

# Financiranje poduzeća ABC d.o.o. neformalnim rizičnim kapitalom

---

Zaninović, Milan

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2017

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:012661>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-16**

Repository / Repozitorij:

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



**SVEUČILIŠTE U SPLITU  
EKONOMSKI FAKULTET**

**ZAVRŠNI RAD**

**Financiranje poduzeća ABC d.o.o. neformalnim  
rizičnim kapitalom**

**MENTORICA:**

**doc.dr.sc. Sandra Pepur**

**STUDENT:**

**Milan Zaninović**

**Split, rujan, 2017.**

## SADRŽAJ

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1. Definicija problema.....</b>	<b>1</b>
<b>1.2. Cilj rada.....</b>	<b>1</b>
<b>1.3. Metode rada .....</b>	<b>1</b>
<b>1.4. Doprinos istraživanja .....</b>	<b>2</b>
<b>1.5. Struktura rada.....</b>	<b>2</b>
<b>2. ALTERNATIVNI IZVORI FINANCIRANJA .....</b>	<b>3</b>
<b>2.1. Formalni rizični kapital .....</b>	<b>4</b>
2.1.1. Rizični kapital.....	4
2.1.2. Vrste rizičnog kapitala i svrhe financiranja .....	7
2.1.3. Usporedba financiranja rizičnim kapitalom u odnosu na kredit .....	10
2.1.4. Uloga rizičnog kapitala u financiranju malih i srednjih poduzeća .....	11
<b>2.2. Fond rizičnog kapitala .....</b>	<b>13</b>
2.2.1. Model fonda rizičnog kapitala.....	13
2.2.2. Karakteristike fonda rizičnoga kapitala .....	14
<b>2.3. Neformalni rizični kapital .....</b>	<b>15</b>
2.3.1. Poslovni anđeli (pojmovno određenje) .....	18
2.3.2. Poslovni anđeli u Republici Hrvatskoj.....	20
2.3.3. Poslovni anđeli u svijetu .....	23
<b>3. ZAKONSKA REGULATIVA.....</b>	<b>25</b>
<b>3.1. Zakonska regulativa u Republici Hrvatskoj .....</b>	<b>25</b>
<b>3.2. Zakonska regulativa u svijetu .....</b>	<b>30</b>

<b>4. ULAGANJE NA PRIMJERU PODUZEĆA ABC D.O.O.....</b>	<b>31</b>
<b>4.1. Općenito o poduzeću .....</b>	<b>31</b>
<b>4.2. Način financiranja poduzeća.....</b>	<b>32</b>
<b>4.3. Poslovanje poduzeća .....</b>	<b>34</b>
4.3.1. Prva faza poslovanja.....	34
4.3.2. Druga faza poslovanja.....	36
4.3.3. Treća faza poslovanja.....	39
<b>5. ZAKLJUČAK.....</b>	<b>40</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>41</b>
<b>POPIS SLIKA.....</b>	<b>42</b>
<b>POPIS TABLICA .....</b>	<b>42</b>
<b>SAŽETAK.....</b>	<b>43</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>43</b>

# **1. UVOD**

## **1.1. Definicija problema**

Problem financiranja poduzetničke ideje je najveća prepreka svakom poduzetniku početniku. Posebice je to izraženo u današnje vrijeme kada se još osjećaju posljedice financijske krize iz 2007. godine.

S ovim problem su suočeni i poduzetnici početnici u Republici Hrvatskoj. To je posljedica prijelaza iz društveno upravljane nacionalne ekonomije u ekonomiju vođenu tržišnim postulatima i zakonitostima te razdoblja stvaranje države koje je obilježeno ratnim stradanjima, pravne i porezne regulative koja je nedorečena te stoga i podložna čestim promjenama.

U ovom radu ukazat će se upravo na problem financiranja malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj koji imaju otežan pristup financiranju zbog svoje specifičnosti te pokazati koji su alternativni izvori financiranja na raspolaganju budućim poduzetnicima uz primjer ulaganja neformalnog rizičnog kapitala na konkretnom poduzeću ABC d.o.o.

## **1.2. Cilj rada**

Na osnovu teorijskih saznanja iz literature i obradom prikupljenih podataka, te njihovim prikazom u teoretskom dijelu rada formirat će se zaključci vezani uz problematiku neformalnog rizičnog kapitala u RH kao i njihovu primjenljivost i iskorištenost u poduzećima. U empirijskom dijelu rada prikazat će se i usporediti korištenje neformalnog rizičnog kapitala u poduzeća ABC d.o.o. sa zaključcima iz teorijskog rada. To će doprinijeti prepoznavanju atipičnih ulagača kao onih koji mogu pridonijeti razvijanju i prepoznavanju neformalnog rizičnog kapitala kao poželjnog oblika financiranja malih i srednjih poduzeća kod nas.

## **1.3. Metode rada**

U teorijskom dijelu rada koristit će se znanstvene metode deskripcije, analize i sinteze te statističke analize. Ove znanstvene metode pomoći će u približavanju pojma neformalnog rizičnog kapitala, koji ima sve veći značaj u financiranju poduzeća u Europi i svijetu, kao

poželjni oblik financiranja poduzeća posebice početnika i kod nas. U empirijskom dijelu rada usporedit će se ulaganje u poduzeće ABC d.o.o. sa zaključcima iz teorijskog dijela rada. To će rezultirati novim saznanjima i zaključcima o neformalnom rizičnom kapitalu što posebice korisno može biti za ostale poduzetnike početnike s osvrtom na dobre i loše strane ovog načina financiranja poduzetničke ideje.

#### **1.4. Doprinos istraživanja**

Istraživanje podataka kao i primjer dobre prakse na konkretnom poduzeću, doprinijet će boljem prepoznavanju pojma neformalnog rizičnog kapitala kao poželjnim načinom financiranja malog i srednjeg poduzetništva u RH.

#### **1.5. Struktura rada**

Rad se sastoji od pet poglavlja. U uvodnom dijelu se navodi problematika koja je ujedno i tema rada.

U drugom dijelu Alternativni izvori financiranja daje se teoretski osvrt na izvore financiranja koji su dostupni poduzetnicima s naglaskom na rizični kapital (formalni i neformalni) i širim osvrtom na neformalni rizični kapital. Ostale vrste alternativnih izvora financiranja samo su spomenuti, ne ulazeći u širu elaboraciju, jer nisu tematika ovoga rada.

U trećem dijelu Zakonska regulativa u Republici Hrvatskoj i svijetu dan je prikaz pravne uređenosti sustava rizičnog kapitala kod nas i u svijetu (Europska unija i SAD) s osvrtom na dobre i loše strana istih.

Četvrti dio Ulaganje na primjeru poduzeća ABC d.o.o. je ujedno i najzanimljiviji dio jer daje prikaz tijeka ulaganja neformalnog rizičnog kapitala u dotično poduzeće, gdje se vidi cijeli postupak ulaganja od ideje do realizacije. Posebice je zanimljivo to što je primjer poslužio za proširenje teoretske osnove definicije ulagača neformalnog rizičnog kapitala uvođenjem novog pojma – atipični ulagači. Kao takvi oni su rijetki kod nas, ali i vani nije čest slučaj nailaska na ovaj tip ulagača.

Peti dio predstavlja Zaključak nakon kojeg slijedi popis literature, tablica, grafikona te sažetak.

## 2. ALTERNATIVNI IZVORI FINANCIRANJA

Naziv alternativni dosta dobro opisuje kakvi izvori financiranja su u pitanju. U to se može uvjeriti i pregledom značenja riječi alternativa (Anić, Golstein, 2007: 120): (lat.), izbor, moguć ili nužan, između dvaju rješenja; jedno od dvaju rješenja. Dakle, to je izbor koji je moguć ili nužan te se gotovo uvijek pojavljuje u razvoju svakog poduzeća bilo u fazi osnivanja ili u fazi rasta, a odnosi se na financiranje. Upravo alternativa postaje jedina opcija poduzetniku kada nema mogućnosti osiguranja financijskih sredstava za početak rada ili ekspanziju poslovanja od strane klasičnih i uobičajenih financijskih institucija (npr. banake).

Izvore financiranja može se podijeliti prema roku na:

- kratkoročne,
- srednjoročne,
- dugoročne.

Druga podjela izvora financiranja uzima u obzir izvore pa tako se razlikuju:

- unutarnje (uplate vlasnika, amortizacija, akumulirana dobit, naplata glavnice dugoročnih plasmana),
- vanjske (kredit, faktoring, leasing, izdavanje obveznica, financijska sredstva odobrena na temelju raznih projekatnih natječajâ).

Nasuprot ovome alternativni izvori financiranja obuhvaćaju:

1. Financiranje projekata koristi se kada je projekt rizičan sa ili bez finacijskog sporazuma kod kojeg zajmodavac ima pravo regresa prema zajmoprimcu samo u određenim okolnostima,
2. Garantni zajmovi su zajmovi za koje jamči država, banka ili garantna agencija., Subvencionirani zajmovi kod kojih država ili agencija za razvoj plaća dio kamata i tako stimulira poduzetnika,
3. Financiranje vrijednosnim papirima podrazumijeva prikupljanje financijskih sredstava emisijom dionica ili obveznica. Iako izgleda privlačno izlazak poduzeća na burzu je vrlo kompleksan proces i zahtijeva priličnu dozu opreza. S jedne strane, povećava reputaciju poduzeća i omogućava svjež kapital, a s druge strane poduzeća podliježu regulativi, očekivanju dioničara kojima je primarni uvjet rast poduzeća i isplatu dividendi te dolazi do razvodnjavanja vlasništva,

4. Finacijski derivati (opcije, forward i futures ugovori),
5. Rizični kapital (formalni i neformalni).

Upravo je rizični kapital u fokusu ovoga rada te će daljnja elaboracija biti posvećena isključivo ovom načinu financiranja poduzeća. No, prije toga potrebno je dati nekoliko napomena glede značaja pravilnog izbora metode financiranja.

Kod pokretanja novog posla treba uvažavati slijedeće:

- ljudi su oni koji čine srž svakog uspješnog i na duge staze održivog pothvata, oni su najbolja komparativna prednost,
- potrebno je stvoriti proizvod ili uslugu koju kupci traže ili koja nedostaje uz konkurentnost cijene i kvalitete, uz minimalne troškove.

Iako je rast poželjan i očekivan treba pripaziti da taj rast ne izazove kontraefekt koji može dovesti do izgaranja poduzeća. Dakle, potrebno je postići kontrolirani i održivi rast. Pitanje odluke o financiranju je osjetljivo i nimalo lako. Prilikom donošenja odluke o načinu financiranja stvaraju se planovi koji sadrže projekcije očekivanih koristi kao i aktivnosti koje treba provesti da bi se do istih na kraju i došlo. Stoga pri odabiru financijskih alternativa treba biti realan i kritičan. Navedeno podrazumijeva izbjeći klasične zamke kao npr. podcijenjeni troškovi, a precijenjeni prihodi. Uvijek treba imati na umu tri temeljna načela:

1. Namjera: jasno definirana uporaba finacijskih sredstava. Dakle, pitanje Zašto?
2. Cilj: pitanje Kamo želimo stići ?
3. Učinci odluke: Što će se dogoditi korištenjem sredstava kao i njihov utjecaj na prihode, rashode i dobit.

Upravo ovo treće je i najizazovnije. Učinci moraju biti procijenjeni objektivno i nepristrano pa je stoga bolje koristiti uslugu vanjskog profesionalca nego vlastito subjektivno viđenje učinaka koje vrlo vjerovatno može dovesti do financijskih teškoća. Neovisno o izabranoj metodi financiranja bitno je imati na umu samo jedno: ona mora biti u funkciji održivog razvoja.

## **2.1. Formalni rizični kapital**

### **2.1.1. Rizični kapital**

Pojam rizični kapital može djelovati malo zbunjujuće jer se postavlja logičko pitanje zašto je kapital rizičan. Rizik se ovdje odnosi na investitora, a ne poduzetnika. Dakle, iz perspektive investitora to je rizični kapital. Suvremeni rizični kapital nastao je 1946. godine u SAD-u kad



je Georges Doirot, profesor s Harvarda sa još nekoliko kolega ustanovio ARD – American Research and Development Corporation. Svrha osnivanja je bila privući sredstva bogatih pojedinaca i sveučilišnih zaklada za investiranje u poduzetnike početnike u primarno tehnološko brzo rastućim granama.

Vjerovatno nije ni slutio da će nepunih pedeset godina nakon njegove pionirske ideje rizični kapital postati perjanica i sinonim za inovativan rast gospodarstva, ne samo nacionalnog (SAD) već i globalnog (Europa i zemlje u razvoju). Ono što je doprinijelo takvom razvoju događaja, posebice zadnjih desetak godina, jest globalna financijska kriza koja je upravo najviše štete donijela poduzećima u nastajanju i brzo rastućim poduzećima. Naime, nakon moralnog hazarda banaka i to osobito u SAD, iste su toliko pooštrile kriterije dobivanja klasičnog poduzetničkog kredita da on kao takav više uopće nije ili je vrlo teško bio dostupan poduzetnicima početnicima.

