno utvrđivanje realnog mjerila utjecaja za svaku vrstu rizika uz mogućnost pojave tog rizika. Time se većina rizika u procesu investiranja može kvantificirati.

Kod alternativnih investicija postoji značajan rizik asimetrije informacija. Rizika asimetrije informacija se ponajprije javlja između uprave fonda i ulagača u alternativne fondove. On je, između ostalog, vezan uz različitu raspoloživost informacija relevantnih za donošenje investicijskih odluka i tok ulaganja između uprave fonda i ulagača (Chen et al., 2010). Rizik se u novije doba znatno smanjuje regulacijom i formalizacijom procesa izvještavanja ulagačima kao i boljem pregovaranjem između uprave fonda i ulagača. Rizik asimetrije investicija ima znatne reputacijske rizike (Brown et al., 2016) te je i u interesu fonda da se reducira na prihvatljivu mjeru koja će zadovoljiti interes ulagača. Specijalizirane strategije alternativnih fondova donose sa sobom svoje specifične rizike vezane uz svaku kategoriju investicija. Ti su rizici posebno istaknuti kod fondova koji

ulažu u dugove sa slabijom pokrivenošću i likvidnošću. Takvim fondovi redovito, uz značajan diskont, otkupljuju slabije pozicije iz portfelja financijskih institucija i drugih ulagača s očekivanjem da će kasnije ostvariti veće stope povrata. Pri tome postoji znatan rizik pogoršanja vrijednosti, likvidnosti i drugih pokazatelja problematične investicije, što može rezultirati znatnim gubitkom uložених sredstava.

Na razini fondova alternativnog kapitala postoje vrlo značajni operativni rizici. Oni se razlikuju po intenzitetu i učestalosti i širem smislu vezani uz upravljačke procese i osobe vezane uz fondove alternativnog kapitala. Operativni rizici utječu na faktore reputacije alternativnih fondova. Priroda upravljačkih procesa alternativnih fondova je u velikoj mjeri određena individualnim i manje formalnim donošenjima odluka prema procjeni uprave fondova alternativnog kapitala. Taj faktor, između ostalog, određuje razinu iz rizika upravljačkih procesa fondova alternativnog kapitala. Budući da se kvaliteta upravljačkih procesa u velikoj mjeri temelji na upravljačkim kadrovima fonda, bitna je njihova adekvatna selekcija (Lerner et al., 2007). Adekvatno planiranje investicija s bolje razrađenim poslovnim planom, uz adekvatnu selekciju kadrova, čini bitan faktor smanjenja upravljačkog rizika fondova alternativnog kapitala (Buchner et al., 2015). U tehničkom smislu standardizacijom poslovnih procesa znatno se smanjuje tehnički rizik koji nije presudan za procese alternativnih fondova. Ekonomija obujma alternativnih fondova značajno utječe na rezultat fonda (Lopez-de-Silanes et al., 2015). To u širem smislu utječe na organizacijske i upravljačke karakteristike fondova.

Upravljanje rizikom kod alternativnih investicija je posebno važno s obzirom na smanjenu likvidnost ulaganja (EVCA, 2013, Buchner et al., 2015). Tijekom ulaganja ulagač često ima potrebe ostvariti prihode od investicija za druge potrebe, kao i ostvariti likvidnost ulaganja. Ovaj aspekt je posebno značajan za institucionalne ulagače koji mogu imati značajne obveze prema svojim ulagačima u vremenskom razdoblju. Vrednovanje rizika u alternativnim investicijama te njegovo kvantificiranje nije jednostavno zbog manjih mogućnosti svođenja u omjer rizika s nekom drugom vrstom investicija i cijelog niza manje predvidljivih faktora. Smanjenu likvidnost ulaganja i povećanu rizičnost, između ostalog, opravdavaju i veći očekivani povrati na investicije. U alternativnim investicijama se povrati posebno mogu relativizirati s obzirom na relativne postotke najuspješnijih fondova i onih s manjim relativnim uspjehom. U novije doba povrati najuspješnijih fondova nisu pokazatelj kasnijih performansi u tolikoj mjeri kao ranije (Harris et al., 2014b, Braun et al., 2015). Kod ulaganja u pothvatni kapital fondova ranije performanse fondova su i dalje u većoj mjeri pokazatelj budućih performansi (Harris et al., 2014b).

Fondovi alternativnog kapitala, s obzirom na način ugovaranja investicija (Phalippou, 2009, Buchner et al., 2015) i planove ulagača, mogu se suočiti s različitim vremenskim razdobljima povlačenja sredstava i primanja uloga ulagača, što stvara dodatni pritisak na razini fonda za očuvanjem likvidnosti. Između ostalog, radi očuvanja likvidnosti fonda, često se ugovaraju s ulagačima odredbe o ograničavanju povlačenja investicije u fond u nekom razdoblju. U novije doba sekundarna tržišta investicija u fondove privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala dodatno povećavaju likvidnost tih investicija. Samo povećanje likvidnosti investicija u alternativne fondove ne znači nužno povrat nominalno uložених sredstava, niti ranije ostvarenje dobiti fonda.

