

# Private equity i venture capital tržište u Hrvatskoj u razdoblju od 2015. do 2023. godine

---

**Strižić, Matea**

**Graduate thesis / Diplomski rad**

**2024**

*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:124:506954>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-11-29**

*Repository / Repozitorij:*

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



UNIVERSITY OF SPLIT



Strižić, završni rad,  
0055495459-16.10..2024..docx  
*by Strižić Matea*

---

**Submission date:** 16-Oct-2024 10:44PM (UTC+0200)

**Submission ID:** 2207180419

**File name:** Strižić\_završni\_rad\_0055495459-16.10..2024..docx (5.36M)

**Word count:** 13555

**Character count:** 82485

**1**  
SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

***Private equity i venture capital* tržište u Hrvatskoj u  
razdoblju od 2015. do 2023. godine**

Mentor:

**3**  
Izv. prof. dr. sc. Marija Šimić Šarić

Student:

Matea Stržić

Split, listopad 2024.

### IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, MATEA STRIŽIĆ,  
(ime i prezime)

izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je navedeni rad isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja na objavljenu literaturu, što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio navedenog rada nije napisan na nedozvoljeni način te da nijedan dio rada ne krši autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije korišten za bilo koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Split, 2024. godine

Vlastoručni potpis : M. Strižić

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
1.1. Definiranje problema i predmeta istraživanja .....	1
1.2. Ciljevi rada .....	2
1.3. Metode rada .....	2
1.4. Struktura rada .....	2
<b>2. TEORIJSKI OSVRT NA ALTERNATIVNE IZVORE FINANCIRANJA.....</b>	<b>3</b>
2.1. <sup>44</sup> Private equity i venture capital.....	4
2.2. Poslovni anđeli.....	12
2.3. Crowdfunding .....	14
<b>3. RAZVOJ PE i VC TRŽIŠTA U HRVATSKOJ .....</b>	<b>20</b>
3.1. Pojava PE i VC.....	20
3.2. Trenutno stanje u Hrvatskoj .....	25
<b>4. ANALIZA PE i VC TRŽIŠTA U HRVATSKOJ ZA RAZDOBLJE OD 2015. DO 2023. ....</b>	<b>30</b>
<sup>1</sup> 4.1. Private equity ulaganja.....	30
4.2. Private equity investicije kao postotak BDP-a .....	31
4.3. Private equity godišnja ulaganja po broju poduzeća .....	32
4.4. Private equity ulaganje prema fazama razvoja.....	33
4.5. Ukupna izlazna vrijednost .....	34
<sup>1</sup> <b>5. ZAKLJUČAK .....</b>	<b>36</b>
<b>LITERATURA:.....</b>	<b>37</b>
<b>SAŽETAK .....</b>	<b>44</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>45</b>
<b>PRILOZI .....</b>	<b>46</b>
<sup>3</sup> <b>POPIS SLIKA: .....</b>	<b>46</b>

**POPIS TABLICA: ..... 46**

**POPIS GRAFIKONA: ..... 46**

# 1. UVOD

U uvodnom dijelu ovog rada, prikazat će se problem i predmet istraživanja, osnovni ciljevi rada, metode koje će se koristiti u izradi te u konačnici struktura samog rada.

## 1.1. Definiranje problema i predmeta istraživanja

*Private equity* je kapital uložen u poduzeće ili drugi subjekt koji nije javno uvršten na burzu niti se njime trguje, dok je *venture capital* financiranje koje se daje *startupima* ili drugim mladim tvrtkama koje pokazuju potencijal za dugoročni rast. *Private equity* usmjeren je na tvrtke u ranoj fazi razvoja s velikim potencijalom rasta, dok se *venture capital* bavi etabliranim tvrtkama. Unatoč razlikama, oboje igraju ključnu ulogu u pokretanju inovacija i gospodarskog rasta. Oni pružaju ne samo kapital, već i stručnost i smjernice kako bi pomogli tvrtkama da napreduju. Za *private equity* vrlo je važna kontrola nad poslovanjem tvrtke, stoga PE fondovi preferiraju većinski udio. To im daje mogućnost da interveniraju kada je to potrebno (Getproven, 2024.). Za *venture capital* važnije je lokaliziranje, odnosno to da se ulagači grupiraju u što manji broj regija ili gradova u nekoj državi, te da tako minimiziraju rizike što je više moguće. To također pomaže u donošenju znanja i stručnosti za podršku osnivačima start-upa. *Venture capital* rizičniji je zbog prirode ulaganja, ali donosi i veće povrate kada stvari idu dobro. Dakle, dobro uravnotežena strategija ulaganja s dobrom kombinacijom rizika i prilika uključuje ulaganja u obje vrste fondova (Mason, 2009.).

Prema Derenčinović Ruk (2020.) *private equity* fondovi igraju važnu ulogu na tržištu kapitala, budući da godišnje investiraju milijardске iznose kako na svjetskoj tako i na europskoj razini, pomažući tako poduzećima i društvima u poslovanju i razvoju u svim fazama njihovog razvoja. Gledajući to iz perspektive Hrvatske, ona uvelike zaostaje, kako u tome da strani PE fondovi ulažu u hrvatska društva, tako i u rastu i razvoju cijele *private equity* industrije. No, ipak se u posljednjih 15-ak godina vidi pomak u razvoju *private equity* scene u Hrvatskoj, te ona postaje alternativa klasičnim izvorima financiranja poduzeća. Iako su vidljivi znakovi napretka i razvijanja, Hrvatska se još uvijek nije uspjela približiti ostalim europskim zemljama te uvelike zaostaje, što znači da sigurno postoji mjesta, ali i potencijala za daljnji razvoj. Doprinos rastu i razvoju alternativnih načina financiranja neprekidno pruža HBOR, koji već dugo godina intenzivno podupire razvoj ponude alternativnog financiranja za poduzeća (HBOR, 2022.).

Na temelju problema, definiran je i predmet istraživanja. Predmet istraživanja predstavlja *private equity* i *venture capital* tržište u Hrvatskoj te njegova analiza u periodu od 2015. g. do 2023. g. U analizi će se razmatrati *private equity* ulaganja, *private equity* investicije kao postotak BDP-a, *private equity* godišnja

ulaganja po broju poduzeća, *private equity* ulaganja prema fazama razvoja, te *private equity* te izlazna vrijednost investicija.

### 3 1.2. Ciljevi rada

Glavni cilj rada je opisati pojmove *private equity* i *venture capital* kao alternativne izvore financiranja, te navesti i objasniti njihove prednosti i nedostatke. Također, cilj je i prikazati trenutno stanje *private equity* i *venture capital* tržišta u Hrvatskoj te dati preporuku za budući razvoj.

### 17 1.3. Metode rada

Metode rada koje će se koristiti pri izradi ovog rada su: metoda analize i sinteze, metoda deskripcije te statistička metoda. Metoda analize je analiza koja podrazumijeva objašnjavanje i detaljan opis stručnih pojmova i definicija na jednostavniji način i manje složene dijelove dok je metoda sinteze obrnuta od metode analize. Metoda deskripcije je postupak objašnjavanja tj. opisivanja definicija, pojmova i činjenica te pronalaska njihovih međusobnih odnosa na jednostavni način (bez stručnog tumačenja). Statistička metoda je metoda koja na temelju obilježja određenog broja elemenata neke skupine ili serije pojava, izvodi opći zaključak o prosječnoj vrijednosti određenog obilježja (UNIZD, 2022.).

U radu će se koristiti i tablično i grafičko prikazivanje podataka.

### 17 1.4. Struktura rada

Rad je podijeljen u pet cjelina. U prvoj, uvodnoj cjelini, definiran je problem i predmet istraživanja, ciljevi rada, metode koje su korištene prilikom izrade rada te struktura samog rada. Druga cjelina donosi teorijski osvrt na alternativne izvore financiranja, pobliže su objašnjeni pojmovi *private equity*, *venture capital*, *buyout*, poslovni anđeli te *crowdfunding* za kojeg su također istaknute glavne prednosti i nedostatci. U trećoj cjelini objašnjen je razvoj *private equity* i *venture capital* tržišta u Hrvatskoj, od osnivanja prvih fondova, njihovog razvoja te u konačnici trenutnog stanja u Hrvatskoj. Četvrta cjelina obuhvaća analizu *private equity* i *venture capital* tržišta u Hrvatskoj u periodu od 2015.-2023. godine; prikazani su podaci za ukupna *private equity* ulaganja, ulaganja kao postotak BDP-a, godišnja ulaganja po broju poduzeća, ulaganje prema fazama razvoja te u konačnici ukupna izlazna vrijednost. Zadnja, peta cjelina donosi osvrtnje i zaključne misli cjelokupnog rada. U nastavku rada koristiti će se kratice PE za *private equity* i VC za *venture capital*, odnosno prijevod kao privatni i rizični kapital.



## 2. TEORIJSKI OSVRT NA ALTERNATIVNE IZVORE FINANCIRANJA

Poduzeća se suočavaju s brojnim izazovima i poteškoćama u pristupima financiranju i njihovim izvorima. Malim i srednjim poduzećima u pravilu je teže dobiti kredite od banaka ili neke druge oblike financiranja od različitih financijskih institucija, pogotovo ako je riječ o novim, mladim poduzećima ili pak o onima koji nemaju dovoljno imovine koju mogu založiti odnosno kolaterala. S druge strane, alternativni izvori financiranja obično ne zahtijevaju kolateral već se temelje na ostalim čimbenicima kao što je potencijal rasta, inovativnost u poslovanju te prihodi tvrtke. Zbog toga, brojna se poduzeća „priklanjaju“ alternativnim izvorima financiranja poput: *crowdfundinga*, poslovnih anđela, *private equity-a*, *venture capital-a* itd. (Ackah i Vuvor, 2011.).

Mnogim poduzetnicima može biti teško držati korak s tempom promjena i biti u tijeku s najboljim rješenjima financiranja za novoosnovana i rastuća poduzeća jer danas postoji mnoštvo alternativnih mogućnosti financiranja koje su dostupne poduzetnicima i vlasnicima tvrtki. Sektor alternativnog financiranja brzo se razvija, uključujući banke izazivače, odnosno one koje nude neke inovativne načine pružanja usluga i na taj način stječu nove korisnike, te polako postaju dio ekosustava financiranja.

U nastavku se navode neki oblici alternativnih izvora financiranja (Baeck et al., 2014.):

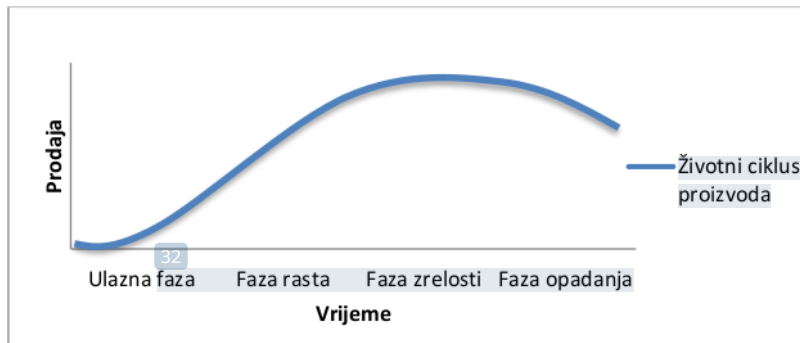
1. Peer-to-peer (P2P) poslovno kreditiranje- transakcije koje se temelje na dugu između pojedinaca i postojećih poduzeća, s mnogo pojedinačnih zajmodavaca koji doprinose bilo kojem zajmu.
2. Crowdfunding temeljen na donacijama- individualne osobe doniraju male iznose novca kako bi pripomogli u financiranju nekog projekta, a zauzvrat ne dobivaju nikakav povrat.
3. Trgovanje fakturama- tvrtke prodaju svoje račune s popustom skupini pojedinačnih ili institucionalnih ulagača kako bi odmah primile sredstva, umjesto da čekaju plaćanje računa.
4. Peer-to-peer (P2P) potrošačko kreditiranje- Pojedinci koji koriste internetsku platformu za posuđivanje od brojnih pojedinačnih zajmodavaca, od kojih svaki posuđuje mali iznos; većina su neosigurani osobni zajmovi.
5. Skupno financiranje temeljeno na kapitalu- **prodaja udjela u poduzeću brojnim ulagačima u zamjenu za ulaganje**, koje uglavnom koriste tvrtke u ranoj fazi.
6. Vrijednosni papiri koji se temelje na dugu- zajmodavci primaju neosiguranu dužničku obvezu koja se obično otplaćuje tijekom duljeg vremenskog razdoblja. Po strukturi slična kupnji obveznice, ali s različitim pravima i obvezama.

## 2.1. Private equity i venture capital

Definicije pojmova *private equity* i *venture capital* su nejasne, teško ih je definirati te uopće nema priznate definicije koja razlikuje *venture capital* od *private equity*-a. „*Private equity* ulaganje je svako vlasničko ulaganje, odnosno plasman vlastitog kapitala, u poduzeće koje ne kotira na tržištu kapitala, a *venture capital* je vrsta *private equity*-a, odnosno vlasničkog (dioničkog) ulaganja u start-up poduzeća. Pojam *private equity* (kapital) koristi se (slobodno) unutar financijske industrije i akademske zajednice, te općenito uključuje gotovo sve oblike privatnog ulaganja, s rizičnim kapitalom (eng. *venture capital*) kao najistaknutijim segmentom ulaganja tijekom proteklog desetljeća“ (Šimić Šarić, 2022.). Prema Fraser-Sampson (2010.), četiri su glavne vrste takozvanog „čistog“ ulaganja privatnog kapitala: *buyout*, *razvojni kapital* (*development capital*), *rastući kapital* (*growth capital*) i *rizični kapital* (*venture capital*). Ove vrste ulaganja najjednostavnije je promatrati kroz životni ciklus proizvoda (slika 1).

Slika 1.

Životni ciklus proizvoda



Izvor: izrada autorice prema Fraser-Sampson, G., (2010.): *Private equity as an asset class*.

Kada se poduzeće nalazi u ulaznoj fazi ono neće imati prihode s obzirom da još uvijek razvija svoju ponudu te nema proizvoda za prodavati. Kada poduzeće prijeđe u fazu rasta ono ostvaruje određene prihode, ali vjerojatno će i dalje imati negativan novčani tok radi visokih troškova promocije svoje nove ponude na tržištu. U zreloj fazi poduzeće bi već trebalo imati pozitivan novčani priljev, no najveći prihodi se očituju u fazi opadanja. Poduzeće je već razvijeno i ima svoje mjesto na tržištu te više ne treba trošiti novac na promociju svoje ponude. Stoga, Fraser-Sampson (2010.) promatra četiri vrste ulaganja *private equity*-a kroz faze poduzeća:

- Rizični kapital cilja na ulaznu fazu životnog ciklusa poduzeća odnosno na mlada poduzeća ili čak start-upove koji su tek osmišljeni. Glavno pitanje koje se postavlja je hoće li opstati i dogurati do sljedećih faza s obzirom da puno poduzeća u ovoj fazi propadne.
- Rastući kapital cilja na fazu rasta životnog ciklusa poduzeća, a poduzeće koje se nalazi u ovoj fazi karakterizira potreba za brzim povećanjem prodaje kako bi mogle zadržati stabilan postotni udio na brzo rastućem tržištu.
- I *buyout* i razvojni kapital ciljaju na fazu zrelosti i fazu opadanja, a glavna razlika je u načinu na koji se ulaganje provodi. *Buyout* podrazumijeva preuzimanje većinskog udjela, a razvojni kapital preuzima manjinski udio poduzeća.

Financiranje poduzeća s *private equity-om* predstavlja ulaganje u privatna poduzeća iz svih područja ekonomije, u svim njegovim fazama te korištenjem bilo koje strategije i poslovne strukture. Glavni cilj ovakve vrste financiranja je osigurati povrate za vlastite sudionike i dovoljan potencijal rasta za poduzetnike kako bi privukli ideje visoke kvalitete koje će u konačnici generirati visoke povrate (Cherif i Gazdar, 2011.).

PE se također odnosi na ulaganja u poduzeća kojima se ne trguje javno na burzama. Društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima udružuju kapital od institucionalnih investitora i pojedinaca visoke neto vrijednosti kako bi stekle vlasničke udjele u tvrtkama, obično s ciljem poticanja operativnih poboljšanja i maksimiziranja vrijednosti za dioničare. Prema Metrick i Yasuda (2011.), ključne karakteristike privatnog kapitala su:

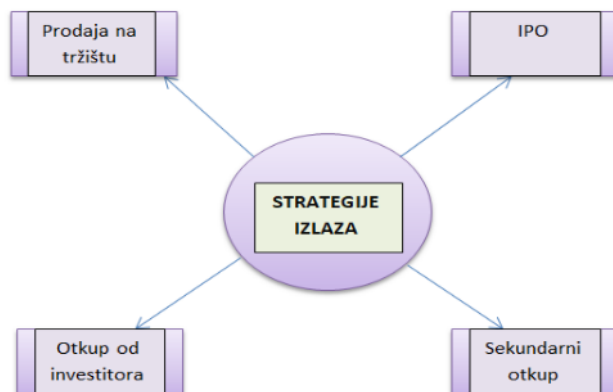
1. Financijski posrednik: PE fond je financijski posrednik, što znači da uzima kapital ulagača i ulaže ga izravno u portfeljne tvrtke. Fondovi su obično organizirani kao ograničena partnerstva (LP), pri čemu ulagači rizičnog kapitala ili partneri društva za otkup djeluju kao generalni partneri fonda (GP), a ulagači – često mirovinski fondovi, zaklade i drugi institucionalni ulagači – djeluju kao ograničeni partneri.
2. Ulaganje u privatne tvrtke: PE fond ulaže samo u privatne tvrtke. To znači da se nakon ulaganja ne može odmah trgovati tvrtkama na javnoj burzi te je ovo najočitija karakteristika PE fonda.
3. Aktivna uloga: PE fond preuzima aktivnu ulogu u praćenju i pomaganju tvrtkama u svom portfelju što je ključna odrednica uspješnosti određenog PE fonda. Ulagači privatnog kapitala često uvjetuju svoja ulaganja ugovornim odredbama, kao što su mjesta u odboru, prava veta i različita uvjetovana prava kontrole, koja im omogućuju da utječu na postupke uprave dok drže svoja ulaganja.