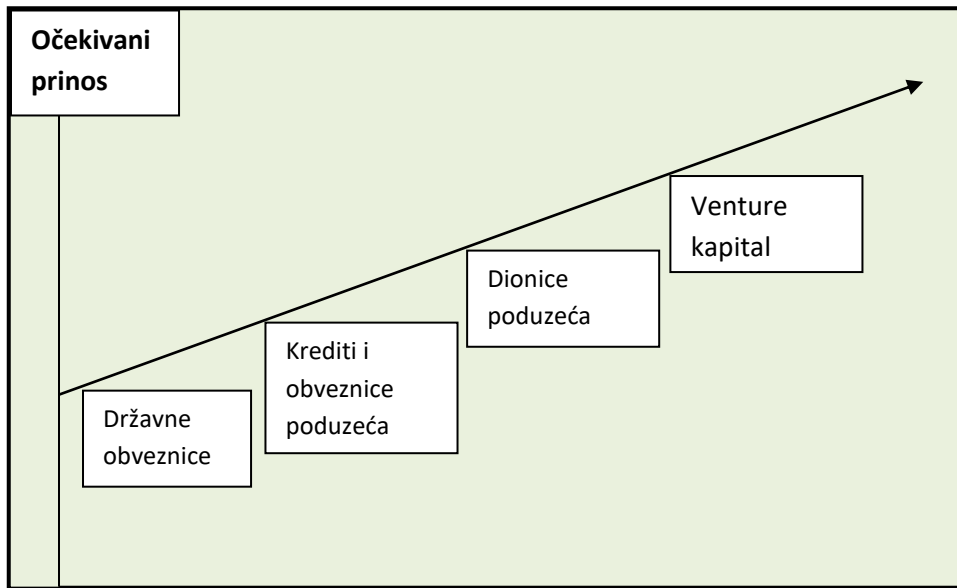
Sama definicija rizičnog kapital nije jednoznačna, razlikuje se od autora do autora i pri tome se isprepliću dva pojma: venture capital i private equity.

Najjednostavnije rečeno, rizični kapital služi za povezivanje investitora s viškom sredstava i poduzetnika bez sredstava uvažavajući dva bitna preduvjeta:

1. Poduzeće u koje se ulaže ne kotira na burzi,
2. Poduzeće u koje se ulaže ne može dobiti sredstva za početak poslovanja ili ekspanziju od klasičnih financijskih institucija (banke, otvorenih investicijskih fondova).

Dakle, u poslovnom smislu radi se o potpuno nepoznatim pojedincima čija ideja je prepoznata kao izvrsna prigoda za zaradu. S obzirom da je rizik visok traži se iznadprosječna stopa povrata, daleko viša nego kod klasičnog ulaganja (25%-40%). Odnos između rizičnog ulaganja i očekivane stope povrata prikazana je slijedećom slikom.

### Slika 1. Odnos očekivanog rizika i prinosa: određivanje cijene kapitala



Izvor: Bendeković, D. (2006) Pristupi financiranju malih i srednjih poduzeća – Rizični kapital u financiranju razvoja poduzeća. Zagreb: Mate

Neovisno o činjenici da u hrvatskom zakonodavstvu ne postoji pojmovna razlika između fondova za ulaganje u privatni vlasnički kapital (private equity funds) i fondova za ulaganje u rizični kapital (venture capital funds), potrebno je istaknuti da je ulaganje u vlasnički kapital širi, a ulaganje u rizični kapital užiji pojam.

Izraz ulaganje u rizični kapital obično se koristi kao naziv za fondove koji stječu udjel u mikro, malim i srednjim poduzećima u sjemenskoj, početnoj i fazi ekspanzije.

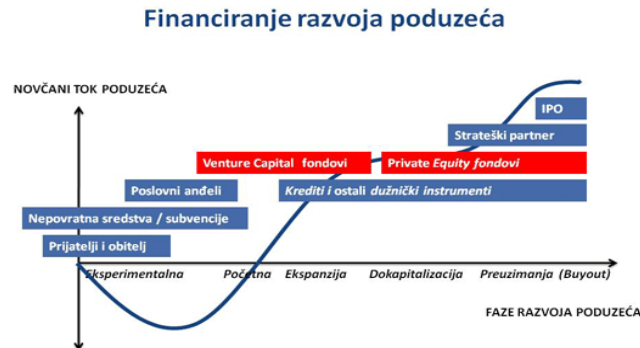
Ulaganje u vlasnički kapital (private equity), kao širi pojam, obuhvaća sve osim ulaganja u rizični kapital i sljedeće podvrste (Makek, 2011):

- ❖ ulaganja u vlasničke vrijednosne papire, uglavnom manjinske udjele, u već zrelija poduzeća koja traže kapital za širenje ili restrukturiranje poslovanja, za ulazak na nova tržišta ili za financiranje većih akvizicija bez promjena u kontroli (growth capital),
- ❖ strategije ulaganja u vlasničke vrijednosne papire kao dijela transakcije u kojoj se aktivira drugo društvo, poslovna jedinica ili imovina od postojećih vlasnika tipično koristeći financijsku polugu (leveraged buyout - LBO ili buyout - BO). Poduzeća koja sudjeluju u ovakvim transakcijama su tipično zrelija koja generiraju dostatni operativni novčani tok.

Pored ovih najčešćih oblika postoje i neki drugi oblici rizičnog kapitala kao što su mezzanine kapital ili ulaganja u društva u poteškoćama u kojima je potrebno provesti značajnija restrukturiranja. Osim toga uzimajući u obzir faze razvoja poduzeća Venture Capital se u

pravilu odnosi na financiranje u ranoj fazi razvoja i fazi ekspanzije, a Private Equity kod financiranja dokapitalizacijom i preuzimanjem što je vidljivo iz slijedeće slike.

## Slika 2. Financiranje razvoja poduzeća



Izvor: Cvijanović, V., Marović, M., Sruk, B. (2008) Financiranje malih i srednjih poduzeća. Zagreb: Bionza press

### 2.1.2. Vrste rizičnog kapitala i svrhe financiranja

Dvije su temeljne vrste rizičnog kapitala:

- formalni rizični kapital koji se dijeli na: formalni rizični kapital (eng. Venture capital VC) i privatni vlasnički kapital (eng. Private equity),
- neformalni rizični kapital.

Formalni rizični kapital u širem smislu je karakterističan po tome da ga čine društva za upravljanje fondovima rizičnog kapitala ili partnerstva od dvoje do četrdesetak profesionalnih poslovnih ljudi koji su specijalizirani za određeno područje djelovanja (WetFeet, 2004).

Kako bi društvo imalo sa čime investirati osniva se fond rizičnog kapitala i traže investitori (najčešće institucionalni) koji su spremni uložiti u fond rizičnog kapitala znatna financijska sredstva. Fond može biti u obliku otvorenog investicijskog fonda dostupnog javnosti ili zatvorenog, sa ograničenim vremenom postojanja.

Ovdje se razlikuje (Cvijanović, Marović, Sruk, 2008):

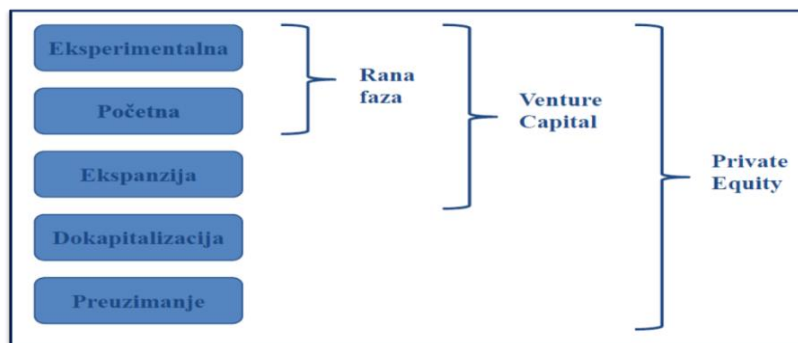
Formalni rizični kapital – fondovi za rizični kapital (Venture Capital fondovi - VC), to su fondovi rizičnog kapitala koji ulažu u poduzeća u početnoj fazi, odnosno fazi ranog rasta, razvoja i ekspanzije. Formalni rizični kapital podrazumijeva i aktivni angažman predstavnika

fonda rizičnog kapitala u menadžmentu poduzeća u koje fond investira prikupljena sredstva, savjetovanje te konstantni nadzor razvoja portfeljnog poduzeća.

Fondovi za privatni vlasnički kapital (Private Equity fondovi - PE) su fondovi rizičnog kapitala koji ulažu u vlasničku glavnica drugih poduzeća bez obzira na stadij rasta i razvoja poduzeća u koje investiraju te bez obzira na vrstu financijske operacije koja je u tu svrhu poslužila. Kod ove vrste rizičnih fondova angažman investitora u menadžment poduzeća može biti i aktivan i pasivan, ovisno o investicijskoj strategiji fonda. Angažman fonda u menadžmentu poduzeća neće biti velik u slučajevima kad je investicijski horizont fonda kratak.

Sljedeća slika prezentira financiranje rizičnim kapitalom u odnosu na faze razvoja poduzeća u koji fond rizičnog kapitala ulaže. Većina institucionalnih investitora ne ulažu neposredno u poduzeća koja nisu uvrštena na burzu (tzv. privatne tvrtke, od čega i potječe naziv "private equity"), s obzirom da im nedostaje iskustva i resursa potrebnih za strukturiranje i nadziranje investicije. Umjesto toga, oni ulažu posredno putem private equity fondova, i.e. fondova rizičnog kapitala. Pojednim velikim institucionalnim investitorima neophodno je samostalno kreirati diverzificirani portfelj private equity fondova.

**Slika 3. Financiranje prema fazama razvoja portfeljnog poduzeća**



Izvor: Cvijanović, V., Marović, M., Sruck, B. (2008) Financiranje malih i srednjih poduzeća. Zagreb: Bionza press

Razlike između ove dvije vrste formalnog rizičnog kapitala prezentirane su sljedećom tablicom.

**Tabela 1. Karakteristike investiranja Private Equity i Venture Capital fondova**

Investicije u ekspanziju i preuzimanja (Private Equity Funds)	Investicije u rizični kapital (rane faze razvoja) (Venture Capital Funds)
Redoviti i predvidivi novčani tokovi	Slaba predvidivost novčanih tokova, projekcije novčanih tokova mogu biti nerealistične
Investicije u ekspanziju i preuzimanja (Private Equity Funds)	Investicije u rizični kapital (rane faze razvoja) (Venture Capital Funds)
Izvršna tržišna pozicija (može biti i nišni igrač)	Nedostatak povijesti tržišta, novo tržište i moguće nedokazano buduće tržište (rana faza poslovanja)
Značajna baza imovine (koja može služiti kao temelj kolateralnog zaduživanja)	Slaba imovinska baza
Jaki i iskusni menadžerski tim	Novoformirani menadžment tim s jakim individualnim <i>track recordom</i> poduzetnika
Velika upotreba financijske poluge koja se sastoji od velikog udjela prioritetnog duga ( <i>senior debt</i> ) i značajne razine podređenog duga ( <i>junior</i> i/ili <i>mezzanine</i> duga)	Poduzeće se primarno financira kapitalom. Upotreba financijske poluge je rijetka i jako ograničena
Rizici su mjerljivi (zrela faza poslovanja, duga povijest poslovanja)	Procjena rizika je teška zbog novih tehnologija, novih tržišta, nedostatka povijesti djelovanja
Predvidiv izlaz (sekundarno preuzimanje, prodaja strateškom kupcu, IPO (inicijalna javna ponuda)	Teško predvidiv izlaz (IPO, prodaja strateškom kupcu, prodaja drugom fondu)
Utemeljeni proizvodi	Tehnološki prodor, ali prihvaćanje od strane tržišta se još mora dokazati
Mala potreba za obrtnim kapitalom	Povećana potreba za obrtnim kapitalom u fazi rasta
Provođenje dubinskog snimanja prije investiranja u ciljano poduzeće (provodi se financijski, strateški, komercijalni, pravni, porezni, okolišni <i>due diligence</i> )	Fond rizičnog kapitala prilikom investiranja provodi prvenstveno tehnološki i komercijalni <i>due diligence</i> ; <i>financijski due diligence</i> je ograničen jer portfeljna poduzeća nemaju povijest poslovanja ili imaju jako kratku povijest poslovanja
<i>Private Equity</i> fond nadzire upravljanje novčanim tokovima, strateško i poslovno planiranje kod poduzeća koje je meta preuzimanja.	Portfeljno poduzeće u koje ulaže fond rizičnog kapitala treba pratiti realizaciju zacrtanih ciljeva ( <i>milestones</i> ) definiranih u poslovnom planu i treba upravljati rastom
Povrati na investicijski portfelj <i>private equity</i> fonda su manje rizični nego kod <i>venture capital</i> fonda: rijetki slučajevi	Povrate na investicijski portfelj <i>venture capital</i> fonda općenito karakteriziraju vrlo visoki povrati od ograničenog broja vrlo uspješnih investicija i značajnog broja otpisanih, odnosno loših investicija
Veliki <i>private equity</i> fondovi specijalizirani za preuzimanja su značajni igrači na tržištu kapitala	<i>Venture capital</i> fondovi su uobičajeno manje aktivni igrači na tržištu kapitala

