

# INDUSTRIJA RIZIČNOG KAPITALA U HRVATSKOJ

---

**Beritić, Toni**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2019**

*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:124:889298>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-17**

*Repository / Repozitorij:*

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



**SVEUČILIŠTE U SPLITU**  
**EKONOMSKI FAKULTET**

**ZAVRŠNI RAD**

**INDUSTRIJA RIZIČNOG KAPITALA U**  
**HRVATSKOJ**

**Mentor:**

**doc. dr. sc. Marija Šimić Šarić**

**Student:**

**Toni Beritić**

**Split, 2019.**

## SADRŽAJ:

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. UVOD .....</b>  | <b>1</b>  |
| <b>1.1. Definicija problema .....</b>                         | <b>1</b>  |
| <b>1.2. Ciljevi rada .....</b>                                | <b>1</b>  |
| <b>1.3. Metode rada.....</b>                                  | <b>1</b>  |
| <b>1.4. Struktura (sadržaj) rada .....</b>                    | <b>2</b>  |
| <b>2. Pojmovno određenje rizičnog kapitala.....</b>           | <b>3</b>  |
| <b>2.1. Definicija rizičnog kapitala .....</b>                | <b>3</b>  |
| <b>2.2. Povijesni razvoj rizičnog kapitala .....</b>          | <b>6</b>  |
| <b>2.3. Način poslovanja fondova rizičnog kapitala .....</b>  | <b>8</b>  |
| <b>3. Pravni aspekt .....</b>                                 | <b>13</b> |
| <b>3.1 Regulatorna na razini Republike Hrvatske .....</b>     | <b>13</b> |
| <b>3.3 AIF rizičnog kapitala.....</b>                         | <b>15</b> |
| <b>3.3 AIF poduzetničkog kapitala.....</b>                    | <b>16</b> |
| <b>3.4 Regulatorna na razini Europske Unije.....</b>          | <b>17</b> |
| <b>3.5 AIF-i u Hrvatskoj.....</b>                             | <b>18</b> |
| <b>4. Analiza tržišta rizičnog kapitala u Hrvatskoj .....</b> | <b>19</b> |
| <b>4.1 Način provedbe analize .....</b>                       | <b>19</b> |
| <b>4.2 VCPE indeks atraktivnosti zemalja .....</b>            | <b>19</b> |
| 4.2.1. Ekonomska aktivnost .....                              | 21        |
| 4.2.2. Dubina tržišta kapitala.....                           | 23        |
| 4.2.3. Oporezivanje .....                                     | 25        |

|   |           |
|---|-----------|
| 4.2.4. Zaštita ulagača i korporativno upravljanje ..... | 26        |
| 4.2.5. Ljudsko i društveno okruženje .....              | 27        |
| 4.2.6. Poduzetnička kultura i prilike .....             | 28        |
| <b>4.3. PE/VC ulaganja u Hrvatsku .....</b>             | <b>31</b> |
| <b>5. Zaključak .....</b>                               | <b>38</b> |
| <b>Literatura .....</b>                                 | <b>40</b> |
| <b>Popis slika, grafova i tablica.....</b>              | <b>44</b> |
| <b>Sažetak.....</b>                                     | <b>46</b> |
| <b>Summary .....</b>                                    | <b>47</b> |

# 1. UVOD

## 1.1. Definicija problema

Financiranje putem rizičnog kapitala značajnije je na razvijenim financijskim tržištima u odnosu na hrvatsko financijsko tržište. Nestabilno pravno okruženje, nekonkurentnost poštenog poslovanja, klijentelizam, manjak perspektivnih poduzeća koja bi se mogla financirati rizičnim kapitalom – samo su neki od razloga koji čine hrvatsku industriju rizičnog kapitala neatraktivnom, kako stranim tako i domaćim ulagačima. U ovome radu promatrati će se gore navedeni faktori te njihov utjecaj na industriju rizičnog kapitala u Hrvatskoj.

## 1.2. Ciljevi rada

Cilj rada je objasniti rizični kapital, dati prikaz pravnog okruženja te analizirati tržište rizičnog kapitala u Hrvatskoj.

## 1.3. Metode rada

U radu će se koristiti sljedeće metode: metoda analize i sinteze, induktivna i deduktivna metoda, metoda dokazivanja i metoda deskripcije.

Prema Zelenika (1992) dane su definicije navedenih metoda:

Metoda **analize** je postupak znanstvenog istraživanja i objašnjenja stvarnosti putem raščlanjivanja složenih misaonih tvorevina (pojmovi, sudova i zaključaka) na njihove jednostavnije sastavne dijelove i elemente. Metoda **sinteze** je postupak znanstvenog istraživanja i objašnjavanja stvarnosti putem spajanja, sastavljanja jednostavnih misaonih tvorevina u složene i složenijih u još složenije, povezujući izdvojene elemente, pojave, procese i odnose u jedinstvenu cjelinu.

**Induktivna** metoda je sistematska i dosljedna primjena induktivnog načina zaključivanja u kojem se na temelju pojedinačnih ili posebnih činjenica dolazi do zaključka o općem sudu.

**Deduktivna** metoda je sustavna i dosljedna primjena deduktivnog načina zaključivanja u

kojem se iz općih stavova izvode posebni, pojedinačni, iz općih postavki dolazi se do konkretnih pojedinačnih zaključaka, iz jedne ili više tvrdnji izvodi se neka nova tvrdnja koja proizlazi iz prethodnih tvrdnji.

Metoda **dokazivanja** je misaono-sadržajni postupak kojim se utvrđuje istinitost pojedinih spoznaja, stavova ili teorija,

Metoda **deskripcije** je postupak jednostavnog opisivanja ili ocrtanja činjenica, procesa i predmeta u prirodi i društvu te njihovih empirijskih potvrđivanja odnosa i veza, ali bez znanstvenog tumačenja i objašnjavanja.

#### **1.4. Struktura (sadržaj) rada**

Rad je podijeljen u pet poglavlja.

U prvome, uvodnome dijelu rada ukratko će se opisati problem rada, ciljevi rada, korištene znanstveno-istraživačke metode te struktura rada.

U drugome dijelu rada pojmovno će se odrediti rizični kapital, prikazati povijesni razvoj rizičnog kapitala u Hrvatskoj, ali i u svijetu, te će se opisati sam proces financiranja putem rizičnog kapitala.

U trećem dijelu biti će opisan pravni aspekt odnosno prikazati će se zakonska definicija rizičnog kapitala te ograničenja koja trenutna zakonska regulativa nameće industriji rizičnog kapitala.

U četvrtom dijelu analizirati će se tržište rizičnog kapitala u Hrvatskoj i donijeti prikaz njegove konkurentnosti s sličnim financijskim tržištima.

U petome dijelu ukratko će se sažeti cjelokupni rad, donijeti zaključak istraživanja i ponuditi prijedlog potencijalnog rješenja odnosno smjernice kojih bi se trebalo pridržavati da bi se usmjerili prema konkurentnijem tržištu rizičnog kapitala. Nakon toga slijedi popis literature, slika, tablica, grafikona, i na samom kraju sažetak rada na hrvatskom i engleskom jeziku.

## 2. Pojmovno određenje rizičnog kapitala

### 2.1. Definicija rizičnog kapitala

Za potrebe definiranja rizičnog kapitala potrebno je razumjeti nekoliko osnovnih pojmova kao što su *venture capital* i *private equity*. Prema Invest Europe (2019) *private equity (PE)* je vrsta vlasničkog financiranja privatnih poduzeća koja nisu uvrštena na burze dok je **rizični kapital** (eng. *venture capital - VC*) uži pojam, odnosno vrsta PE ulaganja u start-up poduzeća. Hrvatska Private Equity i Venture Capital Asocijacija (HVCA) (2019) daje nešto drugačiju definiciju za VC proširujući je navodeći kako VC ulaganja uključuje i aktivno sudjelovanje u menadžmentu. U ovome radu VC će se koristiti kao skraćenica i za ulagatelje rizičnog kapitala (najčešće fond) i za industriju rizičnog kapitala.

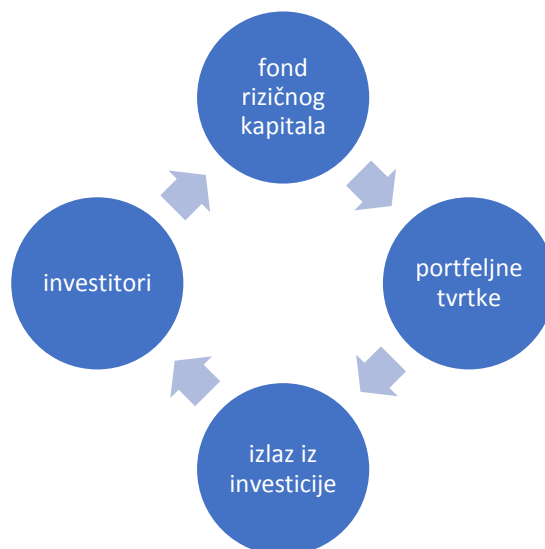
Osnovna razlika između PE i VC ulaganja je faza razvoja poduzeća u kojoj investitor ulaže u tvrtku. Tako Cumming i Johan (2014) navode da je *venture capital* ulaganje u *seed* ili *start-up* poduzeća, dok je *private equity* širi pojam odnosno ulaganje u poduzeća koja su u kasnijim fazama razvoja. Također navode da na PE tržištu, a posebice VC tržištu postoje i ulagatelji koji nisu institucionalnog karaktera. To su, kako navode, prijatelji, obitelj i „budale“ (eng. *friends, family and fools*). Ovaj izraz „budale“ odnosi se na to što je ova faza ulaganja okarakterizirana kao iznimno rizična faza sa velikim ulaganjima koja neće donijeti prinose godinama, ako ih uopće i ostvare. U ovoj fazi se kao neinstitucionalni ulagači često javljaju **poslovni anđeli**. U ovome radu promatrati će se samo poslovanje institucionalnih dionika *private equity* tržišta.

Što se tiče objašnjenja rizičnog kapitala, Zagrebački inovacijski centar – ZICER (2019), opisuje rizični kapital kao: „vrsta ulaganja financijskih ulagača u temeljni kapital društava koja ne kotiraju na burzi i imaju potencijal ostvariti visoke stope rasta tijekom razdoblja od 3-7 godina. To su ulaganja koja transformiraju, stvaraju novu vrijednost i podrazumijevaju aktivnu ulagačku strategiju društava za upravljanje fondovima rizičnog kapitala. Aktivna upravljačka strategija ogleda se u sudjelovanju u ostvarenju ambicija rasta poslovanja kroz financiranje te pružanje strateških savjeta i informacija u ključnim trenucima razvoja tvrtki. Označava kapital (*private equity*) investicijskog društva (*venture capital* tvrtke) kojim se financiraju inovativne i rizične tvrtke koje su pokrenule posao koji ima velike šanse (ali

nikada sigurne) za uspjeh“. Venture capital tvrtke za svoja uložena sredstva dobivaju dionice ili udjele tvrtke s potencijalno visokim povratom uloženog novca. Taj posao istodobno krije i visok stupanj rizika. Rizični kapital ne donosi samo financijska sredstva, već donosi određene vještine menadžmenta te se pokazalo da uvodi najbolje prakse i standarde u upravljanju tvrtkama u portfelju te u prosjeku tvrtke u portfelju su inovativnije od onih koje nisu financirane rizičnim kapitalom (Kortum i Lerner, 2000).

Prema Metrick i Yasuda (2011), VC ima pet glavnih karakteristika:

1. VC je **financijski posrednik**, što znači da uzima kapital od investitora i ulaže ga direktno u portfeljne tvrtke.
2. VC ulaže samo u privatne tvrtke. To znači da jednom kada je ulaganje obavljeno, tvrtka ne može neposredno nakon ulaganja biti prodana na burzi.
3. VC preuzima aktivnu ulogu u nadgledanju i pomaganju tvrtki u svom portfelju
4. Primarni cilj VC-a je maksimiziranje financijskog povrata na uložena sredstva **izlaženjem** iz investicije preko prodaje tvrtke ili inicijalnom javnom ponudom (eng. initial public offering – IPO).
5. VC ulaže da bi financirao interni rast poduzeća.