4. Maksimiziranje povrata: Primarni cilj PE fonda je maksimizirati svoj financijski povrat izlaskom iz ulaganja. Izlasci se mogu dogoditi <sup>1</sup> putem inicijalne javne ponude (IPO), s naknadnom prodajom udjela PE na otvorenom tržištu, prodajom tvrtke drugom investitoru ili prodajom tvrtke većem društvu. Zahtjev za izlaskom i fokus na financijski povrat razlikuje PE od strateških ulaganja velikih korporacija.

PE fondovi ulažu u nelikvidna i privatna poduzeća te imaju ograničen vijek trajanja što je obično 10 godina. Naknade za PE često su najveće u početku, a padaju u kasnijim godinama, jer se od uspješnih menadžera očekuje da prikupe dodatna sredstva s novim tokovima naknada. Udjel u PE-u ostvaruje se samo na realiziranoj osnovi, a budući da su izlazi obično koncentrirani u drugoj polovici životnog vijeka fondova, PE menadžeri često čekaju mnogo godina prije nego što zarade bilo kakav iznos naknade (Metrick i Yasuda, 2011.). Stoga, važno je isplanirati i razviti dobru strategiju izlaza kako bi iznos naknada bio što veći. Prema slici 2, <sup>1</sup> strategije izlaza su: prodaja na tržištu (trade sale), inicijalna javna ponuda (IPO), sekundarni otkup i otkup od strane investitora.

## Slika 2.

### Izlazne strategije poduzeća



Izvor: izrada autorice prema <sup>34</sup> Folus, D. i Boutron, E. (2015.): Exit strategies in private equity.

Prodaja na tržištu podrazumijeva da PE ulagatelj proda sve svoje dionice trećoj strani, odnosno kupcu. Najčešće, kupac je iz iste ili slične industrije kao poduzeće te je upoznat s poslovanjem poduzeća što dovodi do brže analize i samog procesa zatvaranja. Također, prodaja na tržištu podrazumijeva i

potencijalne poteškoće kao što je npr. izlaganje poduzeća riziku od otkrivanja povjerljivih poslovnih informacija tijekom pregovaračkog procesa. IPO je izlazna strategija kojom poduzeće nudi svoje vrijednosne papire na prodaju javnosti. Ovakva prodaja može omogućiti visoke prinose poduzeću ovisno o tržišnim uvjetima, ali je transakcijski trošak često jako visok, a proces dugotrajan i nepredvidljiv. Također, ako PE fond želi u potpunosti izaći iz portfeljne tvrtke, potencijalni javni ulagači mogli bi ovaj potpuni izlazak smatrati nedostatkom povjerenja u buduće izgleda poslovanja. Sekundarni otkup podrazumijeva prodaju udjela u poslovanju drugom privatnom investicijskom poduzeću jer PE tvrtka ne želi ili ne može nastaviti financirati poslovanje, a tvrtka možda još nije spremna za prodaju na tržištu ili IPO. Stoga prodaja udjela u poslovanju tvrtke drugoj PE tvrtki koja vidi potencijal u daljnjem razvoju tvrtke može biti isplativo rješenje. Otkup od strane investitora je izlazna strategija gdje uprava poduzeća otkupljuje udio u poslovanju od privatnih investitora. Ova izlazna opcija pogodna je i za ulagače i upravu (Folus i Boutron, 2015.).

Rizični kapital, važan je izvor financiranja za start-up poduzeća odnosno za nova i mala poduzeća koja imaju dugoročan potencijal rasta i koja će rezultirati visokim povratom i isplatom za investitore. Iako se očekuje visoka stopa povrata, postoji i veliki rizik. Naime, start-up poduzeća nemaju toliko značajne materijalne imovine i nedostaje im rezultat u poslovanju te se može očekivati da će proći i nekoliko godina dok ne počnu ostvarivati profit. Slijedom toga, banke i drugi posrednici nisu skloni posuđivati novac takvim poduzećima te poduzeća očekuju od ulagača rizičnog kapitala da se uključe u njihove aktivnosti nudeći im podjelu prihoda u obliku zajedničkih, vlasničkih pothvata kako bi dobili potrebna financijska sredstva i iskoristili iskustvo poduzetničkog kapitala u upravljanju i financijama (Cherif i Elouaer, 2008.). Prema Mason (2009.), prije samog početka procesa ulaganja, ulagači odrađuju provjeru koja se odvija u dvije faze. Početni pregled se provodi prilično brzo i intuitivno. Naime, najvažnije je osigurati da ulaganje odgovara fokusu ulaganja fonda prema lokaciji, fazi, sektoru, veličini i sl. Ako je prethodno navedeno osigurano, slijedi detaljno ispitivanje koje se temelji na tri komponente- koncept, upravljanje i povrat. No, istaknuto je kako je ipak kvaliteta poduzetnika ta koja u konačnici određuje odluku u ulaganju. Nakon odluke o ulaganju, sljedeća faza je pregovaranje investitora rizičnog kapitala i poduzetnika o uvjetima ulaganja. Uvjeti ulaganja uključuju sljedeće elemente:

1. Investitor dobiva kontrolu nad ključnim odlukama.
2. Investitoru je omogućeno sudjelovanje u tvrtki, obično u obliku jednog ili više mjesta u upravnom odboru.

3. Cjelokupni iznos novca se umjesto na početku ulaganja, investitoru daje nakon ispunjavanja unaprijed dogovorenih prekretnica u ulaganju što investitoru omogućuje da ponovno procijeni ili odustane od ulaganja ako ustanovi da će posao biti neuspješan, ali i da poveća svoj uloženi kapital ako ustanovi da sve ide kako je planirano.
4. Investicijski instrumenti koji pružaju zaštitu od negativnih posljedica i povoljna pozicija za dodatna ulaganja dostupni su investitoru na korištenje.

Investitori „zauzvrat“ koriste svoju stručnost i dostupne izvore kako bi dali doprinos svojim tvrtkama u koje ulažu pa tako zapošljavaju ključne pojedince, identificiraju dobavljače i kupce, pružaju emocionalnu podršku poduzetniku, pružaju pomoć u utvrđivanju taktike i strategije kao i u prikupljanju daljnjih financijskih sredstava. Posljednja faza u procesu ulaganja je osiguranje isplativih izlaza za ulaganja. Investitori ne očekuju da će svako ulaganje biti uspješno te za cilj imaju maksimizirati prinose fonda (Mason 2009.). Unatoč prevladavanju kriterija koji se odnose na poduzetnike u donošenju odluka o ulaganju VC-a (Gompers i sur., 2016.), utvrđeno je da su oni koji se odnose na proizvod i tržište jednako važni. Ostali važni kriteriji bili su vezani uz poslovnu ponudu; je li poslovanje stabilno i ima li visok potencijal održivog rasta. Zbog neizvjesnosti oko novog start-upa, u vrijeme procjene, ulagači rizičnog kapitala oslanjaju se na kriterije koji su „vjerojatno povezani s nevidljivim odrednicama kvalitete“ (Medhat i Ismail, 2019.):

1. Kriteriji vezani uz kvalitetu poduzetničkog tima- u neizvjesnim okruženjima, ulagači će vjerojatnije pridavati veću težinu atributima osnivača u odnosu na druge aspekte poslovanja. Prilikom odlučivanja o financiranju start-upa ili pothvata u ranoj fazi, očekuje se da će kvaliteta poduzetničkog tima biti od presudne važnosti za ulagače rizičnog kapitala. Ulagači rizičnog kapitala ne mogu prosuđivati zaposlenike jer ne mogu znati da li ti poduzetnici imaju određene karakteristike kao što su radna etika, kvalitetno vodstvo, integritet, strast i sl.
2. Kriteriji vezani uz tržišnu priliku i proizvod- ulagači rizičnog kapitala radije ulažu u proizvode koji su već na tržištu nego li u još neistražene, nove proizvode te su zbog toga stupanj konkurencije i lakoća ulaska važni kriteriji ulaganja za ulagače rizičnog kapitala. Ulagači se vode time da se proizvodi, koji mogu osigurati dobar povrat svojih ulaganja, moraju natjecati na velikom i rastućem tržištu.
3. Dostupnost financijskih informacija- ulagači rizičnog kapitala pri ulaganju uzimaju u obzir veliku količinu subjektivnih informacija o start-upovima iz očitog razloga što materijalne informacije o novom proizvodu još uvijek ne postoje. Visok stupanj neizvjesnosti često dovodi do velike razlike

između vlastitih financijskih projekcija poduzetnika i projekcija rizičnog kapitala. Predviđanje i diskontiranje novčanih tokova iznimno je teško kada pothvat još nije generirao dobit ili prihode i dovelo bi do netočnih procjena stvarne vrijednosti start-upa.

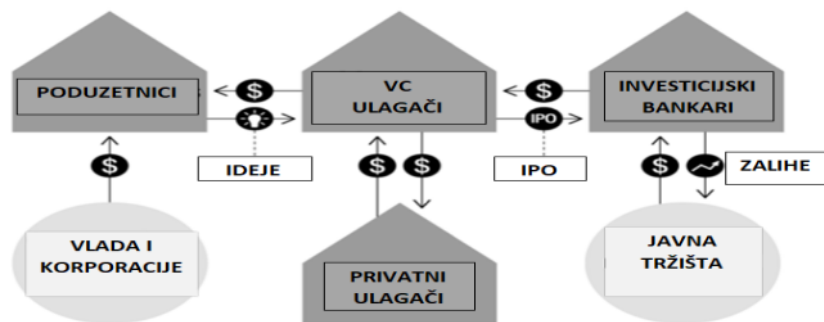
4. Odnos između *venture capital* ulagača i ostalih ulagača- zajedničko ulaganje može, u teoriji, diversifikacijom pomoći u smanjenju ekonomskih i tržišnih rizika. Iako se uključivanje jednog ulagača može smatrati kao dobar znak, dolazak ostalih ipak može značiti da se novi start-up odrekao većeg dijela svog kapitala odnosno da se pojavio veći broj ulagača što može odvratiti ulagače rizičnog kapitala od ulaganja jer će se smanjiti ukupni prinos.

Prema Yurynets i Yurynets (2023.), a na osnovu prethodno navedenog, definirane su ključne značajke rizičnog kapitala:

1. Usmjerenost na novo poduzeće ili širenje postojećeg poslovanja
2. Ulaganje u inovativna poduzeća i inovativne projekte u ranoj fazi razvoja
3. Visok rizik ulaganja temeljen na sudjelovanju u vlasničkom kapitalu
4. Formiranje i poticanje rasta malih i srednjih poduzeća
5. Srednjoročna i dugoročna priroda ulaganja
6. Sudjelovanje u stvaranju dodane vrijednosti
7. Usmjerenost na ostvarivanje visoke dobiti (prihodi uglavnom u obliku kapitalnih dobitaka)

### Slika 3.

Glavni akteri na tržištu rizičnog kapitala



Izvor: izrada autorice prema Vieira, M., A. (2023.): [Do not trust your gut: enhancing venture capitalists' investments using data-driven decisions.](#)

Ulagачi rizičnog kapitala traže inovativne tvrtke koje pokazuju prednost u odnosu na konkurente u pogledu ponude proizvoda, usluga ili korištene tehnologije te uz pomoć svog znanja i iskustva u materijalnoj, pravnoj i poslovnoj sferi omogućuju brz i učinkovit razvoj poslovanja te smanjuju rizik od neuspjeha projekta. Također, na slici 3, identificirana su četiri vodeća igrača u VC industriji; poduzetnici kojima je potrebno financiranje za svoje start-upove, investitori, odnosno privatni ulagači, koji traže visoke povrate, investicijski bankari kojima su potrebne tvrtke za prodaju i ulagači rizičnog kapitala koji zarađuju za sebe stvarajući tržište za ostale.

Prema Šimić Šarić (2023.), u Europi se vrsta imovine kao cjelina naziva *private equity* te je uobičajeno podijeljena na rizični kapital i *buyout*. Stoga, potrebno je detaljnije obraditi i pojam *buyout*-a.

*Leveraged buyout* (LBO ili skraćeno *buyout*) predstavlja financijsku transakciju gdje poduzeće kupuje specijalizirana investicijska tvrtka koristeći relativno mali dio vlasničkog kapitala i relativno velik dio vanjskog dužničkog financiranja, odnosno događa se transfer vlasništva ka novom vlasniku u postojećem ili zreom poduzeću. Ova se transakcija razlikuje od tvrtki rizičnog kapitala koje obično ulažu u mlade tvrtke ili tvrtke u nastajanju i obično ne dobivaju većinsku kontrolu (Kaplan i Stromberg, 2009.). Osnovni tipovi *buyouta* su (Masaveu, 2019.):

1. *Management buyout* (MBO): Menadžeri kupuju većinski udio u svom poduzeću te na taj način postaju većinski vlasnici u poduzeću. Za otkup se koristi neki oblik duga, kao i kod svih ostalih oblika *buyouta*.
2. *Management buy-in* (MBI): Menadžeri iz druge tvrtke odlučuju kupiti udio ciljanog poduzeća, a menadžeri stečene tvrtke najčešće ostaju unutar tvrtke. Ideja iza MBI je promijeniti smjer tvrtke koja bi mogla biti podcijenjena zbog unutarnjih ili vanjskih problema.
3. *Buy in management buyout* (BIMBO): Ovaj oblik LBO-a kombinacija je MBO-a i MBI-a, odnosno transakcija kada dio postojećih menadžera unutar tvrtke zajedno s grupom vanjskih menadžera preuzme kontrolu nad većinom tvrtke.
4. *Leverage employee buyout* (LEBO): podrazumijeva da zaposlenici tvrtke kupe većinski udio unutar vlastite tvrtke. Najčešće se provodi uključivanjem korištenja plana vlasništva nad dionicama zaposlenika.
5. *Institutional buyout* (IBO): U ovom slučaju stjecatelji su skupina ulagača i obično uključuje fond privatnog kapitala kao jednog ili jedinog stjecatelja.

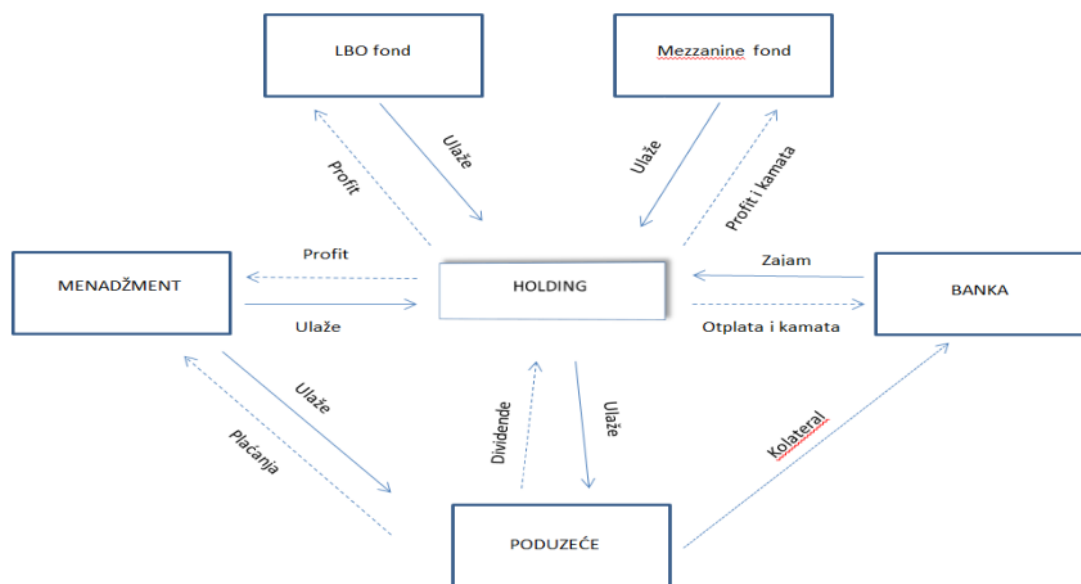
*Buyout* transakcija obično traje duže vremensko razdoblje te se odvija u različitim fazama, a svaka je faza jednako važna za uspjeh *buyout* transakcije. Također, postoji i pet ključnih subjekata odnosno sudionika



u transakciji *buyout*-a. To su *buyout* poduzeća koja se odnose na organizaciju ili skupinu investitora koja će osigurati temeljni kapital za stjecanje druge tvrtke. Drugi sudionik je ciljana tvrtka, odnosno tvrtka za koju su investitori iskazali svoj interes i žele ju kupiti. Treći subjekt je društvo za posebne namjene (special purpose vehicle, SPV) koje djeluje kao holding društvo odnosno pravni subjekt koji trajno sudjeluje ili drži vlasništvo drugih, pravno samostalnih poduzeća, a osniva ga *buyout* poduzeće. Posljednji sudionici su investitori i financijski subjekti koji će osigurati različiti kapital za financiranje (Masaveu, 2019.). *Buyout* transakcija započinje identificiranjem ciljane tvrtku koju bi ulagači željeli kupiti kao jednu od portfeljnih tvrtki svog trenutnog fonda a zatim *buyout* poduzeće dogovara kupovnu cijenu s trenutnim vlasnikom tvrtke. Nakon toga se osniva SPV (eng. Special Purpose Vehicle), odnosno holding društvo. Nadalje, *buyout* poduzeće kreira niz budućih financijskih scenarija i analizira koliko kapitala može uložiti u posao iz svog trenutnog fond i taj iznos povlači od svojih ograničenih partnera koji je najčešće i dalje nedostatan za otkup ciljanog poduzeća. Taj nedostatak nadoknađuje se putem različitih paketa duga i *mezzanin* sredstava odnosno putem trećih strana holding društvo dolazi do potrebnog kapitala. Na koncu, holding društvo prikupljenim kapitalom kupuje ciljane tvrtku te dobivajući sve dionice postaje njezin 100%-tni vlasnik (Fraser-Sampson, 2010.). Cijeli proces prikazan je na slici 4.