Izvor: CFA Institute (2008) Alternative Asset Valuation and Fixed Income, CFA Program Curriculum, 5 (2), str. 52. -53

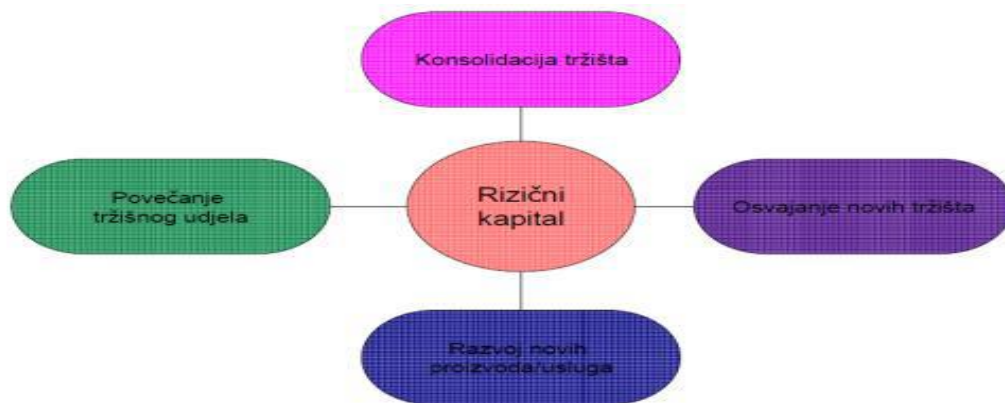
Svrhe financiranja rizičnog kapitala su:

- konsolidacija tržišta: poduzetnik već posluje, ali je nužno presložiti situaciju na tržištu u svoju korist što nije moguće bez dodatne financijske pomoći,

- povećanje tržišnog udjela: omogućava rast poduzeća koji mora biti održiv,
- razvoj novih proizvoda/usluga: inovativnost je presudna u pokretanju novih ciklusa ulaganja i opstojnosti poduzeća (ne mora uvijek značiti potpuno novi proizvod ili uslugu, može biti modifikacija postojećeg, ali mora dati novu vrijednost da ga tržište percipira kao novinu, ako se svake godine ne uvede neka sitna modifikacija ponude neće se moći računati na dugotrajni poslovni odnos,
- osvajanje novih tržišta, često je potrebno izabrati između širenja tržišta ili ključa u bravu.

Sve navedeno prezentirano je slikom 4.

**Slika 4. Svrhe financiranja i rizični kapital**



Izvor: [www.copernicus-capital.com](http://www.copernicus-capital.com), pristupano 15.6.2017.

### 2.1.3. Usporedba financiranja rizičnim kapitalom u odnosu na kredit

Prednosti financiranja rizičnim kapitalom u odnosu na bankarski kredit su:

- ❖ Srednje do dugoročan horizont ulaganja,
- ❖ Predanost razvoju poslovanja i uspjehu poduzeća od strane fonda rizičnog kapitala sve do trenutka izlaza (dezinvestiranja), solidna i fleksibilna kapitalna osnova za realizaciju plana budućeg rasta i razvoja, ne opterećuje novčani tok financiranog poduzeća kamatama i povratom glavnice jer već povrat na uloženi kapital ovisi o uspješnosti poslovanja, povrati fonda rizičnog kapitala ovise o rastu i uspjehu, što je poslovanje uspješnije to svi investitori realiziraju bolje povrate na uložena sredstva, ako portfeljno poduzeće ne ostvari rezultate, fond je rangiran usporedno s drugim

dioničarima nakon banaka i drugih vjerovnika, i može izgubiti dio ulaganja ili cijelo svoje ulaganje, što ga motivira na aktivnu ulogu u poduzeću,

- ❖ Fond rizičnog kapitala je pravi poslovni partner, koji s poduzećem dijeli i rizike i rezultate te pomaže poduzeću praktičnim savjetima, kako bi pridonio poslovnom uspjehu poduzeća.

Nedostaci su:

- ❖ Potrebno je nešto više vremena za realizaciju ulaganja s obzirom na to da fond provodi detaljno dubinsko snimanje poslovanja ciljanog poduzeća (*due diligence*) prije ulaganja, tako da postupak ulaganja može trajati nekoliko mjeseci,
- ❖ Poduzetnici moraju dio vlasničkog udjela u poduzeću prepustiti fondu, a time i dio kontrole nad odlučivanjem u upravljanju poduzećem,
- ❖ Fond zadržava kontrolu nad određivanjem trenutka realizacije svojeg izlaza iz poduzeća.

Iz sljedeće tablice vidljive su razlike između kredita i rizičnog kapitala.

**Tabela 2. Karakteristike kredita i rizičnog kapitala**

Kriterij	Karakteristike vlasničkog kapitala	Karakteristike kredita
Način odlučivanja o investiciji	Primarno: ocjenjivanje budućeg potencijala	Primarno: ocjenjivanje sigurnosti vraćanja kredita
Raspoloživost novca za poduzeće	Neograničena (u vremenu)	Ograničena (u vremenu)
Pravo na kontrolu/upravljanje poduzećem	Sudjelovanje u nadzornom odboru/menadžmentu	Praktički nema mogućnosti kontrole (osim analize financijskih Izvještaja)
Ideja investitora	Potencijalno visoki dobitak	Ograničeni dobitak
Način izlaska iz poduzeća	Prodaja trećem poduzeću/inicijalna javna ponuda	Vraćanje kredita iz novčanog toka

Izvor: Cvijanović, V., Marović, M., Sruk, B. (2008) *Financiranje malih i srednjih poduzeća*. Zagreb: Bionza press

#### **2.1.4. Uloga rizičnog kapitala u financiranju malih i srednjih poduzeća**

Jasno je onda da rizični kapital koji preuzima visoki rizik za pojedino financiranje traži i visoke povrate. Većina investitora ima averziju prema riziku i jedino uz visoku kompenzaciju su spremni prihvatiti rizik.

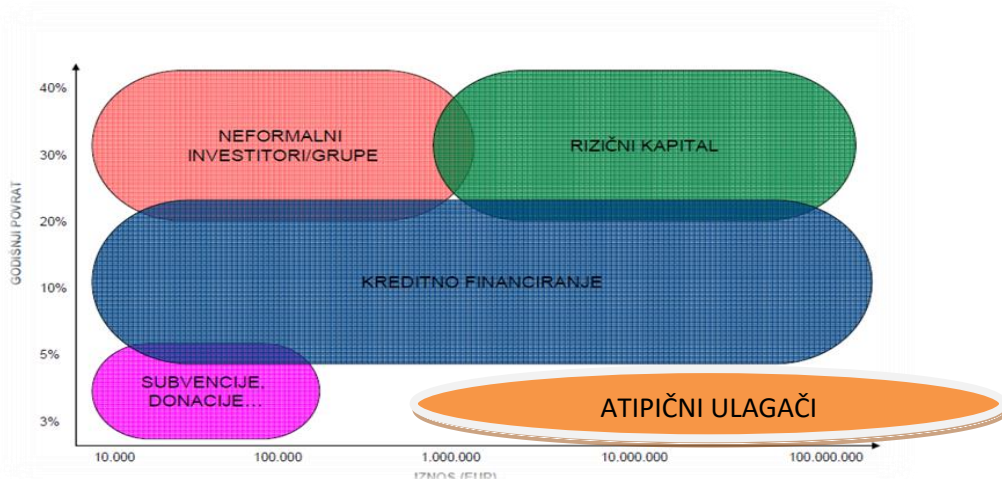
U alokaciji sredstava fondovi koji upravljaju rizičnim kapitalom ili pojedinci koji ulažu direktno su zainteresirani da ulaganje bude opravdano i da donese zaradu poduzetniku, ali i investitoru. Stoga oni aktivno sudjeluju u donošenju strategija i operativnoj provedbi istih. Tako se stvara čvrsti partnerski savez.

Značaj rizičnog kapitala u razvoju i financiranju malih i srednjih poduzeća ogleda se u sljedećem:

- alokacija kapitala na inovativna i rastuća poduzeća pridonosi razvoju i primjeni nove tehnologije,
- poboljšava produktivnosti grane gospodarstva u kojem poduzeće djeluje,
- poduzetnik i investitor jednako snose odgovornost za uspjeh i neuspjeh investicije i to pridonosi vrhunskoj motiviranosti investitora kako bi ulaganje doprinijelo stvaranju što veće dodane vrijednosti kako za poduzeće u koje se ulaže tako i maksimalne učinke za investitora. Time se izvlači maksimum iz finacijskog i ljudskog fonda rizičnog kapitala.

Da bi došla do kvalitetnog i dugoročnog izvora financiranja, mala i srednja poduzeća su spremna platiti višu cijenu kapitala u odnosu na ostale izvore financiranja, što je prezentirano sljedećom slikom.

### Slika 5. Cijena kapitala



Izvor: Hrčić, I. (2009) Rizični kapital: što, gdje, kako i zašto. Zagreb: Copernicus Kapital d.o.o



## **2.2. Fond rizičnog kapitala**

### **2.2.1. Model fonda rizičnog kapitala**

Kod fonda rizičnog kapitala javljaju se 2 partnera:

1. Generalni partner predstavlja društvo za osnivanje i upravljanje fondom rizičnog kapitala koji osniva investicijski fond rizičnog kapitala,
2. Ograničeni partner koji prikuplja sredstva od kvalificiranih investitora.

Nakon što su prikupili sredstva ona se ulažu u poduzeća od kojih se očekuje iznadprosječan rast narednih godina (portfeljna poduzeća), a u skladu s strategijom investiranja prikazanom u investicijskom prospektu. Investicijska strategija ovisi o veličini portfeljnog poduzeća, geografskom položaju, gospodarskoj grani i fazi razvoja poslovanja. Fond ulaže obično prvih pet godina u portfeljna poduzeća, a onda već kreće sa pripremom izlaska tj. dezinvestiranja (faza traje od dvije do pet godina i poklapa se sa očekivanim vijekom trajanja fonda – 10 godina u prosjeku). Trajanje prikupljenja sredstava od investitora traje uobičajeno od šest mjeseci do godine dana. Investicijski fondovi se osnivaju kao zatvoreni investicijski fondovi.

Odnosi između generalnog partnera i ograničenih partnera sadrže slijedeća obilježja:

- ograničeni vijek,
- višestruko financiranje od strane različitih sudionika,
- ograničene obveze.

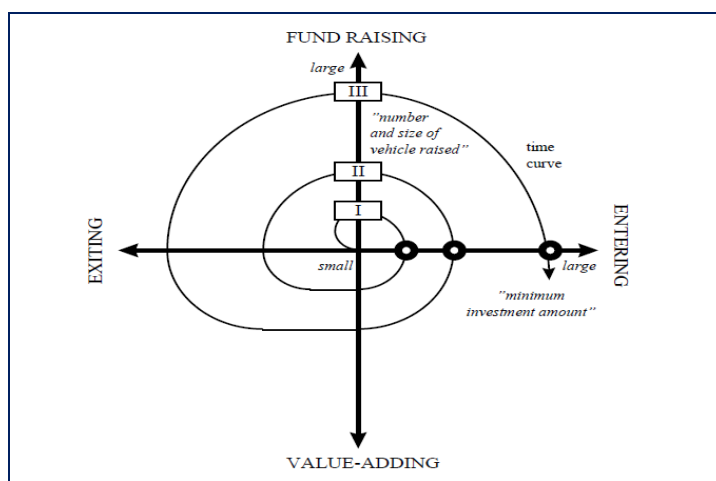
Ova vrsta kapitala predstavlja tzv. strpljivi kapital jer su investitori usmjereni na isplatu kapitala dobitka, a ne na isplatu dividendi. Nakon provedbe neke od izlaznih strategija generalni partner isplaćuje kapital dobitak investitoru uz povrat inicijalnog uloga kapitala koji redistribuiraju investitorima njihova inicijalno uložena sredstva uz pripadajući kapitalni dobitak. Uobičajeno se dogovara klauzula u ugovoru između društva za upravljanje fondom rizičnog kapitala i investitora, koja zabranjuje društvu za upravljanje isplatu nagrade za uspješnost (carried interest. uobičajeno 20% od prinosa od dobiti fonda rizičnog kapitala), ukoliko se prije toga investitorima u rizični fond ne isplati iznos dobiti koja odgovara povratu njihovog inicijalnog ulaganja, uvećanog za unaprijed definiranu godišnju internu stopu povrata na uložena sredstva (uobičajeno iznosi 8%).

Sažeti prikaz ciklusa ulaganja sadrži četiri faze:

1. Prikupljanje sredstava (generalni partner) od ulagača ograničenih partnera,
2. Financijsko posredništvo između generalnog partnera i portfelja poduzeća,
3. Izlaz iz investicije,
4. Povrat sredstava (inicijalni ulog plus kapital dobitak tj. uvećana vrijednost).

Navedeno je prezentirano sljedećom slikom.