**Slika 1: Tok sredstava unutar VC ciklusa**

izvor: obrada autora prema Metrick i Yasuda (2011)

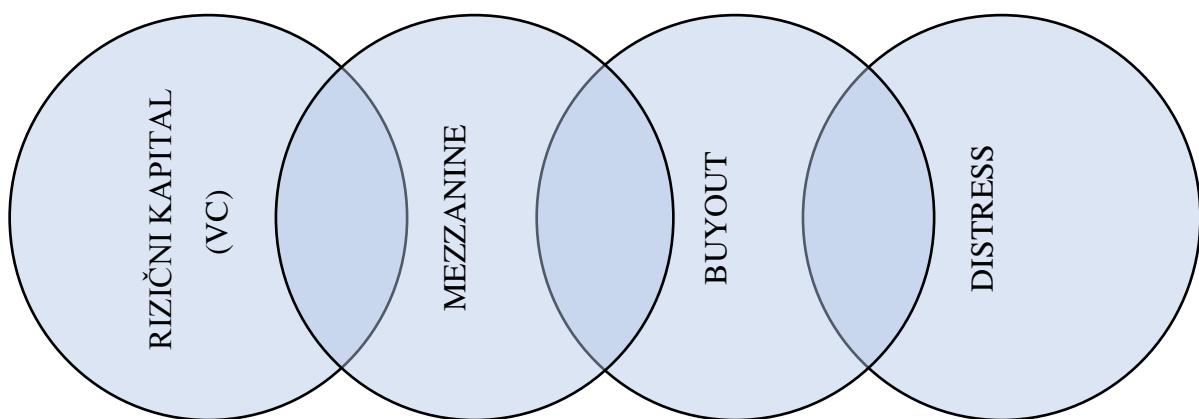
Rizični kapital spada u kategoriju **alternativnog investiranja** kao kontrast „tradicionalnom“ investiranju u dionice i obveznice. Uz rizični kapital u tu kategoriju spadaju i private equity,



hedge fondovi, nekretnine, umjetnine i sve ostale nekonvencionalne investicije (Investopedia, 2019).

Unutar private equity ulaganja može se razlikovati više vrsta ulaganja (Metrick i Yasuda, 2011):

- Rizični kapital (VC)
- Mezzanine – ovaj izraz ima dvojako značenje. Prvo značenje podrazumijeva oblik VC ulaganja u kasnijoj životnoj fazi tvrtke (često izrazito kasnoj). Ovaj oblik ulaganja je jedna vrste podređenog duga (dolazi na naplatu nakon nadređenih obveza) uz određeno sudjelovanje u kapitalu portfeljne tvrtke (primjerice u obliku opcije kupnje običnih dionica). Drugo značenje je kada se podređeni dug koristi za financiranje *leverage buyout* transakcija (LBO – kupnja dionica/udjela društva uz vanjsko zaduživanje).
- Buyout – preuzimanje većinskog udjela u vlasništvu portfeljne tvrtke (za razliku od VC ulaganja koje uzima manjinski udio tvrtke).
- Investiranje u tvrtke koje se nalaze u problemima (eng. *distress investing*) – kao što i sam naziv govori, ovaj oblik investiranja je takav da se ulaže u tvrtke koje se nalaze u problemima s ciljem da se tvrtka restrukturira i preproda drugom investitoru ili na burzi.



**Slika 2: Vrste private equity ulaganja**

izvor: izrada autora prema Metrick i Yasuda (2011)

Grafički prikaz (slika 2) možda bolje pojašnjava mozaik koji je private equity te dočarava zamagljenost granica između različitih vrsta ulaganja. Upravo to što svako ulaganje sadržava naznake i karakteristike nekog drugog ulaganja izvor je brojnih problema koji se javljaju u

terminologiji. Tako u Europi izraz rizični kapital (VC) često se odnosi na cjelokupni spektar private equity-a (Lerner et al., 2014).

## 2.2. Povijesni razvoj rizičnog kapitala

S obzirom na nejasnu definiciju, odnosno zamagljene granice gdje počinje, a gdje završava rizični kapital, posebice u njegovim počecima, točnu godinu nastanka rizičnog kapitala teško je definirati. Tako Gerken (2014) navodi 1911. kao godinu kada je osnovan Bessemer Venture Partners, prva venture capital tvrtka (koja je i danas aktivna). Međutim, kao prva venture capital tvrtka s modernom organizacijskom formom smatra se American Research and Development (ARD) Corporation (Metrick i Yasuda, 2011; Lerner et al., 2012). Većina ARD-ovih ulaganja bila je u nove tehnologije koje su razvijene za vrijeme II. Svjetskog rata u čemu se vidi sličnost s modernim VC tvrtkama.

Ono što čini najveću razliku između ARD-a i današnjih VC fondova je to što je ARD bila organizirana kao javna tvrtka što je dovelo do njihove propasti (Colin, 2016). Naime, ARD je imao konfliktne ciljeve – održati visoke financijske performanse i doprinijeti razvoju poslova za veterane II. Svjetskog rata. Također, s obzirom na pravni ustroj tvrtke, menadžeri nisu imali poticaje na individualne ulagačke odluke.

Danas je u anglosaksonskim zemljama većina PE/VC fondova pravno organizirana kao *limited partnership* (Čulinović-Herc et al., 2017). Prvi takav fond, Draper, Gaither, & Anderson, osnovan je 1958. navode Gompers i Lerner (1997). Također navode kako je 1960-ih i 1970-ih većina fondova bila organizirana kao zatvoreni fond ili *Small Business Investment Company* (SBIC – federalni program SAD-ove vlade koji je davao poticaje ovakvom tipu tvrtki na način da su mogli dobiti do pola kapitala pod uvjetom da ulažu u male tvrtke) te da je takav oblik prevladavao sve do kraja 70-ih kada dominantnu ulogu preuzima *limited partnership*. Razlog tomu je dvojaki. Prvi razlog je porezno rasterećenje investitora koji su izuzeti od plaćanja poreza na kapitalne dobitke, a drugi je to što menadžer fonda ulaže vlastiti novac čime se povećava njegova odgovornost ali i motiviranost na efektivne i isplative odluke prilikom ulaganja.

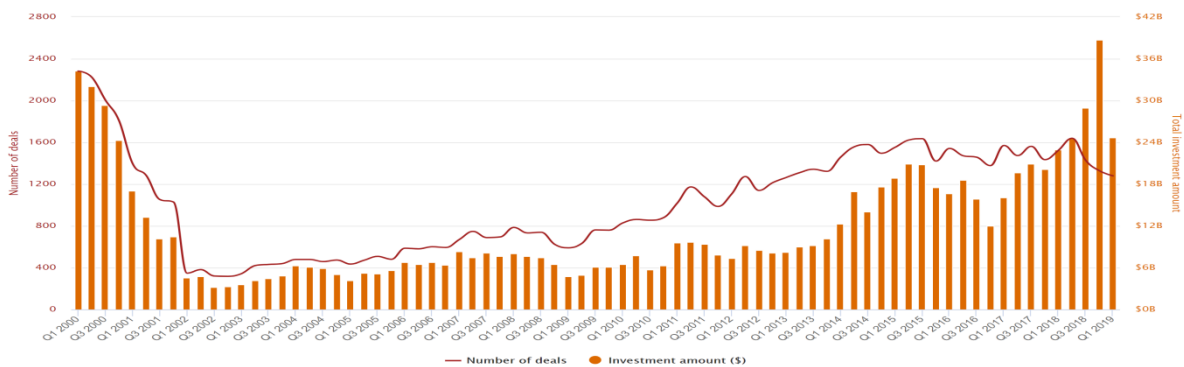
Krajem 1990-ih dolazi do naglog razvoja PE/VC tržišta, s obzirom da je to bilo vrijeme „internet mjehura“ (rapidnog porasta vrijednosti dionica tehnoloških kompanija u SAD-u). To

je bilo zlatno doba za tehnološke kompanije te su brojni VC fondovi realizirali uspješne investicije u tvrtke kao što su Amazon, E-bay, Yahoo i slične (Powers, 2012).

Nakon puknuća „mjehura“ koji je započeo u ožujku 2000. cijela VC industrija bila je potresena te su brojne VC tvrtke morale otpisati veliki dio investicija dok su brojni fondovi propali. Uslijedilo je naglo opadanje VC ulaganja te je tako u zadnjem kvartalu 2002. iznos VC ulaganja (u SAD-u) bio na razini jedne desetine iznosa prvog kvartala 2000. (PwC US MoneyTree Report).

Uslijedilo je razdoblje oporavka te su od 2003. do 2007. private equity investicije dobile na značaju uslijed nove legislacije koja je za brojne javne tvrtke učinila da im je isplativije privatizirati se putem private equity ulaganja. S druge strane dodatna birokracija učinila je VC fondovima otežano izlaženje iz investicija putem IPO-a, navodi Powers (2012).

Ni PE/VC fondovi nisu bili otporni na veliku financijsku krizu 2008. te su 2009. PE investicije pale na razinu sličnu onoj nakon puknuća internet „mjehura“. Istraživanje od strane PitchBook Data (2019) pokazalo je da su poduzetnici imali teškoća u privlačenju početnog VC ulaganja, dok poduzetnici koji su osnovali tvrtke prije krize nisu imali problema u dodatnom VC financiranju (75,2% tvrtki je uspjelo prikupiti dodatni kapital).



**Graf 1: Broj VC ulaganja u SAD-u i iznosi u milijardama US dolara**

izvor: PwC MoneyTree Report

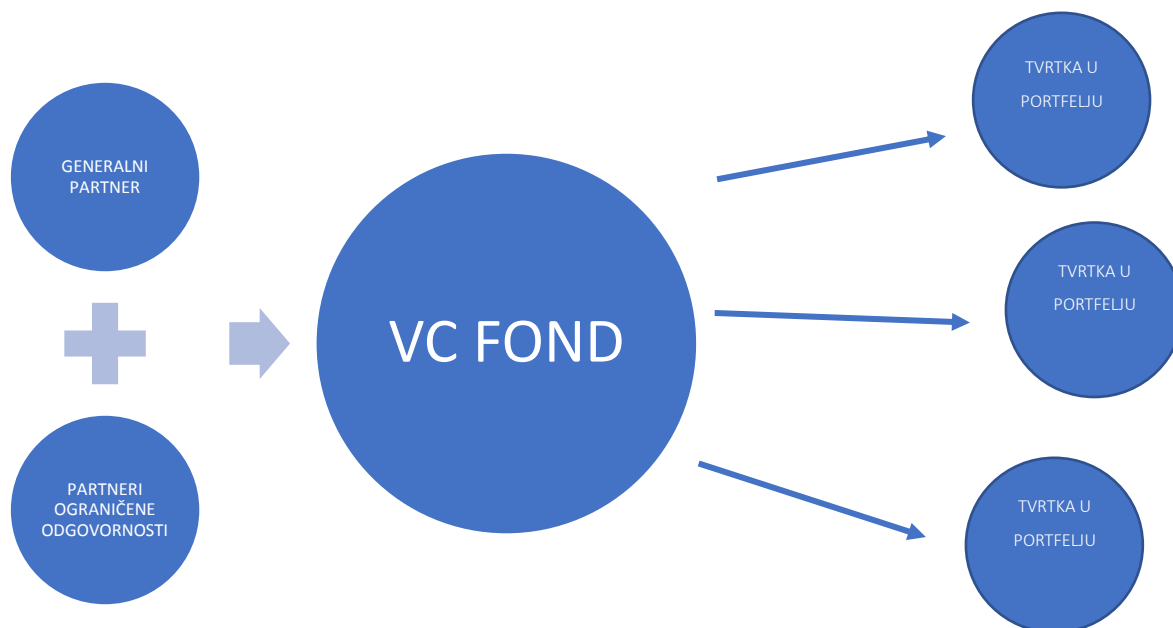
Nakon financijske krize slijedi nagli uzlet VC ulaganja., Start-up-ovima je sve lakše doći do potrebnog kapitala, a tehnološke kompanije ponovno doživljavaju procvat sličan onome krajem 20. stoljeća. Zadnji kvartal 2018. bilježi rekordne iznose VC ulaganja koji su veći od onih na početku 2000. što je vidljivo iz grafa 1.

### 2.3. Način poslovanja fondova rizičnog kapitala

Fondovi rizičnog kapitala djeluju na sličan način kao i investicijski fondovi. Investicijski fondovi su investicijski subjekti kreirani u svrhu prikupljanja kapitala od ulagatelja i zbirnog investiranja tog kapitala u portfelj financijskih instrumenata kao što su dionice, obveznice i ostali financijski derivati. Njima upravljaju specijalizirani stručnjaci tako da pojedinačni ulagači ne moraju donositi pojedinačne odluke niti pratiti kretanja na tržištu. U Hrvatskoj postoje dvije osnovne vrste investicijskih fondova, a to su otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom (UCITS) i Alternativni investicijski fondovi (AIF). Ulaganja u rizični kapital vrše se preko AIF-a.

Iako slični UCITS fondovima, AIF-i imaju određene specifičnosti. Naime, kao što i sam naziv govori, ulaganja u rizični kapital nose veliku razinu rizika te su stoga ovakve vrste ulaganja „rezervirane“ za profesionalne i kvalificirane ulagatelje. Stoga će se u nastavku opisati na koji način ove vrste fondova traže potencijalne tvrtke u koje će uložiti sredstva te će se objasniti neki temeljni pojmovi koji se vežu uz njih.