#### Slika 4.

Primjer *buyout* transakcije



Izvor: izrada autorice prema Šimić Šarić, M. (2023.): Formalni rizični kapital, nastavni materijali.

## 2.2. Poslovni anđeli

Pojava aktivnosti djelovanja poslovnih anđela započinje u 19. stoljeću kada je Alexander Graham Bell 1874. godine bio potpomognut sredstvima poslovnih anđela kako bi osnovao Bell Telephone Company. Sljedeća aktivnost dogodila se 1903. godine kada je pet poslovnih anđela pomoglo Henryju Fordu s 40.000 \$, a 1977. g., jedan poslovni anđeo ulaže 91.000\$ u tvrtku Apple Computers. Također, 1978. godine, inicijalna ulaganja za tvrtku Body Shop započeta su upravo od strane poslovnog anđela (Šimić Šarić, 2022.).

Pojam poslovnog anđela prvi put se pojavljuje na kazališnim daskama Broadwayja kada su bogati pojedinci pružali novac redateljima kako bi se održale kazališne predstave te da bi oni kasnije bili sudionici u dijeljenju dobiti. Profesor William Wetzel bio je prvi koji je u svojim studijama tadašnje američke investitore nazvao poslovnim anđelima, a naziv je ostao sve do danas (Ramadani, 2009.).

Individualne osobe koje su uspješne, vlasnici su velikih poduzeća, imaju određena poduzetnička znanja i vještine koja znaju dobro iskoristiti te su svoj novac spremni uložiti u nova, tek nastala (start-up) poduzeća, nazivaju se poslovni anđeli. Također, svoj epitet anđela opravdavaju u kriznim situacijama poduzeća kao i u rizičnim pothvatima. Sudjeluju u vlasničkom udjelu, pružajući konstantnu podršku u daljnjem rastu i razvoju poduzeća odnosno projekta (Figar, 2010.).

Poslovni anđeo je privatna osoba, često visoke neto vrijednosti i obično s poslovnim iskustvom, koja izravno ulaže dio svoje imovine u nove i rastuće privatne tvrtke. Poslovni anđeli mogu ulagati pojedinačno ili kao dio grupe gdje jedan anđeo obično preuzima vodeću ulogu. Osim kapitala, anđeli investitori poduzetniku osiguravaju iskustvo upravljanja poslom, vještine i kontakte. Iskusni anđeli također znaju da će možda morati čekati na povrat svoje investicije. Stoga mogu biti dobar izvor „pametnog i strpljivog“ kapitala (European Commission, 2024.). Anđeoski ulagači obično koriste vlastiti novac, za razliku od ulagača rizičnog kapitala, koji udružuju novac većeg broja ulagača. Iako su anđeli ulagači obično pojedinci, subjekt koji zapravo osigurava sredstva može biti društvo s ograničenom odgovornošću, poduzeće, zaklada ili investicijski fond. Poduzetnik može tražiti anđela investitora umjesto konvencionalnijeg financiranja. Uvjeti su obično povoljniji i zapravo, anđeo investitor ne očekuje da će dobiti novac natrag osim ako ideja ne uspije. Često traže vlasnički udio i mjesto u upravi. Svatko tko ima novca i želi osigurati sredstva za start-upe može biti anđeo investitor. Dočekuju ih poduzetnici gladni novca koji ne mogu dobiti uobičajene bankovne zajmove ili ne žele teret velikih dugova dok njihove ideje ne zažive (European Commission, 2024.). Investitori rizičnog kapitala - VC koriste goleme svote novca prikupljene od mnogih investitora. Imaju velik novac za potrošiti i obično ga troše samo na postojeće tvrtke za koje misle da imaju priliku ostvariti znatno veću zaradu. Na primjer, mogli bi kupiti trgovački

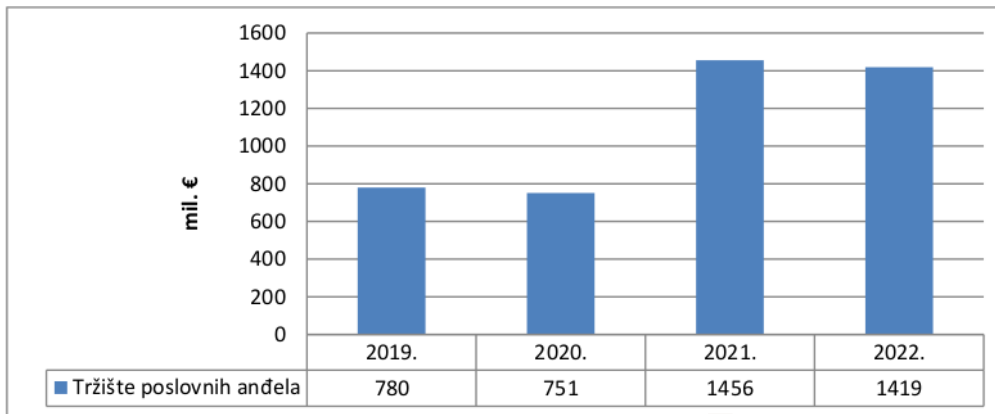
lanac na izdisaju s ciljem da ga revitaliziraju u sljedeće dvije godine. Anđeli investitori su drugačija vrsta. Oni su pojedinci koji žele uložiti vlastiti novac u dobre ideje u svojim najranijim fazama postajanja uspješnim tvrtkama. Oni ulažu vlastiti novac u nadi da će dobru ideju pretvoriti u stvarnost (Ganti, 2023.). Poslovni anđeli igraju važnu ulogu u gospodarstvu i ekonomiji. U većini europskih, ali i svjetskih zemalja, oni su drugi najveći izvor financiranja u start-up poduzeća i nove projekte, nakon obitelji i prijatelja. Oni su sve važniji kao pružatelji rizičnog kapitala i pridonose gospodarskom rastu i tehnološkom napretku (European Commission, 2024.).

Prema European Commission 2022., u posljednjih 10 godina zabilježen je snažan rast tržišta poslovnih anđela, što je vidljivo na grafičkom prikazu 1. Taj rast je rezultat više čimbenika i to: poboljšao se pristup samim informacijama i podacima o poslovnim anđelima, raste popularnost anđeoskih ulaganja diljem Europe te se sve više i više ulagača pridružuje mrežama poslovnih anđela. Također, istaknuto je i kako se aktivnost poslovnih anđela u Hrvatskoj počela razvijati relativno kasno te za to ne postoji poseban razlog. Malo je jakih i aktivnih mreža koje rade na poboljšanju broja poslovnih anđela, a jedna od njih je CRANE-<sup>1</sup> neprofitna udruga koja okuplja privatne investitore zainteresirane za ulaganja u inovativna poduzeća u njihovim ranim fazama razvoja.

Europska ulaganja anđela smanjila su se za 2,6%, od 2021. do 2022., s rekordnih 1.456 milijuna eura ulaganja, na 1.419 milijuna eura uloženi 2022.-.godine. Snažan rast u posljednjih 10 godina posljedica je više čimbenika. Ove brojke također treba promatrati u kontekstu 2021.g. godine koja je bila iznimna godina za anđeoska ulaganja s ogromnim rastom, kao i činjenice da je 2022.g. bila vrlo turbulentna, s ratom u Ukrajini koji je imao ogroman utjecaj na lokalna, regionalna i globalna tržišta. Jasno je da mreže<sup>23</sup> poslovnih anđela i dalje igraju ključnu ulogu u poticanju rasta tržišta anđeoskih ulaganja diljem Europe. Zahvaljujući poboljšanoj ponudi usluga, boljem tijeku poslova, povećanju baze ulagača i jačim partnerstvima, mreže poslovnih anđela će zasigurno i dalje igrati ključnu ulogu u ulaganjima diljem Europe.

### **Grafički prikaz 1.**

*Tržište poslovnih anđela u Europi (u milijunima eura)*



Izvor: izrada autorice prema podacima EBAN (2022.), dostupno na: <https://www.eban.org/eban-annual-statistics-compendium-for-2022/>

### 2.3. Crowdfunding

*Crowdfunding* se može definirati kao alternativni način financiranja projekata u kojem se novčani doprinosi, obično vrlo male vrijednosti, prikupljaju od mnogo ljudi putem internetskih platformi kako bi se podržala odabrana poduzetnička ideja (Čondić-Jurkić, 2015.). Individualne osobe direktno ulažu u projekte koje smatraju zanimljivima i održivima u budućnosti. Pozive uglavnom dobivaju putem Interneta, a zauzvrat očekuju financijska sredstva u obliku donacije ili zamjene za budući proizvod te u obliku nagrade ili dionica s pravom glasa (Ninčević Pašalić i Pepur, 2022.). S obzirom da *crowdfunding* koristi Internet kao glavni resurs, ne stvaraju se nikakvi dodatni troškovi, a objava projekta je zaštićena i sigurna, čime doprinose povećanju autentičnosti, legitimnosti organizacije kao i društvenog utjecaja. Također korištenjem Interneta, odnosno društvenih mreža i web-mjesta za grupno financiranje, *crowdfunding* iskorištava širok doseg ovih platformi kako bi povezoao ulagače i poduzetnike, te proširio grupe ulagača izvan tradicionalnog kruga vlasnika, obitelji i sl. (Smith, T., 2024.).

Prvi slučaj *crowdfundinga* zabilježen je 1997. godine kada je glazbena grupa iz Ujedinjenog Kraljevstva od obožavatelja online, prikupila novac za koncertnu turneju. ArtistShare, prva stranica za grupno financiranje, pokrenuta je tri godine kasnije te se ubrzo nakon toga počelo pojavljivati sve više platformi za *crowdfunding* tj. „masovno financiranje“. Platforme su iz početka bile uglavnom neregulirane, no nekoliko zemalja, uključujući i SAD, postavljaju određena pravila i ograničenja što dovodi do početaka formiranja platformi koje imamo i danas (Fundable, 2023.). Šire korištenje oblika financiranja i njegovo širenje omogućeno je sve većom dostupnošću Interneta i njegovom sve većom upotrebom od strane

poduzeća i kućanstava, što je zauzvrat omogućilo isplativo dosezanje velikog broja ljudi u isto vrijeme. Prema Shneor (2020.), ArtistShare platforma, osnovana u SAD-u 2003. g. bila je jedna od prvih modernih *crowdfunding* platformi na svijetu. Kroz ovu uslugu glazbenici su imali, i još uvijek imaju, priliku tražiti sredstva za pokrivanje troškova snimanja od široke publike, odnosno od vlastitih slušatelja i obožavatelja. Ovdje podupiratelji koji daju financijske doprinose dobivaju pravo na preuzimanje albuma (ili pjesme) izvođača nakon što je isti dovršen. Uspjeh ArtistSharea privukao je i druge igrače na tržište, od kojih su možda najpoznatije i najuspješnije platforme Indiegogo platforma osnovana 2008. i Kickstarter platforma osnovana 2009. godine. Kada je *crowdfunding* počeo postizati široki uspjeh, bilo je relativno jasno da će se sličan pristup koristiti i na tržištima kapitala za prikupljanje financiranja usmjerenog na ulaganja. Tijekom posljednjeg desetljeća na tržištu su se počele pojavljivati platforme koje nastoje omogućiti prikupljanje kapitala od investitora korištenjem prilika koje nudi Internet za prikupljanje i dijeljenje informacija o ulaganjima na lakši i brži način, uz pojednostavljenje procesa i korištenje standardnih uvjeta. Ovdje je cilj bio pojednostaviti, u mjeri u kojoj je to moguće, stjecanje financijskih sredstava iz prethodno teških i opterećujućih procesa korištenjem moderne tehnologije. Također, financijska kriza 2008. g. dovela je do porasta ulaganja putem *crowdfundinga*. Budući da bankovni zajmovi nisu bili dostupni, drugi izvori financiranja poput krugova prijatelja i obitelji pokazali su se nedostatnima, a tržišta kapitala i poslovni anđeli zahtijevali su više „profesionalnih investitora“ što je stvorilo jaz u kapitalu. Istodobno je razvijen World Wide Web 2.0 koji je omogućio bolju interakciju i komunikaciju među svojim korisnicima što je potaknulo napredak društvenih medija (MySpace, Facebook, LinkedIn), a zajedno i procvat cijelog niza web stranica poput Airbnb, Ubera, Blablacara i Groupona. Nedostatak izvora financiranja s jedne strane i mogućnost jednostavne komunikacije s velikim brojem ljudi s druge strane bili su vrlo inspirativni alati za ljude koji traže novac, a publika je odjednom postala važan investitor što je i dovelo do konačnog razvoja *crowdfundinga* (Đurđenić, 2016.).

Što se tiče *crowdfunding* platformi u Hrvatskoj, 2014. g. je osnovana Croinvest, prva hrvatska platforma za financiranje poduzetničkih, infrastrukturnih i društveno relevantnih projekata, s posebnim naglaskom na projekte koji se natječu za EU fondove. Platforma objedinjuje pet modela financiranja: donacije, nagrade, zajmove, vlasničke udjele i udjele u dobiti, a platformu mogu koristiti sve pravne i fizičke osobe koje žele ulagati u Hrvatskoj. Croinvest je nastao kao odgovor na trenutnu gospodarsku situaciju u Hrvatskoj, posebice u pogledu povlačenja EU fondova, jednog od strateških interesa Hrvatske. S obzirom na to da pojedincu može biti teško osigurati značajna sredstva za provedbu EU projekata, Croinvest smatra da su mikroinvesticije građana vrijedna alternativa za dobrobit svih društvenih dionika (Rončević i Šafarić, 2023.). Croenergy je prva hrvatska crowdfunding platforma specijalizirana za promicanje i

poticanje regionalnog održivog razvoj u provedbi energetske projekata korištenjem obnovljivih izvora energije i povećanjem energetske učinkovitosti, a osnovana je 2016. g. Ova platforma primjenjuje sve *crowdfunding* modele financiranja kao i Croinvest, a namijenjena je javnom, civilnom i poslovnom sektoru (ICFC, 2019.). Funderbeam SEE je osnovan 2016. g. i to je globalna platforma za financiranje i trgovanje dionicama. Omogućuje ulaganje u hrvatske i regionalne tvrtke koje surađuju sa Zagrebačkom burzom. Rončević i Šafarić (2023.) ističu da je misija Funderbeama poboljšati tradicionalne modele financiranja vlasničkim kapitalom i pružiti ulagačima podršku i sigurnost tijekom i nakon prikupljanja sredstava. Ulagačima daje kontrolu nad ulaganjima nudeći im izbor kada i gdje ulagati. Također, poslovna politika Funderbeama nalaže da svaki klijent mora razmotriti sve rizike povezane s ulaganjima dostupnim na platformi prije korištenja usluga platforme i donošenja odluka o ulaganju. Također je važno da klijent pažljivo bira projekte, s obzirom na to da početna ulaganja često propadaju, a ulagači bi trebali uložiti samo sredstva koja si mogu priuštiti izgubiti. Ne postoji jamstvo povrata uložених sredstava osim ako nije izričito navedeno. Capital.hr platforma ulaže u portfelj izgradnje nekretnina za preprodaju. Platforma ima za cilj izgraditi atraktivne lokacije s vrhunskim materijalima kako bi zarada investitora stalno rasla. Capital.hr se odnosi na CF kao investicijsko partnerstvo u kojem nekoliko investitora prikuplja proračun za provedbu projekta i zarađuje novac od njega prilikom prodaje ili iznajmljivanja. Capital.hr je olakšao ulaganje u komercijalne nekretnine ulagačima koji mogu diverzificirati svoje investicijske portfelje različitim vrstama ulaganja dostupnim većini ljudi (Rončević i Šafarić, 2023.).