Zbog ograničene likvidnosti alternativnih investicija i višegodišnjeg razdoblja ulaganja fondova alternativnog kapitala, potrebno je da ulagači uvažavaju te rizik i ugrade ih u vrednovanje potencijala investicije. Za takav pristup je potrebno posebno znanje i iskustvo ulagača (Metrick i Yasuda, 2010). Za investicije fondova pothvatnog kapitala posebno je značajno u svim fazama osiguranje kontinuiteta investiranja svake sljedeće faze da bi se potencijal investicije ostvario. Nedostatak kontinuiteta financiranja može dovesti u rizik dosadašnji ulog investicije, posebno s aspekta mogućnosti izlaska ranijih ulagača.

Kod investicija alternativnih fondova porast vrijednosti investicije se ponajprije ostvaruje dvjema mogućnostima. Jedna je operativno poboljšanje i porast poslovanja poduzeća sa svim mogućim faktorima. Druga, vrlo značajna mogućnost je vezana uz financijske mogućnosti povećanja vrijednosti investicije, između ostalog, kroz efekt financijske poluge, povećanje operativnih pokazatelja te kroz povećanje multiplikatora izlaska iz investicije. Svi navedeni faktori povećanja vrijednosti investicije su podložni cijelom nizu internih i eksternih rizika različitog intenziteta kroz vrijeme i pojedinim poslovnim situacijama koji utječu na konačan rezultat investicije. Za investicije pothvatnog kapitala posebno je značajan porast vrijednosti poduzeća po pokazateljima i njegovo prihvaćanje kod idućih ulagača. Za ostvarenje financijskog porasta vrijednosti investicija ponajprije su značajni uvjeti na financijskim tržištima, posebno kretanja kamatnih stopa, kamatnih raspona (Jegadeesh et al., 2015) na instrumente financiranja te vrednovanja na burzama. Kombinacije tih faktora u cjelini daju financijski rezultat investicije te se mogu znatno razlikovati kroz vrijeme. Kretanja i vrednovanja poslovnih udjela na financijskim tržištima direktno utječu na moguću izlaznu cijenu iz investicije i tako ostvarenu stopu povrata. Relativan omjer porasta vrijednosti investicije kroz financijska ili operativna poboljšanja se razlikuje kroz razdoblja (Kaplan i Strömberg, 2009, Guo et al., 2011). To implicira različite rizične faktore ugrađene u proces povećanja vrijednosti investicija u alternativnim investicijama kroz vremenska razdoblja. Prema novijem istraživanju (Kaserer, 2011, Acharya et al., 2013), većina porasta vrijednosti investicija privatnih vlasničkih ulaganja u europskom kontekstu ulaganja je ostvarena kroz operativna i druga poboljšanja u poduzećima ulaganja te kroz pripadno povećanje operativne dobiti. To dodatno ističe rizičnu prirodu alternativnih investicija budući da se ulaganje sastoji od promjena i poboljšanja u poduzeću u realnom okruženju, a ne samo od financijskog dijela transakcija. Porast operativnih pokazatelja poduzeća i dobiti povoljno utječe na vrednovanje investicija alternativnih fondova.

4. RIZIK I POTENCIJAL DOBITI ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

U portfelju velikih institucionalnih ili drugih ulagača uobičajeno je unaprijed predložiti sastav portfelja prema očekivanim obilježjima ulaganja i prinosu koji je izabran s obzirom na rizik pojedinih kategorija ulaganja. Portfelj ulagača se kasnije redovito usklađuje s kretanjima na financijskim tržištima, očekivanjima o riziku svake kategorije investicija te o potrebama korisnika fonda, što je posebno značajno u današnjem okruženju niskih kamatnih stopa. Prema tome se definira ulagačka politika svakog investicijskog fonda. U novije doba veliki institucionalni ulagači razdvajaju rizike po-

jedinih vrsta investicija prema kategorijama i uzrocima rizika i očekivanoj likvidnosti, ponajprije vezano uz rizike financijskih tržišta, i pojedinih kategorija imovine te kretanja kamatnih stopa i raspona i prema tome donose odluke u vezi s alokacijom sredstava (Hardymon et al., 2009) prema ciljanim povratima investicija. Takav pristup može realnije vrednovati rizike alternativnih investicija, pogotovo zbog njihove složenosti i povezanosti s faktorima okruženja. Kod alternativnih investicija je potreban složeniji pristup budući da se rizični faktori razlikuju u vremenu i pogotovo s obzirom na društvo koje upravlja fondovima alternativnog kapitala. Upravo na razini fondova alternativnog kapitala kvaliteta upravljačkih i selekcijskih procesa utječe na rezultat investicija i time pripadni rizik ostvarenja dobiti i izbjegavanja gubitaka. Između ostalog, reputacijski faktori i raniji rezultat fondova alternativnog (Strömberg, 2008, Ljungqvist, 2007) kapitala utječe na budući investitore u te fondove više nego u drugim kategorijama imovine.