Najčešće je PE/VC fond pravno ustrojen kao *limited partnership*. To znači da su u vlasničkoj strukturi fonda generalni partner i (najmanje jedan) partner ograničene odgovornosti. Generalni partner ima neograničenu odgovornost prema imovini fonda. Također, on je i menadžer fonda te sukladno time ima pravo odluke po svim pitanjima u vezi vodstva fonda i ulaganja u portfeljne tvrtke, sukladno pravilima fonda. Kaplan i Stromberg (2008) navode kako je uobičajeno da generalni partner prikupi najmanje 1% kapitala fonda. Ostali partneri ulažu sredstva koja ostaju u fondu sve do njegova zatvaranja (koje je najčešće 10 godina s opcijom produljenja do 2-3 godine). Iz navedenoga se može zaključiti da je ovakav oblik ulaganja izrazito nelikvidan. Slika 3 daje pojednostavljeni grafički prikaz strukture ulaganja sredstava u fond i fonda u portfeljne tvrtke.



### Slika 3. Prikaz strukture VC fonda

izvor: izrada autora prema raznim izvorima

Za upravljanje fondom, generalni partner osim prinosa koji ostvari na vlastita uložena sredstva, prima i ostale oblike kompenzacije. Naime, iako ulaže manji udio sredstava u odnosu na ostale partner, on je ipak odgovoran za sve investicije fonda pa je sukladno tome i plaćen za tu odgovornost. Kaplan i Stromberg (2008) opisuju način na koji generalni partner prima kompenzaciju. Prvi način je da naplaćuje godišnju naknadu fondu, najčešće neki postotak ukupnog kapitala fonda, a onda kako ulaže, dobiva i postotak uloženog kapitala. Drugo, generalni partner dobiva postotak od profita fonda (eng. *carried interest*), koji je gotovo uvijek 20%. I na kraju, neki generalni partneri, naplaćuju naknadu za nadgledanje portfeljnih tvrtki (tu naknadu plaćaju same portfeljne tvrtke, a ne fond).

Nakon osnivanja fonda, društvo za upravljanje se najčešće opredjeljuje za jedan od tri fokusa fonda prema kojima će ulagati sredstva (Sun, 2015):

1. fokus na fazu životnog ciklusa portfeljne tvrtke (*seed, start-up, faza ekspanzije, kasna faza...*),
2. fokus na geografsko područje portfeljne tvrtke,
3. fokus na sektor portfeljne tvrtke (IT, biotehnologija, software...).

Dakle, nakon opredjeljivanja za određeni sektor (ukoliko se društvo odluči za to), započinje VC proces. Iako svako društvo ima vlastita pravila, politike i poslovne strategije, moguće je odrediti neke aktivnosti koje su zajedničke svima. Pa tako, prema Metrick i Yasuda (2011), VC aktivnosti mogu se podijeliti na tri osnovne radnje:

- investiranje,
- nadgledanje investicije,
- izlazak iz investicije.

Proces **investiranja** započinje takozvanim “skeniranjem” potencijalnih tvrtki u koje će VC fond uložiti sredstva. U ovome procesu fond pregledava 100-1000 ideja odnosno potencijalnih start-up tvrtki u koje će uložiti sredstva (Metrick i Yasuda, 2011). Nakon provedenog “skeniranja” VC fond odabire 10ak tvrtki na koje će obratiti posebnu pozornost i provesti preliminarno dubinsko snimanje. Ono uključuje predstavljanje **poslovnog plana** od strane poduzetnika koji pokušava prikupiti kapital. Zatim VC fond sastavlja eng. *term sheet*, dokument u kojemu su u natuknicama navedeni okvirni uvjeti dogovora, koji predstavlja početnu točku za nastavak pregovora s tvrtkom. Nakon što su postavljeni i dogovoreni uvjeti dogova, VC fondovi provode **dubinsko snimanje** (eng. *due diligence*). Dubinsko snimanje je proces istraživanja činjeničnog stanja, odnosno provjera odgovara li „priča“ tvrtke stvarnom stanju. Taj proces nema strukturiranu osnovu već ovisi od tvrtke do tvrtke pa i čak unutar istog VC fonda se provode na različite načine. Metrick i Yasuda (2011) ipak navode 12 osnovnih koraka koji se mogu naći u gotovo svakom procesu dubinskog snimanja, a to su:

1. Test menadžmenta – test koji se provodi već i u početnoj fazi skeniranja, postavlja se pitanje je li sadašnji menadžment tvrtke sposoban izvršiti poslovni plan koji je prethodno prezentiran?.
2. Test tržišta – provodi se da bi se doznalo ima li tvrtka traženo tržište za proizvod koji proizvodi. Ovaj dio dubinskog snimanje je, uz test menadžmenta, najvažniji te mora biti potkrijepljen čvrstim činjenicama i podacima.
3. Kupci – postavlja se pitanje kome će proizvod biti namijenjen, pojedincima ili nekoliko većih kupaca? Ima li tvrtka već uspostavljene kontakte i kakva im je stabilnost?
4. Proizvod – je li proizvod već dostupan i koliko je dobar?

5. Tehnologija – složen proces koji provjerava legitimnost tehnologije kojom tvrtka raspolaže te postoji li preklapanje s nekom drugom tehnologijom koja je u tuđem vlasništvu pod patentom; najčešće zahtijeva savjetovanje nezavisnih stručnjaka.
6. Konkurencija – tko je konkurencija tvrtki i na koji način će steći kompetitivnu prednost nad njima?
7. Projekcije – koliko će rasti prihodi, troškovi, prodaja i sve ostalo?
8. Kanali prodaje – kako će proizvod doći od proizvođača do kupca?
9. Partneri – tko su tvrtkini glavni partneri i dobavljači te kakvi su im odnosi?
10. Novac – kako se je tvrtka financirala do sada i kako su raspolagali s novcem?
11. Uvjeti transakcije – određeni uvjeti koje VC fond može tražiti ili zahtijevati.
12. „Grozne stvari“ – sve ostalo što može poći po krivu.

Nakon što je ostvaren dogovor, investicija obavljena i sredstva prebačena na račun tvrtke, slijedi najduži period u VC procesu, a to je **nadgledanje investicije**. Ova stavka je od izrazite važnosti i za VC fond i za portfeljnu tvrtku, jer je nadgledanje jedna od temeljnih prednosti koje VC financiranje ima u odnosu na ostale. Naime, VC fond ne pruža samo potrebni kapital već portfeljnoj tvrtki pruža i upravljačke ekspertize, kontakte s odvjetnicima, računovođama, savjetnicima i kasnije, prilikom izlaska iz investicije putem IPO-a, investicijskim bankarima. Tako Bernstein et al. (2016) navode i kako direktna uključenost VC fondova u poslovanje portfeljnih tvrtki povećava, ne samo inovativnost, nego i mogućnost uspješnog izlaska iz investicije. O nadgledanju kao aktivnosti nije potrebno, a ni moguće navoditi detaljne analize s obzirom da svaki VC ima svoje načine i uvjete nadgledanja.

**Izlazak iz investicije** predstavlja kulminaciju VC procesa i zaključuje uključenost VC fonda u poslovanje portfeljne tvrtke. Lerner et al. (2012) navode kako je cilj uključenosti VC fonda u poslovanje portfeljne tvrtke stvoriti dovoljno dodane vrijednosti kako bi investitori mogli izaći iz te tvrtke. Taj izlazak, odnosno dezinvesticija, može se obaviti na nekoliko načina (Lerner et. al., 2012; Metrick i Yasuda, 2011):

- Izlistavanjem na burzu javnom ponudom (IPO),
- Akvizicijom druge tvrtke,
- Spajanjem s drugom tvrtkom,
- Ponovna kupnja udjela od strane portfeljne tvrtke,
- Zatvaranje tvrtke.

Odluka o načinu i vremenu kada će se izlazak obaviti okvirno se donosi već na početku investicije i najčešće je 4-7 godina nakon ulaganja. Međutim, uvjeti se mogu promijeniti pa se tako izlazak može obaviti i ranije ako se otvori prilika na tržištu, odnosno portfeljna tvrtka dosegne zadane ciljeve prije predviđenog vremena itd. Također nije ni stran slučaj da se i propusti prilika pa dođe do zatvaranja tvrtke (Lerner et. al, 2012) ili dođe do zastoja u razvoju tehnologije ili proizvoda, konkurencija prestigne na ciljanom tržištu i mnoštvo drugih razloga.

Zatvaranje tvrtke je poseban slučaj kada ne dođe do izlaska iz investicije. Naime, Sun (2015) navodi kako 7% tvrtki u koje je uloženo izađe s vrijednošću ispod 100 milijuna \$, 3% tvrtki izađe sa vrijednošću preko 100 milijuna \$, 0,7% preko 500 milijuna \$, 0,2% preko milijardu \$ te 0,06 preko 2 milijarde \$. To ostavlja gotovo 90% tvrtki iz koji fond uopće ne izađu, odnosno navedena ulaganja propadnu. Ta brojka objašnjava zašto VC fondovi ciljaju samo na tvrtke koje im mogu donijeti astronomske iznose kako bi pokrili sve ostale potencijalne portfeljne gubitke.



### **3. Pravni aspekt**

#### **3.1 Regulativa na razini Republike Hrvatske**

Djelovanje AIF-a u Hrvatskoj određeno je Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima<sup>1</sup> (NN 21/2019) u skladu s odredbama Europske unije. Ovim se Zakonom uređuju uvjeti za osnivanje, poslovanje i prestanak rada društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima iz Republike Hrvatske i alternativnih investicijskih fondova i nadzor nad njihovim poslovanjem. Nadalje, definiraju se uvjeti pod kojima društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima iz druge države članice ili treće države mogu obavljati djelatnost i/ili trgovati udjelima alternativnih investicijskih fondova kojima upravljaju na području Republike Hrvatske.

Unutar hrvatske regulative, prema Pravilniku o vrstama alternativnih investicijskih fondova<sup>2</sup> (NN 28/2019), mogu se osnovati dvije vrste alternativnih fondova:

- 1) AIF-ovi s javnom ponudom
  - a) otvoreni AIF
  - b) zatvoreni AIF
- 2) AIF-ovi s privatnom ponudom

Kada govorimo o rizičnom kapitalu i private equity-u, prema PVAIF-u, relevantni su AIF-ovi s privatnom ponudom. Naime, AIF-ovi s javnom ponudom imaju ograničenja glede ulaganja koja ne odgovaraju definicijama rizičnog kapitala i private equity-a. Tako se unutar kategorije AIF-ova s privatnom ponudom razlikuju sljedeće vrste AIF-a:

---

<sup>1</sup> Dalje u tekstu: ZAIF

<sup>2</sup> Dalje u tekstu: PVAIF

- a) **AIF rizičnog kapitala (private equity)**<sup>3</sup>
- b) **AIF poduzetničkog kapitala (venture capital)**
- c) AIF s privatnom ponudom za ulaganje u nekretnine
- d) fond fondova
- e) hedge fond
- f) specijalizirani AIF
- g) europski fond poduzetničkog kapitala
- h) europski fond socijalnog poduzetništva

AIF-ovima upravlja društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima<sup>4</sup> te se prema ZAIF-u može osnovati kao društvo s ograničenom odgovornošću, dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj ili kao Europsko društvo – Societas Europaea (SE) sa sjedištem u Republici Hrvatskoj.

Kao što je već prethodno spomenuto ulaganje u neke vrste AIF-a kao što su AIF rizičnog kapitala i AIF poduzetničkog kapitala „rezervirano“ je za profesionalne i kvalificirane ulagatelje.

Profesionalni ulagatelj je ulagatelj koji se u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište kapitala smatra profesionalnim ulagateljem ili se na vlastiti zahtjev može tretirati kao profesionalni ulagatelj.

Kvalificirani ulagatelj je ulagatelj koji:

- a) se za potrebe ulaganja u udjele jednog AIF-a obvezuje uplatiti jednokratnom uplatom minimalno 400.000,00 kuna ili ekvivalentnu vrijednost u drugoj valuti, na način kako je propisano pravilima AIF-a
- b) vrijednost njegove neto imovine je minimalno 3.000.000,00 kuna ili ekvivalentna vrijednost u drugoj valuti, što se utvrđuje prilikom procjene primjerenosti i

---

<sup>3</sup> Prema Pravilniku o vrstama alternativnih fondova private equity se spominje kao rizični kapital dok je za venture capital korišten izraz poduzetnički kapital, ali radi prethodno definiranih izraza u raznim stručnim literaturama i člancima autor će nastaviti koristiti izraze prema prvotnim definicijama osim u ovome poglavlju.

<sup>4</sup> Dalje u tekstu: UAIF

c) za koji UAIF procijeni da posjeduje dovoljno iskustva i stručnog znanja da je sposoban razumjeti uključene rizike te da je ulaganje u AIF u skladu s njegovim ulagačkim ciljevima.

### **3.3 AIF rizičnog kapitala**

Prema PVAIF-u, AIF rizičnog kapitala je fond s privatnom ponudom čija se imovina, u skladu s pravilima AIF-a, pretežito ulaže u poslovne subjekte s ciljem optimiziranja njihove poslovne i financijske uspješnosti, a u očekivanju realiziranja povrata na uložena sredstva.

