

# USPOREDBA PRIVATE EQUITY TRŽIŠTA U REPUBLICI HRVATSKOJ I SLOVENIJI

---

**Knezović, Nikolina**

**Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni**

**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:124:389942>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-04**

*Repository / Repozitorij:*

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



**SVEUČILIŠTE U SPLITU  
EKONOMSKI FAKULTET**

**ZAVRŠNI RAD**

**USPOREDBA PRIVATE EQUITY TRŽIŠTA U  
REPUBLICI HRVATSKOJ I SLOVENIJI**

**Mentorica:**

**Doc. dr. sc. Šimić Šarić Marija**

**Studentica:**

**bacc. oec. Knezović Nikolina**

**Split, kolovoz 2019.**

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD.....</b>	<b>4</b>
1.1. Definicija problema i predmet istraživanja .....	4
1.2. Cilj rada .....	4
1.3. Metode rada .....	4
1.4. Doprinos istraživanju.....	5
1.5. Struktura rada .....	5
<b>2. POJMOVNO ODREĐENJE PRIVATE EQUITY .....</b>	<b>6</b>
2.1. Povijest private equity-a .....	6
2.2. Pojam private equity-a.....	7
2.3. Faze razvoja .....	9
2.4. Oblici i sudionici Private equity-a .....	10
2.5. Strategije izlaza.....	12
2.6. Venture capital (hrv. Rizični kapital) .....	13
2.7. Leveraged buyout ili buyout.....	17
2.8. Due diligence .....	19
<b>3. PRIVATE EQUITY U EUROPI .....</b>	<b>22</b>
3.1. Private equity u Europi .....	22
3.2. Private equity u Sloveniji .....	25
3.3. Private equity u Hrvatskoj .....	26
<b>4. ANALIZA PRIVATE EQUITY TRŽIŠTA U REPUBLICI HRVATSKOJ I SLOVENIJI .....</b>	<b>29</b>
4.1. Private equity ulaganja .....	29
4.2. Investicije kao postotak BDP-a .....	30
4.3. Godišnja ulaganja po broju poduzeća.....	30
4.4. Ulaganje prema fazama razvoja .....	31
4.5. Izlazna vrijednost.....	33

4.6. VC/PE indeks atraktivnosti .....	35
<b>5. ZAKLJUČAK .....</b>	<b>36</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>37</b>
<b>POPIS SLIKA.....</b>	<b>42</b>
<b>SAŽETAK.....</b>	<b>44</b>
<b>SUMMARY.....</b>	<b>45</b>

## **1. UVOD**

Cvijanović (2008.) navodi da se private equity po hrvatskom zakonodavstvu naziva otvoreni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom, te da se ulažu u perspektivna poduzeća sa visokim potencijalom rasta na srednji i dugi rok (prosječno 5 godina) te sa jasno definiranom izlaznom strategijom. U ovom radu će se pobliže objasniti pojam i osnovne karakteristike private equity-a i prema tome usporediti tržište Republike Hrvatske i Slovenije u razdoblju od 2013. do 2017. godine.

### **1.1. Definicija problema i predmet istraživanja**

Kada je 2007.god. časopis „The Economist nazvao fondove private equity-a kao "nove kraljeve kapitalizma", postalo je jasno da aludira na zapanjujući rast količine novca kojim upravljaju ti fondovi. Međutim, Ludovic i Gottschlag (2006.) primjećuju da i unatoč činjenici da private equity fondovi predstavljaju bitan segment financijske imovine, još uvijek nedostaje sveobuhvatan prikaz povijesnog učinka private equity fondova. Private Equity fondovi nemaju jedinstvenu definiciju ,te ne postoji međunarodno priznata definicija Private equity-a i zbog toga ga je teško definirati, odnosno često je pogrešno shvaćena (Fraser-Sampson, 2010.).

Poduzetnici konstantno razvijaju nove poslovne ideje koje zahtijevaju kapital, i zbog tog toga dolazi do problema financiranja tih projekata. Upravo zbog tog problema poduzetnici potražuju alternativne izvore financiranja. Nakon svjetske ekonomske krize iz 2007.godine ekonomija još uvijek osjeti posljedice, a posebno manje razvijene države kao što su Hrvatska i Slovenija. Glavni problem ovog rada je slabiji razvoj private equity tržišta Slovenije i Republike Hrvatske.

### **1.2. Cilj rada**

Cilj ovog rada je objasniti pojam private equity-a , njegove glavne karakteristike, te vrste i karakteristike ulaganja. Analizirati će se private equity transakcije Republike Hrvatske i Slovenije od 2013. godine do 2017. godine.

### **1.3. Metode rada**

U radu se koriste metode deskripcije (opisivanje činjenica i događaja), povijesna (analiziranje prošlih događaja), analize ( raščlanjivanje složenih cjelina na dijelove) ,indukcije (do podataka se dolazi na temelju općih opažanja) , studije slučaja (dubinska analize neke pojave ili procesa).

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

#### **1.4. Doprinos istraživanju**

Usporedba private equity tržišta u Republici Hrvatskoj i Sloveniji doprinosi boljem razumijevanju tržišta spomenutih država. Provedena analiza pomaže uvidu u probleme s kojima se susreću analizirane zemlje.