U kontekstu je alternativnih fondova uobičajeno da uprava fonda naplaćuje 2 % godišnje za kapital kojim upravlja i 20 % godišnje od dobiti koju fond ostvari. U novije doba ti se pokazatelji mijenjaju već pri pregovaranju zavisno od očekivanog uspjeha alternativnog fonda. Povrati se investicija alternativnih fondova trebaju razmatrati na netorazini za ulagače u fondove kroz vrijeme uvažavajući upravljačke i druge troškove. Tako je uočljiva razlika u prinosima za ulagače i ukupno na razini fonda. Prema istraživanju Ljungqvista i Richardsona (2003), temeljeno na analizi novčanih tokova po sektorima ulaganja, fondovi alternativnog kapitala imali su veći prosjek povrata od prosjeka tržišta. Uzorak nije usklađen za sve veličine poduzeća? ulaganja fondova. Kod ulaganja fondova pothvatnog kapitala postoji znatna volatilnost povrata (Cochrane 2005, Korteweg i Sorensen, 2010). Kasnije istraživanje sa širim uzorkom (Franzoni et al., 2012) pokazuje manju volatilnost stopa povrata. Između ostalog, stabilnost ulaganja se razmatra varijancom povrata neke kategorija ulaganja kroz vrijeme. Takav pristup dugoročno utječe na politiku alokacije sredstava po kategorijama u portfelju investitora. Pri analizi rizika alternativnih investicija, značajan je beta faktor (Axelson et al., 2014, Driessen et al., 2008, Gori et al., 2016) kao faktor sustavnog rizika ugrađenog u investiciju. Beta faktor se razlikuje između fondova pothvatnog kapitala i privatnih vlasničkih ulaganja (Driessen et al., 2008, Jiang i Saenz, 2014).

Veći institucionalni ulagači mogu koristiti koriste VaR metodu (engl. Value at Risk) kao vjerojatnost gubitka u standardnim granicama pouzdanosti (EVCA, 2013, Buchner, 2014). Metoda je ponajprije temeljena na prošlim kretanjima rizika izabrane kategorije imovine te, zbog složenosti investicija, izbora podataka i vremenskog razdoblja te nehomogenosti (Lopez de Silanes, 2015) svake kategorije alternativnih investicija, ima ograničenu primjenu. Analizom VaR pokazatelja alternativnih investicija dobili bi se različiti rezultati s obzirom na izabrane kvartile uspješnosti alternativnih fondova. S obzirom na ograničenu likvidnost investicija (EVCA, 2013, Buchner et al., 2015) vrednovanje imovine alternativnih fondova nije moguće neposredno, već indirektno ponajprije putem novčanih tokova i netovrijednosti imovine (NAV) te kasnije u relativnom razmatranju tih pokazatelja prema tržišnim kretanjima u određenim vremenskim razdobljima. U kontekstu fonda, razmatra se vrednovanje uloženog kapitala kao i vrijednosti imovine fonda koja još nije realizirana i koja će se distribuirati ulagačima kasnije u procesu izlaska iz investicija. Neuloženi kapital se može jednostavnije vredno-

vati budući da je najčešće sadržan u likvidnoj imovini. Ipak, NAV pokazatelj nije, prema značenju, usporediv sa sličnim pokazateljem fondova u odnosu na likvidnu imovinu, kao fondovi koji drže dionice koje kotiraju na burzama.

Proces vrednovanja imovine nosi sam po sebi značajne rizike za ulagače budući da ne postoji konzistentno i uvijek transparentno mjerilo vrijednosti investicija te je vrijednost investicija visoko podložna vanjskim faktorima i samim mogućnostima procesa izlaska iz investicije. Tek nakon izlaska iz investicija može se dati realnija ocjena vrijednosti udjela te ukupne ostvarene stope povrata u investiciji. Učinkovitost NAV pokazatelja vrijednosti imovine je, između ostalog, u zavisnosti od faze životnog ciklusa fonda (Driessen et al., 2008) te nije uvijek sasvim pouzdan pokazatelj. Radi zaštite ulagača, regulatorne i druge smjernice upućuju na nezavisan proces vrednovanja investicija i u većoj mjeri formaliziran proces vrednovanja investicija na razini fondova alternativnog kapitala. Kvaliteta procesa vrednovanja može se razlikovati između pojedinih fondova (Brown et al., 2016).

Za analizu rizika alternativnih investicija i usporedbu s drugim ulagačkim mogućnostima, vrlo je važno vremensko usklađivanje povrata i novčanih tokova investicija. Prema Kaplanu i Schoaru (2005), Phalippou i Gottschalgu (2009), Appelbaumu i Battu (2016), fondovi za privatna vlasnička ulaganja nemaju uvijek prosječno i ukupno veće povrate od prosjeka tržišta prema indeksu S&P 500, što nije povoljno s obzirom na ugrađene rizike u investicije. Autori su u istraživanju razmatrali ukupne novčane tokove investicija fondova privatnih vlasničkih ulaganja u usporedbi s burzovnim indeksom. Ipak, rezultat valja razmotriti u kontekstu izbora uzorka istraživanja, izabranih dionica i relativne podjele uspješnosti fondova, najčešće prema kvartilima relativne uspješnosti (Harris et al., 2015). Time se ističe pitanje selekcije fondova iz perspektive ulagača kao dodatan rizik u procesu ulaganja. Prema Kaplanu i Schoaru (2005), investicije fondova pothvatnog kapitala istom metodologijom ostvaruju veće povrate od prosjeka tržišta. To je posebno značajno u kontekstu da pojedine investicije fondova pothvatnog kapitala mogu imati stope povrata više od 10 puta iako postoje velike šanse neuspjeha pojedinačnih investicija. Prema Corneliusu (2011), Grohu i Gottschalgu (2006), Robinsonu i Sensoyu (2011), Harrisu (2012), Higsonu i Stuckeu (2012), fondovi privatnih vlasničkih ulaganja imaju veći povrat od prosjeka tržišta s obzirom na izabrane burzovne indekse.