Dalje, navodi se kako je UAIF dužan u pravilima fonda navesti minimalan broj i dinamiku ulaganja imovine fonda. Najmanje 70% imovine mora se uložiti u ulaganja u obliku vlasničkih instrumenata ili instrumenata nalik vlasničkim instrumentima. Instrumenti nalik vlasničkim instrumentima obuhvaćaju vrstu instrumenta financiranja koja je kombinacija vlasničkog kapitala i duga. Takvi instrumenti uključuju, ali nisu ograničeni na različite instrumente financiranja kao što su:

- podređeni zajmovi (subordinated loans),
- tiho sudjelovanje (silent participation),
- sudjelujući zajmovi (participating loans),
- prava na udio u dobiti (profit participating rights),
- zamjenjive obveznice (convertible bonds) i
- obveznice s varantima (bonds with warrants).

Specificira se i kako se udjeli AIF-a rizičnog kapitala mogu nuditi samo profesionalnim i kvalificiranim ulagateljima te kako su ulagatelji dužni višekratno uplaćivati u AIF rizičnog kapitala na poziv UAIF-a u roku utvrđenom u pravilima ili osnivačkim aktima AIF-a. Također se navodi kako je najniži iznos ukupne obveze uplate pojedinog ulagatelja u AIF rizičnog kapitala 2.000.000,00 kuna.

Među ostalim specificira se i kako će UAIF u pravilima AIF-a rizičnog kapitala propisati postupke i mehanizme koji će ulagateljima omogućiti sudjelovanje u odlučivanju o promjeni investicijske strategije i/ili ciljeva AIF-a, ograničenja ulaganja i sektora ulaganja koja su sastavni dio pravila AIF-a, dobivanje informacija o stanju imovine AIF-a, investicijskim mogućnostima ili o drugim okolnostima bitnim za upravljanje imovinom AIF-a.

AIF rizičnog kapitala može se osnovati samo na određeno vrijeme.

### **3.3 AIF poduzetničkog kapitala**

Prema PVAIF-u, AIF poduzetničkog kapitala (venture capital) je fond s privatnom ponudom čija se imovina, u skladu s pravilima AIF-a, pretežito ulaže u poslovne subjekte koji su novoosnovani ili su u početnim fazama poslovanja, a prema procjeni UAIF-a pokazuju potencijal za rast i širenje poslovanja.

Slično kao i kod AIF-a rizičnog kapitala, definiraju se i ograničenja ulaganja AIF-a poduzetničkog kapitala. U skladu s tim, AIF poduzetničkog kapitala najmanje 70% imovine mora uložiti u:

- vlasničke instrumente ili instrumente nalik vlasničkim instrumentima poslovnog subjekta koji: ima manje od 250 zaposlenih radnika, ostvaruje manje od 400 milijuna kuna prihoda godišnje i čija ukupna aktiva iznosi najviše 344 milijuna kuna, nije uvršten niti se njime trguje na uređenom tržištu ili multilateralnoj trgovinskoj platformi, nije kreditna institucija, financijski holding niti mješoviti holding
- osigurane ili neosigurane zajmove koje AIF poduzetničkog kapitala daje poslovnom subjektu u kojem AIF poduzetničkog kapitala već ima ulaganja, pod uvjetom da se za takve zajmove ne upotrebljava više od 30% veličine AIF-a
- dionice ili udjele jednog ili više drugih AIF-ova poduzetničkog kapitala, pod uvjetom da ti AIF-ovi poduzetničkog kapitala i sami nisu uložili više od 10% veličine AIF-a u AIF-ove poduzetničkog kapitala

Udjeli AIF-a poduzetničkog kapitala mogu se nuditi samo profesionalnim i kvalificiranim ulagateljima.

AIF poduzetničkog kapitala nema vremensko ograničenje.

### 3.4 Regulatorna na razini Europske Unije

Najznačajnija regulatorna u vezi PE/VC fondova na razini EU je Direktiva o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova (Direktiva 2011/61/EU)<sup>5</sup>. S obzirom da pravno uređenje PE i VC fondova nije ujednačeno na razini zemalja članica bilo bi ih iznimno teško uskladiti (Čulinović-Herc et al., 2017). No, s obzirom da AIF-ovim upravljaju UAIF-ovi na koje se ova direktiva odnosi, Čulinović-Herc et al. (2017) navode kako ta direktiva indirektno utječe na poslovanje AIF-ova.

Bitno je napomenuti kako se AIFM Direktiva ne odnosi na sve UAIF-e. UAIF-i na koje se odnosi su:

1. UAIF-i koji upravljaju portfeljima AIF-ova čija imovina pod upravljanjem, uključujući i korištenje financijske poluge, ne prelazi prag od 100 milijuna eura
2. UAIF-ovi čija imovina pod upravljanjem ne prelazi prag od 500 milijuna eura kada AIF-ovi ne koriste financijsku polugu i ne predviđaju mogućnost ostvarivanja prava isplate tijekom razdoblja od pet godina nakon početnog ulaganja u svaki AIF.

No, nakon uvođenja navedene direktive, EU legislatori prepoznali su potrebu da zaštite VC od određenih pravila AIFM Direktive kao što su visoki kapitalni zahtjevi i obveza dodjele depozitara. Stoga je uvedena nova EuVECA Regulacija. Unutar nje uvodi se EuVECA oznaka za koju UAIF-ovi mogu sami odabrati hoće li je nositi. Da bi je dobili moraju zadovoljiti određene uvjete specificirane uredbom, ali zato mogu i uživati u pogodnostima koje ta oznaka nosi. Primjerice EuVECA putovnica omogućava VC fondovima da prikupljaju sredstva u različitim državama članicama bez da se usklađuju sa specifičnim pravilima i zakonima koji su različito uređeni na nacionalnim razinama (Čulinović-Herc et al., 2017). EuVECA II stupila je na snagu 1. ožujka 2018. i sadržava nekoliko promjena koje su savjetovali članovi Europe Invest-a. To su primjerice fleksibilniji uvjeti investicija i smanjenje troškova ograničavanjem utjecaja raznih naknada i pristojbi (Invest Europe, 2019).

---

<sup>5</sup> Dalje u tekstu: AIFM Direktiva

### 3.5 AIF-i u Hrvatskoj

Prema klasifikaciji unutar regulative analizirane u ovome poglavlju od 2013. (kada prestaje važiti Zakon o investicijskim fondovima i na snagu stupa trenutna regulativa) u Hrvatskoj je aktivno 7 fondova rizičnog kapitala dok je od 2018. aktivno 6 AIF-a rizičnog kapitala. To su, prema HANFA registru AIF-a:

**Tablica 1: Popis AIF-a rizičnog kapitala**

| <b>Naziv fonda</b>  | <b>Društvo za upravljanje</b>  |
|---|--|
| Honestas FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom                       | HONESTAS PRIVATE EQUITY PARTNERI d.o.o.  |
| Inspirio Alpha - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom                     | Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima |
| Nexus FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom                          | Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima |
| Prosperus FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom                      | PROSPERUS INVEST d.o.o.  |
| Prosperus FGS II - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom                   | PROSPERUS INVEST d.o.o.  |
| Quaestus Private Equity Kapital II - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom | QUAESTUS PRIVATE EQUITY d.o.o.   |

Izvor: HANFA registar alternativnih investicijskih fondova

S obzirom da AIF-i nisu obvezni objavljivati izvješća o ulaganjima, daljnje analiziranje pojedinih fondova nije moguće.

## **4. Analiza tržišta rizičnog kapitala u Hrvatskoj**

### **4.1 Način provedbe analize**

U ovome radu koristiti će se podaci od Invest Europe, koji u suradnji s partnerima provodi godišnje istraživanje i vodi statistiku o PE ulaganjima u Europi (i odvojeno za srednju i istočnu Europu) te objavljuje detaljne statistike. U svrhu istraživačkog dijela ovoga rada koristiti će se podaci objavljeni u tim izvješćima od 2003.-2017. Također će se koristiti VCPE indeks atraktivnosti zemalja.

Prema Groh i Liechtenstein (2010) institucionalni PE/VC investitori odluke o ulaganju donose prije svega na temelju očekivanih ekonomskih prilika zemlje ili regije u koju će uložiti. Groh i Liechtenstein proučavaju ekonomske prilike koje proizlaze iz socio-ekonomskog stanja proučavanih zemalja i regija i na temelju šest determinanti izračunavaju indeks atraktivnosti zemlje za PE/VC ulaganja. Te determinante su:

1. Ekonomska aktivnost
2. Dubina tržišta kapitala
3. Oporezivanje
4. Zaštita ulagača i korporativno upravljanje
5. Ljudsko i društveno okruženje
6. Poduzetnička kultura i prilike

U sljedećih nekoliko paragrafa objasniti će se i analizirati svaka od pojedinih determinanti.

### **4.2 VCPE indeks atraktivnosti zemalja**

Pri izračunu VCPE indeksa sve determinante nemaju jednaku važnost u privlačnosti zemlje za VC/PE ulaganja. Stoga su autori za svaku determinantu odredili „težinu“ koju nosi u privlačenju VC/PE ulaganja. Statističkom analizom došli su do rezultata prikazanih u Tablici 2:

**Tablica 2: Razrada VCPE indeksa po težinama determinanti**

|                       | Ekonomska aktivnost | Dubina tržišta kapitala | Oporezivanje | Zaštita ulagača i korporativno upravljanje | Ljudsko i društveno okruženje | Poduzetnička kultura i prilike |
|-----------------------|---------------------|-------------------------|--------------|--|-------------------------------|--------------------------------|
| Težina u VCPE indeksu | 0,14                | 0,23                    | 0,09         | 0,18                                       | 0,18                          | 0,18                           |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2009/2010 Annual

Kao što se može vidjeti iz tablice najveća važnost daje se dubini tržišta kapitala, drugo mjesto zauzimaju podjednako zaštita ulagača i korporativno upravljanje, ljudsko i društveno okruženje te poduzetnička kultura i prilike, na trećem mjestu je ekonomska aktivnost dok je oporezivanje na posljednjem mjestu.

U Tablici 3 prikazane su vrijednosti VCPE indeksa za Hrvatsku, usporednu s Istočnom Europom, izračunotog prema težinama determinanti prikazanih u Tablici 2.

**Tablica 3: Vrijednost VCPE indeksa**

|                | 2013  | 2018  |
|----------------|-------|-------|
| Hrvatska       | 48,8  | 51,80 |
| Istočna Europa | 56,50 | 57,50 |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Usprkos tome što Hrvatska još uvijek nije na razini vrijednosti indeksa Istočne Europe, može se primjetiti kako Hrvatska ipak ima veći rast vrijednosti VCPE indeksa (+6,15%) nego li Istočna Europa (+1,77%). Ta činjenica može se objasniti time što je Hrvatska značajno napredovala u kategoriji dubine tržišta kapitala dok zemlje Istočne Europe stagniraju u tom području. Ali cjelokupna situacija nije tako pozitivna. Tablica 4 prikazuje kretanje Hrvatske po rang u zadnjih 10 godina.

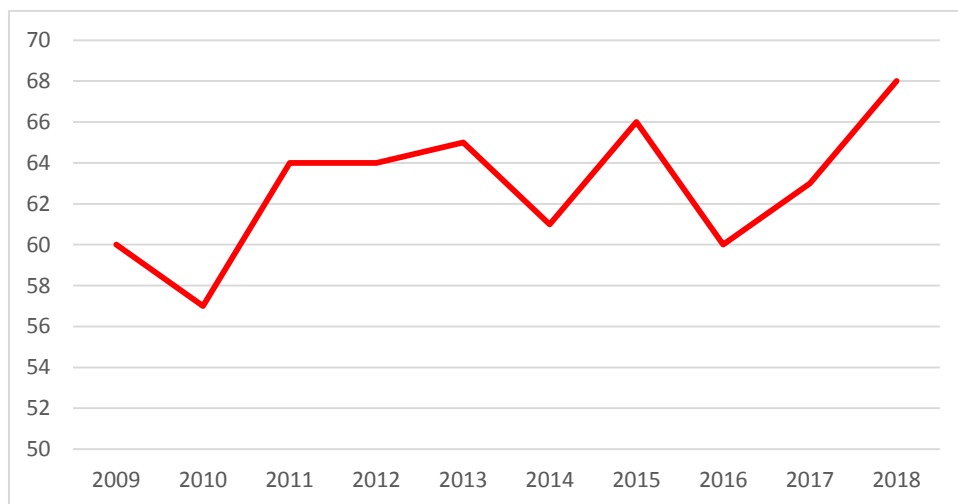
**Tablica 4: Rang Hrvatske prema VCPE indeksu**

|          | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Hrvatska | 60   | 57   | 64   | 64   | 65   | 61   | 66   | 60   | 63   | 68   |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report



Iz Tablice 4 i cjelokupne analize možemo primjetiti kako **Hrvatska u zadnjih 10 godina ima negativan trend** odnosno od 2009. do 2018. pala je za čak 8 mjesta na ljestvici od 125 promatranih zemalja. Donji graf vizualno predočava situaciju.