**Slika 3. Ciklus fonda rizičnoga kapitala**



Izvor: Rasila, T. (2004) Venture to Capital. New York: Research Reports

### 2.2.2. Karakteristike fonda rizičnoga kapitala

Glavna karakteristika fonda rizičnoga kapitala je da kao institucionalni investitor ulaže vlasnički kapital na određeno vrijeme (srednje do dugoročno razdoblje koje je uobičajeno 3 – 7 godina), iz koje proizlaze sve ostale osobine koje ga čine drugačijim od ostalih financijskih investitora na tržištu. Ulaganje vlasničkog kapitala znači da fond postaje suvlasnikom u trgovačkom društvu u koje ulaže bilo stjecanjem (kupnjom) vlasničkog udjela/dionica od postojećih vlasnika bilo putem dokapitalizacije čime fond od dana ulaska u vlasničku strukturu dijeli poslovnu sudbinu tog poduzeća. Iz tog je razloga fond iznimno zainteresiran za aktivno sudjelovanje u poslovanju. Stoga doprinosi rastu i razvoju poslovanja u svim segmentima u kojima za to ima kompetencije (Makek, at all, 2008).

S druge strane, osobina ulaganja na određeno vrijeme proizlazi iz same strukture fondova rizičnog kapitala koji su uvijek osnovani na određeni rok (uobičajeno 10 godina) u kojem

fond mora uložiti sva sredstva i dezinvestirati ta uložena sredstva te ih, očekivano uvećano za dobit/prinos, vratiti svojim investitorima. Za razliku, klasičnih otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom, u koje mogu ulagati svi građani bez ograničenja, osnovani su bez takvog roka trajanja. Zbog činjenice da fond rizičnog kapitala osnovan na određeni rok, fond već na samom početku razmatranja prilika za ulaganja, neminovno, u prvi plan stavlja mogućnosti i opcije za prodaju imovine u koju bi uložio (dionice, udjeli). Upravo iz ovih razloga fond mora imati mogućnost aktivnog upravljanja svojim ulaganjima i imati određene mehanizme kontrole i odlučivanja u poduzeću. Također treba imati mogućnost da samostalno odredi trenutak kada će prodati dionice/udjele u društvu kada to smatra potrebnim i optimalnim. Karakteristike fonda rizičnog kapitala prezentirane su sljedećom tablicom. (Makek, et al., 2008).

**Tabela 2. Karakteristike fonda rizičnog kapitala**

Vrsta ulagatelja	Intitucionalni
Horizont ulaganja	Određeno vrijeme 3-7 godina
Vrsta kapitala	Vlasnički
Sudjelovanje u poslovanju poduzeća	Aktivno
Vrste ulaganja	Specijalizacija u određeni industrijski sektor
Izlaz iz ulaganja	Ultimativno i kada investitor odredi

Izvor: CFA Institute (2008) Alternative Asset Valuation and Fixed Income, CFA Program Curriculum, 5 (2)

### 2.3. Neformalni rizični kapital

Neformalni rizični kapital dolazi do izražaja kad se iscrpe sve opcije financiranja putem financijskih tržišta, financijskih institucija i formalnog rizičnog kapitala. Dakle, poduzetnik početnik koji je naišao na zatvorena vrata banaka (višestruki kolateral osiguranja traženog iznosa kredita) i formalnog rizičnog kapitala (VC i PE fondovi orijentirani provjerenim poduzećima i većim iznosima) pokušava svoju ideju realizirati pomoću neformalnog rizičnog kapitala.

Tada se često govori o poslovnim anđelima. Prije same definicije poslovnog anđela potrebno je definirati aktere na tržištu rizičnog kapitala. Razlikuju se sljedeći akteri (Avdeitchikova, Landstrom, Mansson, 2008):

- institucionalni ulagači rizičnog kapitala,
- neformalni ulagači rizičnog kapitala,
- poslovni anđeli,
- svi neinstitucionalni ulagači rizičnog kapitala, uključujući i obitelj i prijatelje,
- atipični ulagači.

**Tabela 3. Akteri na tržištu rizičnog kapitala**

Vrsta investitora	Definicija
Institucionalni ulagači rizičnog kapitala	Investitori koji profesionalno poduzimaju investicije na dugi rok, financirajući nova nekotirajuća poduzeća sa primarnim ciljem ostvarivanjem kapital dobitka uz eventualne dividende.
Neformalni ulagači rizičnog kapitala	Pojedinci koji ulažu rizični kapital izravno u nekotirajuća poduzeća u kojima nemaju rodbinskih veza. Uključuju i poslovne anđele i privatne ulagače sa manjim iznosima te ne preuzimaju aktivnu ulogu.
Poslovni anđeli	Bogati pojedinci koji ulažu dio svoje imovine u poduzeća s visokim rizikom očekujući visoke povrate. Osim novca aktivno sudjeluju u djelovanju poduzeća.
Neinstitucionalni ulagači (obitelj i prijatelji)	Investitori koji poduzimaju investicije u tek pokrenuta poduzeća koja nisu osnovali, ali osnovao ih je netko iz njihove obitelji ili njihovi prijatelji.
Atipični ulagači	Imaju elemente poslovnog anđela i neinstitucionalnih ulagača – nije im primarni cilj maksimalni profit

Izvor: Avdeitchikova, S., Landstrom, H., Mansson, A. (2008) What do we mean when we talk about business angels? Some reflection on definition and sampling, *Venture Capital*, 10 (4)

Definicije prvih četiriju aktera već postoje i dobro su poznate, no ovdje se prvi put spominje novi sudionik ovoga tržišta: atipični ulagač.

Atipični ulagači, kako im i ime ukazuje nisu uobičajeni ulagači, te ih se ne može svrstati u (ne)institucionalne ulagače ni poslovne anđele. Oni ulažu isključivo u sjemensku fazu – od samog osnivanja, primarno zadržavaju vlasništvo na duge staze, vođeni su ostvarivanjem svojih neekonomskih ciljeva u prvom redu, a tek nakon toga i onih ekonomskih po principu ekonomske održivosti. Ne mogu se svrstati u poslovne anđele jer nisu pojedinci već u većini slučajeva su ustanove i ulažu daleko više iznose.

Obzirom da se upravo primjer poduzeća ABC d.o.o. može tretirati kao ulaganje atipičnih ulagača potrebno ih je malo šire elaborirati. Stoga će se u sljedećoj tablici prezentirati usporedba poslovnih anđela, institucionalnih ulagača i atipičnih ulagača.

Atipični ulagači sudjeluju u osnivanju poduzeća. U inicijalnom razgovoru sa poduzetnikom početnikom traže da budu suvlasnici, da imaju aktivnu ulogu u vođenju poduzeća. Pod navedenim se misli na savjetodavnu ulogu. Definiiraju ciljeve i to prvo one koji su njima primarni. To su uglavnom za početak neekonomski, a onda i ekonomski ciljevi. Ovaj uvjet je presudan s obzirom na očekivanu visinu ulaganja. Navedeno je prezentirano sljedećom tablicom.

**Tabela 4. Usporedba poslovnih anđeo, institucionalnih ulagača i atipičnih ulagača**

Ključne značajke	Poslovni anđeo	Institucionalni ulagač	Atipični ulagač
Izvor novčanih sredstava	Privatne osobe koje ulažu privatni novac	Djeluju kao ograničeni partneri ulažući tuđi novac	Ustanove koje ulažu vlastiti novac
Odgovornost	Značajna osobna odgovornost	Ograničena osobna odgovornost	Presudna odgovornost partnera
Investicijsko iskustvo i sposobnost	Malo iskustvo i ograničeni resursi	Značajno investicijsko iskustvo i resursi	Nikakvo iskustvo, značajni resursi
Vrijeme za dubinsko snimanje	Ograničeno vrijeme	Ekstenzivno vrijeme	Kratko jer ulažu u početnike, bitnije početno snimanje

Izvor: uradak autora

Ako se želi sumirati definiciju atipičnih ulagača onda bi to bilo: predstavljaju ustanove koje ulažu vlastiti novac, pri čemu na prvom mjestu pridodaju društvenoj zajednici kroz investiciju, a tek onda dolazi ekonomski dio dobiti investicije. S obzirom da nemaju investicijskog iskustva naglasak stavljaju na osobnu odgovornost (kao primjer drugima). Navedeno također zahtijevaju od partnera. Moglo bi se reći kako je to kombinacija karakternog poduzetnika i inovativnih proizvoda investicijskog bankarstva (etičke banke – islamski model). Naime, kada banka daje kredit malom ili srednjem poduzeću u velikoj mjeri se oslanja na vlasnika. To je i u skladu sa kreditnim rejtingom poduzeća tzv. „5C“ gdje zadnje „C“ predstavlja Character – zadnji, ali ne najmanje bitan.

Atipični ulagači u principu nemaju izlazne strategije. Naime, imaju većinsko vlasništvo od početka i dogovaraju strategiju sa partnerom na duge staze. Izlazne strategije postoje od strane atipičnih ulagača samo ako nešto pođe po zlu.

### 2.3.1. Poslovni anđeli (pojmovno određenje)

Pojam poslovni anđeli nastao je krajem 19. stoljeća na Broadway-u. Naime, tada su bogati investitori počeli osiguravati sredstva za direktore kako bi financirali produkcije novih mjuzikala. Motiv investitora nije bio samo financijski. Tu je bila u pitanju ljubav prema kazalištu koja nadilazi očito visoko rizično ulaganje financijskih sredstava.

Definirati poslovnog anđela nije jednostavno. Ali kako bi se približio pojam poslovnog anđela najlakše je koristiti slijedeće napomene:

- pojedinci koji raspolažu većim iznosom financijskih sredstava, ali imaju iskustvo poduzetnika i poslovno znanje,
- ulažu u sjemensku i start up fazu poduzeća i to manje iznose u fazama,
- obično je riječ o projektima visokog rizika, kojima dodaju vrijednost i izlaze iz projekta prema vlastitom nahođenju (nakon postizanja odgovarajuće stope rasta),
- ulaze u vlasničku strukturu i djeluju proaktivno,
- neformalni individualni investitori koji svojim poslovnim iskustvom savjetuju mlade poduzetnike i pomažu budućem rastu poduzeća te stvaraju dugoročnu poslovnu suradnju,
- pametni kapital - daju mladom poduzeću ono što je najbitnije – stručnost, vještine i poslovne kontakte.

Također, postoje različite podjele poslovnih anđela kao ulagača, a ovdje će se prikazati kategorizacija poslovnih anđela prema MIT Entrepreneurship Centru:

- Anđeli čuvari (eng. guardian angels) – anđeli koji su aktivni ulagači pa osim znatne količine novca u ograničen broj start-upova (obično dvije do četiri investicije godišnje), usmjeravaju i znatan dio svog vremena u poduzeće u koje su uložili. Osim što su najčešće članovi upravnog odbora, pomažu u regrutiranju drugih članova odbora, članova menadžment tima i pronalasku drugih ulagača kao što su riziko kapitalisti. Ulažu u prosjeku između 100.000 – 150.000 \$ po poduzeću i imaju pored ostvarivanja visokih ekonomskih povrata jake neekonomske razloge za rad s poduzetnicima. Do potencijalnih investicija dolaze pomoću svojih mreža, te provode vlastito dubinsko snimanje i konzultiraju stručnjake kako bi dopunili njihovo istraživanje,

- Profesionalni anđeli poduzetnici (eng. professional entrepreneur angels) – anđeli koji imaju poduzetničko iskustvo, ali iskustvo kao anđela ulagača im je ograničeno. Područja u koja ulažu su izvan njihovog područja iskustva, a broj investicija i količina novca koje ulažu varira. Prilikom ulaganja oslanjaju se na vodećeg anđela koji obavlja dubinsko snimanje, definira uvjete, pruža potporu start-up poduzeću nakon ulaganja i prati njegov napredak, dok samostalno poduzimaju ograničeno dubinsko snimanje radi stjecanja iskustva anđela. U većini slučajeva riječ je o ulagačima koji su strpljivi, te dobro razumiju probleme start-upova kao i razvojne faze,
- Anđeli s operativnim iskustvom (eng. operational expertise angels) - anđeli koji imaju iskustvo stečeno u velikim poduzećima, a ulažu kako iz neekonomskih tako i iz ekonomskih razloga. Pružaju aktivnu potporu poduzeću u koje ulažu, te su dio upravnog odbora, što je pozitivan signal za pronalazak drugih izvora financiranja,
- Financijski anđeli (eng. financial return angels) - anđeli koji ulažu u prosjeku manje od 50.000 \$ po investiciji, pri čemu broj investicija na godišnjoj razini varira. Nemaju želju aktivnog sudjelovanja u vođenju poduzeća u koje su uložili. Raspoložu relativno malim poduzetničkim iskustvom, te ulažu u poduzeća iz industrija o kojima također malo znaju.

Riječ je o bogatim pojedincima koji su novac stekli kroz tržište kapitala, nekretnine, putem nasljedstva i sl. Oni nemaju potrebu, obvezu za ulaganjem već ulažu kad sami procijene da im to odgovara. Ulažu vlastiti novac. Imaju niže transakcijske troškove i uglavnom ulažu manje iznose.

Motive ulaganja mogli bi svrstati u sljedeće:

- mogućnost stvaranja dodane vrijednosti za poduzeće i sebe,
- poslovno zadovoljstvo, zabava i igra,
- socijalna dimenzija,
- pomoć mladim poduzetnicima (kako bi izbjegli zamke koje su oni imali u svom poduzetničkom pothvatu),
- ostali nefinancijski razlozi.