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

Rad se sastoji od pet dijelova. Prvo poglavlje se odnosi na uvod gdje se objašnjava tema i problematika rada. Drugo poglavlje se odnosi na općenite informacije o private equity ulaganju i sastoji se od pojma, karakteristika, oblika, te razvoja private equity tržišta. U ovom dijelu će se objasniti i pojam i razlike venture kapitala i buyout-a kao glavnih oblika private equity-a. Treći dio se odnosi na općenite informacije o tržištu private equity-a u Europi, Sloveniji i Republici Hrvatskoj, dok četvrti dio objašnjava razliku private equity tržišta u Sloveniji i Republici Hrvatskoj na temelju izvještaja koje objavljuje Invest Europe od 2013. godine do 2017. godine. Na samom kraju rada, odnosno u petom dijelu, donosi se zaključak rada sa popisom slika, tablica i literature.

## 2. POJMOVNO ODREĐENJE PRIVATE EQUITY

### 2.1. Povijest private equity-a

Investitori su od početka industrijske revolucije preuzimali tvrtke i činili manjinska ulaganja u tvrtke u privatnom vlasništvu. Trgovački bankari u Londonu i Parizu financirali su industrijska pitanja 1850-ih. Najpoznatije ulaganje je Credit Mobilier, kojeg 1854. osnivaju Jacob i Isaac Pereire i u suradnji sa Jay Cookeom s kojim financiraju transkontinentalnu željeznicu SAD-a. Kasnije J.P.Morgan financira željeznice i druge industrijske tvrtke diljem SAD-a, a 1901. godine otkupljuje od A.Carnegieja i H.Phippsa tvrtku Carnegie Steel Company za 480 milijuna dolara i to predstavlja prvi veliki otkup (Cheffins i Armour, 2007.). Tih godina private equity je bio baziran na bogate pojedince i obitelji kao što su Rockerfellers, Vanderbilts, Whitneys i Warburgs (Wikipedija, 2019.). American Research and Development Corporation (ARDC) i JH Whitney & Company su tvrtke osnovane 1946. godine i predstavljaju prva private equity poduzeća. ARDC predstavlja prvu institucionalnu tvrtku gdje osnivači pokušavaju prikupiti kapital iz drugih izvora osim bogatih pojedinaca (Loos, 2005.).

Pojam private equity poduzeća ostao je stranim većini investitora sve do 1958. godine, kada je predsjednik Dwight D. Eisenhower potpisao Zakon o malim poduzećima iz 1958. godine. Kohlberg Kravis Roberts & Co. je izveo prvi moderni otkup 1964. godine kupnjom Orkin Exterminating Co, no taj je trend brzo umro početkom 1970-ih jer je vlada prikupila porez na kapitalne dobitke, što je otežalo privlačenje kapitala novim tvrtkama. Ti su se trendovi počeli mijenjati osamdesetih godina, kada je Kongres ublažio ograničenja u mirovinskim fondovima i porez na kapitalne dobitke i novac se vraćao natrag u private equity fondove (Loosvelt, 2009.). Tehnološki bum devedesetih godina bio je jedinstveno vrijeme za private equity. U to vrijeme poduzeća profitiraju zbog porasta interesa za internet i računalnu tehnologiju i dolazi do ulaganja u start-up poduzeća kao što su: Amazon, eBay, Yahoo, Inter i drugi (Wikipedija, 2019.). Tijekom zadnja dva desetljeća, rizični kapital se smjestio na razvijenim tržištima kao ključna alternativa ulaganja u tradicionalne vrijednosne papire, te danas predstavlja jednu od nezaobilaznih komponenti imovine institucionalnih investitora na razvijenim tržištima (Nexus, 2016.).

## 2.2. Pojam private equity-a

Private Equity fondovi nemaju jedinstvenu definiciju, te ne postoji međunarodno priznate definicije. Private equity teško je definirati, odnosno često je pogrešno shvaćena (Fraser-Sampson, 2010.). Cvijanović (2008.) navodi da se private equity po hrvatskom zakonodavstvu naziva otvoreni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom, te da se ulaže u perspektivna poduzeća sa visokim potencijalom rasta na srednji i dugi rok (prosječno 5 godina) te sa jasno definiranom izlaznom strategijom, a Prosperus invest (2018.) definira private equity kao vrstu ulaganja financijskih ulagatelja u temeljni kapital društva koje ne kotira na burzi i imaju potencijal ostvariti visoke stope rasta tijekom razdoblja od 3-7 godina. Prema Invest Europe (2018.) private equity je oblik vlasničkog ulaganja u privatne tvrtke koje nisu uvrštene na burzu. To je srednjoročno do dugoročno ulaganje koje karakterizira aktivno vlasništvo. Privatni kapital gradi bolje poslovanje jačanjem stručnosti za upravljanje, pružajući operativna poboljšanja i pomažući tvrtkama da pristupe novim tržištima.

Upravitelj fonda, ili generalni partner, uspostavlja ugovor o ograničenom partnerstvu kojim se utvrđuju uvjeti za ulaganje u fond. Investitori u fond, ili ograničeni partneri, ulažu kapital do dogovorene razine obveze za vrijeme trajanja investicije (4-6 godina) (Chen, 2018.). Jednom kada se realizira portfolio investicija, tj. temeljna tvrtka se proda financijskom kupcu, strateškom investitoru ili putem IPO-a, fond distribuira sredstva natrag ograničenim partnerima (Pictet Alternative Advisors, 2016.). Private equity tvrtka ili generalni partner dobivaju naknadu na tri načina. Prvo, generalni partner ostvaruje godišnju naknadu za upravljanje, koja je postotak odobrenog kapitala, i onda ako je investicija ostvarena, postotak uloženog kapitala. Drugo, generalni partner zarađuje dio dobiti od fond, koji se naziva "carried interest", koji gotovo uvijek iznosi 20 posto (Metrick i Yasuda, 2007.).