Razmatranje rizika kod alternativnih investicija je dijelom otežano zbog otežane dostupnosti podataka s obzirom na privatnu prirodu transakcija te zbog relativnog dužeg razdoblja držanja investicija te realizacije investicija (Strömberg, 2008) i važnih poslovnih događaja tek u određenim trenucima, a ne kontinuirano. Pri razmatranju uzoraka fondova alternativnog kapitala i njihovih transakcija, potrebna je veća preglednost cijelog uzorka s obzirom na performanse i razdoblja. U novije doba, zbog razvoja aktivnosti i konkurencije alternativnih fondova, opali su rezultati najuspješnijih fondova (Appelbaum i Batt, 2016, Braun et al., 2015, Harris et al., 2014b, Ljungqvist et al., 2007). Također su opali medijski povrati alternativnih fondova u odnosu na prosjek tržišta te ga ne nadmašuju uvijek (Appelbaum i Batt, 2016). Time se smanjuju performanse i mogućnost predviđanja uspješnih fondova, ali se ne povećava nužno rizik. Prema Lopez-de-Silanesu et al. (2015), čak četvrtina investicija fondova za privatna vlasnička ulaganja ima IRR, više od 50 %. U Tablici 1. uočavaju se razmjerno visoke

medijanske stope povrata kao i stope povrata gornjeg kvartila najuspješnijih fondova. S godinama su opale granice uspjeha donjeg kvartila fondova privatnih vlasničkih ulaganja, medijanski povrati i povrati gornje granice su ostali razmjerno visoki, što ukazuje na potencijal visokih povrata tih fondova.

Tablica 1: Stope povrata i granice kvartila uspješnosti fondova privatnih vlasničkih ulaganja

Godina početka rada fonda	IRR granica povrata gornjeg kvartila	Medijanski IRR	IRR granica donjeg kvartila
1980.	26%	14%	13%
1981.	19%	13%	9%
1982.	15%	10%	7%
1983.	16%	9%	5%
1984.	14%	13%	8%
1985.	18%	13%	8%
1986.	18%	14%	8%
1987.	22%	15%	8%
1988.	30%	17%	11%
1989.	30%	18%	12%
1990.	26%	18%	9%
1991.	33%	25%	13%
1992.	39%	21%	10%
1993.	45%	28%	13%
1994.	39%	23%	11%
1995.	35%	17%	6%
1996.	34%	14%	5%
1997.	29%	13%	3%
1998.	15%	8%	-1%
1999.	12%	6%	-3%
2000.	17%	7%	0%
2001.	22%	11%	4%
2002.	19%	11%	4%
2003.	20%	11%	4%
2004.	13%	7%	2%
2005.	14%	8%	5%
2006.	12%	8%	4%
2007.	15%	10%	6%
2008.	17%	12%	7%
2009.	21%	13%	8%
2010.	23%	14%	9%
2011.	22%	14%	8%
2012.	27%	15%	7%
2013.	25%	12%	0%

Izvor: Pema podacima PREQIN 8/16.

Stope povrata alternativnih fondova, također, znatno variraju prema godinama, pri čemu vanjski makroekonomski ciklusi kao i ciklusi pojedinih djelatnosti imaju značajnu ulogu. Prema istraživanju Swensena (2009), postoji znatna korelacija investicija privatnih vlasničkih ulaganja s kretanjima drugih vrijednosnica na burzama. Ističe se postojanje različitosti pojedinačnih procjena ulagača u vezi s omjerom rizika i dobiti, a na temelju obuhvata podataka o povijesnim povratima alternativnih investicija. To indirektno vodi do različitih odluka o zastupljenosti alternativnih investicija u portfeljima ulagača i time prihvaćenog rizika. Faktor? posebno dobiva na značaju u novije doba s obzirom na niske kamatne stope i značajnu volatilnost povrata svih kategorija ulaganja vezano uz ekonomska kretanja. Alternativne kategorije fondova razlikuju se prema povratu i riziku te potencijalu gubitaka (Gori et al., 2016).