**Graf 2: Kretanje Hrvatske prema rangu VCPE indeksa**

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

#### 4.2.1. Ekonomska aktivnost

**Ekonomska aktivnost** uzima u obzir nekoliko faktora. Veličina gospodarstva indikator je kvantitete korporacija i broja prilika koje VC/PE investitori mogu razmatrati za ulaganje. Rast gospodarstva vodi k povećanoj potražnji za financiranjem pa tako Groh i Liechtenstein (2010) navode kako postoji više poduzetničkih prilika ako gospodarstvo brzo raste, da gospodarski prosperitet i razvoj potiču poduzetništvo te navode kako je VC/PE aktivnost ciklična i uvelike povezana s BDP-om.

**Tablica 5: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema ekonomskoj aktivnosti**

| Ekonomska aktivnost | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|---------------------|------|------|------|------|
|                     | 69   | 102  | 94   | 88   |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Promatrajući tablicu 5 može se primijetiti kako je Hrvatska prema ekonomskoj aktivnosti na lošijoj poziciji nego što je bila 2009., ali da je trend kretanja pozitivan u zadnjih 7 godina.

**Tablica 6: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktorima ekonomske aktivnosti**

|                              |                                    | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|------------------------------|------------------------------------|------|------|------|------|
| Faktori ekonomske aktivnosti | 1. Ukupna ekonomska veličina (BDP) | 61   | 61   | 66   | 73   |
|                              | 2. Očekivani stvarni BDP rast      | 85   | 112  | 111  | 66   |
|                              | 3. Nezaposlenost                   | 71   | 75   | 83   | 107  |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Daljnjom analizom ekonomske aktivnosti kao determinante VCPE indeksa, promatrajući njene faktore može se zaključiti kako je Hrvatski BDP manje napredovao u odnosu na ostale promatrane zemlje što ju je pomaklo za čak 12 mjesta od 2009.-2018. U vrijeme krize imala jedan od najgorih očekivanih realnih stopa rasta BDP-a što ju je svrstavalo među 13 zadnje rangiranih promatranih država. Izlaskom iz krize, očekivana stopa rasta se poboljšava te stoga Hrvatska zauzima povoljniji položaj na ljestvici promatranih zemalja. Po pitanju nezaposlenosti Hrvatska od 2009. ima kontinuirano negativni trend.

**Tablica 7: Vrijednost determinante ekonomske aktivnosti**

|                | 2013 | 2018 |
|----------------|------|------|
| Hrvatska       | 59,0 | 65,6 |
| Istočna Europa | 69,8 | 73,8 |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Kao što se može primjetiti Hrvatska zaostaje za ostatkom Istočne Europe prema vrijednosti determinante ekonomske aktivnosti. Međutim, napredak Hrvatske u odnosu na 2013. iznosi 11,18% dok prosječni napredak Istočne Europe iznosi 5,73% što ipak ukazuje na nadprosječni pozitivan trend kretanja u odnosu na ostale zemlje Istočne Europe.

#### 4.2.2. Dubina tržišta kapitala

**Dubina tržišta kapitala** prema Groh i Liechtenstein (2010) je nužna za uspješan izlaz iz VC investicije putem IPO-a. Također navode kako banko-centrični financijski sustavi pokazuju manju sposobnost stvaranja efikasne VC strukture. Također, uzimaju kapitalizaciju burze i broj listanih kompanija kao indikator likvidnosti burze. Navode kako likvidnost ima značajnu pozitivnu ulogu u ranim fazama VC investicije. Nasuprot manama banko-centričnog financijskog sustava, Groh i Liechtenstein (2010) navode kako je manjak dostupnosti dugovnog financiranja prepreka start-up poduzećima u brojnim zemljama.

**Tablica 8: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema dubini tržišta kapitala**

| Dubina tržišta kapitala | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|-------------------------|------|------|------|------|
|                         | 69   | 62   | 66   | 60   |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Pregledom podatka iz Tablice 8 može se uočiti pozitivan trend kretanja Hrvatske na tržištu kapitala, odnosno Hrvatska napreduje 9 mjesta od 2009. do 2018. uz blage oscilacije za vrijeme krize. Sljedeća tablica dodatno analizira tržište kapitala.

**Tablica 9: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktorima dubine tržišta kapitala**

|                                 |  | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|---------------------------------|--|------|------|------|------|
| Faktori dubine tržišta kapitala | 1. Veličina i likvidnost burze                 | 39   | 46   | 52   | 51   |
|                                 | 2. Ukupna vrijednost trgovanja                 | 60   | 64   | 63   | 62   |
|                                 | 3. Inicijalne javne ponude i njihova aktivnost | 55   | 69   | 84   | 68   |
|                                 | 4. Tržište spajanja i akvizicije (M&A)         | 58   | 65   | 60   | 54   |

|  |   |     |    |    |     |
|--|---|-----|----|----|-----|
|  | 5. Tržište duga i kredita               | 83  | 77 | 52 | 91  |
|  | 6. Nenaplativi bankovni krediti         | 76  | 71 | 70 | 112 |
|  | 7. Sofisticiranost financijskog tržišta | 116 | 77 | 79 | 72  |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Dubina tržišta kapitala uzima čak 7 faktora za izračun ranga zemalja. Stoga ćemo ukratko komentirati trend kretanja Hrvatske za svaki navedeni. Po pitanju veličine i likvidnosti burze Hrvatska nazaduje čak 12 mjesta. Ukupna vrijednost trgovanja nema značajnih oscilacija ali ipak Hrvatska pada za 2 mjesta i prema ovome faktoru. Inicijalne javne ponude i njihova aktivnost također padaju i to za čak 13 mjesta. M&A tržište blago pada za vrijeme krize da bi se na kraju ipak poboljšalo u odnosu na početak promatranog razdoblja za 4 mjesta. Tržište duga i kredita također ima negativan trend te pada za 8 mjesta dok su nenaplativi bankovni krediti u izrazito negativnom trendu te zauzimaju čak 112. mjesto od 125 promatranih zemalja. Najveći pozitivni pomak donosi sofisticiranost financijskog tržišta koje se poboljšava iz godine u godinu te tako Hrvatska skače za čak 44 mjesta. Ovaj faktor dovoljan je da poboljša cjelokupnu sliku dubine tržišta kapitala te smjesti Hrvatsku iznad prosjeka Istočne Europe što pokazuje tablica 10.

**Tablica 10: Vrijednost determinante dubine tržišta kapitala**

|                | 2013 | 2018 |
|----------------|------|------|
| Hrvatska       | 37,8 | 48,1 |
| Istočna Europa | 44,4 | 45,7 |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Pregledom tablice 10 uočava se značajan napredak Hrvatske po pitanju dubine tržišta kapitala posebice u odnosu na Istočnu Europu. Vrijednost determinante za Hrvatsku raste za 27,24% dok vrijednost determinante za Istočnu Europu raste za samo 2,92%.

### 4.2.3. Oporezivanje

Groh i Liechtenstein (2010) navode kako dva tipa poreza utječu na VC/PE aktivnost: oni porezi koji utječu na imovinu kao što su porez na dividende i kapitalne dobitke te oni porezi koji imaju utjecaj na korporacije i poduzetništvo. Također naglašavaju da stopa poreza na kapitalne dobitke utječe na VC/PE aktivnost te objašnjavaju da povišenje stope poreza na dohodak povećava šansu da osobe postanu poduzetnici.

**Tablica 11: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema oporezivanju**

| Oporezivanje | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|--------------|------|------|------|------|
|              | 5    | 5    | 21   | 81   |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Unutar determinante oporezivanja promatran je samo jedan faktor, a to su poduzetnički porezni poticaji i administrativni tereti.

**Tablica 12: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktoru oporezivanja**

|                     |   | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|---------------------|---|------|------|------|------|
| Faktor oporezivanja | 1. Poduzetnički porezni poticaji i administrativni tereti | 5    | 5    | 21   | 81   |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Autori studije unutar SWOT analize Hrvatske za 2011. navode kao jednu od prednosti vladine strategije za poticanje inovativnosti - BICRO i CRANE, davajući im odlične ocjene što svrstava Hrvatsku na visoko 5. mjesto prema oporezivanju (napomena: autori promatraju samo utjecaj poreza na VC/PE aktivnosti te nisu odraz konkurentnosti hrvatskog poreznog sustava). Objašnjenje za strmovit pad Hrvatske 2018. na ljestvici dan je u sljedećoj tablici.

**Tablica 13: Vrijednost determinante oporezivanja**

|                | 2013  | 2018  |
|----------------|-------|-------|
| Hrvatska       | 106,5 | 91,1  |
| Istočna Europa | 87,8  | 100,1 |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Kao što je pregledno iz tablice 13, Hrvatska je izgubila na vrijednosti determinante oporezivanja odnosno pogoršali su se porezni poticaji i otežala administrativna procedura dok je Istočna Europa (a i brojne druge države – za detalje pogledati originalnu studiju) povisila vrijednost, odnosno poboljšali su se uvjeti po pogledu državnih poticaja i smanjenja administrativnih tereta.

#### 4.2.4. Zaštita ulagača i korporativno upravljanje

Groh i Liechtenstein (2010) navode kako pravna struktura i zaštita vlasničkih prava također utječu na atraktivnost zemlje za VC/PE ulaganja. Navode kako je kvaliteta pravnog sustava zemlje bliže povezana izlaženju iz VC/PE investicija nego veličina burze. Dodatno objašnjavaju kako zakoni i računovodstveni standardi imaju značajan utjecaj na korporativno upravljanje u VC/PE industriji. Na kraju navode i kako slaba zaštita vlasničkih prava ograničava reinvestiranje profita u start-up poduzeća.

**Tablica 14: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema zaštiti ulagača i korporativnom upravljanju**

| Zaštita ulagača i korporativno upravljanje | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|--|------|------|------|------|
|  | 72   | 76   | 80   | 77   |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Što se tiče zaštite ulagača i korporativnog upravljanja, Hrvatska za vrijeme krize blago pada na ljestvici no izlaskom iz krize počinje blagi oporavak.

**Tablica 15: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktorima zaštite ulagača i korporativnog upravljanja**

|   |  | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|---|--|------|------|------|------|
| Faktori zaštite ulagača i korporativnog upravljanja | 1. Kvaliteta korporativnog upravljanja | 96   | 103  | 98   | 63   |
|   | 2. Sigurnost prava vlasništva          | 57   | 55   | 58   | 76   |

|  |                              |    |    |    |    |
|--|------------------------------|----|----|----|----|
|  | 3. Kvaliteta provedbe zakona | 66 | 64 | 65 | 79 |
|--|------------------------------|----|----|----|----|

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Hrvatska je od 2009. do 2018. značajno se poboljšala po pitanju kvalitete korporativnog upravljanja skočivši za čak 33 mjesta dok je po sigurnosti prava vlasništva i kvalitete provedbe zakona pala na ljestvici.

**Tablica 16: Vrijednost determinante zaštite ulagača i korporativnog upravljanja**

|                | 2013 | 2018 |
|----------------|------|------|
| Hrvatska       | 52,1 | 57,1 |
| Istočna Europa | 62,1 | 63,2 |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Što se tiče vrijednosti determinante Hrvatska je ostvarila značajniji napredak po pitanju zaštite ulagača i korporativnog upravljanja nego ostale zemlje Istočne Europe iako još nije na istoj razini s njima. Bitno je napomenuti da je za taj napredak zaslužno povećanje kvalitete korporativnog upravljanja dok je pravno okruženje čak izgubilo na kvaliteti.

#### 4.2.5. Ljudsko i društveno okruženje

Groh i Liechtenstein (2010) objašnjavaju kako nacionalna kultura oblikuje individualnu orijentaciju i okolišne uvjete koji vode različitim razinama poduzetničke aktivnosti. Argumentiraju kako bi se razvijala VC industrija potrebna je visoka razina istraživačke kulture, posebno na sveučilištima i laboratorijima. Istražuju utjecaje nekoliko tereta koje start-up poduzeća imaju u različitim zemljama. Zaključuju kako najveće prepreke i troškove imaju one zemlje s problemima korupcije, kriminala, velike razine sive ekonomije i birokratiziranosti.

**Tablica 17: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema ljudskom i društvenom okruženju**

| Ljudsko i društveno okruženje | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|-------------------------------|------|------|------|------|
|                               |      | 66   | 70   | 73   |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Pregledom tablice uočava se postepeni pad Hrvatske na ljestvici zemalja po pitanju ljudskog i društvenog okruženja uz nagli pad u zadnjih 5 godina za čak 17 mjesta.