Poslovni anđeli mogu djelovati zasebno, zajednički (financiranje projekta od strane nekolicine poslovnih anđela) ili putem udruge poslovnih anđela.

### 2.3.2. Poslovni anđeli u Republici Hrvatskoj

U Hrvatskoj postoji udruga poslovnih anđela pod nazivom Crane (Croatian angel network). CRANE je neprofitna udruga koja okuplja privatne investitore koji su zainteresirani za ulaganja u inovativna poduzeća u ranom stadiju razvoja. Udruga je pokrenuta 2008. godine zajedničkom inicijativom partner institucija Agencije za promicanje izvoza i ulaganja, Poteza Ventures, Hrvatske Private Equity i Venture Capital Asocijacije, Udruge za poticanje softverskog i online poduzetništva 'Initium' i uspješnih poduzetnika Damira Sabola i Hrvoja Prpića. Do 2015. godine, članovi Crane-a u hrvatska poduzeća uložili su preko 20 milijuna kuna.

Poslovni anđeli CRANE mreže su neformalni individualni investitori koji pružaju:

- know-how (tehničko i poslovno znanje, poznavanje određene djelatnosti, poslovne kontakte, itd.)
- ulaganje u rasponu od 25.000 do 250.000 Eura (više ulagača — sindicirano ulaganje).

Ciljevi CRANE-a su:

- Poticanje i razvoj inovativnog poduzetništva u Republici Hrvatskoj,
- Pružanje pomoći poduzetnicima u realizaciji inovativnih projekata koji imaju internacionalni potencijal,
- Pružanje pomoći poslovnim anđelima u pronalaženju, selekciji i realizaciji zanimljivih projekata.

Nedostatak kapitala je najveći problem malih i srednjih poduzetnika i potrebno je savladati jaz kako bi poduzeće iz faze ideje došlo do faze realizacije. U eksperimentalnoj fazi na raspolaganju stoje državne potpore i 3F, u sjemenskoj odnosno fazi osnivanja javljaju se poslovni anđeli dok u fazi rasta i razvoja odnosno restrukturiranja na raspolaganju stoje fondovi rizičnog kapitala – formalni rizični kapital. Navedeno je prezentirano sljedećom slikom.



**Slika 4. Nedostatak kapitala – iznos ulaganja prema fazi životnog ciklusa poduzeća i vrstama rizičnog kapitala**

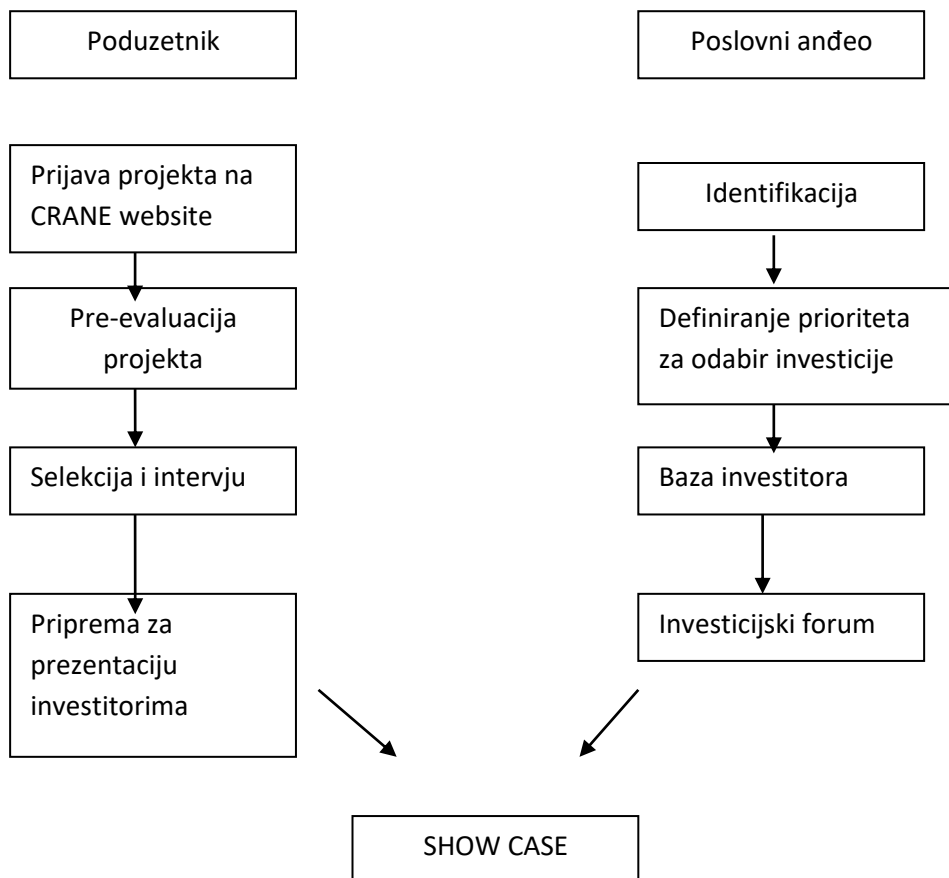


\* Founders, Family, Friends (osnivači, obitelji, prijatelji)

Izvor: [www.crane.hr](http://www.crane.hr), pristupano 20.6.2017.

Način na koji udruga CRANE obavlja izbor u koju ideju će se ulagati prezentirano je sljedećom slikom.

**Slika 5. Odabir projekta – CRANE**



Izvor: Zrinski Pelajić, A. (2014) Financijski start up poduzeća, materijali sa seminara

Dakle, odabir se odvija u dva paralelna smjera: poduzetnik i poslovni anđeo. Najprije poduzetnik prijavljuje projekt preko web stranice CRANE koji ujedno služi poslovnom anđelu za identifikaciju. Idući poduzetnikov korak je preevalucija projekta odnosno definiranje prioriteta za odabir ideje na strani poslovnog anđela. Zatim kod poduzetnika slijedi selekcija i intervju tj. pregled baze investitora kod poslovnog anđela. Na kraju slijedi priprema za prezentaciju investitorima odnosno kontaktiranje foruma investitora i njihovo uključivanje. Završno je prezentacija i donošenje odluke o prihvaćanju tj. neprihvaćanju.

Neki od članova udruge CRANE su:

Mihovil Barančić – 15 godina iskustva u financijskom sektoru, član CRANE-a od 2009. godine, prvi predsjednik udruge,

Saša Cvetojević – vlasnik i partner nekoliko trgovačkih i farmaceutskih poduzeća, te najuspješni anđelo po broju do sad poduzetih investicija (8),

Hrvoje Prpić –jedan od osnivača udruge (vlasnik trgovine informatičke opreme Hgspot),

Damir Sabol – osnivač Iskon interneta i poduzeća Računi.hr.d.o.o., smatra da su IT i internet osnova za budući ekonomski razvoj,

U sljedećoj tablici prezentirana su neka ulaganja CRANE.

**Tabela 5. Poduzete investicije CRANE**

Investicija	Karakteristike investicije
Entrio	Entrio je platforma za online prodaju ulaznica s dubokom integracijom u društvene mreže.
Trillanium	Internet trgovine dobivaju kompletnu tehnologiju besplatno u zamjenu za oglasni prostor unutar trgovine (oglasi po zidovima prostorija).
SnapTap	SnapTap razvija hardverska i softverska rješenja za event marketing, kontrolu ulaza i beskontaktno plaćanje.
Once football	Izrada detaljnih nogometnih statistika
Volim-novac.hr	Volim-novac.hr je centralno mjesto pregleda bankarskih proizvoda i proizvoda osiguranja namijenjen fizičkim osobama

Izvor: [www.crane.hr](http://www.crane.hr), pristupano 20.6.2017.

### 2.3.3. Poslovni anđeli u svijetu

Podatke za Europu o aktivnostima poslovnih anđela prikuplja Europska mreža poslovnih anđela dok u SAD-u te podatke prikuplja i obrađuje Centar za istraživanje ulaganja rizičnog kapitala sa sveučilišta u Hampshire-u.

Potrebno je naglasiti da je tržište poslovnih anđela u SAD-u vrlo rašireno i veliko dok je u Europi još u početnim fazama razvoja uz značajne pomake zadnjih nekoliko godina. Jedna od ključnih čimbenika takvog stanja leži u činjenici da je financijski sustav SAD tržišno orijentiran dok je onaj u Europi i dalje prilično tradicionalan, banke su u centru pažnje. To se najbolje vidi iz visine ulaganja poslovnih anđela u 2010. godini:

- Europa 4,5 milijarde američkih dolara,
- SAD 20,1 milijardu američkih dolara.

Dakle, u Europi su ulaganja 5 puta manja nego u SAD-u. Stoga će se dalje koristiti podaci samo sa tržišta poslovnih anđela u SAD za koje postoji službena statistika. Sljedećom tablicom su prezentirani temeljni pokazatelji kretanja tržišta poslovnih anđela u SAD za 2014. i 2015. godinu.

**Tabela 6. Indeks promjene najznačajnijih pokazatelja tržišta poslovnih anđela u SAD-u**

Pokazatelj	2014.	2015.	Indeks promjene
Ukupna ulaganja u milijardama američkih dolara	24,8	24,1	- 2,8%
Broj anđela	298.800	316.600	+ 5,9%
Broj poduzeća u koje je investirano	70.730	73.400	+ 3,8%
Ukupno otvorenih radnih mjesta	290.020	264.200	- 8,9%
Prosječno otvoreno radnih mjesta	4,1	3,6	-12,2%

Izvor: Sohl, J. (2016) Center for Venture Research 2014. i 2015.

Ukupna ulaganja kreću se između 24-25 milijardi američkih dolara s padom od cca. 3% u 2015. Međutim to su vrlo dobri rezultati i najbliži rekordnoj godini 2007. kada je bilo 26 milijardi dolara ulaganja. Naravno, zbog financijske krize koja je nastupila te godine

pokazatelji se smanjuju. Ukupan broj poslovnih anđela kao i broj poduzeća u koje je investirano su u porastu (5,9% odnosno 3,8%) što ukazuje na zadržavanje povjerenja poslovnih anđela, ali i dokaz da je ovaj način neformalnog rizičnog kapitala od presudnog značaja za start up-ove u SAD-u. Ukupan broj otvorenih radnih mjesta kao i prosječan broj zaposlenih po investiranom poduzeću je u značajnom padu (8,9% odnosno 12,2%).

Gledajući sektore ulaganja tri najzastupljenija sektora u 2015. godini su (čini cca. polovicu svih ulaganja):

1. Software 23%,
2. Zdravstvo 16%,
3. IT tehnologije 10%.

### **3. ZAKONSKA REGULATIVA**

#### **3.1. Zakonska regulativa u Republici Hrvatskoj**

Pravna regulativa za poslovanje fondova rizičnog kapitala sadržana je u Zakonu o investicijskim fondovima (iz 2006. godine) te Zakonu o alternativnim investicijskim fondovima (2013. godine). Naime, svi fondovi rizičnog kapitala kao i društva za upravljanje osnovani prije stupanja na snagu novog Zakona iz 2013. trebali su se prilagoditi novom Zakonu unutar 12 mjeseci od proglašavanja Zakona usvojenim te se svi tretiraju kao UAIF ili Društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondom. Ovaj zakon je donesen i radi uvrštavanja direktiva Europske unije i to:

- direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova,
- direktiva 2009/65/EZ o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS),
- direktive 2011/61/EU o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova u odnosu na preveliko oslanjanje na kreditne rejtinge.

Prema ovom Zakonu, društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (UAIF) je pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koja, na temelju odobrenja Agencije, obavlja djelatnost upravljanja jednim ili s više AIF-ova. UAIF može poslovati kao vanjski ili unutarnji UAIF.

Alternativni investicijski fond (AIF) je investicijski fond osnovan sa svrhom i namjenom prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom te ulaganja tih sredstava u različite vrste imovine u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja AIF-a, a isključivo u korist imatelja udjela tog AIF-a. AIF može biti otvoren i zatvoren. Otvoreni AIF je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva UAIF i kojom UAIF upravlja u svoje ime i za zajednički račun imatelja udjela u toj imovini u skladu s odredbama ovoga Zakona, prospekta i/ili pravila toga fonda.

Otvorenim AIF-om može upravljati samo vanjski UAIF. Udjeli otvorenog AIF-a se na način i pod uvjetima utvrđenim prospektom i/ili pravilima fonda, na zahtjev imatelja udjela izravno ili neizravno otkupljuju, iz imovine otvorenog AIF-a. Ako zakon države članice ili treće države to dopušta, otvoreni AIF može imati pravnu osobnost.

Zatvoreni AIF je pravna osoba osnovana u obliku dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću koju osniva UAIF i kojom UAIF upravlja u njezino ime i za njezin račun u skladu s odredbama ovoga Zakona, prospekta kada je to primjenjivo, pravila i statuta ili društvenog ugovora toga AIF-a, a čiji udjeli na zahtjev imatelja udjela nisu otkupivi iz imovine zatvorenog AIF-a. Zatvorenim AIF-om može upravljati vanjski ili unutarnji UAIF.