Za relativnu analizu portfelja alternativnih investicija, posebice fondova pothvatnog kapitala, mogu se indirektno koristiti i modeli temeljeni na Fama-French modelima (Fama i French, 1993, Fama i French, 2014), koji, između ostalog, uzimaju u obzir omjere tržišne i knjižne vrijednosti imovine, tržišnu kapitalizaciju te razlike u obilježjima dionica na tržištu i njihovim performansama uz tržišni rizik. U kontekstu alternativnih investicija posebno je značajno, radi njihova vrednovanja, uvažiti i rizik likvidnosti investicija (Franzoni et al., 2012, Robinson i Sensoy, 2011). Prema autorima, u alternativne je investicije dodatno ugrađen rizik likvidnosti na financijskim tržištima koja su važna za transakcije fondova alternativnog kapitala i koji iznosi 3 % godišnje veću stopu povrata investicija (Franzoni et al., 2012). Prema istraživanju Buchnera i ostalih (2016), ulaganja u fondove za privatna vlasnička ulaganja imaju manji rizik likvidnosti, nego ulaganja u pothvatni kapital. Prema autorima, dodatni trošak smanjene likvidnosti ulaganja iznosi 1,4 % godišnje, što je relativno malo u odnosu na mogućnosti povrata alternativnih investicija. Znatno indirektno ulagački rizik kod alternativnih fondova postoji zbog velike međusobne konkurencije za investicijama te može doći do poslovne situacije da veći broj fondova konkurira za istu investiciju, što podiže cijenu te investicije i smanjuje potencijal dobiti (Robinson i Sensoy, 2011, Appelbaum i Batt, 2016). Česte su prodaje poduzeća od jednog fonda prema drugom, što može ostvariti povoljan financijski rezultat i važno je za kontinuitet investicija pothvatnog kapitala. Pri tome, s obzirom da indirektno u određenoj mjeri razni alternativni fondovi imaju iza sebe iste institucionalne ulagače, postoji rizik sub-optimalnog ulaganja sredstava prodajom poduzeća iz jednog fonda drugom radi toga da se iskoristi uloženi kapital i u nekoj lošijoj investiciji koja možda neće imati odgovarajuće povrate. Vidjeti Tablicu 2.

Tablica 2: Prosječne IRR stope povrata kategorija alternativnih investicija u razdoblju prije 9/2015.

Razdoblje prije 9/2015.	Sve kategorije	Private equity	Venture kapital	Fondovi od fondova	Dugovi sa manjom likvidnošću
1 godina	12%	16%	20%	14%	4%
3 godina	15%	17%	18%	15%	10%
5 godina	15%	16%	12%	13%	10%
10 godina	13%	15%	5%	9%	10%

Izvor: Prema podacima PREQIN 6/16.

S obzirom na ograničenu likvidnost alternativnih investicija usporedba s tržištima burzi nije potpuno moguća te se može razmatrati opravdavaju li mogući veći povrati manju likvidnost investicija te njihovu volatilnost. Kod alternativnih investicija koje pripadaju u gornji kvartal uspješnosti, preuzet rizik ima veću opravdanost. Razvoj sekundarnih tržišta za alternativne investicije smanjuje rizik njihove likvidnosti, ali ne jamči čuvanje vrijednosti budući da je vrednovanje sekundarnih udjela u fondovima u zavisnosti od cijelog niza faktora. Pri razmatranju stopa povrata alternativnih investicija posebno je važno dovesti u relativan odnos moguću premiju za nelikvidnost, odnosno veći povrat investicije s naknadama i troškovima za upravljanje alternativnim fondovima. Time se posebno ističe povoljniji omjer rizika i dobiti za uspješnije fondove (Lopez de Silanes, 2015) kao one u gornjem kvartilu i druge fondove. U Tablici 3. prikazuju se godišnje stope povrata *hedge* fondova u usporedbi s burzovnim indeksom, mogu se uočiti relativno manje prosječne stope povrata *hedge* fondova u odnosu na burzovne indekse, između ostalog, zbog nedostatka strategije *hedge* fondova i njihove konkurencije da ostvare veći rezultat od tržišta.

Tablica 3: Performanse *hedge* fondova u usporedbi sa S&P burzovnim indeksom

Razdoblje	Hedge fondovi	S&P 500
Q3 2015	-3,89%	-6,94%
Q4 2015	1,50%	6,45%
Q1 2016	-0,78%	0,77%
Q2 2016	2,15%	1,90%
Godišnja stopa povrata – kroz posljednje 2 god.	2,19%	3,48%
Godišnja stopa povrata – kroz posljednje 3 god.	5,29%	9,33%
Godišnja stopa povrata – kroz posljednjih 5 god.	5,31%	9,71%

Izvor: Prema podacima PREQIN 2/16.

Posebni fondovi od fondova (engl. Funds of funds) smanjuju rizik ulaganja u alternativne investicije. Oni su u užem smislu specijalizirani investicijski fondovi koji usmjeravaju ulaganja u druge alternativne investicijske fondove. Očekuje se da fondovi

od fondova imaju puno više znanja i iskustva od drugih ulagača u alternativne investicije te da tako mogu izvršiti bolju selekciju investicija (Weidig et al., 2005), posebno fondova pothvatnog kapitala fondova (Harris et al., 2015). To je ponajprije moguće uz velike baze podatka o alternativnim fondovima na tržištu kao i zbog razvijenih kontakata s drugim fondovima te iskustva. Glavni faktor selekcije investicija putem fondova od fondova je nalaženje fondova koji će moći ostvariti dovoljno velike stope povrata i biti među najboljima u svojoj kategoriji, pri čemu poseban značaj ima rezultat dosadašnjih ulaganja i učinak pojedinih menagera fondova (engl. Track record). U današnje doba mnogi uspješni fondovi rano prestanu primati nove uloge i zbog očekivanog uspjeha ugovaraju za sebe povoljniji udjel u dobiti u odnosu na ulagače. Također, neki ulagači dvoje je li isplativo ulagati preko fondova od fondova zbog upravljačkih troškova. Ipak, uspješni fond u odnosu na druge fondove, kao i uspješan proces selekcije investicije preko fondova od fondova, može opravdati veće troškove i drukčiju podjelu dobiti s upravom fonda. Fondovi od fondova nadmaše prosječne povrate tržišta (Harris et al., 2015), ali ne i uvijek prosječne alternativne investicije (Lai, 2006, Weidig et al., 2005). Ipak, u današnje doba postoji velika konkurencija ulagača za pronalaskom perspektivnih fondova, što otežava selekciju i povećava mogućnost pogrešnog izbora.