**Tablica 18: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktorima ljudskog i društvenog okruženja**

|   |                                  | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|---|----------------------------------|------|------|------|------|
| Faktori ljudskog i društvenog okruženja | 1. Obrazovanje i ljudski kapital | 51   | 63   | 63   | 90   |
|   | 2. Rigidnost tržišta rada        | 99   | 101  | 101  | 117  |
|   | 3. Mito i korupcija              | 55   | 57   | 55   | 50   |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Detaljnijom analizom ljudskog i društvenog okruženja uočava negativan trend na području obrazovanja i ljudskog kapitala te drastično stanje po pitanju tržišta rada gdje autori svrstavaju Hrvatsku na 117. mjesto od 125 promatranih zemalja.

**Tablica 19: Vrijednost determinante ljudskog i društvenog okruženja**

|                | 2013 | 2018 |
|----------------|------|------|
| Hrvatska       | 46   | 36   |
| Istočna Europa | 69,1 | 58,6 |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Po pitanju vrijednosti determinante ljudskog i društvenog okruženja primjećuje se negativan trend i u Hrvatskoj i zemljama Istočne Europe.

#### 4.2.6. Poduzetnička kultura i prilike

Groh i Liechtenstein (2010) navode kako je pristup pogodnim investicijama jedan od najvažnijih faktora za privlačenje VC ulaganja, posebice u ranim fazama, odnosno start-up poduzećima. Prikazuju da su industrijski i akademski izdaci za R&D (istraživanje i razvoj) signifikantno korelirani s VC aktivnošću. Također argumentiraju da birokracija u formi nepotrebnih pravila i proceduralnih zahtjeva, potrebe dobivanja odobrenja od brojnih institucija te komplicirana dokumentacija znatno ograničavaju poduzetničku aktivnost.



**Tablica 20: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema poduzetničkoj kulturi i prilikama**

| Poduzetnička kultura i prilike | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|--------------------------------|------|------|------|------|
|                                | 44   | 45   | 49   | 64   |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Pregledom tablice 20 možemo primjetiti kako po pitanju poduzetničke kulture i prilika Hrvatska ima negativan trend u zadnjih 10 godina.

**Tablica 21: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktorima poduzetničke kulture i prilika**

|  |   | 2009 | 2011 | 2013 | 2018 |
|--|---|------|------|------|------|
| Faktori poduzetničke kulture i prilika | 1. Inovacije                                      | 54   | 49   | 44   | 66   |
|  | 2. Znanstveni i tehnički članci                   | 43   | 46   | 46   | 52   |
|  | 3. Poteškoće pri pokretanju i poslovanju poduzeća | 47   | 37   | 46   | 78   |
|  | 4. Jednostavnost zatvaranja poduzeća              | 71   | 75   | 75   | 76   |
|  | 5. Korporativni R&D                               | 42   | 49   | 54   | 77   |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Razradom determinante poduzetničke kulture i prilika vidi se kako Hrvatska značajno zaostaje po pitanjima inovacija i korporativnog istraživanja i razvoja (koji su izravno korelirani s VC aktivnošću) te da je pokretanje posla se dodatno otežano u usporedbi s ostalim državama. Također i po pitanju jednostavnosti zatvaranja poduzeća, Hrvatska pada na ljestvici, a to je isto jedan od bitnih faktora posebice u VC aktivnostima s obzirom da velik broj start-upova ne uspijeva sazrijeti do kasnijih faza.

**Tablica 22: Vrijednost determinante poduzetničke kulture i prilika**

|                | 2013 | 2018 |
|----------------|------|------|
| Hrvatska       | 53,3 | 52,4 |
| Istočna Europa | 53,5 | 57,2 |

Izvor: izrada autora prema VCPE Country Attractiveness Index 2013 i 2018 report

Po pitanju vrijednosti promatrane determinante u Hrvatskoj nema značajnih promjena (-1,69%) dok su se zemlje Istočne Europe malo poboljšale (+6,92%). Možda se na prvi pogled čini kontradiktoran pad od 15 mjesta u zadnjih 5 godina (Tablica 20) po pitanju cjelokupne poduzetničke kulture i prilika usprkos tome što nema značajnih promjena u vrijednosti determinante, no to se objašnjava time da su ostale promatrane zemlje koje su bile iza Hrvatske značajno se poboljšale po tom pitanju.

### 4.3. PE/VC ulaganja u Hrvatsku

U tablici 23 dan je prikaz godišnjih PE ulaganja u zemlje srednje i istočne Europe. Kratkom analizom može se primjetiti kako ovakav oblik ulaganja u Hrvatskoj doživljava procvat početkom krize kada su ulaganja bila čak 100 milijuna eura. Zanimljiva je činjenica kako je u predkrizno razdoblje godišnji promet na ZSE iznosio čak 66 milijardi kuna (prema HANFA statistici) dok je već 2008. pao na 31 milijardu kuna, 2009. na 11 milijardi, a 2018. iznosi samo 3 milijarde kn. Ovaj fenomen objašnjava Marović (2009) u članku za Večernji list navodeći: „Zbog manje dostupnih i znatno skupljih klasičnih oblika financiranja, prvenstveno bankarskih kredita, potražnja i interes za fondovima rizičnoga kapitala znatno su veći u odnosu na razdoblje prije krize.“

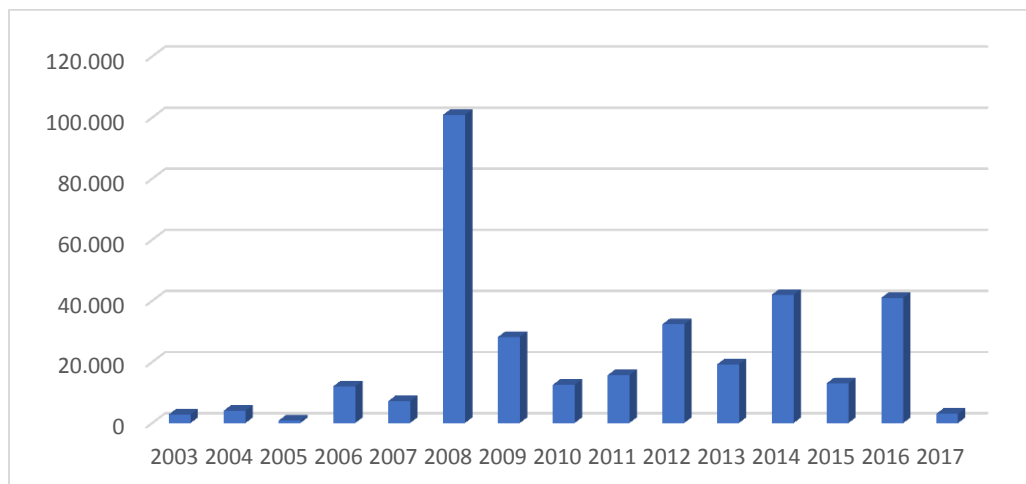
**Tablica 23: Private equity ulaganja u srednju i istočnu Europu (u tisućama €)**

| Država     | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009      | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| BiH        |         |         | 9.974   | 5.328   | 456     | 4.208   | 6.267     |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Bugarska   | 18.043  | 215.976 |         | 35.812  | 563.374 | 90.477  | 185.165   | 82.238  | 7.225   | 84.167  | 11.098  | 3.000   | 34.000  | 24.000  | 19.000  |
| Hrvatska   | 2.799   | 4.021   | 756     | 12.033  | 7.150   | 100.875 | 28.154    | 12.500  | 15.625  | 32.299  | 19.195  | 42.000  | 13.000  | 41.000  | 3.000   |
| Češka      | 39.422  | 16.074  | 108.952 | 354.208 | 182.368 | 441.435 | 1.385.776 | 192.973 | 143.933 | 105.874 | 134.439 | 296.000 | 14.000  | 168.000 | 5.000   |
| Estonija   | 1.661   | 365     | 12.652  | 4.031   | 36.316  | 13.972  | 4.507     | 26.382  | 6.508   | 18.630  | 27.554  | 23.000  | 21.000  | 75.000  | 8.000   |
| Mađarska   | 110.755 | 121.562 | 147.247 | 734.360 | 214.682 | 476.604 | 213.637   | 65.046  | 194.841 | 102.953 | 56.265  | 170.000 | 174.000 | 97.000  | 200.000 |
| Latvija    | 2.692   | 13.261  | 8.719   |         | 23.654  | 63.084  | 997       | 5.280   | 20.222  | 3.802   | 15.300  | 51.000  | 41.000  | 26.000  | 174.000 |
| Litva      | 5.647   | 1.182   | 14.359  | 18.103  | 151.661 |         | 1.183     | 1.604   | 26.671  | 7.119   | 22.530  | 39.000  | 49.000  | 156.000 | 11.000  |
| Makedonija |         |         |         |         | 13.500  |         | 14.388    |         |         |         | 7.675   |         |         |         |         |
| Moldavija  |         |         |         |         | 15.050  |         |           | 10.860  | 975     |         | 2.099   |         |         |         |         |

|           |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |           |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Crna Gora |         |         |         | 374     |         | 25.000  |         |         |         |         |         |         |         |         |           |
| Poljska   | 177.213 | 134.437 | 107.818 | 303.621 | 440.715 | 627.957 | 266.994 | 657.002 | 678.436 | 473.015 | 380.033 | 258.000 | 818.000 | 758.000 | 2.486.000 |
| Rumunjska | 82.020  | 32.543  | 70.000  | 109.956 | 318.089 | 273.089 | 220.881 | 119.138 | 65.918  | 27.606  | 70.349  | 89.000  | 147.000 | 148.000 | 496.000   |
| Srbija    |         |         | 6.367   | 31.127  | 105.718 | 8.402   |         | 13.208  |         | 4.350   | 16.076  | 329.000 | 229.000 | 48.000  | 2.000     |
| Slovačka  | 4.479   | 7.059   | 19.467  | 19.348  | 24.700  | 31.145  | 1.739   | 14.473  | 9.149   | 97.848  | 2.050   | 15.000  | 30.000  | 13.000  | 4.000     |
| Slovenija | 3.714   |         | 2.009   | 38.712  | 1.554   | 3.750   | 79.130  | 6.945   | 14.089  | 3.508   | 4.355   | 13.000  | 12.000  | 73.000  | 21.000    |
| Ukrajina  |         |         |         |         | 245.021 | 301.535 | 38.219  | 95.827  | 63.309  | 43.314  | 19.684  | 4.000   | 17.000  | 11.000  | 20.000    |

Izvor: izrada autora prema EVCA Central and Eastern Europe Task Force (od 2015. Invest Europe

Graf 3 vizualno predočava sumu PE ulaganja u Hrvatskoj u razdoblju kroz koje EVCA odnosno Invest Europe prati statistiku.



**Graf 3: Private equity ulaganja u Hrvatsku (u tisućama €)**

Izvor: izrada autora prema EVCA Central and Eastern Europe Task Force (od 2015. Invest Europe)

Međutim, nominalni iznosi ne govore nam puno s obzirom da veličina gospodarstva igra veliku ulogu u količini ulaganja. Stoga je bolji pokazatelj postotak PE ulaganja u BDP-u.