Karakteristike private equity-a (Stowell, 2010):

1. U private equity transakcijama private equity tvrtka ili poslovna jedinica stječe private equity investicijski fond koji osigurava financiranje dugom i private equity kapitalom od institucionalnih investitora, kao što su mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, zaklade i fondovi fondova, ili novcem bogatih pojedinaca, banke,...
2. Relativno visoka razina zaduženosti za financiranje transakcija koje povećavaju povrat na kapital za private equity kupca (iako bi to povećanje trebalo biti prilagođeno riziku). Postoje različite razine iskorištenog duga: stari dug, koji osiguravaju banke i Obično se osigurava imovinom ciljnog društva i podređenim dugom, koji je obično neosiguran i prikupljen na tržištima kapitala visokog prinosa



3. Ako je ciljno društvo javno poduzeće buyout ima za posljedicu da ciljno poduzeće postaje privatno, s tim da će se ova novo privatna tvrtka preprodati u (najčešće tri do sedam godina) kroz IPO ili privatnu prodaju drugoj tvrtki (ili u drugu privatnu investicijsku tvrtku)
4. Ciljana interna stopa povrata (IRR) private equity društva tijekom razdoblja njihova ulaganja povijesno je bila iznad 20%, ali stvarna interna stopa povrata ovisi o sposobnosti novčanog toka da isplati dug, dividende i eventualnu izlaznu strategiju (IRR treba prilagoditi riziku kako bi se odrazio veći utjecaj).
5. Generalni partneri private equity fonda ulažu kapital u fond zajedno s ograničenim partnerima. Osim toga menadžment ciljnog društva obično ima značajnu izloženost kapitala transakciji

1 godina	10 godina		2 godine
Investitori ulažu kapital	Kapital se povlači od investitora	-Novčani tok nazad investitorima ( raspodjela) -Naznaka uspješnosti fonda)	Događa se samo uz odobrenje ograničenih partnera
Marketing	Investicije	Realizacija/povrat	Produljenje od 2god

**Slika 1. Životni vijek private equity-a**

Izvor: Izrada autorice prema Voya Investment Management (2017): An overview of private equity investing [Internet], raspoloživo na: <https://advisors.voya.com/document/whitepapers/overview-private-equity-investing.pdf>, [12.03.2019]

Slika 1 prikazuje životni vijek private equity fonda. Većina fondova rizičnog kapitala osnovana je s rokom trajanja od 10 godina, pri čemu je uobičajeno produljenje roka do dvije godine kako bi se omogućilo dodatno vrijeme za izlaz iz ulaganja ukoliko je to potrebno. Investicijski ciklus fondova rizičnog kapitala uobičajeno iznosi 3 do 5 godina, tijekom kojih je fokus na upravljanje s ciljem povećanja vrijednosti ulaganja u korist svih suvlasnika u tvrtkama u portfelju. Private equity tvrtka obično ima do pet godina da investira kapital fondova u poduzeća, a zatim ima dodatnih pet do osam godina da vrati kapital svojim ulagačima (Gilligan i Wright, 2010.). Rizični kapital ne donosi samo financijska sredstva, već donosi određene vještine menadžmenta te se pokazalo da uvodi najbolje prakse i standarde u upravljanje tvrtkama u portfelju. U prosjeku tvrtke u portfelju ostvaruju više stope rasta od konkurencije. Private equity fondovi organizirani kao ograničena partnerstva u kojima su generalni partneri oni koji upravljaju

fondom, a ograničeni partneri osiguravaju većinu kapitala. Ograničene partnere obično predstavljaju institucionalni investitori, kao što su korporativni i javni mirovinski fondovi, zaklade i osiguravajuća društva, i bogati pojedinci. Private equity tvrtka služi kao generalni partner fonda. Uobičajeno je da generalni partner osigura 1% ukupnog kapitala, iako neki ulažu više (Kaplan, 2008). Učinak privatnog kapitala može se pripisati brojnim čimbenicima, uključujući operativno i financijsko upravljanje, kao i industrijsko iskustvo koje opći partneri (GP) donose na svoja ulaganja, što može pomoći u povećanju povrata ulaganja (Voya Investments, 2017).

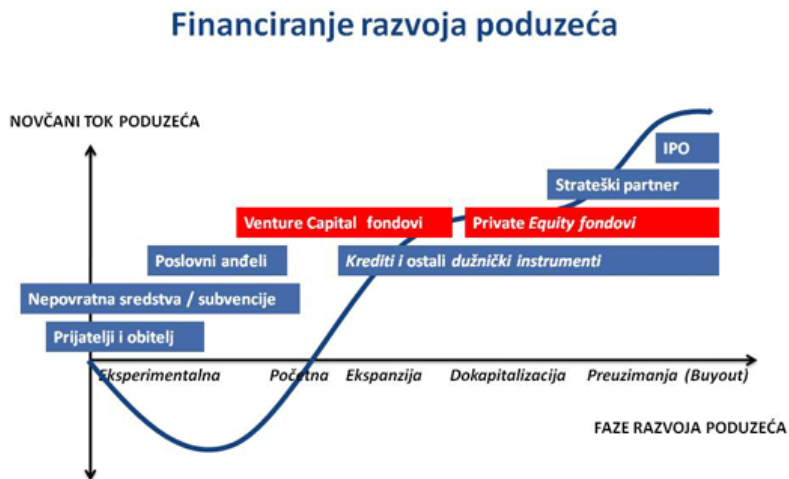
### **2.3. Faze razvoja**

Slika 2 prikazuje financiranje razvoja poduzeća. Postoji pet glavnih faza financiranja u procesu rizičnog kapitala koji se odnosi na faze razvoja tvrtki koje potiču poduzetništvo (Dehesa, 1990.)