Na ovakvom tržištu postoje dvije vrste ulagatelja. To su profesionalni ulagatelj i mali ulagatelj. Profesionalni ulagatelj je ulagatelj koji se u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište kapitala smatra profesionalnim ulagateljem ili se na vlastiti zahtjev može tretirati kao profesionalni ulagatelj. Mali ulagatelj je ulagatelj koji nije profesionalni ulagatelj.

Najniži iznos temeljnog kapitala UAIF-a iznosi: 2.400.000,00 kuna za unutarnji UAIF odnosno 1.000.000,00 kuna kada je UAIF imenovan kao vanjski upravitelj AIF-a.

Zakon također razlikuje i pojam mali UAIF. To je UAIF koji izravno ili neizravno, preko društva s kojim je UAIF povezan zajedničkim upravljanjem ili kontrolom, ili znatnim izravnim ili neizravnim udjelom, upravlja AIF-ovima čija imovina ukupno ne prelazi prag od:

1. 100 milijuna eura, uključujući i imovinu stečenu korištenjem financijske poluge, ili
2. 500 milijuna eura, ako AIF-ovi kojima upravljaju ne koriste financijsku polugu i u kojima ulagatelji nemaju pravo na isplatu u razdoblju od pet godina od datuma početnog ulaganja u svaki AIF. Mali UAIF također mora dobiti odobrenje za rad od strane Agencije (HANFA).

Do sada su osnovana 2 fonda rizičnog kapitala i to:

1. Quaestus private equity kapital koji je na raspolaganju imao 35 milijuna eura prikupljenih od investitora kao što su: PBZ d.d., Jamnica d.d., Nexe grupa d.d., Dalekovod d.d.

Fondom upravlja društvo Quaestus private equity d.o.o. Usmjeren je na ulaganja isključivo na području Republike Hrvatske. Visina ulaganja je u rasponu od 2 do 5 milijuna eura, a očekivana stopa povrata iznosi 25%. Prosječno sudjelovanje društva je od 3 do 5 godina, nakon toga je predviđen izlaz i to kao: prodaja strateškom investitoru, izlaz na burzu ili prodaja drugom investicijskom fondu. Do sada su imali 3 izlaza i to: Tele 2 (uspješno), GFG Gustus (neuspješno) i Fragaria d.o.o. (uspješno).

2. Nexus Alpha kojim upravlja Nexus private equity partneri d.o.o. na raspolaganju je imao 36 milijuna eura prikupljenih od strane poznatih hrvatskih poduzeća, institucionalnih investitora i fizičkih osoba. Uloženo je do sada u tri poduzeća: Promotehna d.o.o., Kozmo

d.o.o. i Aqua Maritime d.o.o. Sva ulaganja bila su u 2009. godini i do sada nije bilo izlaza pa se ne može komentirati uspješnost ulaganja fonda. Međutim, mora se uzeti u obzir i trenutna situacija koncerna Agrokor na tržištu. Dio tog koncerna je upravo i Kozmo d.o.o. Zabrinjavajuća je činjenica da su nedavno Kozmo trgovine zatvorene. Prostore je preuzeo Muller. Postavlja se pitanje zašto je tom poduzeću uopće bio potreban poslovni anđeo ako mu je vlasnik tajkun.

Vlada RH nije bila zadovoljna dinamikom razvoja fondova rizičnog kapitala te je pokušala dati poticaj daljnjem rastu i širenju istih osnivanjem Fondova za gospodarsku suradnju – FGS.

Fondovi za gospodarsku suradnju osnovani su sukladno Zakonu o investicijskom fondovima (NN150/05) te Pravilniku o uvjetima i postupku sudjelovanja Vlade Republike Hrvatske u osnivanju fondova za gospodarsku suradnju (Narodne novine 21/2010). Ova poticajna inicijativa Vlade Republike Hrvatske za hrvatsko gospodarstvo kroz osnivanje fondova za gospodarsku suradnju, gdje bi uz privatni kapital i Republika Hrvatska uložila financijska sredstva, osmišljena je s ciljem stimuliranja razvoja gospodarstva Republike Hrvatske na tržišnim osnovama. Ovom inicijativom stvara se pozitivna ulagačka klima, dijeli se rizik s privatnim sektorom koji se pokazao uspješnim u stvaranju nove vrijednosti, razvija se industrija fondova rizičnog kapitala kao pokretača novih industrija (Internet, web, mediji, obnovljivi izvori energije, itd.) i potiče se poduzetništvo te preuzimanje rizika uz stručno korporativno vodstvo i nadzor.

Fondovi za gospodarsku suradnju otvoreni su alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom (engl: private equity). Nadzor poslovanja FGS-ova obavlja HANFA. Preduvjet za sudjelovanje Vlade Republike Hrvatske u pojedinom fondu je ulaganje privatnog sektora od minimalno 75 do maksimalno 300 milijuna kuna na što je Vlada Republike Hrvatske uložila isti iznos na koji se obvezao privatni sektor. Kao privatni ulagatelji mogu sudjelovati kvalificirani ulagatelji prema Zakonu o alternativnim investicijskim fondovima. Životni vijek fondova je 10 plus 2 godine. Vlada RH ulaže putem kvalificiranog ulagatelja – Hrvatske banke za obnovu i razvoj (HBOR).

Upravljanje FGS-ovima povjereno je društvima za upravljanje koja analiziraju potencijalne ulagačke prilike te predlažu Povjereničkom odboru na odlučivanje. Povjerenički odbor sastavljen je od predstavnika svih ulagatelja i donosi odluke većinom od tri četvrtine ukupnog

broja danih glasova. FGS-ovi mogu ulagati isključivo u poduzeća koja su registrirana u Republici Hrvatskoj i koja glavninu poslovanja ostvaruju u Republici Hrvatskoj.

Odrednice ulaganja Fonda su:

- Fond ulaže isključivo u trgovačka društva koja imaju sjedište u Republici Hrvatskoj i koja isključivo ili pretežito obavljaju svoju djelatnost na području Republike Hrvatske,
- Imovina Fonda može se sastojati od udjela i dionica (kako od onih kojima se trguje tako i od neuvrštenih dionica), novca na računima i danih zajmova,
- Fond može ulagati u sve gospodarske djelatnosti.

Kategorije ulaganja koja Fond razmatra uključuju:

- dokapitalizacija ili kupnja postojećih društava kojima je potreban kapital za proširenje poslovanja,
- dokapitalizacija ili kupnja postojećih društava kojima je potrebno restrukturiranje i poboljšanje poslovanja,
- sudjelovanje u privatizaciji,
- osnivanje društva radi provođenja projekata projektnog financiranja.

Trgovačka društva od primarnog interesa za ulaganje su društva s nadprosječnim potencijalima rasta i razvoja, s prepoznatljivim konkurentskim prednostima, stručnim i motiviranim upravljačkim timom, te kao dodatnim poželjnim karakteristikama, jedinstvenim potencijalom imovine/specifičnih proizvoda, tehnologija ili prava za generiranje snažnih poslovnih rezultata, uključujući i društva u ranom stadiju poslovanja.

Uvjete za osnivanja Fonda za gospodarsku suradnju ispunilo je njih pet što je vidljivo i u sljedećoj tablici. Uspješno je prikupljeno 2 milijarde kuna, od toga fondovi 1 milijardu i država 1 milijardu.

**Tabela 7. Fondovi za gospodarsku suradnju u milijunima kuna**

Naziv fonda	Društvo za upravljanje	Iznos kapitala
Quaestus private equity II	Quaestus private equity d.o.o.	525
Nexus	Nexus private equity partneri	380



Naziv fonda	Društvo za upravljanje	Iznos kapitala
Honestas	Honestas private equity partneri d.o.o.	155
Alternative private equity	Alternative private equity d.o.o.	600
Prosperus	Prosperus-invest d.o.o.	340

Izvor: Šimić, M. (2015) Alternativi izvori financiranja, predavanja 2014/15.

Na prvo ulaganje čekalo se 22 mjeseca i poduzeto je od strane Nexus FGS-a. Uložena je u poduzeće Podatkovni centar Križ d.o.o. vrijednost od 40 milijuna kuna za izgradnju podatkovnog centra. Ukupno je uloženo u trinaest poduzeća od čega devet predstavlja ulaganja u sektor malih i srednjih poduzeća, čak 82% poduzetih ulaganja.

Međutim, Vlada Republike Hrvatske nije bila zadovoljna dinamikom i ulaganjima. Očekivali su, naime, brže i konkretnije ulaganje. Stoga je Vlada Republike Hrvatske u tri navrata mijenjala Pravilnik i to u prvom redu dio koji se odnosi na visinu naknada koje pripadaju društvima za upravljanje.

Do sada je jedan fond ugašen. Radi se o Alternative FGS čija ulaganja u banke su se pokazala lošima (Centar banka je otišla u stečaj, a status Vaba banke još je neizvjestan). Isto tako, nalaz državne revizije za 2013. godinu konstatira slijedeće (Državni ured za reviziju, 2014.):

Od ukupno ostvarenih 12 ulaganja putem FGS-ova, ulaganje Alternative FGS iz 2011. u iznosu 48.500.000,00 kn u Centar banku d.d. koncem 2013., nema vrijednosti zbog otvaranja stečajnog postupka nad navedenom bankom u rujnu 2013. Poslovanje tri društva je ocijenjeno visokorizičnima, a poslovanje trgovačkih društava u koja je ostvareno osam ulaganja, ocijenjena su granično do umjereno rizičnim. Većina društava je ostvarila negativne rezultate poslovanja.

Istovremeno na naknade društvima za upravljanje FGS-ovima od početka 2011. do konca 2013. se odnosi 40.625.000,00 kn ili 15,3%. Naknada za 2011. iznosi 16.975.398,50 kn, za 2012. iznosi 16.373.282,00 kn, a za 2013. iznosi 7.276.320,00 kn (zbog učinka promjene načina obračuna visine naknade).

S obzirom na visinu isplaćene naknade, poduzeta ulaganja i njihovu rizičnost Vlada Republike Hrvatske nije zadovoljna ostvarenim rezultatima. Iako je razumljivo da su očekivanja bila velika i tražena su ad hoc i brza rješenja, ipak za rizični kapital to nije

neobičajeno. Potrebno je 3 do 5 godina za proces ulaganja te kasnije čekati na izlaz iz investicije tako da će se objektivni rezultati ulaganja moći procijeniti tek 2022. godine (s obzirom da su fondovi osnovani 2010 i na to treba dodati 12 godina).

### **3.2. Zakonska regulativa u svijetu**

Ovdje će se prezentirati kratki osvrt na regulativu u SAD-u koja je i najzanimljivija i ima najviše primjera i iskustva u radu s rizičnim kapitalom.

Djelatnost financijskih subjekata koji djeluju na financijskom tržištu propisana je u više zakona. Zakon o investicijskim kompanijama (The Investment Company Act), donesen 1940. godine. S izmjenama se primjenjuje i danas. Daje ovlast nadzornom tijelu da registrira i nadzire emitente vrijednosnih papira koji sudjeluju u poslu investiranja, reinvestiranja ili trgovanja vrijednosnim papirima, sve radi zaštite portfelja vrijednosnih papira fonda. Osim toga, otvoreni investicijski fondovi i njihove aktivnosti na financijskom tržištu regulirani su Zakonom o vrijednosnim papirima (Securities Act) iz 1933. godine, Zakonom o burzi vrijednosnih papira (Securities Exchange Act) iz 1934. godine i Zakonom o investicijskim savjetnicima (Investment Advisers Act). Daljnje zahtjeve prema otvorenim investicijskim fondovima u pravcu diverzifikacije portfelja nameće temeljni porezni zakon Internal Revenue Code, a nacionalna udruga dealera vrijednosnica (NASD) ima ovlasti nadzora marketinške i druge prodajne aktivnosti investicijskih fondova (Mijatović, Špoljarić, 2011) Nasuprot toj vrlo opsežnoj količini propisa kojom se propisuje rad investicijskih fondova, ali ujedno i ograničavaju aktivnosti njihovih menadžera, postoje i tri glavna regulatora:

- Securities and Exchange Commission (SEC) zadužen za zaštitu investitora, očuvanje integriteta tržišta vrijednosnica i garancije jednakog pristupa tržištu za sve,
- The Commodity Futures Trading Commission (CFTC) koji zahtijeva da se investitorima osiguraju periodična detaljnja izvješća o poslovanju fonda kao i godišnja revizorska izvješća
- te nezaobilazni FED.

## **4. ULAGANJE NA PRIMJERU PODUZEĆA ABC D.O.O.**

### **4.1. Općenito o poduzeću**

Sve je počelo prije otprilike devet godina kada je želja za nečim novim stvorila zanimljivu turističku ideju. Ta ideja je prvo podjeljena s obitelji i prijateljima koji su vrlo radu sudjelovali u financijskim sredstvima.