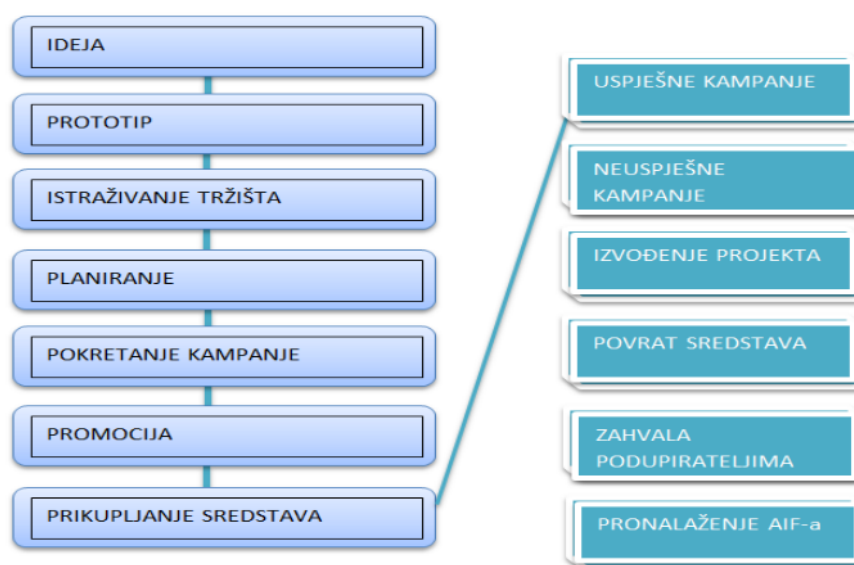
Platforme koje djeluje u Hrvatskoj provode uspješne projekte i prikupljaju značajna sredstva, a istovremeno promiču rad inovativnih inicijatora i upoznaju građane s novom vrstom financiranja.

Proces *crowdfundinga*, prema Mazzocchini i Lucarelli (2023.), počinje kada ponuditelj/poduzetnik razvije projektну ideju koju želi ponuditi tržištu i financirati putem *crowdfunding* platforme. *Crowdfunding* ima koristi od pristupa digitalnim platformama podržavajući poduzetnike u prevladavanju finansijskih ograničenja, posebno u početnim fazama. Nakon početne ideje slijedi razvoj prototipa proizvoda, ako je primjenjiv na projekt. Ako nije, faza razvoja prototipa proizvoda se preskače. Poduzetnik razvija prototip koji potencijalnim investitorima pokazuje izgled i funkcionalnost konačnog proizvoda. Kako bi se utvrdila potražnja za projektom i identificirala ciljana publika, provodi se istraživanje tržišta. Nakon istraživanja tržišta i identifikacije potencijalnih ulagača, sljedeća faza je planiranje. U ovoj fazi se postavljaju glavni ciljevi financiranja, određuju se nagrade ili pogodnosti za podupiratelje te se odabire *crowdfunding* platforma. Nakon svih ovih aktivnosti, kampanja će biti pokrenuta na odabranoj *crowdfunding* platformi (Mazzocchini i Lucarelli, 2023.). Ono što je najvažnije, projekt se mora istaknuti kako bi zaintrigirao javnost i potencijalne klijente. Da bi *crowdfunding* bio što uspješniji, potrebno je odraditi kvalitetnu

marketinšku aktivnost kao što je promoviranje putem društvenih medija, e-pošte, blogova i sl. na kojima se mogu pronaći potencijalni ulagači. Projekt će biti dovršen prikupljenim sredstvima ako kampanja uspije. Ako kampanja ne uspije, odnosno ako prikupljena sredstva nisu dovoljna za realizaciju projekta, inicijator kampanje može osmisliti i pokrenuti neku novu kampanju ili potražiti alternativne načine financiranja kao što su tradicionalni bankovni krediti, rizični kapital ili poslovni anđeli (Rončević, 2008).

### Slika 5.

Proces crowdfundinga



Izvor: izrada autorice prema Rončević, A., Šafarić, P., F. (2023.): Crowdfunding kao alternativa financiranju poduzetničkih pothvata.

Trenutno postoji preko 1000 platformi u svijetu. Četiri su glavne kategorije na kojima počivaju crowdfunding platforme. Tako se govori o modelima temeljenim na donacijama, nagradama, posuđivanju i vlasničkim udjelima (Hafner, 2017.). Donacije podrazumijevaju dobrovoljne priloge, odnosno da publika ne očekuje ništa zauzvrat već je poticaj za sudjelovanjem pomoć i želja za uspjehom projekta. Modeli temeljenih na nagradama, nude materijalne i nematerijalne darove, odnosno nagrade u obliku različitih usluga, proizvoda i sl. Model posuđivanja temelji se na zajmovima investitora koji svoje iznose dobivaju natrag nakon određenog vremenskog perioda. Ovakav se oblik najčešće koristi kod start-

upova, a od klasičnih zajmova ga razlikuje to što su kamate znatno manje nego kod bankovnih kredita. Model vlasničkih udjela je ograničen samo na pravne osobe te investitor od pokretača ove kampanje zauzvrat dobiva određeni udjel u poduzeću kojeg je financirao. Prema Blažević et al. (2017.), ovakav oblik financiranja je najprikladniji i potencijalno najuspješniji za nove start-upove koji traže relativno nisko financiranje za svoje pokretanje.

Osim pribavljanja kapitala, inicijatori pri odabiru *crowdfundinga* mogu uspostaviti veze s korisnicima i podupirateljima te od njih dobiti ohrabrenje i povratne informacije, a praćenje napretka drugih projekata putem društvenih medija omogućuje da njihov rad postane svjesniji. Također, inspiraciju crpe iz uspjeha drugih. Istraživanja pokazuju da je jedna od najvećih prednosti *crowdfundinga* činjenica da je njegovo funkcioniranje slično onom na društvenim mrežama, omogućujući inicijatorima osobni kontakti i komunikaciju s velikim brojem posjetitelja koji su zainteresirani za budućnost svojih projekata, a uz njih su i emocionalno vezani. To svakako ne vrijedi za bankovne zajmove, rizični kapital ili burze. *Crowdfunding* stoga ima implikacije koje nadilaze finansijsku i pravnu sferu te različite druge motivacije, uključujući privlačenje pozornosti i pristup povratnim informacijama (ispitivanje tržišta, validacija tržišta). *Crowdfunding* se može koristiti kao sredstvo za promociju, kao sredstvo za potporu masovnoj prilagodbi ili inovacijama temeljenim na korisnicima ili kao način za stjecanje boljeg znanja o preferencijama potrošača (Belleflamme i Lambert, 2014.). Postoji značajna razlika između platformi za *crowdfunding* i drugih oblika financiranja. *Crowdfunding* ima tri specifičnosti koje se ne mogu naći zajedno nigdje drugdje (Giudici et al., 2012.):

- prisutnost poticajne organizacije s kojom su povezani oni koji traže kapital (inicijatori) i oni koji posjeduju kapital (podupiratelji)
- izravna interakcija između poduzetnika i investitora
- pojava društvenih skupina među investitorima i poduzetnicima.

Iz slike 6 vidljiv je udio *crowdfundinga* u Europi u 2016. i 2017. godini. Prve tri zemlje, Francuska, Njemačka i Nizozemska, čine 45,6% obujma tržišta i sve su uspjele zadržati svoj status u obje godine, s tim da su Francuska i Nizozemska imale malo smanjenje u tržišnom udjelu, a Njemačka povećanje. Italija je uspjela postići snažnu stopu rasta od 89,4% te konkurira za ulazak među prve tri države. Ostale zemlje koje su imale veliku stopu rasta i također se približavaju vrhu su Švedska i Poljska. Na dnu tablice se nalaze zemlje sa negativnom stopom, tri balkanske (Bosna i Hercegovina, Makedonija te Crna Gora), te Bjelorusija, Cipar i Monako. Također, valja istaknuti i Dansku s negativnom stopom od 50,6% te padom s osmog mjesta na čak šesnaesto u jednoj godini. Hrvatska se nalazi na trideset i drugom mjestu, što je za jedno mjesto iznad nego u prethodnoj godini, te ima stopu rasta od 58,6%.



Slika 6.

Crowdfunding u Europi po zemljama (u tisućama eura) u 2017. i 2018.g.

Država	2017.				2018.		
	Mjesto	Iznos u €	Udio na tržištu	Stopa rasta	Mjesto	Iznos u €	Udio na tržištu
Francuska	1	661,370	19,6%	49,0%	1	443,980	21,6%
Njemačka	2	595,410	17,7%	85,0%	2	321,840	15,7%
Nizozemska	3	279,930	8,3%	44,2%	3	194,190	9,4%
Italija	4	240,660	7,1%	89,4%	6	127,060	6,2%
Finska	5	196,760	5,8%	38,3%	4	132,230	6,9%
Švedska	6	196,380	5,8%	127,1%	9	86,480	4,2%
Gruzija	7	173,280	5,1%	68,9%	7	102,580	5,0%
Španjolska	8	160,480	4,8%	22,6%	5	130,900	6,4%
Poljska	9	142,460	4,2%	273,5%	13	38,140	1,9%
Irska	10	106,790	3,2%	39,1%	11	76,790	3,7%
Latvija	11	92,200	2,7%	239,5%	16	27,160	1,3%
Belgija	12	90,900	2,7%	76,5%	12	51,490	2,5%
Estonija	13	81,240	2,4%	-1,5%	10	82,480	4,0%
Švicarska	14	77,100	2,3%	161,2%	15	29,520	1,4%
Litva	15	61,310	1,8%	131,8%	17	26,450	1,3%
Danska	16	43,470	1,3%	-50,6%	8	88,000	4,3%
Austrija	17	32,920	1,0%	52,5%	18	21,590	1,1%
Rusija	18	28,440	0,8%	496,2%	20	4,770	0,2%
Češka	19	26,500	0,8%	-15,7%	14	31,430	1,5%
Slovenija	20	14,610	0,4%	212,2%	21	4,680	0,2%
Norveška	21	11,790	0,3%	141,1%	19	4,890	0,2%
Bugarska	22	10,660	0,3%	678,1%	26	1,370	0,1%
Rumunjska	23	10,330	0,3%	782,9%	27	1,170	0,1%
Slovačka	24	10,170	0,3%	204,5%	23	3,340	0,2%
Portugal	25	8,730	0,3%	97,5%	22	4,420	0,2%
Turska	26	4,810	0,1%	663,5%	29	630	0,0%
Armenija	27	2,210	0,1%	414,0%	32	430	0,0%
Albanija	28	1,890	0,1%	6200,0%	41	30	0,0%
Ukrajina	29	1,760	0,1%	282,6%	31	460	0,0%
Grčka	30	1,640	0,0%	-29,0%	24	2,310	0,1%
Island	31	580	0,0%	-42,6%	28	1,010	0,0%
Hrvatska	32	460	0,0%	58,6%	33	290	0,0%
Malta	33	360	0,0%	100,0%	35	180	0,0%
Moldavija	34	360	0,0%	800,0%	40	40	0,0%
Srbija	35	360	0,0%	176,9%	36	130	0,0%
Kosovo	36	350	0,0%	-	-	-	0,0%
Luksemburg	37	190	0,0%	26,7%	34	150	0,0%
Mađarska	38	110	0,0%	-76,6%	30	470	0,0%
Lichtenštajn	39	80	0,0%	-	-	-	-
Makedonija	40	50	0,0%	-61,5%	38	130	0,0%
Monako	41	10	0,0%	-99,5%	25	1,930	0,1%
Bosna i Hercegovina	42	10	0,0%	-50,0%	42	20	0,0%
Cipar	43	10	0,0%	-87,5%	39	80	0,0%
Bjelorusija	44	1	0,0%	-99,2%	37	130	0,0%
Crna Gora	45	0	0,0%	-100,0%	43	20	0,0%
Andora	46	0	0,0%	0,0%	44	0	0,0%

Izvor: izrada autorice prema Schmidt, J. (2019.): Crowdfunding in Europe report, dostupno na:

<https://p2pmarketdata.com/articles/crowdfunding-europe/>

### 3. RAZVOJ PE I VC TRŽIŠTA U HRVATSKOJ

Prema HBOR (2022.), tržište Republike Hrvatske prvenstveno je fokusirano na tradicionalne izvore financiranja. Iako ne treba umanjivati nužnost takvog načina financiranja, potrebno je uložiti dodatan angažman u razvoju alternativnih načina financiranja prvenstveno zbog dugoročnog povećanja stabilnosti i dostupnosti financijskih sredstava. Posljednjih godina se ipak uočava iskorak u rastu i razvoju tržišta vlasničkog kapitala, no ono i dalje nije na razini dostatnoj za podmirenje zahtjeva domaćeg gospodarstva. Također, u posljednje vrijeme EU investira maksimalan napor u napredak tržišta vlasničkog kapitala s obzirom da pozitivni pomaci na ovom tržištu pozitivno utječu na razvoj gospodarstva u dugoročnom periodu.

Hrvatska udruga privatnog i rizičnog kapitala (HVCA) kao cilj ističe olakšanje u stvaranju pogodnog ozračja za ulaganja privatnog i rizičnog kapitala u Hrvatskoj i regiji. Uz to, HVCA nastoji poticati razvoj i promicanje investicijske kulture općenito. Osim što je aktivna u Hrvatskoj, HVCA promiče razvoj regionalne industrije privatnog i rizičnog kapitala (SEE i CEE). HVCA je središnje mjesto okupljanja svih članova industrije privatnog i rizičnog kapitala u Hrvatskoj. Svojim djelovanjem HVCA nastoji okupiti sve fondove privatnog i rizičnog kapitala sa sjedištem ili predstavništvom u Hrvatskoj. Redoviti članovi HVCA su Aymo Ventures, BlackPeak Capital, Blue Sea Capital, CEE Equity Partners, ECM Partners, Enterprise Investors te mnogi drugi. Članice HVCA-a upravljaju kapitalom većim od 3,2 milijarde eura. Investicije privatnog i rizičnog kapitala značajne su za hrvatsko gospodarstvo jer ulažu u propulzivne hrvatske tvrtke s potencijalom za brzi rast i otvaranje radnih mjesta (CVCA, 2023.)

#### 3.1. Pojava PE i VC

Početak zakonske regulative poslovanja *private equity* fondova seže u 2005. godinu kada je na snagu stupio Zakon o investicijskim fondovima. Investicijski fond podrazumijeva oblik zajedničkog ulaganja te se prilikom kupnje udjela u nekom fondu postaje suvlasnik s drugim ulagačima koji su kupili udjele u tom istom fondu. Društvo koje upravlja tim fondom, prikupljeni novac ulaže u skladu s unaprijed određenom strategijom ulaganja (HANFA, 2023.). Nadalje, investicijski fond se može podijeliti na alternativni investicijski fond (otvoreni i zatvoreni s pravnom osobnošću i bez pravne osobnosti) i UCITS fond. UCITS fond otvoreni je investicijski fond s javnom ponudom što znači da se novac prikuplja na temelju otvorene ponude za sve one koji žele ulagati, bili to mali ili profesionalni ulagatelji (HANFA, 2023.). Prema Zakonu o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18; NN 83/23) alternativni investicijski fond (AIF) osnovan je sa svrhom i namjenom prikupljanja sredstava javnom i privatnom ponudom od ulagača te

ulaganja tih sredstava u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja AIF-a, isključivo u korist imatelja udjela tog AIF-a. Otvoreni AIF je zasebna imovina koja nema pravnu osobnost a koju osniva i s kojom upravlja UAIF (društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima) u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja u AIF. Udjeli otvorenog AIF-a otkupljuju se na zahtjev ulagatelja na pod uvjetima određenim u prospektu i/ili pravilima AIF-a. Zatvoreni AIF s pravnom osobnošću je pravna osoba osnovana od strane UAIF-a u obliku d.d. ili d.o.o., dok je AIF bez pravne osobnosti zasebna imovina bez pravne osobnosti također osnovana od strane UAIF-a koji u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja upravlja fondovima.

Društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondom (UAIF) osniva se i posluje kao društvo s ograničenom odgovornošću ili dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, prema odredbama zakona kojim se uređuje osnivanje i poslovanje trgovačkih društava. Svakim AIF-om upravlja jedan UAIF koji je zadužen i odgovoran za osiguravanje usklađenosti s odredbama Zakona (NN 21/18; NN 110/21). Djelatnosti UAIF-a su (NN 21/18; NN 126/19):

1. „osnovna djelatnost- upravljanje AIF-om

2. pomoćne djelatnosti

- upravljanje portfeljem, prema odredbama zakona kojim se uređuje tržište kapitala
- investicijsko savjetovanje, u vezi s financijskim instrumentima prema odredbama zakona kojim se uređuje tržište kapitala
- pohrana i administriranje, u vezi s udjelima u investicijskom fondu
- obavljanje poslova servisera“.