Kod izlistanih alternativnih fondova (engl. Listed private equity), kod kojih ulagački kapital kotira na burzama postoji, znano veća likvidnost (LPEQ, 2008), ali su vrijednost poslovnih udjela u fondu, kao i poslovanje fonda, podložni uobičajenim faktorima rizika alternativnih investicija uz dodatni rizik tržišnih kretanja na burzama. Danas je relativno manji dio alternativnog kapitala uložen preko izlistanih fondova. Također, postoje alternativni fondovi koji ulažu u više različitih kategorija alternativnih investicija. Kod toga je potrebno istaknuti razliku koja u literaturi ni u praktičnim razmatranjima nije dovoljno poznata. Naime, razlikuju se fondovi kojima su ulagački kapital izlistan na burzama ili samo društvo za upravljanje. Pri tome se razlikuje ugrađen rizik u dionice tih fondova i društava za upravljanje.

5. ZAKLJUČAK

Broj je istraživanja u vezi s rizikom alternativnih investicija vrlo ograničen s ograničenim konsenzusom, te to područje zahtijeva daljnja istraživanja i izlaganja stručnoj i znanstvenoj javnosti. Očekivane veće stope povrata alternativnih kategorija imovine, kao i pristup u netradicionalna područja ulaganja, čine odlučujući faktor za odluku o ulaganju u alternativnu imovinu. To je posebno značajno s rastućom potrebom za diversifikacijom ulaganja i u današnjem okruženju ekonomske volatilnosti i niskih stopa povrata na financijskim tržištima. Povezivanje rizika alternativnih investicija s očekivanim dobiti nije jednostavan zadatak, posebno u kontekstu promjenjivosti i teže analize relevantnih faktora. Kod alternativnih investicija s obzirom na očekivane stope povrata značajniji rizik predstavlja neostvarenje te veće stope povrata, nego gubitak investicije uopće. Pri razmatranju rizika alternativnih investicija, često se koriste usporedbe beta koeficijena volatilneta. Povrati alternativnih investicija bi se trebali moći prikazati i usklađeno za rizik radi realnije slike i usporedbe s drugim ulagačkim mogućnostima u portfelju nekog ulagača. To je posebno važno radi diversifikacije ulaganja velikih ula-

gača i mogućih postotaka alokacije sredstava prema očekivanim i potrebnim novčanim tokovima. Neovisno o smanjenoj likvidnosti investicija ne donose sve alternativne investicije natprosječne stope povrata.

Pri analizi rizika ulaganja u alternativne investicije za veće institucionalne i slične ulagače važno je rizik alternativnih investicija i očekivanu dinamiku njihova prinosa dovesti u odnos s budućim obvezama tih fondova, posebno u kontekstu dinamike potreba velikog broja korisnika tih fondova kao, primjerice, mirovinskih fondova osiguranja. Ti faktori rizika imaju poseban značaj za konstrukciju svakog portfelja financijskih institucija pri čemu je potrebno osigurati odgovarajući prinos investicije i isplatu sredstava u određenom vremenu pri čemu presudnu ulogu ima i likvidnost investicije. Kod ulagača koji ulažu individualnu imovinu pojedinaca i investicijskih tvrtki namijenjenu ponajprije povećanju vrijednosti bez posebnih rokova, ti su rizici manje izraženi. U novije doba, zbog relativno niske razine kamatnih stopa i povećanih zahtjeva korisnika fondova, veliki institucionalni ulagači se posebno suočavaju s rizikom pogrešne odluke izbora investicija zbog manje sigurnosti u selekciju investicija s većim prinosom kao što su alternativne investicije. Promjene u realnoj ekonomiji i financijskom sastavu mogu utjecati na znatno smanjenje vrijednosti imovine i novčanih tokova uz zadržavanje obveza, što nije vezano samo uz alternativne investicije. U takvoj situaciji imovine se mogu razmatrati prema većoj ili manjoj mjeri rizika prema dosadašnjim kretanjima, uz uvažavanje statistički malog rizika u nekim kategorijama imovine koje ulagači ponekad smatraju imovinom bez rizika. Iako se neke kategorije imovine smatraju gotovo bez rizika i prema njima se referenciraju mogući novčani tokovi ulaganja bez rizika, promjene u realnoj ekonomiji utjecale bi i u toj kategoriji imovine na promjene omjera rizika i prinosa. Poseban primjer za to su državne obveznice.