**Tablica 24: PE ulaganja u srednju i istočnu Europu kao postotak BDP-a**

| Država     | 2003       | 2004       | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BiH        | 0,00%      | 0,000<br>% | 0,123<br>% | 0,055<br>% | 0,004<br>% | 0,036<br>% | 0,052<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% |
| Bugarska   | 0,101<br>% | 1,110<br>% | 0,000<br>% | 0,143<br>% | 1,950<br>% | 0,265<br>% | 0,543<br>% | 0,229<br>% | 0,019<br>% | 0,211<br>% | 0,027<br>% | 0,006<br>% | 0,100<br>% | 0,049<br>% | 0,037<br>% |
| Hrvatska   | 0,011<br>% | 0,015<br>% | 0,002<br>% | 0,035<br>% | 0,017<br>% | 0,213<br>% | 0,061<br>% | 0,027<br>% | 0,035<br>% | 0,074<br>% | 0,044<br>% | 0,097<br>% | 0,020<br>% | 0,090<br>% | 0,005<br>% |
| Češka      | 0,052<br>% | 0,019<br>% | 0,112<br>% | 0,315<br>% | 0,143<br>% | 0,294<br>% | 1,017<br>% | 0,124<br>% | 0,092<br>% | 0,069<br>% | 0,085<br>% | 0,193<br>% | 0,010<br>% | 0,096<br>% | 0,029<br>% |
| Estonija   | 0,022<br>% | 0,004<br>% | 0,120<br>% | 0,031<br>% | 0,232<br>% | 0,093<br>% | 0,033<br>% | 0,184<br>% | 0,041<br>% | 0,107<br>% | 0,147<br>% | 0,204<br>% | 0,090<br>% | 0,361<br>% | 0,034<br>% |
| Mađarska   | 0,154<br>% | 0,150<br>% | 0,167<br>% | 0,883<br>% | 0,208<br>% | 0,422<br>% | 0,223<br>% | 0,067<br>% | 0,194<br>% | 0,106<br>% | 0,056<br>% | 0,164<br>% | 0,150<br>% | 0,078<br>% | 0,148<br>% |
| Latvija    | 0,031<br>% | 0,120<br>% | 0,068<br>% | 0,000<br>% | 0,111<br>% | 0,273<br>% | 0,005<br>% | 0,029<br>% | 0,100<br>% | 0,012<br>% | 0,066<br>% | 0,141<br>% | 0,150<br>% | 0,103<br>% | 0,649<br>% |
| Litva      | 0,036<br>% | 0,007<br>% | 0,070<br>% | 0,076<br>% | 0,531<br>% | 0,000<br>% | 0,004<br>% | 0,006<br>% | 0,086<br>% | 0,022<br>% | 0,064<br>% | 0,107<br>% | 0,130<br>% | 0,404<br>% | 0,027<br>% |
| Makedonija | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,233<br>% | 0,000<br>% | 0,217<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,094<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% |
| Moldavija  | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,462<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,243<br>% | 0,019<br>% | 0,000<br>% | 0,035<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% |
| Crna Gora  | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,809<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% |
| Poljska    | 0,098<br>% | 0,069<br>% | 0,045<br>% | 0,118<br>% | 0,141<br>% | 0,167<br>% | 0,089<br>% | 0,186<br>% | 0,183<br>% | 0,124<br>% | 0,096<br>% | 0,061<br>% | 0,210<br>% | 0,172<br>% | 0,535<br>% |
| Rumunjska  | 0,159<br>% | 0,055<br>% | 0,088<br>% | 0,115<br>% | 0,239<br>% | 0,205<br>% | 0,189<br>% | 0,098<br>% | 0,049<br>% | 0,021<br>% | 0,049<br>% | 0,052<br>% | 0,090<br>% | 0,087<br>% | 0,265<br>% |
| Srbija     | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,030<br>% | 0,150<br>% | 0,649<br>% | 0,049<br>% | 0,000<br>% | 0,045<br>% | 0,000<br>% | 0,014<br>% | 0,047<br>% | 0,986<br>% | 0,700<br>% | 0,142<br>% | 0,004<br>% |

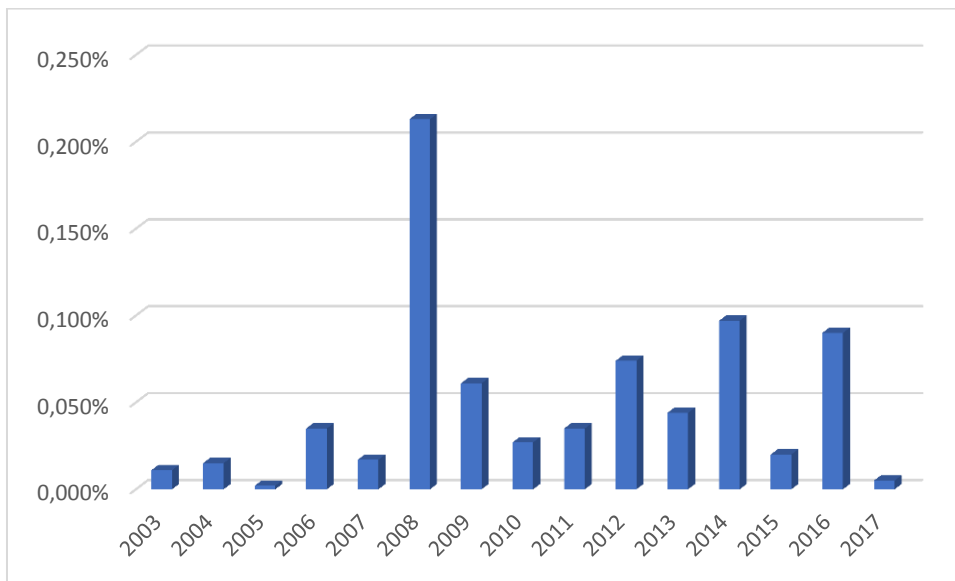
|           |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Slovačka  | 0,016<br>% | 0,021<br>% | 0,052<br>% | 0,045<br>% | 0,040<br>% | 0,046<br>% | 0,000<br>% | 0,022<br>% | 0,013<br>% | 0,138<br>% | 0,003<br>% | 0,015<br>% | 0,020<br>% | 0,016<br>% | 0,005<br>% |
| Slovenija | 0,015<br>% | 0,000<br>% | 0,007<br>% | 0,130<br>% | 0,004<br>% | 0,008<br>% | 0,227<br>% | 0,020<br>% | 0,039<br>% | 0,010<br>% | 0,012<br>% | 0,037<br>% | 0,030<br>% | 0,183<br>% | 0,049<br>% |
| Ukrajina  | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,000<br>% | 0,230<br>% | 0,232<br>% | 0,045<br>% | 0,092<br>% | 0,053<br>% | 0,032<br>% | 0,015<br>% | 0,004<br>% | 0,020<br>% | 0,013<br>% | 0,021<br>% |

Izvor: izrada autora prema EVCA Central and Eastern Europe Task Force (od 2015. Invest Europe)<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> U tablici 3. Invest Europe nije imao prikupljene podatke za sve godine u svim državama, te su u tim godinama PE ulaganja prikazana kao 0% što ne odražava stvarno stanje

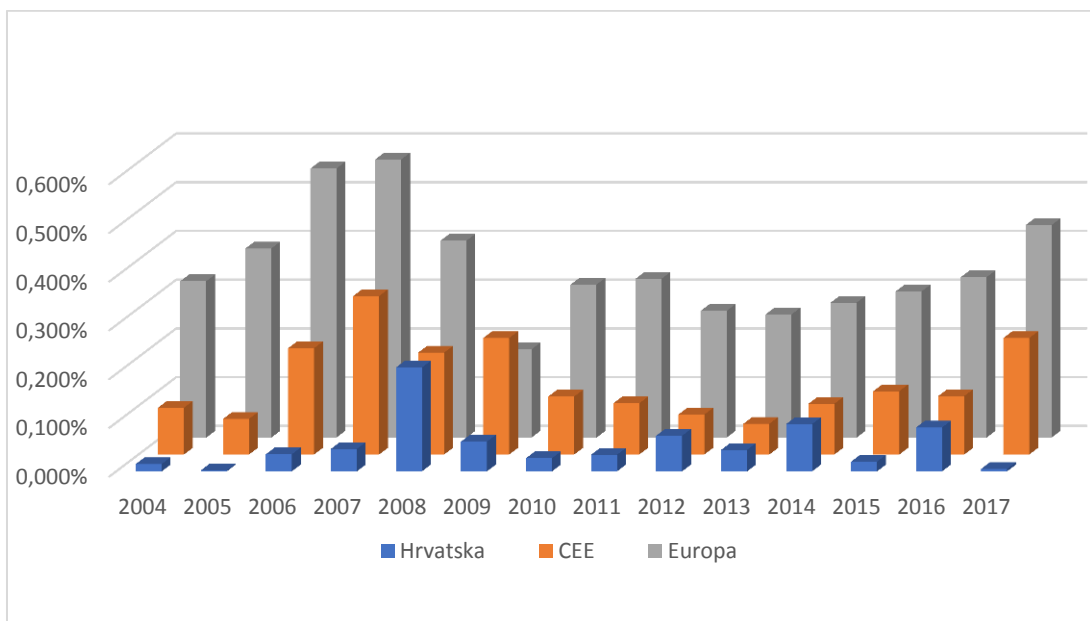
Graf 4 grafički prikazuje podatke za Hrvatsku iz tablice 24.



**Graf 4: PE ulaganja u Hrvatsku kao postotak BDP-a**

Izvor: izrada autora prema EVCA Central and Eastern Europe Task Force (od 2015. Invest Europe)

Kao što je moguće i pretpostaviti, postotak PE ulaganja koreliran je s nominalnim iznosima pa tako možemo primjetiti kako je i najveći postotak ulaganja PE u odnosu na BDP upravo u 2008. kada je i nominalno najveći iznos ulaganja. Graf 5 zorno prikazuje kakvo je stanje u usporedbi s ostalim zemljama srednje i istočne Europe, ali i cijelom Europom.



**Graf 5: PE ulaganja kao postotak BDP-a u Hrvatskoj u usporedbi s CEE i Europom**

Izvor: izrada autora prema EVCA Central and Eastern Europe Task Force (od 2015. Invest Europe)



Graf 4 prikazuje kako su PE ulaganja u Hrvatsku **ispod prosjeka** ulaganja na razini srednje i istočne Europe osim u 2008. godini.

**Tablica 25: PE ulaganja kao postotak BDP-a u usporedbi s CEE i Europom**

|          | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Hrvatska | 0,015% | 0,002% | 0,035% | 0,046% | 0,213% | 0,061% | 0,027% | 0,034% | 0,073% | 0,044% | 0,097% | 0,020% | 0,090% | 0,005% |
| CEE      | 0,096% | 0,073% | 0,218% | 0,325% | 0,209% | 0,239% | 0,119% | 0,105% | 0,082% | 0,063% | 0,104% | 0,130% | 0,120% | 0,239% |
| Europa   | 0,321% | 0,388% | 0,552% | 0,571% | 0,404% | 0,181% | 0,314% | 0,326% | 0,260% | 0,253% | 0,277% | 0,300% | 0,329% | 0,436% |

Izvor: izrada autora prema EVCA Central and Eastern Europe Task Force (od 2015. Invest Europe)

Naime, 2008. prosječni postotak PE ulaganja u BDP-u za zemlje srednje i istočne Europe iznosi 0,209% dok za Hrvatsku iznosi 0,213% odnosno 0,004 postotna poena više. Također se može primjetiti kako i prosječni postotak CEE ne prelazi prosječni postotak Europe osim u 2009. godini, ali to se može objasniti ekstremno visokim PE ulaganjima u Češkoj Republici. Kao što je vidljivo u Tablici 2. te godine PE ulaganja u Češku su iznosila gotovo 1,4 milijarde €. Ako se taj podatak isključi iz promatranja dolazimo do novog postotka PE ulaganja u BDP-u na razini CEE u iznosu od 0,199% što ga, u tom slučaju, ponovno svrstava ispod prosjeka Europe.

## 5. Zaključak

Private equity je vrsta vlasničkog financiranja privatnih poduzeća koja nisu uvrštena na burze dok je rizični kapital (eng. *venture capital* - VC) uži pojam, odnosno vrsta PE ulaganja u start-up poduzeća. To su ulaganja koja transformiraju, stvaraju novu vrijednost i podrazumijevaju aktivnu ulagačku strategiju društava za upravljanje fondovima rizičnog kapitala.

Private equity prvo se javlja u SAD-u početkom 20. stoljeća, formira se sredinom stoljeća te doživljava procvat razvojem interneta i uz njega vezanih tehnologija. Iz SAD-a se širi i na ostala tržišta te danas PE ulaganja imaju značajnu ulogu u razvoju gospodarstva, posebice u pogledu inovativnosti i razvoja visoko-tehnoloških proizvoda i usluga.

Najznačajniji dionici PE tržišta su PE i VC fondovi koji imaju najvažniju ulogu u razvoju poslovanja i postavljanja novih standarda industrije rizičnog kapitala. Njihove aktivnosti mogu se podijeliti na tri osnovne radnje: investicija, nadgledanje investicije i izlazak iz investicije. Proces investicije obuhvaća „skeniranje“ potencijalnih prilika, dubinsko snimanje odabranih poduzeća, pregovore oko uvjeta financiranja i na kraju odabir i odluka o investiciji. Nadgledanje investicije podrazumijeva pružanje ekspertiza vezanih uz menadžment, poslovne kontakte i savjete vezane uz poslovanje i razvoj poduzeća. Izlaskom iz investicije zaključiva se uključenost fonda u poslovanje poduzeća uz ostvarenje značajnih prinosa na investiciju (ili gubitke).

Zakonska regulativa vezana uz industriju rizičnog kapitala određena je na razini Hrvatske Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima te na razini Europske Unije Direktivom o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova. Unutar njih definirani su uvjeti poslovanja fondova rizičnog kapitala. U Hrvatskoj regulativi dolazi do razilaženja u definicijama rizičnog kapitala i poduzetničkog kapitala nasuprot definicijama u stručnim literaturama što stvara dodatnu konfuziju po pitanju terminologije, a samim time i mogućnostima praćenja rezultata.

Po pitanju postotka PE ulaganja u Hrvatsku u BDP-u, Hrvatska se nalazi ispod prosjeka usporedivih zemalja regije srednje i istočne Europe ali je trend ulaganja pozitivniji u odnosu na ostale promatrane.