Prva, šira prepoznatljivost private equity fondova (fond rizičnog kapitala) u Hrvatskoj može se smatrati osnivanjem PE/VC društva za upravljanje Quaestus Private Equity d.o.o. 2003. godine koje upravlja fondom Quaestus Private Equity Capital. Putem fonda Quaestus Private Equity Kapital izvršilo se sedam ulaganja, a prosjek trajanja vlasništva bio je osam godina. Ulaganja u uslužni sektor i proizvodnju hrane su imala manji prosjek ostanka u investiciji ( pet godina), a zdravstvene usluge i medicinski proizvodi veći prosjek (deset godina) (slika 7). Sva su ulaganja izvršena izravno te putem vlasničkog kapitala. Također, društvo za upravljanje navelo je kako su imali i neugodna iskustva s ulaganjima u obiteljska društva, iz tog razloga što je „obiteljskom poduzetniku“ teže objasniti da određeni dio svog udjela prepusti *private equity* fondu, što nije slučaj kod društava s rasprostranjenijom vlasničkom strukturom (Derenčinović Ruk, 2020.).

## Slika 7.

### Ulaganja fonda Quaestus Private Equity Kapital

QUAESTUS PRIVATE EQUITY KAPITAL					
Društvo	Sektor	Opis	Tip ulaganja	Datum ulaganja	Datum izlaska
Hospitalija trgovina d.o.o.	Veleprodaja medicinskih proizvoda	Distribucija medicinskih proizvoda	Vlasnički kapital	9/2004	11/2017
Metronet telekomunikacije d.o.o.	Telekomunikacije	Alternativni telekom	Vlasnički kapital	5/2005	6/2009
Tele2 d.o.o.	Telekomunikacije	Mobilni operater	Vlasnički kapital	5/2005	2/2017
Akromion d.o.o.	Zdravstvene usluge	Ortopedska bolnica	Vlasnički kapital	4/2007	4/2014
GFG Gustus d.o.o.	Uslužni	Restorani brze hrane	Vlasnički kapital	9/2007	4/2011
Hlad d.o.o.	Proizvodnja hrane	Proizvodnja smrznutog voća	Vlasnički kapital	4/2007	4/2017
Vulić%Vulić d.o.o.	Proizvodnja hrane	Proizvodnja smrznutog voća	Vlasnički kapital	3/2008	7/2014

20

Izvor: izrada autorice prema Derenčinović Ruk, M., (2020.): Private equity fondovi i hrvatsko iskustvo.

Ovaj fond je duži period bio jedini hrvatski fond rizičnog kapitala, točnije do 2008. godine kada se društvu za upravljanje Nexus private equity partneri odobrava osnivanje otvorenog alternativnog investicijskog fonda rizičnog kapitala Nexus Alfa. Naime, Hanfa u veljači 2008. godine dozvolu za rad izdaje društvu za upravljanje Nexus Private Equity Partneri d.o.o., koje je u kolovozu 2008. godine osnovalo svoj prvi PE fond Nexus Alpha. Ciljana veličina fonda bila je 400 milijuna kuna, a prikupljeno je oko 270 milijuna kuna (Derenčinović Ruk, 2020.). Prema prospektu fonda investicijski ciljevi fonda bili su:

- ostvarenje prosječne godišnje interne stope povrata (IRR) na uložena sredstva fonda za ulagatelje veću od 20 %
- s investiranjem sredstava stvoriti dodatnu vrijednost u društvu u koje ulaže
- osigurati utjecaj na upravljanje u društvima u koja se ulaže u svrhu ostvarivanja poslovnih planova od obostranog interesa
- osigurati visoki stupanj autonomije strategije izlaza
- ulaganjem u više različitih društava, na osnovu tržišta, sektora ili niša, diversificirati rizike

Iz slike 8, vidljiva su ulaganja fonda Nexus Alpha, koji je izvršio tri ulaganja u 2009. godini. Duljina trajanja ulaganja u dva od navedena tri društva iznosi čak devet godina, dok u trećem iznosi šest. Sva ulaganja odnosila su se na izravna, putem vlasničkog kapitala, a bili su u aspektu malog i srednjeg poduzetništva. Fond je u 2020.g. likvidiran nakon gotovo dvanaest godina poslovanja, a kao temeljne probleme koji su ispitani upitnikom o praksama upravljanja, društvo navodi transakcije s **povezanim osobama**, **neodgovarajuće utvrđena pravila korporativnog upravljanja te nedostatak kontrole u operativnoj provedbi** (Derenčinović Ruk, 2020.).

### Slika 8.

*Ulaganja fonda Nexus Alpha*

INSPIRIO ALPHA (NEXUS ALPHA)					
DRUŠTVO	SEKTOR	OPIS	TIP ULAGANJA	DATUM ULAGANJA	DATUM IZLASKA
<u>Aqua-Maritime d.o.o.</u>	Maloprodaja	Maloprodaja tekstila i dizajn	Vlasnički kapital	11/2009	7/2018
<u>Kozmo d.o.o.</u>	Maloprodaja	Maloprodaja kozmetike	Vlasnički kapital	12/2009	4/2015
<u>Promotehna d.o.o.</u>	Distribucija	Distribucija specijalizirane opreme za autoindustriju	Vlasnički kapital	6/2009	1/2018

20

Izvor: izrada autorice prema Derenčinović Ruk, M., (2020.): Private equity fondovi i hrvatsko iskustvo.

Tek 2011. godine industrija rizičnog kapitala doživljava uzlet kada je godinu ranije, na Vladinu inicijativu, osnovano pet novih fondova i to **fondova za gospodarsku suradnju** (Quaestus Private Equity Capital II, Prosperus FGS, Prosperus FGS II, Honestas FGS i Inspirio FGS) te tri nova društva za upravljanje (Šarić et al., 2018.). Prema HBOR (2022.), **Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS) su osnovani kao otvoreni investicijski fondovi koji posluju u skladu sa Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18; NN 83/23)**. Glavni ciljevi osnivanja bili su prevladavanje **teškoća u gospodarstvu**, eliminiranje negativnih učinaka globalne krize na hrvatsko gospodarstvo, uz stvaranje uvjeta za dugoročno održivi **gospodarski rast**, kao jedna od mjera za **gospodarski oporavak i razvitak kojima se potiče kreditna aktivnost**. Svrha osnivanja fondova bila je potaknuti razvoj **gospodarstva i ekonomije**, očuvati trenutna i stvoriti nova radna mjesta, ojačati postojeće gospodarske subjekte kao i pokrenuti nove gospodarske subjekte putem ulaganja dodatnog kapitala uz suradnju Vlade RH kao i zainteresiranih privatnih ulagača. Navedeni osnovani fondovi za gospodarsku suradnju bili su orijentirani na **različita sektorska područja** kao što su **turizam, prehrambena industrija, drvna industrija i energetika**. FGS-ovi su u razdoblju od deset

godina ostvarili 22 ulaganja putem pet fondova; Honestas FGS-a je imao samo jedno ulaganje, Quaestus FGS i Prosperus FGS II tri ulaganja, Prosperus FGS osam i Inspirio FGS sedam ulaganja (Derenčinović Ruk, 2020.).

Upravljanje fondovima za gospodarsku suradnju provode društva za upravljanje fondovima koja rade analize potencijalnih ulaganja te predlažu iste povjereničkom odboru, a povjerenički odbor zastupa ulagatelje u fondu. Također, povjerenički odbor potvrđuje odluku o izboru revizora poslovanja fonda, odlučuje o promjeni načela, ograničenja i sektora ulaganja, usvaja financijske izvještaje o poslovanju fonda, donosi odluku o otkazu društva za upravljanje i sl. (Derenčinović Ruk, 2020.). Vidljivo je da se kroz povjerenički odbor donose strateške odluke i da se na taj način upravlja fondom, a HBOR (2017.) navodi sedam ključnih koraka u postupku odlučivanja o ulaganju:

1. „Društva za upravljanje investicijskim fondovima donose prijedloge za konkretna ulaganja, koji sadrže pojedinosti o predloženom ulaganju te izračune sredstava potrebnih za investiciju FGS-ova
2. O tim prijedlozima odluku donose povjerenički odbori čiji su članovi predstavnici svakog od privatnih ulagača (mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, privatni poduzetnici iz financijskog i nefinancijskog sektora) te HBOR
3. Svaki prijedlog društva za ulaganje analiziraju stručne službe HBOR-a, te uprava ili nadzorni odbor nadležnom Ministarstvu gospodarstva, poduzetništva i obrta kao nalogodavcu predlaže kako glasovati na sjednici povjereničkog odbora
4. Odluka nadležnog ministarstva obvezujuća je za HBOR, i HBOR je ovlašten glasovati isključivo po zaprimanju nadležnog ministarstva
5. Nakon usvajanja odluke o ulaganju na povjereničkom odboru FGS-a, društvo za upravljanje poziva ulagače na uplatu sredstva za provedbu investicije
6. Ulagači uplaćuju sredstva u FGS sukladno visini svojih udjela, a FGS je dužan provesti investiciju striktno u skladu s odlukom povjereničkog odbora
7. Nakon provedbe investicije, društvo za upravljanje ulagačima dostavlja izjavu o sukladnosti provedenog ulaganja s odlukom povjereničkog odbora.“

Fondovi su pri osnivanju 2010. g., definirani na rok trajanja od 10 godina. Prema podacima Državnog ureda za reviziju (2023.), HBOR je Ministarstvu gospodarstva i održivog razvoja dostavio izvješće o ulaganjima FGS-a 2021. g. Navedeno je da fondovi nisu provodili nova ulaganja, te da su društva u portfelju četiri fonda prodana. Nadalje, u 2021. g., tri fonda za gospodarsku suradnju bila su likvidirana, a jedan je bio završen također u 2021. g. Nijedan fond više nije planirao daljnja ulaganja, a krajem 2021. g.

aktivan je bio samo jedan FGS koji je trajao do 2023. g. Prema Dozan (2021.), realizirano je znatno manje investicija nego što je planirano te je ukupan trošak ulaganja fondova, od njihovog osnivanja iznosio 1,09 milijardi kuna, a dio ulagatelja je dobio osjetno manje od uloženog. Za to se ističe par okolnosti koje nisu bile pogodne u periodu kada su FGS-ovi bili aktivni kao što produljena recesija u kojoj je Hrvatska sastavljala „kraj s krajem“ dulje od ostalih zemalja ali i pandemija COVID-19. Najveća očekivanja su bila od mirovinskih fondova kao najvećih domaćih investitora za koje se smatra da su bili nedovoljno aktivni u pogledu djelovanja unaprijed, uočavanja budućih situacija kao i u poduzetim akcijama i praćenju ulaganja. Također, u početku su upravljačke naknade bile visoke, oko 2% ukupno preuzetih obveza uplatitelja što je iznosilo oko 10 milijuna kuna godišnje. Kasnije, naknada je najprije bila smanjena a potom je njen obračun sveden na stvarno investirani kapital.

### 3.2. Trenutno stanje u Hrvatskoj

Hrvatska je postala upečatljivo središte za ulaganja privatnog i rizičnog kapitala. No ipak, uz impresivan rast i razvoj posljednjih godina, tržište kapitala je još uvijek nedovoljno razvijeno jer nema dovoljno privatnih ulagača da bi rast i razvoj bili kontinuirani. Prema Perko (2021.), u posljednje četiri godine napravljeni su znatni pomaci na području tržišta rizičnog kapitala čemu je najviše pridonio HBOR. Tako je omogućeno pokretanje osnivanja pet fondova čija veličina može doseći iznos veći od 300 milijuna eura, a od kojih je jedan za start-up poduzeća, tri za poduzeća koja se nalaze u zreloj fazi poslovanja te jedan za transfer tehnologija koji je ujedno prva takva platforma u EU. Iako su rezultati zadovoljavajući, potrebe tržišta još uvijek nisu zadovoljene te ostaje dosta mjesta za daljnji napredak. Što se tiče financiranja poduzeća u ranoj fazi, HBOR je pružio veliku potporu u osnivanju najvećeg start-up fonda u Hrvatskoj- Fil Rouge Capital. Fond je započeo s radom 2019. godine, a dosadašnji rezultati od ostvarenih 100 ulaganja u 2021. godini upućuju na svijetlu budućnost (HBOR, 2021.). Izvor ovih ulaganja je CROGIP (Hrvatski program za rast i ulaganje) koji je 2019. g. pokrenut od strane HBOR-a i EIF-a s ciljem da se malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj otvore novi pristupi izvora kapitala. Perko (2021.), također ističe kako su poduzeća i dalje prepuštena financiranju putem kredita ili vlastitog kapitala te i dalje treba raditi na razvoju alternativnih izvora financiranja za poduzeća.

U 2018. g. pokrenuta je Hrvatska inicijativa *venture capitala* (CVCi) temeljem ugovora o financiranju između Europskog investicijskog fonda (EIF) i Vlade Republike Hrvatske koju predstavlja Ministarstvo regionalnoga razvoja i fondova Europske unije (EIF, 2018.). CVCi je osnovan kako bi se riješio problem manjka sredstava u ranoj fazi poduzeća u Hrvatskoj (CVCA, 2023.). Fond se sastoji od 2 komponente

(Marović, 2020.): akcelerski program koji je posvećen <sup>6</sup> inovativnim start-upovima koji imaju samo poslovnu ideju ili prototip te VC ulaganja koja su namijenjena poduzećima koja već posluju i imaju prve kupce. Za osnivanje CVCi, bila su predviđena <sup>42</sup> sredstva u iznosu od 35 milijuna eura, a do danas je podržao više od 100 novoosnovanih poduzeća u njihovim fazama prije ostvarivanja prihoda i poduzeća koja su već prošla ranu fazu razvoja (CVCA, 2023.). Na osnovu ovog izvanrednog uspjeha, u rujnu 2023. g. EIF i <sup>37</sup> Ministarstvo regionalnog razvoja i fondova Europske unije Republike Hrvatske, potpisuju revolucionaran ugovor o financiranju koji je označio početak Hrvatske inicijative za *venture capital 2* (CVCi 2). Ova ambiciozna inicijativa vrijedna 80 milijuna eura, strateški je osmišljena za poticanje rasta inovativnih malih i srednjih poduzeća. Posebnost CVCi 2 je da ne ulaže direktno u novoosnovana poduzeća već takva ulaganja dodjeljuje neovisnim, privatnim i stručnim investicijskim timovima koji uz raspodjelu sredstava aktivno traže dodatan kapital od različitih investitora. Ovakvim načinom pojačava se utjecaj i doseg CVCi 2 u hrvatskom poduzetničkom okruženju (CVCA, 2023.).

Fond Prosperus Growth vezuje svoj interes ulaganja uz IT industriju, turizam, farmaceutsku industriju, obnovljivu energiju, zdravlje i upravljanje poslovnim procesima, a osnovan je 2020. godine. Većina kapitala ovog fonda <sup>35</sup> prikupljena je od institucionalnih investitora među kojima se kao ključni ističu mirovinski fondovi (Korda, 2020.). Društvo koje upravlja ovim fondom naziva se Prosperus Invest te je već pokazalo svoje znanje i kvalitetu u upravljanju. Glavna vizija društva je izabrati najbolje kompanije iz perspektivnih sektora te od njih napraviti lidere u svom sektoru (Tičić, 2021.). Još jedan fond osnovan 2020. godine bio je Adriatic Structured Equity Fund s društvom za upravljanje Provectus Capital Partners koje je do sada uložilo u pet kompanija (Provectus Capital Partners, 2024.). Prvo ulaganje bilo je u Keindl Sport, leadersku kompaniju u prodaji sportske opreme, zatim je ostvareno prvo ulaganje u domaćem dentalnom sektoru, u polikliniku Arena. Sljedeće ulaganje, koje će osigurati da znanstvena istraživanja dobiju svoje mjesto u gospodarstvu, bilo je u Transfer Technology Fond vrijednosti otprilike 40 milijuna eura (HBOR, 2021.). Ulaganjem u Vetti Group, kao najveću veterinarsku grupaciju u Hrvatskoj i regiji, omogućit će se otvaranje klinika diljem Hrvatske koje su potpuno opremljene za dijagnostiku, operacije i složene usluge, a posljednje ulaganje bilo je u Digitalnu Slikovnu Diagnostiku (DSD) sa sjedištem u Ptuj, koja se smatra liderom pružanja usluga radiološke dijagnostike u Sloveniji (Provestuc Capital Partners, 2024.).

U današnjem svijetu i ekonomiji, potrebna je stabilna i <sup>12</sup> čvrsta veza između znanosti i poduzetništva u smislu inovacija i prijenosa tehnologije kao glavnih inicijatora ekonomskog razvoja. Ono što čini prednost pred konkurencijom neke države u međunarodnoj podjeli rada jest upravo pristup tehnologiji i njezino kvalitetno korištenje u ekonomskim procesima. Stoga, 2018. g. osnovano je društvo Ascalia s ciljem



spajanja napredne tehnologije i poduzeća kako bi ona bila što učinkovitija. Stvorena je *smart-industry* kompanija koja nadograđuje stare strojeve u pogledu digitalizacije i učinkovitosti te ne postoji potreba za kupnjom, odnosno i za samom proizvodnjom nove opreme. Djeluju u različitim industrijama te im je primarni cilj da poduzeća uz isti broj djelatnika i opreme proizvode više proizvoda odnosno da poduzeća proizvode isti broj proizvoda uz smanjene troškove energenata i sirovina. Kompanija se proširila i van granica države, pa je tako ostvaren projekt s britanskom tvrtkom Sainsbury's, a danas Ascalia želi samo jedno- pozicionirati se kao predvodnik u sektoru digitalizacije i unaprjeđenja prodaje. Iako postoje određeni problemi, poput kašnjenja u opskrbnom lancu elektronike zbog velike potražnje i manjak zaposlenika, vizija je jasna te je jedini cilj ispuniti ju (HBOR, 2021.). Što se tiče patenata i tehnoloških rješenja, prema Perko (2021.), Hrvatska ne zaostaje u razvoju već u primjeni u gospodarstvu. Zbog nedostatka financijskih izvora i ulagača, mnoga inovativna rješenja i kvalitetni patenti uopće ne zažive stoga se HBOR što više zalaže kako do toga ne bi dolazilo.