1. Faza (Sjemena faza) - ako su početni koraci uspješni, to može uključivati razvoj proizvoda, istraživanje tržišta, izgradnju upravljačkog tima i razvoj poslovnog plana
2. Faza (start up) - uključuje financiranje prije početka pothvata proizvodnje i prodaje, i prije nego što se generira profit. To uključuje financiranje sjemene faze ili start up faze, prvenstveno fokusirano na istraživanje, vrednovanje i razvitak koncepta, te potpora razvoju proizvoda i marketinga
3. Faza (Financiranje ekspanzije) - podupire rast i širenje proizvodnog i prodajnog kapaciteta tvrtke kako bi se stvorila dobit. Tvrtka sada proizvodi, isporučuje i ima rastuća potraživanja i zalihe. Može ili ne mora pokazivati dobit. Neke uporabe kapitala mogu uključivati daljnju ekspanziju postrojenja, marketing ili razvoj poboljšanog proizvoda. Više institucionalnih investitora vjerojatno će biti uključeno zajedno s početnim ulagačima iz prethodnih krugova. Uloga rizičnog kapitalista u ovoj fazi uključuje prelazak s uloge podrške na stratešku ulogu (Metrick, 2007)
4. Faza (kasna faza) - kasne faze ulaganja rizičnog kapitala obično su za relativno zrele, profitabilne tvrtke koji žele prikupiti kapital za značajne strateške inicijative (tj. ulaganja u prodaju i marketing, ekspanzija u inozemstvu, izgradnja velikih infrastruktura, strateške akvizicije itd.) to će stvoriti velike prednosti u odnosu na njihovu konkurenciju (Goldstein, 2018.)
5. Faza (bridge, pre-IPO)- glavni cilj ove faze je da pothvat ide u javnost, tako da investitori mogu napustiti pothvat s dobiti koja je razmjerna riziku koji su preuzeli. U

ovoj fazi pothvat postiže određeni udio na tržištu. To daje pothvat neke mogućnosti, na primjer:

- Spajanje s drugim tvrtkama
- Odvajanje novih konkurenata od tržišta
- Uklanjanje konkurenata



**Slika 2. Financiranje razvoja poduzeća**

Izvor: V. Cvijanovic, Marovic, M. & Sruk, B.: Financiranje malih i srednjih poduzeća (Bionza Press, 2008)

#### 2.4. Oblici i sudionici Private equity-a

Prema Fraser-Sampson (2010.) kao osnovni oblici Private equity pojavljuju se:

1. Leveraged buyout -stjecanje udjela u privatnom poduzeću (koje nije uvršteno na burzi) s namjerom utjecaja na društvo. Otkupna sredstva obično ulažu u zrela, utemeljena poduzeća s jakom tržišnom pozicijom. Menadžer otkupa sastavlja, zajedno s upravom tvrtke, poslovni plan za daljnji razvoj tvrtke
2. Growth capital- odnosi se na vlasnička ulaganja, najčešće manjinska ulaganja, u relativno zrela poduzeća koja traže kapital za proširenje ili restrukturiranje poslovanja, ulazak na nova tržišta ili financiranje velike akvizicije bez promjene kontrole poslovanja
3. Venture capital- odnosi se na ulaganja u mlada poduzeća koja nemaju ili imaju ograničene prihode. Ova faza naglašava poduzetničke pothvate i usredotočuje se na manje zrela poduzeća i industrije. Kako učinkovitost tehnologije, koncepta ili proizvoda tek treba dokazati, venture kapitalisti su spremni prihvatiti potencijalni rizik neuspjeha

tvrtki u svojim portfeljima. Neuspješno ulaganje može dovesti do potpunog gubitka, dok uspješan ishod može dati vrlo visok povrat ulaganja

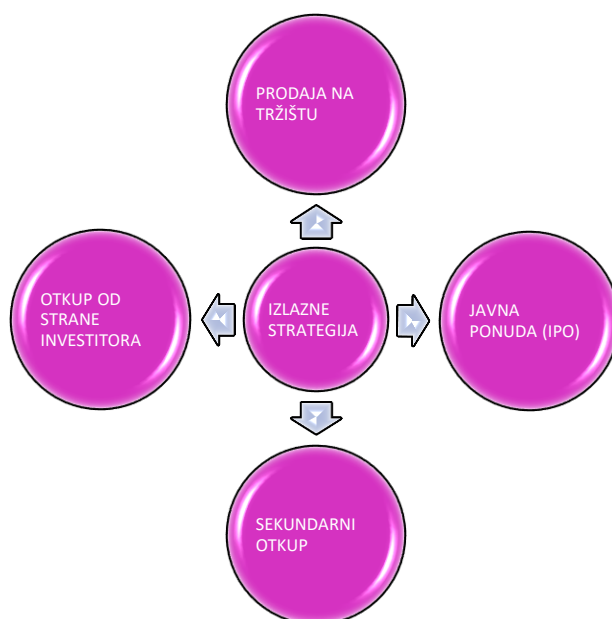
Prema Stowell (2010.) ključni sudionici u private equity transakciji su:

1. Private equity poduzeće- poduzeće odabire svoje ciljano poduzeće (često uz pomoć investicijske banke), pregovara o cijeni stjecanja i osigurava financiranje duga, zaključuje dogovor i počinje upravljati stečenim društvom, nadzire aktivnosti društva, te sudjeluje u donošenju odluka i donosi odluku o izlaznoj strategiji
2. Investicijske banke- uvode potencijalne ciljeve stjecanje u private equity poduzeća, pomažu oko pregovora oko cijene, daju zajmove, pomoći u konačnoj prodaji tvrtke putem prodaje u vezi s M&A ili transakcije s IPO-om. Kao rezultat toga, fondovi privatnog kapitala predstavljaju značajan izvor prihoda za investicijske banke
3. Investitori- institucionalni ulagači i investitori postaju ograničeni partneri u private equity fondu, sredstva ovise o njihovim investicijskim kapacitetima, potpisuju ugovor o ulaganju koji traje od 10-12 godina, obično se raspodjela vrši ulagačima čim se investicije pretvore u gotovinu kroz izlaznu strategiju, kao što je IPO ili prodaja tvrtke. Ograničeni partneri obvezuju se osigurati kapital tijekom vremena, a ne u jednom iznosu unaprijed. Povlačenje tog kapitala od strane generalnog partnera ovisi o tome kada se identificiraju mogućnosti ulaganja (kako za stjecanje tvrtke, tako i za proširenje poslovanja tvrtke putem akvizicija ili proširenja proizvoda). Kao rezultat toga, može proći nekoliko godina nakon prvotnog preuzimanja kapitala prije nego što se povuku svi fondovi ograničenog partnera
4. Menadžment- Upravljanje poduzećima s private equity fondom u novom kapitalu stečenog društva, čime se interesi menadžmenta usklađuju s interesima fonda. Osim toga, uprava obično dobiva opcije na dionice. Time se učinkovito eliminiraju problemi s agencijama i osigurava poticaj za naporan rad i stvaranje značajne vrijednosti. Krajnji rezultat je stvaranje bogatstva za menadžment ako su uspješni u upravljanju tvrtkom dok se ne završi uspješan izlazak (obično tri do sedam godina nakon stjecanja). Ako se problemi razviju tijekom razdoblja održavanja ili ako se izlasci znatno odgađaju, uprava neće samo odustati od značajne naknade, nego će također izgubiti posao
5. Odvjetnici, računovođe, porezni stručnjaci i drugi stručnjaci- značajan dio posla obavljaju profesionalci koji savjetuju private equity fondove i investicijske banke u cijelom nizu private equity aktivnosti. Kao rezultat toga, postoje mnoge profesionalne uslužne tvrtke koje imaju predano osoblje koje se usredotočuje prvenstveno ili samo na private equity transakcije

## 2.5. Strategije izlaza

Na slici 3 prikazane su strategije izlaza. Strategije izlaza su:

- Prodaja na tržištu (trade sale) je uobičajeni izlazni put u kojem PE-sponzor prodaje sve svoje dionice u društvu trećoj strani kupcu. Kupac treće strane često posluje u istoj industriji kao i ciljno poduzeće i ima strateške prednosti (tj. pristupanje novom tržištu) u stjecanju ciljanog poduzeća, za koje je spreman platiti premiju. Tipično, kupac treće strane je vrlo dobro upućen u poslovanje ciljne tvrtke i to može olakšati bržu analizu i proces zatvaranja ( Finance train, 2018.)
- Inicijalna javna ponuda (IPO) je izlazna strategija kojom tvrtka nudi svoje vrijednosne papire za prodaju široj javnosti. "Odlazak javnosti" može privući najviši prinos za sponzore PE-a ovisno o tržišnim uvjetima, ali je transakcijski trošak visok i proces je često dug i nepredvidljiv. PE sponzori također ne mogu napraviti čist izlaz od njih će se često tražiti da zaključe ugovor o blokiranju i obvezuju se da neće prodavati dionice u razdoblju od 6 do 12 mjeseci nakon IPO-a
- Sekundarni otkup privatni investitori prodat će svoj udio u poslovanju drugoj privatnoj investicijskoj tvrtki. To se može dogoditi iz više razloga, na primjer, posao može zahtijevati više novca koji nije u stanju tekućeg dioničkog fonda ili je poslovanje možda dostiglo fazu do koje su željeli doći do postojećih privatnih ulagača, a drugi investitori žele preuzeti odavde (Folus i Burton, 2015)
- Otkup od strane investitora je također uspješno korištena izlazna strategija, gdje uprava ili manageri tvrtke otkupljuju udjele od privatnih investitora. To je atraktivna opcija za izlaz i za ulagače i za upravu (Liu, 2018.)