Pri razmatranju odluka o PE investicijama institucionalni ulagatelji promatraju niz pokazatelja koji će im služiti kao vodilja za konačnu odluku o zemljama i regijama u koje će ulagati. Te pokazatelje VCPE indeks spaja u jednu smislenu brojčanu vrijednost razmatrajući 6 determinanti te ih dodatno razrađuje po faktorima koji ih čine i na temelju važnosti koju svaka determinanta nosi izračunava se indeks koji pokazuje atraktivnost zemlje ili regije za VC/PE ulaganja. Te determinante su: ekonomska aktivnost; dubina tržišta kapitala; oporezivanje; zaštita ulagača i korporativno upravljanje; ljudsko i društveno okruženje te poduzetnička kultura i prilike. Po pitanju ekonomske aktivnosti i dubine tržišta kapitala Hrvatska pokazuje pozitivan trend. Unutar kategorije oporezivanja Hrvatska ima izrazito negativan trend. Što se tiče determinante zaštite ulagača i korporativnog upravljanja Hrvatska ima pozitivan trend ali samo što se tiče korporativnog upravljanja. Unutar determinante ljudskog i društvenog okruženja Hrvatska također gubi na vrijednosti. Determinanta poduzetničke kulture i prilika u Hrvatskoj u promatranom razdoblju stagnira ali određeni faktori te determinante pokazuju izrazito negativan trend. Promatrajući sve determinante zajedno, odnosno VCPE indeks Hrvatska trenutno zauzima 68. mjesto od 125 promatranih zemalja uz negativan trend u zadnjih 10 godina.

Najveće prijetnje razvoju VC/PE tržišta u Hrvatskoj su:

- nedovoljna ulaganja u obrazovanje i ljudski kapital
- izrazito loš napredak u korporativnom istraživanju i razvoju
- izrazita rigidnost tržišta rada
- loša kvaliteta provedbe zakona
- slabi porezni poticaji na poduzetništvo i visoki administrativni tereti

Za daljnji razvoj VC/PE tržišta u Hrvatskoj potrebno je posvetiti se navedenim stavkama što zahtijeva uključenost institucija na svim razinama vlasti, ali i privatnog sektora.

## Literatura

1. Bernstein, S., Giroud, X., Townsend, R. (2016): The Impact of Venture Capital Monitoring, *The Journal of Finance*, Vol. LXXI, br. 4, str. 1591.
2. Chen, J. (2019): Alternative Investment, [Internet], raspoloživo na: [https://www.investopedia.com/terms/a/alternative\\_investment.asp](https://www.investopedia.com/terms/a/alternative_investment.asp) , pristupljeno [23.05.2019]
3. Colin, N. (2016): A Brief History of the World (of Venture Capital), [Internet], raspoloživo na: <https://salon.thefamily.co/a-brief-history-of-the-world-of-venture-capital-65a8610e7dc2> , pristupljeno [24.05.2019]
4. Cumming D., Johan, S. A. (2014): *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Elsevier Inc, str.5.
5. Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., i Audić Vuletić, S. (2017): Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, Rijeka.
6. EVCA (2005): *Central and Eastern Europe Statistics 2004*, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force
7. EVCA (2006): *Central and Eastern Europe Statistics 2005*, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force
8. EVCA (2007): *Central and Eastern Europe Statistics 2006*, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force
9. EVCA (2008): *Central and Eastern Europe Statistics 2007*, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force
10. EVCA (2009): *Central and Eastern Europe Statistics 2008*, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force
11. EVCA (2010): *Central and Eastern Europe Statistics 2009*, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force

12. EVCA (2011): Central and Eastern Europe Statistics 2010, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force
13. EVCA (2012): Central and Eastern Europe Statistics 2011, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force
14. EVCA (2013): Central and Eastern Europe Statistics 2012, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force
15. EVCA (2014): Central and Eastern Europe Statistics 2013, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force
16. EVCA (2015): Central and Eastern Europe Statistics 2014, Special Paper Ed. by Central and Eastern Europe Task Force
17. Gerken, L. C., Whittaker, W. A. (2014): The Little Book of Venture Capital Investing, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, str. 5.
18. Gompers P., Lerner J. (1997): What drives venture fundraising?, Brooking Papers on Economic Activity, Microeconomics, str. 149-192.
19. Gompers, P. A., Lerner, J. (1999): What Drives Venture Capital?, [Internet], raspoloživo na: <https://ssrn.com/abstract=57935>, pristupljeno [21.05.2019]
20. Groh, A., Liechtenstein, H. (2010): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2009/2010 Annual, IESE Business School, University of Navarra
21. Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2013 Annual, IESE Business School, University of Navarra
22. Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger M. (2018): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018:Ninth Edition, IESE Business School, University of Navarra
23. IESE Business School (2018): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, [Internet], raspoloživo na: <http://blog.iese.edu/vcpeindex/>, pristupljeno [29.05.2019]

24. Invest Europe (2016): Central and Eastern European Private Equity Statistics 2015, Invest Europe
25. Invest Europe (2017): Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2016, Invest Europe
26. Invest Europe (2018): Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2017, Invest Europe
27. Invest Europe (2019): EUVECA - VC FUND REGULATION, [Internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/manager-fund-regulation/euveca/>, pristupljeno [25.05.2019]
28. Invest Europe: About private equity, [Internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/private-equity-explained/>, [13.05.19.].
29. Kaplan, S. N., Stromberg, P. (2008): Leveraged Buyouts and Private Equity, Journal of Economic Perspectives, Volume 22, br. 4
30. Kortum, S., Lerner, J. (2000): Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation, The RAND Journal of Economics, Vol. 31, br. 4, str. 674-692
31. Lerner, J., Leamon, A., Hardyman, F. (2012): Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship: The Power of Active Investing, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, str. 4-7
32. Marović, M. (2009): Rizični kapital uspješan je u čak 80 posto projekata, [Internet], raspoloživo na: <https://www.vecernji.hr/biznis/marovic-rizicni-kapital-uspjesan-je-u-cak-80-posto-projekata-68255>, pristupljeno [26.05.2019]
33. Metrick, A., Yasuda, A. (2011): Venture Capital and the Finance of Innovation, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, str. 3 – 146.
34. Narodne novine, (2018), Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine d.d. Zagreb, broj 21.
35. Narodne novine, (2019), Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova, Narodne novine d.d. Zagreb, broj 28.

36. Powers, J. (2012): The History Of Private Equity & Venture Capital, [Internet], raspoloživo na: <http://www.corporativewire.com/top-story.html?id=the-history-of-private-equity-venture-capital> , pristupljeno [24.05.2019]
37. Pwc (2019): MoneyTree Explorer, [Internet], raspoloživo na: <https://www.pwc.com/us/en/industries/technology/moneytree/explorer.html#/type=history&category=&currentQ=Q3%202018&qRangeStart=Q3%202013&qRangeEnd=Q3%202018&chartType=bar> , pristupljeno [19.05.2019]
38. Sostheim, J., Nikkhoui, A., Beck, J. (2019): Venture Capital in the Great Recession: An exploration of early VC dynamics in and around 2008, PitchBook Data, Inc, [Internet], raspoloživo na: [https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook\\_2Q\\_2019\\_Analyst\\_Note\\_Venture\\_Capital\\_in\\_the\\_Great\\_Recession.pdf](https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook_2Q_2019_Analyst_Note_Venture_Capital_in_the_Great_Recession.pdf) , pristupljeno [23.05.2019]
39. Sun, P. (2015): Venture Capital 101: Structure, Returns, Exit and Beyond, [Internet], raspoloživo na: <https://medium.com/sogal-adventures/venture-capital-101-structure-returns-exit-and-beyond-2048f22247a5>, pristupljeno [24.05.2019]
40. Zelenika, R. (1998): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela, Sveučilište u Rijeci, Rijeka.

## Popis slika, grafova i tablica

|  |    |
|--|----|
| Slika 1: Tok sredstava unutar VC ciklusa.....  | 4  |
| Slika 2: Vrste private equity ulaganja.....  | 5  |
| Slika 3: Prikaz strukture VC fonda.....  | 9  |
| <br>   |    |
| Graf 1: Broj VC ulaganja u SAD-u i iznosi u milijardama US dolara.....                           | 7  |
| Graf 2: Kretanje Hrvatske prema rangi VCPE indeksa.....  | 21 |
| Graf 3: Private equity ulaganja u Hrvatsku (u tisućama €).....                                   | 33 |
| Graf 4: PE ulaganja u Hrvatsku kao postotak BDP-a.....   | 36 |
| Graf 5: PE ulaganja kao postotak BDP-a u Hrvatskoj u usporedbi s CEE i Europom.....              | 36 |
| <br>   |    |
| Tablica 1: Popis AIF-a rizičnog kapitala.....  | 18 |
| Tablica 2: Razrada VCPE indeksa po težinama determinanti .....                                   | 20 |
| Tablica 3: Vrijednost VCPE indeksa.....  | 20 |
| Tablica 4: Rang Hrvatske prema VCPE indeksu.....   | 21 |
| Tablica 5: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema ekonomskoj aktivnosti.....             | 22 |
| Tablica 6: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktorima ekonomske aktivnosti.....    | 22 |
| Tablica 7: Vrijednost determinante ekonomske aktivnosti.....                                     | 23 |
| Tablica 8: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema dubini tržišta kapitala.....           | 23 |
| Tablica 9: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktorima dubine tržišta kapitala..... | 24 |



|   |    |
|---|----|
| Tablica 10: Vrijednost determinante dubine tržišta kapitala.....  | 25 |
| Tablica 11: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema oporezivanju.....  | 25 |
| Tablica 12: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktoru oporezivanja.....                                  | 26 |
| Tablica 13: Vrijednost determinante oporezivanja.....   | 26 |
| Tablica 14: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema zaštiti ulagača i korporativnom upravljanju.....           | 27 |
| Tablica 15: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktorima zaštite ulagača i korporativnog upravljanja..... | 27 |
| Tablica 16: Vrijednost determinante zaštite ulagača i korporativnog upravljanja.....                                  | 27 |
| Tablica 17: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema ljudskom i društvenom okruženju.....                       | 28 |
| Tablica 18: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktorima ljudskog i društvenog okruženja.....             | 28 |
| Tablica 19: Vrijednost determinante ljudskog i društvenog okruženja.....  | 29 |
| Tablica 20: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema poduzetničkoj kulturi i prilikama.....                     | 29 |
| Tablica 21: Rang Hrvatske od 125 promatranih zemalja prema faktorima poduzetničke kulture i prilika.....              | 30 |
| Tablica 22: Vrijednost determinante poduzetničke kulture i prilika.....   | 30 |
| Tablica 23: Private equity ulaganja u srednju i istočnu Europu (u tisućama €).....                                    | 31 |
| Tablica 24: PE ulaganja u srednju i istočnu Europu kao postotak BDP-a.....  | 34 |
| Tablica 25: PE ulaganja kao postotak BDP-a u usporedbi s CEE i Europom.....   | 37 |

## **Sažetak**

*Rizični kapital predstavlja važnu stavku razvijenih gospodarstava te je ključan u razvoju inovativnosti proizvoda i usluga. Ovakav tip financiranja posebice je od značaja za poduzeća koja nemaju pristup tradicionalnom dugovnom financiranju. Jedan od osnovnih problema prilikom proučavanja rizičnog kapitala je to što nema jedinstvene definicije za rizični kapital i pojmove koji se vežu uz njega što stvara veliku pomutnju oko terminologije i zato je često pogrešno shvaćen ili je metodologija prikupljanja podataka neusporediva što vodi do pogrešnih zaključaka i mjerenja.*

*U ovome radu pokušava se dati jasnije objašnjenje za pojmove vezane uz rizični kapital prema stručnoj literaturi ali i zakonodavstvu, daje se pravni okvir, analiziraju se PE ulaganja u Hrvatsku te se analizira VCPE indeks atraktivnosti Hrvatske u odnosu na zemlje srednje i istočne Europe.*

*Dolazi se do zaključka kako su ulaganja u Hrvatsku ispod prosjeka zemalja srednje i istočne Europe, vrijednost VCPE indeksa je niža od vrijednosti prosjeka zemalja Istočne Europe te je trend kretanja VCPE indeksa Hrvatske negativan.*

**Ključne riječi: private equity, rizični kapital, VCPE indeks**

## **Summary**

*Private equity and venture capital represent important items in economies of developed countries and are considered key components for innovation of new products and services. This type of financing is of special importance for companies that do not have access to traditional loan financing. One of the main problems when studying PE/VC is the lack of uniform definition of terms private equity and venture capital and that is why they are often understood in a wrong way or methodology for tracking data related to them is non-comparable which leads to wrong conclusions and misleading measurements.*

*This paper tries to provide a clearer explanation for terms related to PE and VC according to scientific literature and legislation; it analyzes PE investments in Croatia, and it analyzes VCPE index of attractiveness for Croatia in comparison to other countries in CEE region.*

*It is concluded that PE investments in Croatia are below average of other CEE countries, VCPE index of attractiveness score is lower for Croatia than for CEE region and trend of VCPE index of attractiveness for Croatia is negative.*

**Key words: private equity, venture capital, VCPE index**