S obzirom na značajne pojedinačne razlike povrata alternativnih fondova u istoj kategoriji ulaganja putem selekcije fondova, može se postići očekivana stopa povrata koja treba opravdati smanjenu likvidnost ulaganja kao i smanjiti rizik alternativnih investicija. Ti aspekti su kod alternativnih investicija više istaknuti, nego kod drugih investicija koje imaju veću predvidljivost i homogenost pokazatelja rizika i povrata. Upravo uspješne alternativne investicije mogu opravdati veće preuzete rizike. S razvojem financijskih tržišta u posljednja dva desetljeća, alternativne investicije postaju nezaobilazna i standardna kategorija imovine o kojoj postoji veća ulagačka praksa i iskustvo te se razvojem sekundarnih tržišta i povećava likvidnost te vrste imovine. S posljednjom financijskom krizom su se samo privremeno smanjile tendencije ulagača da ulažu u alternativnu imovinu te je novije doba povećalo potrebu za ulaganjem u rizičniju imovinu radi zadovoljenja potreba ulagača za prinosom i diversifikacijom. Alternativne investicije, ipak, pretežno ostvaruju veće stope povrata, nego druga ulaganja na tržištu. Pri tome adekvatno upravljanje rizicima ulaganja alternativnih fondova čini sve važniji selekcijski faktor i faktor kasnijeg uspjeha fondova.

LITERATURA:

1. Acharya, V. V., Gottschalg, O., Hahn, M. i Kehoe C. (2013), Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *Review of Financial Studies*, 26 (2), str. 368-402.

2. Appelbaum E, i Batt R. (2016), Are Lower Private Equity Returns the New Normal?, Working paper
3. Axelson, U., Strömberg, P., i Weisbach M. (2009), Why are buyouts levered? The financial structure of private equity firms, *Journal of Finance*, 64 (4), str. 1549-1582.
4. Axelson, U., Sorensen, M. i Strömberg., P. (2014), Alpha and Beta of buyout deals, Working paper
5. Benmelech, E. i Dlugosz, J. (2010), The Credit Rating Crisis, NBER Working Paper No. 15045
6. Braun, A., Jenkinson, T. i Stoff, I. (2015), How Persistent is Private Equity Performance? Evidence from DealLevel Data, SSRN Working Paper No. 2314400
7. Brown, G., Gredil, O. i Kaplan, S. (2016), Do Private Equity Funds Manipulate Reported Returns?, Fama-Miller Working Paper.
8. Buchner, A. (2014), Risk Management for Private Equity Funds, Working paper
9. Buchner, A., Abdulkadir M. i Schwienbacher, A. (2015), Does Risk Explain Persistence in Private Equity Performance, Working paper
10. Buchner, A., Kaserer, C. i Wagner, N. (2016), Private Equity Funds: Valuation, Systematic Risk and Illiquidity, Working paper
11. Chen, H., Dai, N., i Schatzberg, J. (2010), The Choice of Equity Selling Mechanisms: PIPEs versus SEOs, *Journal of Corporate Finance*, 16 (1), str. 104-119.
12. Cochrane, J. (2005), The Risk and Return of Venture Capital, *Journal of Financial Economics*, 75 (1), str. 3-52.
13. Cornelius, P. (2011), *International Investments in Private Equity*, Academic Press, Burlington, MA, USA
14. de Fontenay E. (2014), Private Equity Firms as Gatekeepers, *Review of Banking & Financial Law*, 33, str. 115-189.
15. Driessen, J., Lin T. C. i Phalippou L. (2008), Measuring the risk of private equity funds: a new methodology, NBER Working Paper 14144.
16. EVCA (2013), *Risk Measurement Guidelines*, Zaventem, Belgium.
17. Ewens, M., Jones, C. M. i Rhodes-Kropf, M. (2013), The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity, *Review of Financial Studies*, 26 (8), str. 1854-1889.
18. Fama, E. i French, K. (1993), Common factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33 (1), str. 3-56.
19. Fama, E. i French, K. (2014), A Five-Factor Asset Pricing Model, Fama-Miller Working Paper.
20. Fang, L., Ivashina, V. and Lerner, J. (2013), The disintermediation of financial markets: direct investing in private equity, NBER Working Paper Series, No. 19299