**Slika 3. Izlazne strategije**

izrada autorice prema Finance train (2018.) : Private equity: venture capital, leveraged buyouts and exit strategies [Internet], raspoloživo na: <https://financetrain.com/private-equity-venture-capital-leveraged-buyouts-and-exit-strategies/> , [06.05.2019]

## 2.6. Venture capital (hrv. Rizični kapital)

Prema Investopediji (2019.) venture kapital predstavlja financiranje koje investitori pružaju start up poduzećima i malim poduzećima za koje se vjeruje da imaju dugoročni potencijal rasta. Venture kapital uglavnom dolazi od dobrostojećih investitora, investicijskih banaka i bilo koje druge financijske institucije. Iako može biti rizično za ulagače koji ulažu sredstva, potencijal za natprosječne prinose je atraktivna dobit. Za nove tvrtke ili pothvate koji imaju ograničenu povijest poslovanja (ispod dvije godine), financiranje venture kapitalom sve više postaje popularan izvor za prikupljanje kapitala, osobito ako im nedostaje pristup tržištu kapitala, bankovni zajmovi ili drugi dužnički instrumenti (Chen,2019). Nadalje, Fraser-Sampson (2010.) naglašava da postoji opće uvjerenje da rizični kapital postoji za financiranje razvoja nove tehnologije. To je jednostavno laž jer ono što poduzetnički menadžer traži je netko tko želi razviti novu primjenu postojeće tehnologije, koja je i sama isprobana i testirana. Tvrtke rizičnog kapitala djeluju kao manageri, odnosno ne kao posrednici ili agenti.

Postoje dva ključna elementa unutar fonda za upravljanje rizicima: opći i ograničeni partneri. Opći partneri su ljudi koji su odgovorni za donošenje investicijskih odluka (pronalaženje i prihvaćanje uvjeta s startupima i tvrtkama) i rad s startupima kako bi rasli i ispunili svoje ciljeve.

S druge strane, postoje ograničeni partneri, ljudi i organizacije koji osiguravaju kapital potreban za dovršenje tih ulaganja. Opći partneri mogu uložiti dio vlastitog novca kroz fond, ali to čini samo 1% veličine fonda (Start up explore, 2017.).

Venture kapital je također način na koji privatni i javni sektor mogu izgraditi instituciju koja sustavno stvara poslovne mreže za nove tvrtke i industrije, kako bi mogli napredovati i razvijati se. Ova ustanova pomaže u pronalaženju novih i perspektivnih tvrtki te im pruža financijsku, tehničku stručnost, mentorstvo, marketing, "know-how" i poslovne modele. Kad se jednom integriraju u poslovnu mrežu, vjerojatnije je da će te tvrtke uspjeti jer postaju "čvorovi" u pretraživačkim mrežama za projektiranje i izgradnju proizvoda u svojoj domeni. Međutim, odluke rizičnih kapitalista često su pristrane, pokazujući na primjer prekomjerno samopouzdanje i iluziju kontrole, slično općenito poduzetničkim odlukama. Osoba s idejom, otkrićem ili izumom - poduzetnički poduzetnik - prvo će počinuti svoju ušteđevinu kako bi testirala svoj koncept. Ako to ne učini, ili kada je potrebno dodatno financiranje, on će se obratiti svojoj užoj obitelji i prijateljima sa zahtjevom za financijsku potporu. Međutim, potrebe za financiranjem vjerojatno će brzo premašiti vlastite i neposredne resurse poduzetnika, osobito ako se njegov koncept pokaže vrijednim daljnjeg razvoja. To je faza u kojoj je potrebno financiranje sjemena. Financiranje sjemena iz fonda rizičnog kapitala ili poslovnog anđela obično bi moglo biti u rasponu do nekoliko stotina tisuća eura kako bi se podržao razvoj inovacije. Poduzetnik će sredstva iskoristiti za dokazivanje i razvoj svog koncepta, istraživanje tržišnog potencijala i pripremu poslovnog plana. Ako bude uspješan, poduzetnik će također morati početi graditi upravljački tim, vjerojatno uz pomoć glavnog pružatelja kapitala. To je važno jer poduzetnik, vjerojatno znanstvenik ili inženjer, vjerojatno neće imati marketinške, financijske i druge menadžerske vještine potrebne za premošćivanje nadolazećeg "jaza u komercijalizaciji". Tvrtka u nastajanju zahtijevat će više kapitala za pripremu i pokretanje komercijalnih operacija. U ovoj fazi tvrtka će završiti studije tržišta, sastaviti ključno rukovodstvo, razviti poslovni plan i biti spremna za poslovanje. Međutim, u nedostatku prihoda od prodaje, a kamoli profita, tvrtka će se oslanjati na pokretanje i rane faze financiranja. Početno financiranje i financiranje u ranim fazama može se kretati do nekoliko milijuna eura. U nedostatku dosadašnjih rezultata za procjenu tvrtke, fond rizičnog kapitala u odlučivanju o tome hoće li osigurati kapital, oslonit će se na njegovu percepciju konačnog uspjeha tvrtke, a time i na temeljitost poslovnog plana te iskustvo i robusnost uprave tvrtke. Fond rizičnog kapitala nastojat će zaštititi svoja ulaganja, koja se obično pružaju u obliku vlasničkog udjela u društvu, nametanjem određenih uvjeta, kao što su provjera ili imenovanje ključnog rukovodstva i zastupanje u upravnom odboru društva. Kako se tvrtka širi, njene potrebe za kapitalom će

razmjerno rasti. Od kapitala se može zahtijevati povećanje proizvodnih kapaciteta, razvoj proizvoda i tržišta ili osiguravanje dodatnog obrtnog kapitala. Do ove faze, tvrtka će ostvariti prihode od prodaje i vjerojatno će ostvarivati dobit, što, međutim, može biti nedovoljno za financiranje njezine ekspanzije. Ovisno o sektoru djelatnosti tvrtke i njenoj fazi razvoja, financiranje drugog / trećeg stupnja može se kretati znatno iznad deset milijuna eura. Do sada, tvrtka će imati evidenciju kako bi pomogla fondu rizičnog kapitala u odlučivanju da li će osigurati kapital. Međutim, u velikoj mjeri bi se primjenjivali isti kriteriji i uvjeti za osiguravanje start-up i ranih faza financiranja. Osim toga, fond rizičnog kapitala vjerojatno će ograničiti svoju izloženost prema određenom društvu udruživanjem svojih ulaganja s drugim fondovima. U konačnici, uspješna tvrtka će doći do faze razvoja kada će biti spremna za inicijalnu javnu ponudu (IPO) na tržištu dionica i postati punopravna javna (citirana) tvrtka. Ovisno o sektoru, IPO-i se vrše prije nego što tvrtka postane profitabilna (Christofidis i Debande, 2001.).