Radi se o poslovnoj ideji otvaranja smještajnog kapaciteta blizu grada s restoranom u prizemlju. Dakle, restoran i 50 kreveta na katu objekta – princip busa. Poprilično pozitivna promjena u moru hotela i apartmana. Naime, primjećeno je kako u Republici Hrvatskoj, a ponajviše u gradu Šibeniku, gost nema gdje jednostavno samo prenoćiti, uzeti doručak i onda otići ili ostati par dana vraćajući se u objekt samo na noćenje po cijeni konkurentnoj npr. kao što su u Grčkoj. Objekt bi imao i veliki i besplatni parking odmah ispred. U slučaju potrebe dodatnih dnevnih obroka prehrana bi bila ugovorna (ručak, večera po tri dnevna menia) – nikako a la carte restoran jer ih već ima gomila.

Ideja je nastala po uzoru na lanac hotela Etap (danas Accor) koji imaju tipizirane hotele diljem Europe sa istom cijenom i razinom usluge neovisno o državi. Većina hotela tog lanca se nalaze blizu izlaza sa autoputa, dobre gradske povezanosti, jeftinog parkinga te nude samo uslugu doručka.

Kod svakog pokretanja posla, pa tako i ovoga koji se razmatra u ovom poglavlju rada, nakon prvotnog oduševljenja idejom, dolazi se do faze formiranja poslovnog plana. Već tada je jasno kako financije diktiraju poslovni plan. Drugim riječima, može se imati divna ideja o oglašavanju, ali bez sredstava od toga neće biti ništa.

Stoga se može reći kako su temelj svakog plana dobro pripremljeni izvori financiranja i to kroz sve faze do konačnog pokretanja posla i izdavanja prvog računa s ciljem izbjegavanja stavljanja ključa u bravu. Imajući sve na umu promatrani poduzetnički pothvat je započeo osnivanjem d.o.o.

Već je i prije navedenog bilo sasvim jasno kako su vlasnički izvori ograničeni, a dužnički izvori, posebice za početnike skupi i teško dostupni, npr. kolateral kod banke u omjeru 1:2. Iskustvo je pokazalo kako banke preferiraju kreditiranje stanovništva i velikih poduzeća. Promatrano poduzeće nije uspjelo dobiti ni kredit u banci koja je primjenjivala formulu

kreditnog skoringa za zajmove malim i srednjim poduzećima. Iako bi primjena kreditnog skoringa trebala rezultirati većom vjerojatnošću dobivanja kredita malim i srednjim poduzećima, to se u ovom primjeru nije dogodilo. Naime, poduzeće ABC u svojim začetima bankama bilo totalna nepoznanica, baš kao i sam vlasnik koji nije imao kreditnih zaduženja. Dakle, banke često ocjenjuju poduzeće ocjenjivajući i vlasnika, ali u ovom slučaju nisu imale što za ocijeniti. Iako bi se ne imanje kredita moglo uzeti u obzir kao pozitivna okolnost, to nažalost nije učinjeno. Stoga se promatranom početniku poduzetniku sam po sebi se nametnuo treće navedeni izvor tj. rizični kapital koji je, nažalost, u Republici Hrvatskoj, tek u začetku.

Potrebno je nadodati, kako su banke pa i formalni rizični kapital ustuknuli pred financijskom krizom. Dakle, nisu voljni previše riskirati. Financiraju stanovništvo koje je nezaštićeno i od kojih se mogu lako naplatiti te poduzeća u fazi razvoja koja imaju kvalitetan korateral. Ubrzo je postalo savim jasno kako je za poduzeće koje se promatra rješenje u neformalnom rizičnom kapitalu kao jedinom efikasnom izvoru za poslovanje.

#### **4.2. Način financiranja poduzeća**

Prvotna ideja je bila pronaći investitora koji bi financirao početničku investicijsku ideju promatranog poduzetnika od samog osnivanja. Tako bi se zadužilo vlasništvo na duge staze. Cilj je bio pronaći investitora koji je vođen ostvarivanjem svojih neekonomskih ciljeva u prvom redu, a tek nakon toga i onih ekonomskih po principu ekonomske dobiti.

Daljnijim istraživanjem ispostavilo se kako se radi o atipičnim ulagačima. Pomoću kontakata u poduzetničkim vodama dogovorilo se par sastanaka koji su postali vrlo obećavajući. U inicijalnom razgovoru takvi su investitori odmah tražili od poduzetnika početnika da budu vlasnici te posljedično da imaju aktivnu savjetodavnu ulogu u vođenju poduzeća. Vrlo brzo se definiraju i ciljevi i to prvo oni koji su primarni za njih (uglavnom) neekonomski, a onda i ekonomski. Iako uopće nisu imali iskustva u investiranju, pokazali su se iznimno zainteresiranima jer su projekt smatrali društveno odgovornim s ekonomsku dimenzijom, tj. mogućnošću zarada.

Napravljena je procjena ulaganja koja iznosi 550.000 Eura za izgradnju objekta i kupnju mini busa. Due diligencom je zaključeno kako će trebati godina dana za početak u idealnim uvjetima. Suradnja sa atipičnim investitorima je došla kao naručena jer je bilo teško dobiti

potporu banke ili neke druge financijske ustanove, bez kolaterala od najmanje 700.000 Eura. Druga opcija je bilo kreditiranje HBORa. Međutim, temeljitim razmišljanjem zaključeno je kako je bolje izbjegavati kredite, pa čak i takve sufinancirane, koji mogu otežati poslovanje. Radije se prihvatila suradnja s atipičnim investitorima koja ne znači kreditiranje već ulaganje, Naime, oni će se naplatiti iz ostvarene dobiti. Stoga će pripomoći u ostvarenju iste, dok banku baš i ne interesira ta dobit, ona se osigurava korateralom.

Uvjeti investitora su:

- Osnovat će se klasični d.o.o. i oni će biti 100% vlasnici,
- Poduzetnika početnika koji je osmislio ideju imenovat će za odgovornu osobu, dat će mu menadžersku plaću preko ugovora o obveznim odnosima za početak dok investicija ne zaživi u svom ekonomskom dijelu, a nakon toga će vidjeti hoće li se ponuditi preuzimanje d.o.o. (udjela) ili neku drugu kombinaciju, sudjelovat će u donošenju odluka,
- Investitori će početi s dijelom posla koji nije čisto ekonomski, te će se posljedično novac doznačavati u etapama kako se koja dio privede kraju,
- Za završetak kompletne investicije treba između pet i sedam godina te nakon toga ekonomski dio investicije treba početi donositi rezultate,
- Odmah početi ostvarivati minimalni, ali za početak poslovanja bitan profit,
- Projekt mora postati samoodrživ bez više dodatnih intervencija vlasnika bez stvaranja eventualnog financijskog jaza (izvršene usluge, nenaplaćeni računi – upitna solventnost, financijski jaz prema dobavljačima i zaposlenicima (nije poduzeću plaćeno pa ne može ili ne želi platiti drugima).

Uvjeti poduzetnika početnika su:

- Mora biti jedina i isključiva odgovorna osoba kao i jedini potpisnik kartona kod banke,
- Sam bira knjigovodstveni servis koji će voditi poslovne knjige, a ujedno biti i porezni savjetnik,
- Može u svakom trenutku uz objektivnu procjenu izaći iz investicije uz odgovarajuću kompenzaciju,
- Odmah će se zaposliti 2 djelatnika

### 4.3. Poslovanje poduzeća

#### 4.3.1. Prva faza poslovanja

Nakon što su se posložili svi potrebni uvjeti pristupilo se početkom 2009. godine osnivanju klasičnog d.o.o. sa širokom lepezom djelatnosti (uobičajena procedura - bolje je odmah predvidjeti sve moguće djelatnosti kojima se namjerava poduzeće baviti nego poslije raditi dopune djelatnosti što stvara dodatni trošak javnog bilježnika i naknada).

Zamišljeno je da se u ovoj fazi izgradi zgrada za potrebe investitora koja predstavlja neekonomski dio investicije te da se paralelno krene sa izgradnjom restorana i soba što predstavljaju ekonomsku stranu investicije. Kupljen mini bus (15+1) i potpisan ugovor o prijevozu školske djece sa jednom osnovnom školom kako bi se počeo ostvarivati minimalan prihod. Ovo je obrazloženo tako što bi mini bus bio dobar kao dodatna ponuda kada zaživi smještajni kapacitet. Pored toga potpisan je Ugovor o sponzorstvu sa jednom bankom na pet godina pa je mini bus iscrtan sa logotipom i slikom banke umjesto osnovne bijele boje. Tako je poduzeće počelo ostvarivati prve konkretne prihode. Istina, od djelatnosti koja nije primarna, ali se pokazala komplementarna i vrlo isplativa.

Investicijski ciklus je završen u ovom periodu kako je i planirano, a financijski podaci su bili:

**Tabela 9. Skraćeni prikaz Računa dobiti i gubitka za 2013.**

Naziv pozicije	Tekuća godina
I. POSLOVNI PRIHODI	460.551
1. Prihodi od prodaje	120.551
2. Ostali poslovni prihodi	340.000
II. POSLOVNI RASHODI	548.442
IX. UKUPNI PRIHODI	564.393
X. UKUPNI RASHODI	548.442
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	15.951
XII. POREZ NA DOBIT	5.647
XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA	10.304

Izvor: Račun dobiti i gubitka za 2013., Obrazac POD-RDG, ABC d.o.o.

**Tabela 10. Skraćeni prikaz Bilance za 2013.**

Naziv pozicije	Tekuća godina
Dugotrajna imovina	4.408.815
Kratkotrajna imovina	982.735
Ukupna imovina	5.391.550
Kratkoročne obveze	492.316
Kapital	6.149.268

Izvor: Bilanca za 2013., Obrazac POD-RDG, ABC d.o.o.

Podaci omogućuju izračunati određene financijske pokazatelje:

1. Pokazatelj tekuće likvidnosti (Ptl)

$Ptl = \text{kratkotrajna imovina} / \text{kratkotrajne obveze}$

$$Ptl = 982.735/492.316$$

$$Ptl = 1,99$$

Sposobnost poduzeća da podmiri kratkoročne obveze i što je veći poduzeće izgleda solventnije. Prema bankarima idealna vrijednost ovog pokazatelja je 2.

2. ROA ili Povrat na ukupnu imovinu

$ROA = \text{neto dobit} / \text{ukupna imovina}$

$$ROA = 10.304/5.391.550$$

$$ROA = 0,19\%$$

Pokazuje dobit koje poduzeće generira iz jedne novčane jedinice imovine i što je niža dobit po nj imovine, viši je stupanj intezivnosti imovine.

3. ROE ili Stopa povrata kapitala

$ROE = \text{neto dobit} / \text{kapital}$

$$ROE = 10.304/6.149.268$$

$$ROE = 0,17\%$$

Pokazuje koliko novčanih jedinica dobiti poduzeće ostavruje na jednu jedinicu vlastitog kapitala. Poželjno je da je što veći i prosječna vrijednost se kreće oko 15% ili više.

#### 4. Koeficijent zaduženosti

Koeficijent zaduženosti = ukupne obveze/ukupna imovina

Koeficijent zaduženosti = 492.316/5.391.550

Koeficijent zaduženosti = 9,1%

Pokazuje do koje mjere poduzeće koristi zaduživanje kao oblik financiranja. Što je veći odnos duga i imovine veći je financijski rizik i obrnuto te bi u pravilu vrijednost koeficijenta zaduženosti trebala biti 50% ili manja.

Na temelju financijskih pokazatelja daje se zaključiti da poduzeće ABC d.o.o. u 2013. godini nije imalo problema sa tekućom likvidnošću (koeficijent gotovo pa idealan), koeficijent zaduženosti je nizak (sredstva investitora), dok pokazatelji ROA i ROE su izrazito niski što je u skladu sa stavom investitora da profit nije primaran.

#### 4.3.2. Druga faza poslovanja

Ovu fazu (2014.-2016.) obilježava početak obavljanja glavnih djelatnosti: smještaj gostiju i prehrana u restoranu.

Već potkraj 2012. godine, krenulo se sa diverzifikacijom poslovanja i to ulaganjem u izgradnju fotonaponske elektrane na krovu zgrada. Naime, već su bila izgrađena tri objekta čija krovna ploha iznosi cca. 2.000 m<sup>2</sup>. Tada je još uvijek bilo vrlo isplativo ići u investiciju zbog odlične cijene otkupa proizvedenog kilovata kao i ugovora o otkupu proizvedene električne energije sa HEP-ODS d.o.o. Tako je početkom 2014. godine puštena u rad fotonaponska elektrana snage 80 kw najveća takve vrste na području grada Šibenika. Logika i računica su jednostavne:

1. Zagarantiran otkup od strane HEP-ODS d.o.o. sve proizvedene električne energije kroz 14 godina.
2. Zagarantirana poticajna otkupna cijena proizvedenog kilovata (2,00 kn/kwh).

Ovo omogućava povrat investicije u roku od šest godina, a ostalih osam godina predstavlja čistu zaradu (nevezano o iznosu investicije povrat je zagarantiran u ovom razdoblju).

Poslovanje u 2014. obilježilo je prvu sezonu za prodaju smještajnih kapaciteta, kao i sklopljene Ugovore sa dvije osnovne škole koje su počele koristiti produženi boravak pa im je bila potrebna dostava hrane kroz cijelu školsku godinu.