21. Franzoni, F., Novak, E. i Phalippou, L. (2012), Private equity performance and liquidity risk. *Journal of Finance*, 67 (6), str. 2341-2373.
22. Gori, L., Chizzolini, B. i Gatti, S. (2016), Features and Determinants of Risk in Investment Choices by Private Equity Funds, BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No. 2016-25.
23. Groh, A. i Gottschalg, O. (2006), The risk-adjusted performance of US buyouts, Working Paper.
24. Guo, S., Hotchkiss, E. i Song, W. (2011), Do buyouts (still) create value?, *Journal of Finance*, 66 (2), str. 479-515.
25. Hardymon, F., Lerner, J. i Leamon, A. (2009), The Canadian Pension Plan Investment Board. Harvard Business School, N9-809-073.
26. Harris, R., Jenkinson, T. i Stucke, R. (2010), A White Paper on Private Equity and Research. UAI Foundation Working Paper, University of Virginia.
27. Harris, R., Jenkinson, T. i Kaplan, S. (2014a), Private Equity Performance: What Do We Know?, *The Journal of Finance*, 69 (5), str. 1851-1882.
28. Harris, R., Jenkinson, T., Kaplan, S. i Stucke, R. (2014b), Has Persistence Persisted in Private Equity (2014b)? Evidence from Buyout and Venture Capital Funds. Darden Business School Working Paper No. 2304808; Fama-Miller Working Paper.
29. Harris, R., Jenkinson, T., Kaplan, S. i Stucke, R. (2015), Financial Intermediation in Private Equity: How Well Do Funds of Funds Perform?, Working paper
30. Higson, C. i Stucke, R. (2012), The performance of private equity, Collier Institute of Private Equity research paper
31. Hotchkiss, E., Strömberg, P. i Smith, D. (2012), Private Equity and the Resolution of Financial Distress, ECGI - Finance Working Paper No. 331/2012.
32. Ivashina, V. i Kovner A. (2011), The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking, *Review of Financial Studies*, 24 (7), str. 2462-2498.
33. Jegadeesh N., Kräussl R. i Pollet J. (2015), Risk and Expected Returns of Private Equity Investments: Evidence Based on Market Prices, *Review of Financial Studies*, 28 (12), str. 3269-3302.
34. Jiang, Y. i Saenz, J. (2014), Estimating Private Equity Market Beta Using Cash Flows: A Cross-Sectional Regression of Fund-Market Paired Internal Rates of Return, Working paper
35. Kaserer, C. (2011), Return attribution in mid-market buy-out transactions – new evidence from Europe, Working paper
36. Kaplan, S. i Schoar, A. (2005), Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *Journal of Finance*, 60 (4), str. 1791-1823.
37. Kaplan, S. i Strömberg, P. (2009), Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), str. 121-146.

38. Korteweg, A. i Sorensen, M. (2010), Risk and Return Characteristics of Venture Capital-Backed Entrepreneurial Companies, *Review of Financial Studies*, 23 (10), str. 3738-3772.
39. Lai R. (2006), *Why Funds of Funds?*, Working paper
40. Lerner, J., Schoar, A. i Wongsunwai, W. (2007), Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle, *Journal of Finance*, 62 (2), str. 731-764.
41. Lopez-de-Silanes, F., Phalippou, L. i Gottschalg, O. (2015), Giants at the Gate: Investment Returns and Diseconomies of Scale in Private Equity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (3), str. 377-411.
42. Ljungqvist, A. i Richardson, M. (2003), The cash flow, return and risk characteristics of private equity. NBER Working Paper, No. 9454.
43. Ljungqvist, A., Richardson, M. i Wolfenzon, D. (2007), The investment behavior of buyout funds: theory and evidence, Working Paper
44. LPEQ (2008), *How Do Institutional Investors Regard Listed Private Equity: A Research Survey of 100 European LPs*, LPEQ Listed Private Equity, London.
45. Metrick, A. i Yasuda, A. (2010), The economics of private equity funds, *Review of Financial Studies*, 23 (6), str. 2303-2341.
46. Phalippou, L. (2009), Beware of Venturing into Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), str. 147-166.
47. Phalippou, L. i Gottschalg, O. (2009), The performance of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 22 (4), str. 1747-1776.
48. Robinson, D. i Sensoy, B. (2011), Cyclicalit, performance measurement, and cash flow liquidity in private equity, SIFR Working paper
49. Strömberg, P. (2008), The new demography of private equity, u Lerner, J. and Gurning, A. (ur), *The Global Impact of Private Equity Report*, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, World Economic Forum, str. 3-26.
50. Swensen, D. (2009), *Pioneering Portfolio Management. An Unconventional Approach to Institutional Investment*, 2nd edition, Free Press, New York
51. Tykvova, T. i Borell, M. (2012), Do Private Equity Owners Increase Risk of Financial Distress and Bankruptcy, *Journal of Corporate Finance*, 18 (1), str. 138-150.
52. Weidig, T. i Mathonet, P-Y. (2004), *The Risk Profile of Private Equity*, European Investment Fund working paper
53. Wilson, N., Wright, M., Siegel, D. i Scholes, L. (2012), Private equity portfolio company performance during the global recession, *Journal of Corporate Finance*, 18 (1), str. 193-205.

DETERMINANTS OF RISK AND RETURN ON ALTERNATIVE INVESTMENTS FUNDS

*Miroslav Ilić*²

Summary

This paper examines the factors and determinants of risk management of alternative investments. Alternative investments have a large and growing investment potential in today's environment, and this is related to important research questions. Motives for investments into alternative funds are primarily related to higher rates of return than other investment categories, as well as to the diversification of investments. The integration of alternative funds in the financial system is important in a scientific and applicative sense. The paper sets out the essential determinants of the risk of alternative funds and possibilities for managing these risks. The analysis includes important indicators of risk and their potential in categories of alternative investments. The content of the paper gives a special contribution to the less-known and under-researched area of alternative investments, especially in the context of financial markets in developing countries. Alternative investments are becoming standard in developed financial markets, which implies the need for greater knowledge of the essential determinants of risk that are subject to change in the modern economic environment.

Key words: *alternative investments, risk, investment return, private equity, venture capital.*

JEL classification: *G24, , G32, G11*

² Miroslav Ilic, Ph. D., management and operations, Zagreb, Croatia, E-mail: miroslav.ilic@email.t-com.hr