Prema Madison park Group (2019.) za prikupljanje rizičnog kapitala, poduzeće treba pripremiti odgovarajuće dokumente, razviti ciljani popis tvrtki rizičnog kapitala, zakazivanje sastanaka s investitorima i pregovaranje o terminima i završne dokumente. Tvrtke započinju proces pripreme detaljnog poslovnog plana, financijske projekcije, prezentaciju uprave i dubinsku analizu. Nakon što su dokumenti pripremljeni, tvrtka mora identificirati tvrtke rizičnog kapitala. Kroz osobne kontakte, preporuke ili investicijsku banku, tvrtka i njezini savjetnici pokušavaju uspostaviti početne sastanke s potencijalnim investitorima, obično u uredima investitora ili putem weba sastanaka. Uspješni sastanci u prvom krugu dovest će do daljnjih sastanaka drugog kruga, obično na glavne lokacije tvrtke. Ovisno o kvaliteti i sadržaju paketa due diligence-a, tvrtka za rizični kapital može obaviti dodatne dubinske analize.

Faze Venture kapitala prema Invest Europe (2017) i Carrerride (2016.) :

1. Fond za ranu fazu: fondovi rizičnog kapitala usmjereni su na ulaganja u tvrtke u ranim fazama njihovog razvoja živi
2. Fond kasnijih faza: osiguravanje fondova rizičnog kapitala za društvo koje može ili možda neće biti profitabilno
3. Venture fond (sve faze): fondovi rizičnog kapitala usredotočena na rana i kasnija ulaganja



Tablica 1 prikazuje razliku Private equity-a i Venture capitala.

**Tablica 1. Razlika private equity-a i Venture capitala**

	<b>Private equity</b>	<b>Venture capital</b>
<b>Udio u vlasništvu</b>	Većinski udio ili 100% poduzeća	Manjinski udio
<b>Veličina poduzeća</b>	Zrelija, uhodana poduzeća	Rana faza, sjemenska i start up
<b>Veličina uloga</b>	Veći iznosi (100.000.000 \$ i više)	Manji iznosi (10.000.000 \$ i manje)
<b>Angažman ulagača</b>	Manji	Veći
<b>Očekivani prinos</b>	Očekuje se povrat svih investicija	Očekuje se uspjeh bar 1-2 investicije
<b>Trajanje investicije</b>	5-10 godina	4-7 godina
<b>Zaposlenici</b>	zapošljavaju ljude s poslovnim okruženjem investicijskog bankarstva, jer transakcije obično uključuju financijsko modeliranje i due diligence	mješavina bivših bankara, konzultanata i bivših poduzetnika.

Izvor: izrada autorice prema:

1. Accounting tools (2018) : The difference between private equity and venture capital [Internet], raspoloživo na: <https://www.accountingtools.com/articles/the-difference-between-private-equity-and-venture-capital.html> , [08.03.2019]
2. Investopedia (2019): Private equity vs. Venture capital: what's the difference [Internet], raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/020415/what-difference-between-private-equity-and-venture-capital.asp> , [08.03.2019]
3. Mergers and inquisitions (2019.): Private equity vs. Venture capital : Why the lines have blurred [Internet], raspoloživo na: <https://www.mergersandinquisitions.com/private-equity-vs-venture-capital/> , [08.03.2019]
4. Divestopedija (2017): Understanding the difference between private equity and venture capital firms [Internet], raspoloživo na: <https://www.divestopedia.com/understanding-the-difference-between-private-equity-venture-capital-firms/2/8357> , [08.03.2019]

## 2.7. Leveraged buyout ili buyout

Leveraged buyout (LBO) je financijska transakcija u kojoj se tvrtka kupuje kombinacijom vlastitog kapitala i duga, tako da je novčani tok društva kolateral koji se koristi za osiguranje i otplatu posuđenog novca. Korištenje duga smanjuje ukupne troškove financiranja stjecanja. Trošak duga je, između ostalog, niži, jer plaćanja kamata često smanjuju obvezu poreza na dobit, dok isplate dividendi obično ne smanjuju (Simkovic, 2011.).

Buyout predstavlja uobičajeno stjecanje javnih ili privatnih tvrtki, ili odjela većih tvrtki, koje se pozicioniraju za prodaju u višestrukom iznosu uloženog kapitala otvaranjem vrijednosti i povećanjem mogućnosti kroz financijska, upravljačka i / ili operativna poboljšanja.