### 3.3. VC/PE indeks atraktivnosti

Bez znanja o društveno-ekonomskom okruženju u određenoj zemlji, ne mogu se očitovati racionalne odluke o raspodjeli VC-a i PE-a od strane investitora. No, ulagači nadilaze potencijalne nedostatke znanja i poduzimaju sve što mogu, prije investiranja u određenoj zemlji, kako bi što bolje proučili značajke koje smatraju bitnima. Da bi prikupili što više podataka, potrebna je dubinska analiza neke zemlje, što je dugotrajno i skupo. Stoga, VC/PE indeks vodi institucionalne ulagače da riješe problem gdje rasporediti svoj kapital. Indeks je definiran od šest "ključnih pokretača" privlačnosti zemlje za ulagače u imovinu privatnog i rizičnog kapitala (Groh et al., 2023.):

1. **Ekonomska aktivnost- Veličina gospodarstva i razina zaposlenosti** pokazatelji su prosperiteta, broja i raznolikosti korporacija i opće poduzetničke aktivnosti, a time i očekivanog tijeka poslova VC-a i PE-a. Očekivanja gospodarskog rasta zahtijevaju ulaganja i pružaju obrazloženje za ulazak u mnoge zemlje u razvoju. Broj novih pothvata koji ispunjavaju uvjete za VC ulaganja povezan je s društvenim bogatstvom, ne samo zbog općenito boljeg pristupa financiranju, već i zbog većih prihoda među potencijalnim klijentima na domaćem tržištu. Ekonomska veličina i rast svakako su vrlo važni kriteriji za procjenu očekivanih prilika za transakcije i privlačnosti VC/PE zemalja.
2. **Dubina tržišta kapitala-** stanje na tržištu kapitala zemlje očito utječe na njezinu aktivnost VC-a i PE-a. Banke su potrebne za financiranje transakcija i kreditne linije, a veličina tržišta IPO-a ukazuje na potencijal za preferirani izlazni kanal, a IPO-i također potiču poduzetnički duh jer nagrađuju poduzetnike. To se može smatrati analognim veličini tržišta spajanja i preuzimanja,

koje također potiče poduzetničke menadžere i predstavlja drugi preferirani kanal prodaje VC/PE, kao i mogućnosti pronalaženja poslova.

3. Oporezivanje- iako je razumno predvidjeti da oporezivanje dohotka pokreće korporativnu aktivnost i stvaranje novih pothvata, teže je otkriti izravnu vezu s VC i PE ulaganjima. Općenito, razvijene zemlje imaju više porezne razrede, ali i više VC i PE ulaganja. To signalizira da same razine poreza ne utječu snažno na aktivnost VC-a i PE-a.
4. Zaštita ulagača i korporativno upravljanje- poslovanje postaje skupo bez odgovarajuće pravne zaštite i mogućnosti provedbe. PE i VC snažno su izloženi ovoj okolnosti jer se temelje na dugoročnim odnosima s institucionalnim ulagačima, gdje izvor ulaganja i zemlje domaćini mogu biti udaljeni i različiti. Ulagači se oslanjaju na svoje agente, a sami generalni partneri oslanjaju se na upravljačke timove koje podržavaju. Ulagači će odbiti dodijeliti kapital, ako ne mogu biti sigurni u zaštićenost njihovih potraživanja.
5. Ljudsko i društveno okruženje- kulture oblikuju individualnu orijentaciju i uvjete okoline, što može dovesti do različitih razina poduzetničke aktivnosti. Kako bi se potaknula rastuća industrija rizičnog kapitala, obrazovanje u školama, sveučilištima i istraživačkim institucijama igra važnu ulogu.
6. Poduzetnička kultura i mogućnosti dogovora- očekivanja u pogledu pristupa održivim ulaganjima vjerojatno su najvažniji faktor za međunarodne odluke o raspodjeli rizičnog kapitala. Posebno za segment u ranoj fazi, očekuje se da će broj i obujam ulaganja biti povezani s inovacijskim kapacitetom i rezultatima istraživanja u gospodarstvu.

**Slika 9.**

*VC/PE indeks atraktivnosti u Hrvatskoj*

<b>HRVATSKA</b>		
<b>Mjesto: 61/125, Rezultat: 46,6</b>	<b>MJESTO/125</b>	<b>REZULTAT</b>
Ekonomska aktivnost	76	68,1
<u>Dubina tržišta kapitala</u>	61	34,7
<u>Oporezivanje</u>	26	105,1
<u>Zaštita ulagača i korporativno upravljanje</u>	75	60,9
Ljudsko i društveno okruženje	93	25,6
Poduzetnička kultura i mogućnosti dogovora	46	54,9

Izvor: izrada autorice prema IESE Bussines school (2023.): VC/PE indeks. Dostupno na: <https://blog.iese.edu/vcpeindex/croatia/> (11.09.2024.)

Iz slike 9., vidljivo je da se od 125 promatranih zemalja prema VC/PE indeksu, Hrvatska nalazi na solidnom šezdeset prvom mjestu s rezultatom od 46,6 bodova. Također, valja naglasiti kako je u segmentu oporezivanja, Hrvatska na visokom 26 mjestu s rezultatom od 105,1, dok najmanji rezultat postiže u segmentu ljudskog i društvenog okruženja s 25,6 i 93. mjestom od 125 promatranih zemalja. Postojanje prosperitetne tržišne infrastrukture i investicijskog okruženja VC i PE zahtijeva mnoge socioekonomske i institucionalne preduvjete. Pretpostavimo da nekoliko zemalja u usponu još nije dovoljno zrelo u smislu svog socioekonomskog razvoja da bi podržalo poslovni model VC-a i PE-a pa prerano ulaganje u te zemlje nije dobra strategija. Stoga, indeks prati društveno-ekonomski i institucionalni razvoj zemalja i otkriva poboljšanja te ulagačima omogućuje da bolje promatraju strana tržišta i prepoznaju dobar trenutak za ulaganje (Groh et al., 2023.).

#### 4. ANALIZA PE I VC TRŽIŠTA U HRVATSKOJ ZA RAZDOBLJE OD 2015. DO 2023.

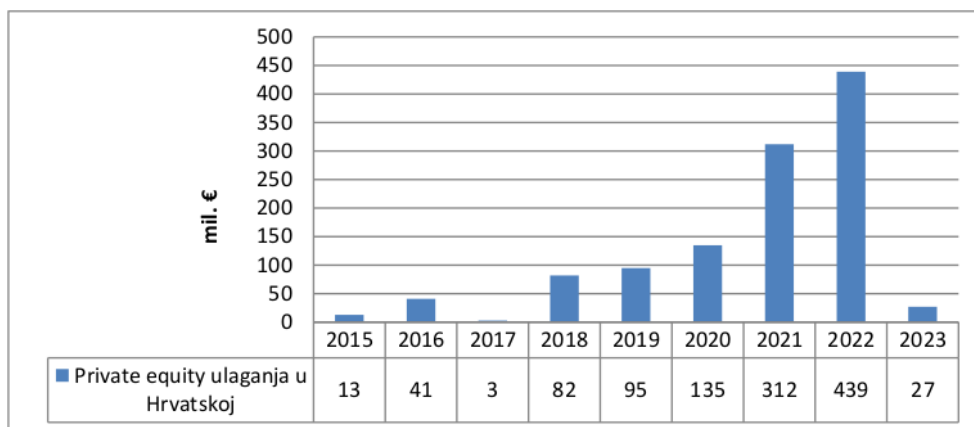
Analiza PE/VC tržišta napravljena je koristeći dostupne podatke iz Invest Europe publikacija te CVCA izvješća – Hrvatska Private Equity i Venture Capital Asocijacija. Analiza za Hrvatsku obuhvaća period od 2015. do 2023. godine.

##### 4.1. Private equity ulaganja

Prema grafičkom prikazu 2, ulaganja privatnog kapitala u Hrvatskoj u 2015. godini iznosila su 13 milijuna eura, zatim slijedi rast na 41 milijun eura, a u 2017. g. pad na 3 milijuna eura što je u promatranom periodu daleko najniži iznos. Zatim slijedi konstantni rast u narednih pet godina. U prve dvije od tih pet godina, tj. u 2018. i 2019. godini, zabilježen je značajan pomak u odnosu na 2015. godinu. U 2018. g. ulaganja su porasla s 3 milijuna na čak 82 milijuna, a u 2019. na 95 milijuna. Zatim slijedi blagi rast u 2020. g. na 135 milijuna, a u 2021.g. na čak 312 milijuna eura.

##### Grafički prikaz 2.

*Private equity ulaganja u Hrvatskoj od 2015.-2023.g.*



Izvor: izrada autorice prema podacima Central and Eastern Europe Private Equity Statistics (2017., 2020., 2023. g.)

2022. godina prikazuje čak 439 milijuna eura private equity ulaganja, što je za nevjerojatnih 436 milijuna eura više nego u prvoj promatranoj 2015. godini. Zatim slijedi nešto, s obzirom na prethodan trend rasta, vrlo neočekivano. U 2023. godini bilježi se samo 27 milijuna eura ulaganja, što je za 412 milijuna manje nego u prethodnoj godini. Dakle, nakon snažnih godina ulaganja sredstava od 2017.-2022. godine, teško

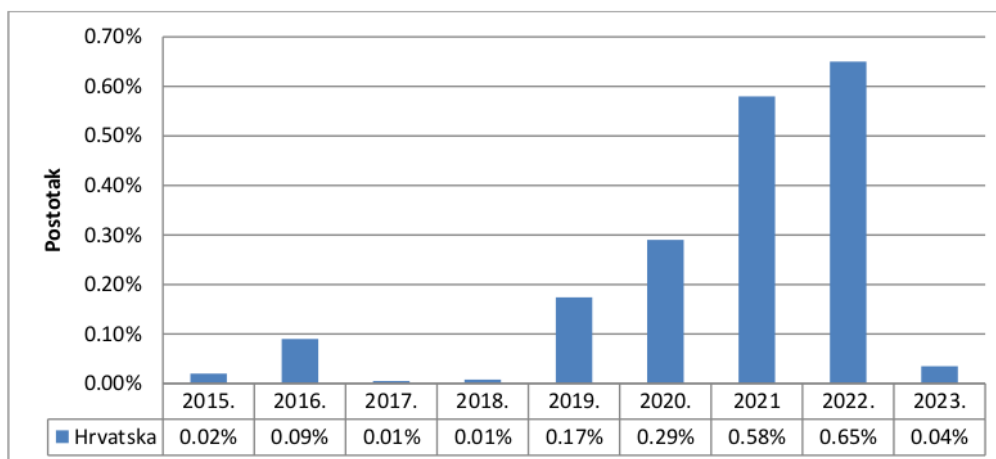
globalno okruženje i utjecaj rata u Ukrajini, doveli su do smanjenja ukupnog ulaganja sredstava kako u Hrvatskoj tako i u ostalim zemljama srednje i istočne Europe. Prema podacima Invest Europe (2023.), u Europi je došlo do smanjenja za 53% ukupnih *private equity* ulaganja u 2023. godini, a ukupan iznos ulaganja srednje i istočne Europe smanjio se s 0,9% na 0,6%.

#### 4.2. Private equity investicije kao postotak BDP-a

BDP su svi finalni proizvodi i usluge proizvedeni unutar neke zemlje u određenom periodu (godina, kvartal i sl.) Npr. ako odemo u restoran i pojedemo večeru, popijemo piće i pojedemo desert, prilikom plaćanja računa mi smo pridonijeli hrvatskom BDP-u. U ovom grafičkom prikazu je tako prikazano koliki je udio PE investicija u odnosu na BDP-a. Trenutno, u 2023. godini BDP u Hrvatskoj iznosi 76.472 mil. eura dok je u 2015. godini iznosio 45.211 mil. eura.

#### Grafički prikaz 3.

Investicije kao postotak BDP-a od 2015.-2023. godine u Hrvatskoj



Izvor: izrada autorice prema podacima Central and Eastern Europe Private Equity Statistics (2017., 2020. i 2023. g.)

Na prikazanom grafu 3, vidljivo je kako u 2015. godini % PE ulaganja u odnosu na BDP iznosi 0,02%. U sljedećoj godini, 2016., bilježi se rast promatranog postotka te on sada iznosi 0,09%. U naredne dvije godine zabilježen je pad postotka PE ulaganja na 0,01%. Zatim, od 2019. g. slijedi znatni rast na 0,17%, u 2020. g. na 0,29%, u 2021. g. na 0,58% te u 2022.g. na najveći iznos postotka u ovom promatranom razdoblju a to je 0,65%. U zadnjoj promatranoj godini u ovom periodu, postotak PE ulaganja u odnosu na

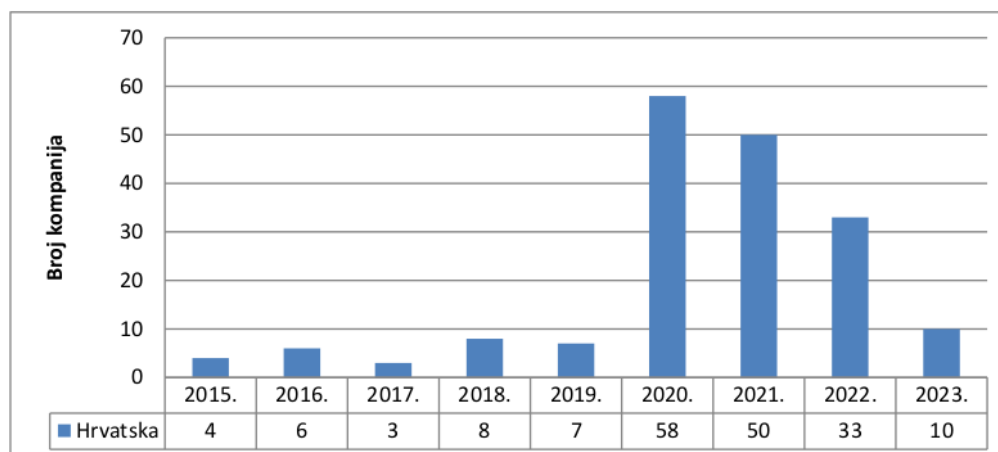
BDP znatno opada na 0,04 % zbog razloga kao u prethodnom grafu. Također, valja istaknuti kako je u 2022. g. Hrvatska, uz Estoniju, imala najveći postotak PE ulaganja u odnosu na BDP te je postotak bio veći i od europskog prosjeka (0,63%). Sve ostale zemlje Srednje i Istočne Europe su daleko ispod tog prosjeka s tek 0,131% BDP-a. Hrvatska je, dakle, pet puta bolja od prosjeka regije i mrvicu bolja od Europe (Marović, 2023.).

#### 4.3. Private equity godišnja ulaganja po broju poduzeća

Grafički prikaz 4. donosi prikaz *private equity* ulaganja u Hrvatskoj po broju poduzeća, odnosno u koliko su poduzeća uložili *private equity* ulagači u periodu od 2015.-2023.g.

##### Grafički prikaz 4.

*Private equity godišnja ulaganja po broju poduzeća u Hrvatskoj*



Izvor: izrada autorice prema podacima Central and Eastern Europe Private Equity Statistics (2017., 2020. i 2023. g.)

Iz grafa 4, vidljiv je broj poduzeća koja su primila PE ulaganja u periodu od 2015.-2023. godine. U 2015. godini samo 4 kompanije primaju ulaganja, a u 2016. g. nešto malo više, odnosno šest poduzeća. U 2017. slijedi pad na tri poduzeća koja su primila ulaganja privatnog kapitala što je i najmanji broj u ovom promatranom periodu. Sljedeće godine u promatranom periodu, 2018. i 2019. g., bilježe ponovni blagi rast na osam odnosno sedam poduzeća u koje je uloženi *private equity* kapital. U naredne dvije godine zabilježen je najveći rast broja poduzeća u koje je uloženo, u 2020. godini na pedeset osam poduzeća, što je daleko najveći broj u odnosu na ostale godine, te u 2021. godina na broj od pedeset poduzeća. U 2022.

godini opet je zabilježen pad na trideset i tri poduzeća i u 2023. g. na deset poduzeća koja su primila PE ulaganja.

#### 4.4. *Private equity* ulaganje prema fazama razvoja

U tablici 1. dana su ulaganja u poduzeća u pet faza: sjemenska, start-up poduzeća, kasna faza, faza rasta te *buyout*. Podaci su u tisućama eura.