Naime, kako sezona kratko traje bilo je potrebno pronaći nešto što može donositi zaradu kroz cijelu godinu, a da je kompatibilno sa idejom investitora. Upravo prijevoz za školu omogućio je te godine i dobivanje posla kuhanja za istu. Ugovor sa drugom školom je dobiven po principu "od usta do usta" (razgovor dvojice ravnatelja od kojih je jedan jako zadovoljan sa prijašnjom suradnjom).



Ova godina je bila, može se kazati, presudna. Naime, trebalo je dokazati da su očekivanja bila ispravna i da će se započeti sa stabilnim poslovanjem koje će rezultirati povećanjem prihoda i zaposlenosti kroz naredne godine. Sve pretpostavke su bile ispunjene i trebalo je krenuti nakon "laganih" koraka u pravi posao.

Financijski podaci su dani u slijedećim tablicama:

**Tabela 11. Skraćeni prikaz Računa dobiti i gubitka za 2016.**

Naziv pozicije	Tekuća godina
I. POSLOVNI PRIHODI	1.759.862
1. Prihodi od prodaje	1.759.862
II. POSLOVNI RASHODI	1.462.135
IX. UKUPNI PRIHODI	1.759.862
X. UKUPNI RASHODI	1.462.135
Naziv pozicije	Tekuća godina
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	297.727
XII. POREZ NA DOBIT	59.545
XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA	238.182

Izvor: Račun dobiti i gubitka za 2016., Obrazac POD-RDG, ABC d.o.o.

**Tabela 12. Skraćeni prikaz Bilance za 2016.**

Naziv pozicije	Tekuća godina
Dugotrajna imovina	10.763.461
Kratkotrajna imovina	884.408
Ukupna imovina	11.647.869
Kratkoročne obveze	69.276
Kapital	13.395.049

Izvor: Bilanca za 2016., Obrazac POD-RDG, ABC d.o.o.

Podaci omogućuju izračunati određene financijske pokazatelje:

#### 1. Pokazatelj tekuće likvidnosti (Ptl)

$Ptl = \text{kratkotrajna imovina} / \text{kratkotrajne obveze}$

$$Ptl = 884.400/69.276$$

$$Ptl = 12,76$$

Sposobnost poduzeća da podmiri kratkoročne obveze i što je veći poduzeće izgleda solventnije. Prema bankarima idealna vrijednost ovog pokazatelja je 2.

#### 2. ROA ili Povrat na ukupnu imovinu

$ROA = \text{neto dobit/ukupna imovina}$

$$ROA = 238.182/11.647.869$$

$$ROA = 2,04\%$$

Pokazuje dobit koje poduzeće generira iz jedne novčane jedinice imovine i što je niža dobit po novčanoj jedinici imovine, viši je stupanj intezivnosti imovine.

#### 3. ROE ili Stopa povrata kapitala

$ROE = \text{neto dobit/kapital}$

$$ROE = 238.182/13.395.049$$

$$ROE = 1,78\%$$

Pokazuje koliko novčanih jedinica dobiti poduzeće ostavljuje na jednu jedinicu vlastitog kapitala. Poželjno je da je što veći i prosječna vrijednost se kreće oko 15% ili više.

#### 4. Koeficijent zaduženosti

$\text{Koeficijent zaduženosti} = \text{ukupne obveze/ukupna imovina}$

$$\text{Koeficijent zaduženosti} = 69.276/11.647.869$$

$$\text{Koeficijent zaduženosti} = 0,59\%$$

Iako koeficijent tekuće likvidnosti je visok on može biti pokazatelj slabosti u naplati potraživanja što je doista i točno budući da glavninu prihoda poduzeće ostvaruje od kupaca koji su u vlasništvu lokalne samouprave (koji su sigurni kupci, ali ne i redoviti u plaćanju obveza).

Koeficijent zaduženosti je praktično nula. Koeficijenti ROA i ROE su i dalje niski i ispod očekivanih vrijednosti, ali su značajno porasli u usporedbi prije tri godine što je rezultat veće ostvarene dobiti i rast poslovnih prihoda.

### **4.3.3. Treća faza poslovanja**

Ova faza obuhvaća tekuću godinu i planove za budućnost. Trenutno su sve strane zadovoljne odrađenim poslom i međusobnim odnosima. Prošla godina je pokazala da je početna ideja doista i ostvariva u praksi te poduzeće može poslovati održivo kako traže vlasnici. Naime, temeljni preduvjet je postavljen na početku: ekonomski dio investicije mora biti samoodrživ bez ikakve daljnje financijske intervencije od strane vlasnika.

Od kraja 2015. godine nema više financijskih intervencija od strane investitora putem pozajmica te ostvareni financijski rezultat u prošloj godini posljedica je uspješnog tržišnog poslovanja.

Prognoze za budućnost su dobre. Na temelju već pripremljenih ugovora ove godine poslovni prihodi će rasti za 20% te se sličan trend može očekivati i idućih godina (sklopljeni su ugovori sa još dvije škole, popunjenost smještajnih kapaciteta je sada 90 dana).

Stigla je ponuda za sudjelovanje u vlasništvu (minimalno 25%, a moguće 50%). Odluka još nije donesena jer se razmišlja o "izlasku" koji bi poduzetniku omogućio miran život, ali i prigodu da realizira neke svoje nove poduzetničke ideje u potpuno drugoj djelatnosti.

## 5. ZAKLJUČAK

Tržište rizičnog kapitala je još u povojima u Republici Hrvatskoj. To se posebno odnosi na neformalni rizični kapital (poslovne anđele i ostale ulagače). Poduzetnici u Republici Hrvatskoj vole biti sebi gazde. Većina ih se zbog toga i odlučuje na poduzetništvo. Naime, trenutno je u Republici Hrvatskoj velika stopa nezaposlenosti. Mnogi svoj kruh vide u poduzetništvu.

Dakle, poduzetnik kod nas želi biti vlasnik primarno bez dijeljenja sa drugima. Tada se radi o klasičnom d.o.o. Ovo bi mogla biti poslovna kratkovidnost. Zašto ne iskoristiti mogućnost odricanja vlasništva radi poslovnog uspjeha ne samog poduzetnika nego i investitora koji je spreman sve to pratiti i financijski i kao operativni sudionik u životu poduzeća? Ako je ovo jedini način da ideja zaživi na tržištu, zašto ne?

Navedeni investitori mogu pomoći pri proizvodnji i prodaji. Upravo sudionici neformalnog rizičnog kapitala nude to kroz svoje iskustvo, poslovne partnere i neophodne informacije koje u konačnosti znače profitabilno poslovanje.

Atipični ulagači omogućuju da početnik započene svoj put u poduzetništvu i uspije u njemu, ali da ujedno prepozna kako profit nije primaran već samo nužan (kako na osobnoj tako i na poslovnoj razini) te da je altruizam i dijeljenje (zajednici, obitelji) ono što čovjeka ispunja iznutra i daje uspjeha u poduzetničkim vodama. Ovdje bi se mogla povući parabola sa "etičkim bankama", načela su slična, ali je ovdje odlučujuće što atipični ulagač "živi život" sa poduzetnikom početnikom (kao savjetodavac, financijer, altruist).

Primjer poduzeća ABC pokazuje da inovativni pristup financiranju poduzetničke ideje može biti održiv, uspješan i poticajan za druge poduzetnike kako bi se odvažili i iskoračili iz klasičnog razmišljanja i poimanja financiranja.

Dakako, da nije lako učiniti ovaj korak i da je uz svo znanje, stručnost i ideju potrebna i doza odlučnosti i hrabrosti što u konačnici vodi ka uspješnom vođenju poduzeća, a u nekoj kasnijoj fazi i možebitnom (su)vlasništvu ili izlasku. Tako dolazimo do nove poduzetničke ideje i njene realizacije uz neprocjenjivi poticaj koji imamo od prethodnog uspjeha.

## LITERATURA

1. Anić, V., Golstein, I (2007): Rječnik stranih riječi. Zagreb: Novi Liber
2. Avdeitchikova, S., Landstrom, H., Mansson, A. (2008): What do we mean when we talk about buisness angels? Some reflection on definition and sampling, *Venture Capital*, 10 (4)
3. Bendeković, D. (2006): Pristupi financiranju malih i srednjih poduzeća – Rizični kapital u financiranju razvoja poduzeća, Mate d.o.o., Zagreb
4. CFA Institute (2009): *Alternative Asset Valuation and Fixed Income*, Boston: CFA Program Curriculum, Pearson Custom Publishing, 5 (2)
5. Cvijanović, V., Marović, M., Sruk, B. (2008): *Financiranje malih i srednjih poduzeća*, Bionza press, Zagreb
6. Hrzić, I. (2009): *Rizični kapital: što, gdje, kako i zašto*, Copernicus Kapital d.o.o, Zagreb
7. Izvješće o obavljenoj reviziji za Ministarstvo poduzetništva i obrta, str.17-18, Državni ured za reviziju, 2014.
8. Makek M. at al. (2011): *Kako financirati poslovanje fondovima rizičnog kapitala, Private Equity i Venture Capital Asocijacija (HVCA)*
9. Mijatović, N., Špoljarić D. (2011): *Teorijsko određenje i pravno uređenje hedge fondova*, Zbornik PFZ, 61, (3)
10. Rasila, T. (2004): *Venture to Capital, Research Reports*, New York
11. Sohl, J. (2016): *Center for Venture Research 2014. i 2015.*
12. Šimić, M. (2015): *Alternativi izvori financiranja, predavanja 2014/15.*
13. WetFeet, A. (2004): *Careers in Venture Capital*, Pearson, San Francisco
14. [www.copernicus-capital.com](http://www.copernicus-capital.com), pristupano 15.6.2017.
15. [www.crane.hr](http://www.crane.hr), pristupano 20.6.2017.
16. Zrinski Pelajić, A. (2014): *Financijski start up poduzeća, materijali sa seminara*

## **POPIS SLIKA**

Slika 1. Odnos očekivanog rizika i prinosa: određivanje cijene kapitala.....	6
Slika 2. Financiranje razvoja poduzeća.....	7
Slika 3. Financiranje prema fazama razvoja portfeljnog poduzeća.....	8
Slika 4. Svrhe financiranja i rizični kapital.....	10
Slika 5. Cijena kapitala.....	12
Slika 6. Ciklus fonda rizičnoga kapitala.....	14
Slika 7. Nedostatak kapitala – iznos ulaganja prema fazi životnog ciklusa poduzeća i vrstama rizičnog kapitala.....	21
Slika 8. Odabir projekta – CRANE.....	21

## **POPIS TABLICA**

Tabela 1. Karakteristike investiranja Private Equity i Venture Capital fondova.....	9
Tabela 2. Karakteristike kredita i rizičnog kapitala.....	11
Tabela 3. Karakteristike fonda rizičnog kapitala.....	15
Tabela 4. Akteri na tržištu rizičnog kapitala.....	16
Tabela 5. Usporedba poslovnih anđela, institucionalnih ulagača i atipičnih ulagača.....	17
Tabela 6. Poduzete investicije CRANE.....	22
Tabela 7. Indeks promjene najznačajnijih pokazatelja tržišta poslovnih anđela u SAD-u.....	23
Tabela 8. Fondovi za gospodarsku suradnju u milijunima kuna.....	28
Tabela 9. Skraćeni prikaz Računa dobitka i gubitka za 2013. godinu.....	34
Tabela 10. Skraćeni prikaz Bilanca za 2013. godinu.....	35
Tabela 11. Skraćeni prikaz Računa dobitka i gubitka za 2016. godinu.....	37
Tabela 12. Skraćeni prikaz Bilanca za 2016. godinu.....	37

## SAŽETAK

Mala i srednja poduzeća su generator rasta i razvoja ekonomije, inovativnosti i konkurentnosti. Osim toga statistički čine veliki broj u ukupnom broju pravnih i fizičkih osoba koje obavljaju registriranu djelatnost. Međutim, činjenica je da kada mala i srednja poduzeća iscrpe sredstva koja im stoje na raspolaganju od obitelji, prijatelja i budala (eng. Family, Friends and Fools – 3F) dolaze u situaciju nemogućnosti dobivanja financijskih sredstava od formalnog financijskog tržišta.

Upravo ovdje nastupa rizični kapital koji predstavlja rješenje za financijski jaz koji za većinu poduzetnika može značiti i prestanak poslovanja (ne nužno likvidaciju nego prodaju). Rizični kapital traži inovativne poduzetnike početnike ili poduzetnike koji trebaju financijsku injekciju za daljnje širenje i osvajanje tržišta. Kao takav rizični kapital nije fokusiran primarno na povrat sredstava već gleda potencijal.

Ključne riječi: Poduzetništvo, rizični kapital, SME

## SUMMARY

Small and medium-sized enterprises are the generator of growth and development of the economy, innovation and competitiveness. In addition, they have a statistically significant number in the total number of legal registered activity. However, the fact is that small and medium-sized companies exhaust their available resources from Family, Friends and Fools (3F), they are in a situation of impossibility of obtaining financial resources from the formal financial market.

It is here that risky capital is present, which is the solution to the financial gap that can mean the end of business for most entrepreneurs (not necessarily liquidation but sales). Risk capital requires innovative entrepreneurs or entrepreneurs who need financial injection for further expansion and market conquest. As such, risk capital is not primarily focused on return on assets but is looking at potential in future

Key words: Entrepreneurship, risk capital, SME