U sjemenskoj fazi, Hrvatska u prve tri godine od promatranih kao i u petoj godini nema nikakvih ulaganja, što nije ni čudno jer se u ovim godinama još nije ni previše znali ni vjerovalo *private equity* ulaganjima, a isto tako valja naglasiti da poduzeće u ovoj fazi tek započinje s poslovanje, odnosno još istražuje i ulagačima nije lako odlučiti se za ulaganje u ovoj fazi. U 2018. godini dogodilo se prvo ulaganje u sjemenskoj fazi u iznosu od 0,3 milijuna eura, a zatim slijedi 2020. godina s 4,5 milijuna eura ulaganja. U godinama od 2021. do 2023. g. ulaganja su ipak dosta veća te dosežu iznose od 6,4 milijuna eura što je i najviši iznos koji je dosad bio uložen i 5.5 milijuna eura u 2022. godini. U 2023. godini zabilježen je blagi pad te se iznos snizio na 2,3 milijuna eura. Slijedi start-up faza, odnosno poduzeća koja su tek krenula s poslovanjem. U 2018. g. uložen je 1 milijun eura, zatim slijedi rast na 4,1 milijuna eura u 2016. g. U sljedeće dvije godine promatranog razdoblja, 2017. i 2018. g., iznosi ulaganja u ovu fazu poduzeća iznosili su 2,6 i 1,5 milijun eura. U 2019. g. zabilježen je najmanji iznos ulaganja od 0,5 milijuna eura, a onda slijedi veliki rast u naredne 3 godine na iznose od 4,3 milijuna eura u 2020. g., 3 milijuna eura u 2021. g. i najvećih 4,8 milijuna eura u 2022. godini. Na kraju promatranog razdoblja, u 2023. iznos ulaganja u start-up fazu poduzeća iznosio je 2,1 milijuna eura.

**Tablica 1.**

*Ulaganja prema fazama private equity-a u Hrvatskoj od 2015.-2023.g.*

Ulaganja prema fazama private equity-a u Hrvatskoj ( u milijunima €)									
Godina ulaganja	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.
Sjemenska faza	0	0	0	0,3	0	4,5	6,4	5,5	2,3
Start up poduzeća	1	4,1	2,6	1,5	0,5	4,3	3	4,8	2,1
Kasna faza	0	0	0	0	0,7	0,9	22	4,8	0

<b>Faza rasta</b>	11,5	0	0	7,6	18,2	102,6	143	410,4	0
<b>Preokret</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zamjenski kapital</b>	0	10,1	0	0	0	0	0	0	0,7
<b>Buyout</b>	0	27,2	0	72,2	75	23	136,4	13,1	22,4

Izvor: izrada autorice prema podacima Central and Eastern Europe Private Equity Statistics (2016., 2017., 2019., 2021. i 2023. g.)

U kasnoj fazi prve četiri godine su bile bez ikakvog ulaganja, zatim slijede 2019. i 2020. godina s malim pomakom na iznose od 0,7 i 0,9 milijuna eura. U 2021. g. zabilježen je najveći iznos ulaganja u kasnoj fazi a to je 22 milijuna eura, a onda slijedi pad na 4,8 milijuna eura u 2022. g. U posljednjoj promatranoj godini, 2023., nije bilo ulaganja. Slijedi faza rasta koja je za ulagače najprivlačnija. Tada je tvrtka već dugo u usponu i povećava se obujam posla. Prema prikazanom grafu, 2016. i 2017. godina su bile godine bez ulaganja dok je u 2015. g. zabilježen iznos od 11,5 milijuna eura a u 2018. g. 7,6 milijuna eura. Nadalje, 2019. i 2020. g. bilježe rast te tako iznosi dosežu 18,2 i 102,6 milijuna eura. Sljedeće dvije godine, 2021. i 2022., bilježe najveće iznose ulaganja u ovoj fazi a to su 143 milijuna eura u 2021. g. i 410,4 milijuna eura u 2022. godini. U 2023. godini nisu zabilježena ulaganja u fazi rasta poduzeća. U fazi preokreta i zamjenskog kapitala, ulaganja su jako rijetka. Faza preokreta u promatranom periodu ne bilježi ni jedno ulaganje, a zamjenski kapital, odnosno faza od javnog do privatnog, bilježi ulaganje u 2016. g. od 10,1 milijun eura i u 2023. g. od 0,7 milijuna eura. U zadnjoj fazi *buyout*-a, 2015. i 2017. g. ne bilježe ulaganja, a do 2020. g. iznosi su varirali od 23 milijuna eura do 75 milijuna eura. 2021. godina ističe se od ostalih s daleko najvećim iznosom ulaganja od 136,4 milijuna eura, a u posljednje dvije godine promatranog razdoblja uloženo je 13,1 i 22,4 milijuna eura u *buyout* fazu poduzeća. Proučavajući ovu tablicu može se zaključiti kako je Hrvatska najviše uložila u fazu rasta 2021. godine a najmanje u fazu preokreta.

#### 4.5. Ukupna izlazna vrijednost

U grafičkom prikazu 5. prikazane su izlazne vrijednosti iz poduzetih investicija u Hrvatskoj u periodu od 2015.-2023. g. U 2015. i 2016. g. izlazne strategije iz poduzete investicije iznose 13 milijuna eura, dok su u sljedeće tri promatrane godine jako male ili nikakve. U 2017. g. nema izlaza iz poduzetih investicija, u 2018. g. izlazna vrijednost iznosi 2 milijuna eura, a u 2019. g. 1 milijun eura. U 2020. g. slijedi nagli rast na

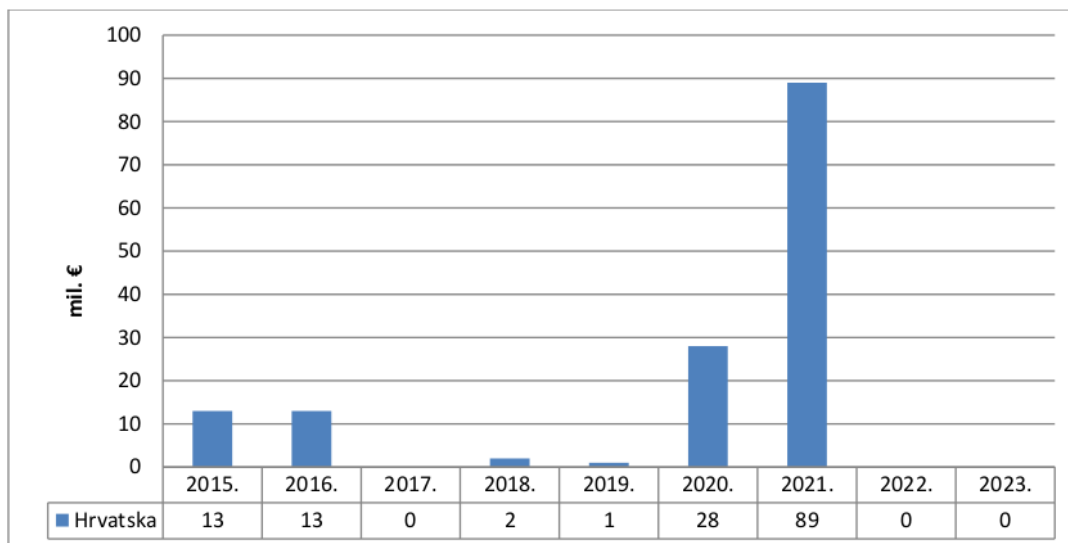


28 milijuna eura a u 2021. g. izlazne vrijednosti iz poduzetih investicija dosežu čak 89 milijuna eura. U posljednje dvije godine promatranog razdoblja nije bilo izlaza iz poduzetih investicija.

Krajnji cilj svih PE investitora je ostvariti povrat ulaganja nakon određenog vremena. Izlazak je proces kojim PE tvrtke likvidiraju svoju imovinu i stoga je prirodan dio životnog ciklusa PE transakcije. Broj uspješnih izlaza koje je postigla PE tvrtka snažno utječe na njezinu sposobnost privlačenja investitora i prikupljanja sredstava.

#### Grafički prikaz 5.

Izlazna vrijednost investicija



<sup>3</sup> Izvor: izrada autorice podacima Central and Eastern Europe Private Equity Statistics (2017., 2020. i 2023. g.)

## 5. ZAKLJUČAK

<sup>3</sup> *Private equity i venture capital* važan su segment europskog gospodarstva prisutan u svakoj regiji i svakom većem poslovnom sektoru. Pružaju alternativni mehanizam ulaganja tradicionalnom bankarskom sustavu koji rizike smatra prevelikim. Društva privatnog kapitala pomažu u izgradnji boljeg poslovanja jačanjem upravljanja, poboljšanjem poslovanja i širenjem na nova tržišta. Tvrtke privatnog i rizičnog kapitala podupiru milijune radnih mjesta visoke vrijednosti pokrećući prosperitet i rast u procesu dugoročnih ulaganja u mala, srednja i velika poduzeća.

Scena privatnog i <sup>6</sup> rizičnog kapitala u Hrvatskoj razvija se u posljednjih 30 godina i postaje <sup>41</sup> alternativa tradicionalnim izvorima financiranja poduzeća. Ipak, uz impresivan rast i razvoj posljednjih godina to još uvijek nije dostatno te Hrvatska znatno zaostaje za drugim europskim zemljama u ovakvoj vrsti <sup>8</sup> financijske industrije, ali postoji veliki potencijal za daljnji rast i razvoj. Hrvatska banka za obnovu i razvoj (HBOR), koja je <sup>8</sup> aktivno poticala razvoj ponude alternativnog financiranja za poduzetnike posljednjih nekoliko godina, također doprinosi razvoju alternativnih izvora financiranja. Poticanjem gospodarskog oporavka uz povećanje privatnih ulaganja, smanjenjem regulatornih i administrativnih ograničenja, ubrzavanjem razvoja digitalnog gospodarstva, poticanjem istraživanja te razvojem i inovacijama, udio PE i VC ulaganja u hrvatske tvrtke može samo rasti.

Analiza ovog rada prikazuje PE/VC tržište u Hrvatskoj u razdoblju od 2015.-2023. godine. Period od 2019.-2022. godine donosi najbolje rezultate na svim promatranim područjima. Najveći broj poduzeća u koje se uložilo u jednoj godini bio je u 2020. g., investicije kao postotak BDP-a dosežu maksimum u 2022. g., dok su ukupna ulaganja svoj najveći iznos također dosegla u 2022. g. Razdoblje je to pandemije Covid-19 te je važno istaknuti kako su poduzeća održala te čak i poboljšala svoje rezultate u ovom periodu. *Private equity* se najviše ulagao u fazu rasta i *buyout*, a izlazne vrijednosti iz poduzetih investicija dosežu čak 89 milijuna eura u 2021. godini.

<sup>1</sup> Uviđajući kako poduzeća teško dolaze do kapitala potrebnog za pokretanje posla, daljnje razvijanje *private equity* tržišta uvelike bi pridonijelo jačanju hrvatskog gospodarstva. Hrvatska ima veliki potencijal za širenje i korištenje *private equity* tržišta, ali država treba poticati korištenje ovakvih načina financiranja kako bi se osigurala odgovarajuća sredstva za pomoć pri rastu poduzetničkih aktivnosti te kako bi poduzeća što više koristila ovakav način financiranja.

## LITERATURA

- Ackah, J. and Vuvor, S. (2011). The Challenges faced by Small & Medium Enterprises (SMEs) in Obtaining Credit in Ghana. School of management.
- Baeck, P., Collins, L. and Zhang, B. (2014.). Understanding alternative finance. The UK Alternative Finance Industry Report. University of Cambridge. 12-16.
- Belleflamme, P., Lambert, T. (2014). Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings. *Revue Bancaire et Financière*. 288–296.
- Bernstein, S., Korteweg, A., i Laws, K. (2017.). Attracting early-stage investors: Evidence from randomized field experiment. *The Journal of Finance*, 72(2), 509-538.
- Blažević I., Tranfić I. i Lauš K. (2017.). Crowdfunding anonymus. Domaća iskustva i izazovi. Zagreb: Gong Zaklada Solidarna.
- Bradford, C. S. (2012.). Crowdfunding and the Federal Securities Laws, College of Law, Faculty Publications,119,1-150. Dostupno na: <https://digitalcommons.unl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1118&context=lawfacpub> (30.07.2023.)
- Cherif, M., i Elouaer, S. (2008). Venture capital financing: A theoretical model. *The Journal of Applied Business and Economics*, 8(1), 56.
- Cherif, M. i Gazdar, K. (2011). What Drives Venture Capital Investments in Europe? New Results from a Panel Dana Analysy. u *Journal of Applied Business and Economics*. Vol. 12. (3).
- CVCA (2023.): Hrvatska inicijativa za Venture Capital 2. Dostupno na: <https://cvca.hr/hr/hrvatskainicijativa-za-venture-capital-2-cvci-2/> (26.09.2024.)
- Čondić-Jurkić, I. (2015). Crowdfunding–što znamo o alternativnom izvoru financiranja?. *Notitia-časopis za održivi razvoj*. 1(1), 71.str.
- Derenčinović Ruk, M. (2020.). Private equity fondovi i hrvatsko iskustvo; Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu. 70 (6), 783-824.

- Dozan, J. (2021). FGS-ovi prodaju zadnje investicije, bliži se svođenje računa. Dostupno na: <https://www.poslovni.hr/trzista/fgs-ovi-prodaju-zadnje-investicije-blizi-se-svodenje-racuna4300150> (24.09.2024.)
- Državni ured za reviziju, (2023.). Izvešće o obavljenoj financijskoj reviziji. Ministarstvo gospodarstva i održivog razvoja. Republika Hrvatska.
- Đurđenić, K. (2016.). Crowdfunding – Croatian legal perspective and comparison to other sources of financing Public sector economics 41 (2), 259-287.
- EBAN (2019.). Poslovni anđeli u Europi. Dostupno na: <https://www.eban.org/page/2/?s=business+angels+in+europe+2019> (10.08.2024.)
- EIF (2018.). Croatian Venture Capital Initiation. Dostupno na: [https://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/CVCiFoF/index.htm](https://www.eif.org/what_we_do/resources/CVCiFoF/index.htm) (25.09.2024.)
- European comission (2024.). Business angels. Dostupno na: [https://singlemarketeconomy.ec.europa.eu/access-finance/policy-areas/business-angels\\_en](https://singlemarketeconomy.ec.europa.eu/access-finance/policy-areas/business-angels_en) (06.09.2024.)
- Figar, N. (2010.). Uloga „poslovnih anđela“ u financiranju malih i srednjih poduzeća. Ekonomski fakultet u Nišu.
- Filipović, A. M. (2015.). Financiranje putem crowdfundinga– Prošlost, sadašnjost i budućnost. Dostupno na: <https://poslovnipuls.com/2015/05/07/crowdfunding-povijest/> (11.08.2024.)
- Folus, D. i Boutron, E. (2015.). Exit strategies in private equity. University of Paris Ouest Nanterre La Défense.
- Fraser-Sampson, G. (2010). Private Equity as an Asset Class. A John Wiley & Sons, Ltd.
- Fundable (2017.). The history of crowdfunding. Dostupno na: <https://www.fundable.com/crowdfunding101/history-of-crowdfunding> (30.7.2024.)
- Ganti, A. (2023.). Angel Investor: Definition and How It Works. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/a/angelinvestor.asp> (21.08.2024.)

- GetProven (2024.). Understanding the Difference Between Private Equity and Venture Capital Firms. Dostupno na: <https://www.getproven.com/blog/differencebetweenprivateequityandventurecapitalfirms> (10.09.2024.)
- Giudici, G., Nava, R., Lamastra, C. i Vereco, C. (2012). Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurships? Department of Management. Production and Industrial Engineering Politecnico di Milano.
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., i Strebulaev, I. A. (2016). How Do Venture Capitalists Make Decisions? National Bureau of Economic Research. No. 22587
- Gompers, P., Kaplan, S. N., i Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? Journal of Financial Economics. 121(3), 449-476.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. i Scharfstein, D. (2010). Performance persistence in entrepreneurship. Journal of Financial Economics. 96(1), 18–32.
- Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser K., i Biesinger, M. (2023.). The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2023. 11th Edition.
- Hall, J. i Hofer, C. W. (1993.). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. Journal of business venturing. 8(1), 25-42.
- Hafner, H. (2017.). Crowdfunding u Hrvatskoj. Dostupno na: <http://www.crowdfunding.hr/infografika-crowdfunding-u-hrvatskoj-2016-3620> (10.07.2024.)
- Hafner, H. (2017.). Vodič za crowdfunding. Udruga za razvoj civilnog društva SMART. Hrvatski klaster konkurentnosti kulturnih i kreativnih industrija. Rijeka.
- HANFA (2023.). Investicijski fondovi. Dostupno na: [https://www.hanfa.hr/potrosaci/financijskeusluge/investiranje-i-trziste-kapitala/investicijskifondovi/#:~:text=UCITS%20fond%20\(engl.,vi%20mali%20ili%20profesionalni%20ulagatelji](https://www.hanfa.hr/potrosaci/financijskeusluge/investiranje-i-trziste-kapitala/investicijskifondovi/#:~:text=UCITS%20fond%20(engl.,vi%20mali%20ili%20profesionalni%20ulagatelji) (25.09.2024.)

- HBOR (2022.). Fondovi rizičnog kapitala. Alternativni načini financiranja. Kako do ulaganja u rast i razvoj poslovanja? Fondovi rizičnog kapitala. Dostupno na: <https://www.hbor.hr/fondovi-rizicnogkapitala/622> (28.7.2024.)
- HBOR (2022.). Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS). Dostupno na: <https://www.hbor.hr/fondovizagospodarsku-suradnju-fgs/431> (28.08.2024.)
- HBOR (2017.). Način funkcioniranja ulaganja putem FGS-ova. Dostupno na: <https://www.hbor.hr/nacinfunkcioniranja-ulaganja-putem-fgs-ova-hbor-ova-uloga-ovim-ulaganjima> (24.09.2024.)
- HBOR, (2022.). Poticanje razvoja tržišta vlasničkog kapitala. Dostupno na: <https://www.hbor.hr/poticanje-razvoja-trzista-vlasnickog-kapitala-u-republicihrvatskoj/807> (30.7.2024.)
- ICFC (2016.). Crowdfunding platforme. Dostupno na: <https://crowdfundingvision.com/projekti/crowdfunding-platforme/> (23.09.2024.)
- IESE Bussines school (2023.). VC/PE indeks. Dostupno na: <https://blog.iese.edu/vcpeindex/croatia/>(28.08.2024.)
- Invest Europe (2015.). CEE Private Equity statistics. Dostupno na: <https://www.investeurope.eu/media/1220/invest-europe-cee-statistics-2015.pdf> (31.7.2024)
- Invest Europe (2016.). CEE Private Equity statistics. Dostupno na: [investeurope\\_cee\\_privateequitystatistics2016\\_24082017\(1\).pdf](https://www.investeurope.eu/media/1220/invest-europe-cee-private-equity-statistics-2016-24082017-1.pdf) (01.08.2024)
- Invest Europe (2017.). CEE Private Equity statistics. Dostupno na: [investeuropeceeactivityreport201705072018.pdf](https://www.investeurope.eu/media/1220/invest-europe-cee-private-equity-statistics-2017-05072018.pdf) (01.08.2024)
- Invest Europe (2018.). CEE Private Equity statistics. Dostupno na: [investeuropeceeactivityreport201705072018.pdf](https://www.investeurope.eu/media/1220/invest-europe-cee-private-equity-statistics-2018-05072018.pdf) (01.08.2024)
- Invest Europe (2019.). CEE Private Equity statistics. Dostupno na: [https://www.investeurope.eu/media/3225/central\\_and\\_eastern\\_europe\\_activity\\_report\\_2019p df](https://www.investeurope.eu/media/3225/central_and_eastern_europe_activity_report_2019.pdf) (01.08.2024.)

Invest Europe (2020.): CEE Private Equity statistics. Dostupno na:  
[investeuropeceeeactivityreport2020\(2\).pdf](#) (02.08.2024.)

Invest Europe (2021.). CEE Private Equity statistics. Dostupno na:  
[cee2021activitystatisticsreport.pdf](#) (02.08.2024.)

Invest Europe (2022.). CEE Private Equity statistics. Dostupno na:  
[investeurope\\_peactivity2022\(3\).pdf](#) (02.08.2024.)

Invest Europe (2023.). CEE Private Equity statistics. Dostupno na:  
[2023ceeactivityreport\\_june2024final.pdf](#) (02.08.2024.)

Ismail, E., A., Medhat, M., I. (2019.). What determines Venture Capital investment decisions? Evidence from the emerging VC market in Egypt. Pepperdine University. The Journal of Entrepreneurial Finance, Vol 21: Iss. 2.

Korda, Z. (2020.). Fond rizičnog kapitala Prosperus Growth prikupio 51 milijun eura i započeo s radom. Dostupno na: [https://www.tportal.hr/biznis/clanak/fond-rizicnog-kapitala-prosperus-growth-prikupio-51-milijun-eura-i-zapocao-s-radom-20201214?meta\\_refresh=1](https://www.tportal.hr/biznis/clanak/fond-rizicnog-kapitala-prosperus-growth-prikupio-51-milijun-eura-i-zapocao-s-radom-20201214?meta_refresh=1) (20.09.2024.)

Marović, M. (2023.). Ulaganja rizičnog kapitala. Dostupno na:  
<https://www.poslovni.hr/trzista/ulaganjarizicnog-kapitala-strmo-rastu-dokaz-da-se-u-hrvatskoj-moze-uspjeti-4395159> (10.08.2024.)

Masaveu, J., G. (2019). Impact of the Cost of Debt on LBO Profitability Universidad Pontificia Comillas, Madrid.

Mason, C., Kitchen, R. (Ed.), i Thrift, N. (2009). Venture Capital. International Encyclopedia of Human Geography. Elsevier Science (Vol. 12, pp. 131-137).

Metrick, A., Yasuda, A. (2010.). Venture Capital and Other Private Equity: A Survey. University of California, Davis and Yale University and NBER.

Ninčević Pašalić, I. i Pepur, S. (2022). Razvoj literature crowdfundinga: pregledna studija. Ekonomska misao i praksa, 31(1), dostupno na:  
<https://www.proquest.com/docview/2680628483?sourcetype=Scholarly%20Journals>  
(27.8.2024.)

- Perko, T. (2024.). Vidljivi rezultati višegodišnjeg napora HBOR-a u razvoju tržišta rizičnog kapitala u Hrvatskoj. Dostupno na: <https://www.poslovni.hr/financije/vidljivi-rezultativisegodisnjegnapora-hbor-a-u-razvoju-trzista-rizicnog-kapitala-u-hrvatskoj-4306613> (26.09.2024.)
- Provectus Capital Partners (2024.). Dostupno na: <https://www.provectus-capital.com/en/> (10.09.2024.)
- Ramadani, V. (2009.). Business angels: who they really are. Wiley, New Jersey, SAD; dostupno na: [https://www.researchgate.net/publication/228252420\\_Business\\_Angels\\_Who\\_They\\_Really\\_Are](https://www.researchgate.net/publication/228252420_Business_Angels_Who_They_Really_Are) (30.07.2023.)
- Ribić, D., Krnjaić, Lj. (2022). Fondovi rizičnoga kapitala. Zbornik Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, br.2.
- Rončević, A. i Šafarić, P. (2023.). Crowdfunding as a Financing Alternative for Entrepreneurial Ventures Croatian Regional Development Journal Vol. 4 No. 1.
- Sass Rubin, J. (2010). Venture Capital and Underserved Communities. Urban Affairs Review. vol. 45, 6: 821-835.
- Schmidt, J. (2019.). Crowdfunding in Europe report. Dostupno na: <https://p2pmarketdata.com/articles/crowdfunding-europe/> (05.09.2024.)
- Snow, D. (2007.). Private Equity: A Brief Overview. Dostupno na: <https://www.yumpu.com/en/document/read/8819406/private-equity-a-brief-overviewpeimedia> (29.7.2024.)
- Spasojević, B. (2020.). Novi val hrvatskih privatnih fondova. Dostupno na: <https://www.diplomacyandcommerce.hr/mirna-marovic-director-ventureexchange-ltd-andpresident-of-croatian-private-equity-and-venture-capital-association-new-wave-of-croatianprivate-equity-funds/> (29.7.2024.)
- Statista (2024.). Estimated transaction value of crowdfunding worldwide from 2017 to 2023, with forecasts from 2024 to 2028. Dostupno na: <https://www.statista.com/statistics/1078273/global-crowdfunding-market-size/> (30.7.2024.)
- Stowell, D.P. (2010.). An introduction to investment banks, hedge funds and private equity. Kellogg School of Management. Northwestern University.



Šimić, Šarić M. (2015.). Atraktivnost hrvatske u privlačenju ulagača rizičnog kapitala. Ekonomska misao i praksa. Br. 1. 267-294.

Šimić, Šarić M. (2022.). Alternativni izvori financiranja, nastavni materijali, Sveučilište u Splitu, Split.

Šimić Šarić, M., Pepur, S., Visković, J. (2018.). State of the early stage market in Croatia. 31st International Scientific Conference on Economic and Social Development "Legal Challenges of Modern World" Split.

Terzić, V. (2011). Kako financirati poslovanje fondovima rizičnog kapitala. Hrvatska Private Equity i Venture Capital Asocijacija (HVCA). Zagreb. str.28.

UNIZD (2022.). Metode znanstvenih istraživanja. Dostupno na: [http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni\\_mat/1\\_godina/metodologija/metode\\_znanstvenih\\_istrazivanja.pdf](http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni_mat/1_godina/metodologija/metode_znanstvenih_istrazivanja.pdf) (21.08.2023.)

Vieira, A., M. (2023.). Do not trust your gut: enhancing venture capitalists' investments using data-driven decisions. Faculdade de economia. Universidade do Porto.

Yurynets, Z. i Yurynets, R. (2023.). Venture capital and strategic development of innovative business. Vol. 10, no. 2, 15-23.

Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (2023.). NN 21/18; NN 83/23

Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (2023.). NN 21/18; NN 110/21

## SAŽETAK

Private equity i venture capital su jedni od alternativnih načina financiranja nekog poduzeća, koja nisu uvrštena na burzu. Ovakva vrsta ulaganja se dosta razlikuje od ulaganja putem organiziranih tržišta i burzi; ulaganja zahtijevaju dosta truda, kooperacije i uključenosti u život poduzeća ili projekta u koje se ulaže. Investitori kojima nije bitno kada će ostvariti svoje godišnje prinose na ulaganja, strpljivo čekaju i nastavljaju svoju brigu o poduzeću ili projektu kako bi prinosi bili što bolji. Dok se PE fondovi fokusiraju na perspektivne, već etablirane kompanije, VC fondovi ulažu u poduzeća koja su tek u nastajanju ili u ona koja su tek počela razvoj nekog tržišnog proizvoda. Zbog velike vjerojatnosti da takva, mlada poduzeća ne uspiju, VC ulaganja su daleko rizičnija od PE ulaganja. Provedena analiza PE/VC tržišta u Hrvatskoj donosi zaključak kako ovi oblici financiranja još nisu odagnali strah poduzetnika, odnosno odmicanje od tradicionalnih načina financiranja. Također, Hrvatska ima slabije razvijeno tržište kapitala kao i slabo razvijenu ekonomiju i gospodarstvo. HBOR je krenuo sa aktivnim poticanjem razvoja ponude ovakve vrste financiranja te je na dobrom putu da potiče gospodarski oporavak uz smanjenja regulacija i ograničenja kao i ubrzavanja digitalnog gospodarstva.

Ključne riječi: privatni kapital, rizični kapital, alternativni izvori financiranja, Republika Hrvatska

## **SUMMARY**

Private equity and venture capital are one of the alternative ways of financing a company, which are not listed on the stock exchange. This type of investment is quite different from investing through organized markets and exchanges; investments require a lot of effort, cooperation and involvement in the life of the company or project in which the investment is made. Investors who do not care when they will realize their annual returns on investments, wait patiently and continue to take care of the company or project so that the returns are as good as possible. While PE funds focus on perspectives, already established companies, VC funds invest in companies that are just in process of formation or in those that have just started developing a market product. Because of the high probability that such young companies fail, VC investments are far riskier than PE investments. The conducted analysis of the PE/VC market in Croatia leads to the conclusion that these forms of financing have not yet dispelled the fear of entrepreneurs, that is, the departure from traditional methods of financing. Also, Croatia has a less developed capital market as well as a poorly developed economy. HBOR started actively encouraging the development of this type of financing and he is on right track to stimulating economic recovery while reducing regulations and restrictions as well as speeding up the digital economy.

Key words: private equity, venture capital, alternative sources of financing, Republic of Croatia

## **PRILOZI**

### **POPIS SLIKA**

Slika 1: Životni ciklus proizvoda

Slika 2: Izlazne strategije poduzeća

Slika 3: Glavni akteri na tržištu rizičnog kapitala

Slika 4: Primjer *buyout* transakcije

Slika 5: Proces *crowdfundinga*

Slika 6: *Crowdfunding* u Europi po zemljama

Slika 7: Ulaganja fonda Quaestus Private Equity Kapital

Slika 8: Ulaganja fonda Nexus Alpha

Slika 9: VC/PE indeks atraktivnosti u Hrvatskoj

### **POPIS TABLICA**

Tablica 1: Ulaganja prema fazama *private equity*-a u Hrvatskoj od 2015.-2023.g.

### **POPIS GRAFIKONA**

Grafički prikaz 1: Tržište poslovnih anđela u Europi (u milijunima eura)

Grafički prikaz 2: *Private equity* ulaganja u Hrvatskoj od 2015.-2023.g.

Grafički prikaz 3: Investicije kao postotak BDP-a od 2015.-2023. godine u Hrvatskoj

Grafički prikaz 4: *Private equity* godišnja ulaganja po broju poduzeća u Hrvatskoj

Grafički prikaz 5: Izlazna vrijednost investicija

ORIGINALITY REPORT

---

20%

SIMILARITY INDEX

20%

INTERNET SOURCES

1%

PUBLICATIONS

6%

STUDENT PAPERS

---

PRIMARY SOURCES

---

1	<a href="https://repozitorij.svkst.unist.hr">repozitorij.svkst.unist.hr</a> Internet Source	4%
2	<a href="https://core.ac.uk">core.ac.uk</a> Internet Source	2%
3	<a href="https://repozitorij.efst.unist.hr">repozitorij.efst.unist.hr</a> Internet Source	2%
4	<a href="https://hrcak.srce.hr">hrcak.srce.hr</a> Internet Source	2%
5	<a href="https://www.nacional.hr">www.nacional.hr</a> Internet Source	1%
6	Submitted to Fakultet organizacije i informatike-Faculty of Organization and Informatics Student Paper	1%
7	<a href="https://zir.nsk.hr">zir.nsk.hr</a> Internet Source	1%
8	<a href="https://www.poslovni.hr">www.poslovni.hr</a> Internet Source	1%

---

9	Submitted to Faculty of Organization and Informatics Student Paper	1 %
10	cvca.hr Internet Source	1 %
11	repozitorij.unizg.hr Internet Source	<1 %
12	www.hbor.hr Internet Source	<1 %
13	icrc.icourban.com Internet Source	<1 %
14	ec.europa.eu Internet Source	<1 %
15	repozitorij.kulturologija.unios.hr Internet Source	<1 %
16	Submitted to University Computing Centre (SRCE) Croatia Student Paper	<1 %
17	Submitted to University of Split - Faculty of Economics Student Paper	<1 %
18	Submitted to University of Rijeka Student Paper	<1 %
19	cedior.org Internet Source	<1 %

20	Submitted to Virovitica University of Applied Sciences Student Paper	<1 %
21	<a href="http://www.hanfa.hr">www.hanfa.hr</a> Internet Source	<1 %
22	Submitted to University of Zagreb - Faculty of Economics Student Paper	<1 %
23	Submitted to Sveučilište Sjever- University North Student Paper	<1 %
24	<a href="http://repozitorij.unin.hr">repozitorij.unin.hr</a> Internet Source	<1 %
25	<a href="http://www.solidarna.hr">www.solidarna.hr</a> Internet Source	<1 %
26	<a href="http://repositorio-aberto.up.pt">repositorio-aberto.up.pt</a> Internet Source	<1 %
27	<a href="http://bib.irb.hr">bib.irb.hr</a> Internet Source	<1 %
28	<a href="http://www.24sata.hr">www.24sata.hr</a> Internet Source	<1 %
29	<a href="http://www.promet-eufondovi.hr">www.promet-eufondovi.hr</a> Internet Source	<1 %
30	<a href="http://www.propisi.hr">www.propisi.hr</a> Internet Source	<1 %

31	<a href="http://epa.oszk.hu">epa.oszk.hu</a> Internet Source	<1 %
32	<a href="http://hr.efishbusiness.com">hr.efishbusiness.com</a> Internet Source	<1 %
33	<a href="http://mfin.gov.hr">mfin.gov.hr</a> Internet Source	<1 %
34	<a href="http://research-api.cbs.dk">research-api.cbs.dk</a> Internet Source	<1 %
35	<a href="http://seebiz.eu">seebiz.eu</a> Internet Source	<1 %
36	<a href="http://www.sabor.hr">www.sabor.hr</a> Internet Source	<1 %
37	<a href="http://www.svima.hr">www.svima.hr</a> Internet Source	<1 %
38	Submitted to University of Rijeka - Faculty of Economics Student Paper	<1 %
39	<a href="http://www.soinfo.org">www.soinfo.org</a> Internet Source	<1 %
40	<a href="http://www.unirepository.svkri.uniri.hr">www.unirepository.svkri.uniri.hr</a> Internet Source	<1 %
41	<a href="http://www.ijf.hr">www.ijf.hr</a> Internet Source	<1 %
42	<a href="http://op.europa.eu">op.europa.eu</a>	



Internet Source

<1 %

43

repozitorij.unipu.hr

Internet Source

<1 %

44

de Barros Barbosa, Márcio André. "Venture Capital: A Influência Nas Empresas Portuguesas", Instituto Politecnico do Porto (Portugal), 2023

Publication

<1 %

Exclude quotes Off

Exclude matches Off

Exclude bibliography On