Iz investicija se najčešće izlazi kroz inicijalnu javnu ponudu ili IPO, prodaju strateškom suparniku ili drugom privatnom dioničkom fondu, ili kroz posebnu dividendu za financiranje duga, koja se naziva dokapitalizacija dividende (Voya Investments, 2017.). Stowell (2010.) naglašava da ciljevi za LBO transakcije su obično tvrtke u zrelim industrijama koje imaju stabilan i rastući novčani tok koji se može koristiti za financiranje velikih dužničkih obveza i, potencijalno, isplatu dividendi financijskim kupcima. Financijski kupci uglavnom ciljaju na izlaz iz investicije u roku od tri do sedam godina, što se obično postiže ili putem IPO ili prodaje M&A strateškom kupcu ili ponekad drugom financijskom kupcu (Cumming, 2007). Mogućnost postizanja visokog prinosa povećava se kupnjom tvrtke po najnižoj mogućoj cijeni uz korištenje maksimalnog iznosa održive poluge koja je dostupna i, sukladno tome, minimiziranje udjela u kapitalu. Nadalje, LBO model uključuje projekcije očekivanih novčanih tokova cilja kako bi se osiguralo da će cilj moći pokriti otplatu glavnice i kamate kredita. Kako bi nastavili s otkupom, fondovi privatnog kapitala osiguravaju da se imovina ciljnog društva može koristiti kao jamstvo (kolateral) za zajam potreban za otkup (My accounting course, 2019.). Obično je usmjeren na stjecanje značajnog dijela ili većinskog nadzora nad poslovanjem, što obično podrazumijeva promjenu vlasništva. Otkupna sredstva uobičajeno ulažu u zrelije tvrtke s uspostavljenim poslovnim planovima za financiranje ekspanzija, konsolidacija, obrta i prodaje, ili spinouta divizija ili podružnica (EVCA, 2017.).

Prema Fraser-Simpsonu i Demaria (2010.) Buyout s dijeli na:

1. MBO ili menadžerski otkup- uključuje izvršni tim koji upravlja određenom poslovnom djelatnošću i otkupljuje je od matične tvrtke
2. MBI ili Management buy in- nastao je iz MBO-a, sličan je u gotovo svakom pogledu, osim u prirodi tima, ključna razlika je u tome što poduzeće kupuje vanjski menadžment tim
3. BIMBO- kombinacija MBI i MBO koji uključuje interne i eksterne menadžere

Prema Demari (2010.) LBO je rastući sektor. Postupak otkupa obično započinje kada zainteresirani stjecatelj formalno napravi otkupnu ponudu upravnom odboru društva, koji predstavlja dioničare društva. Potom će uslijediti pregovori, nakon čega će upravni odbor dioničarima pružiti uvid o tome hoće li prodati dionice društva ili ne. Novac koji će se koristiti za transakcije otkupa obično se isporučuje od privatnih osoba, tvrtki, private equity društava, zajmodavaca, mirovinskih fondova i drugih institucija. Otkupna poduzeća usredotočena su na olakšavanje i financiranje otkupa i mogu to učiniti s drugima u dogovoru ili sami. Takve tvrtke obično dobivaju novac od bogatih pojedinaca, zajmova ili institucionalnih investitora.

Uspješni buyout može rezultirati prednostima za poduzeće jer može povećati predanost i napor u upravljanju jer imaju veći udio u kapitalu tvrtke. U trgovačkim društvima kojima se javno trguje, menadžeri obično posjeduju samo mali postotak običnih dionica, te stoga mogu sudjelovati u samo malom dijelu dobitaka koji su rezultat poboljšanih upravljačkih performansi (Tripathi, 2012.). Međutim, nakon LBO-a, rukovoditelji mogu ostvariti značajne financijske dobitke od poboljšanih rezultata. Ovo poboljšanje financijskih poticaja za menadžere tvrtke trebalo bi rezultirati većim naporima od strane menadžmenta. Slično tome, kada su zaposlenici uključeni u LBO, njihov povećani udio u uspjehu tvrtke teži njihovom poboljšanju produktivnosti i lojalnosti (Wadadekar, 2009). U tablici 2 vidljive su razlike Venture capitala i Buyouta.

**Tablica 2. Razlika Venture capitala i buyout-a**

	<b>Venture capital</b>	<b>Buyout</b>
<b>Veličina fonda</b>	Manje	Veće
<b>Veličina poduzeća</b>	Mlada poduzeća	Zrela poduzeća
<b>Kapital</b>	Prikupljen od investitora	Često se koristi dug (kredit)
<b>Vrijednost poduzeća</b>	Mala	Velika
<b>Novčani tokovi</b>	Nepredvidivi	Konstantni prinosi
<b>Radni kapital</b>	Visoke potrebe	Niske potrebe
<b>Menadžeri</b>	Uspješni poduzetnici	Najčešće iz sfere računovodstva

Izvor: izrada autorice prema :

1. Finance train (2018.) : Private equity: venture capital, leveraged buyouts and exit strategies [Internet], raspoloživo na: <https://financetrain.com/private-equity-venture-capital-leveraged-buyouts-and-exit-strategies/>, [12.03.2019]

2. 24i Alternative investments (2018.) : Venture capital vs. Buyout funds [Internet], raspoloživo na: <https://sites.google.com/site/cfalevel3examprep/asset-classes/ss13/reading-25/25i> , [12.03.2019]

## **2.8. Due diligence**

Due Diligence "Dubinska analiza" je jedan od ključnih koraka u procesu kupovine nekog društva. Due Diligence podrazumijeva procjenu ugovaranja s komercijalnog, financijskog i pravnog stajališta. Provodi se interdisciplinarno sa svrhom što boljeg uvida u razne aspekte poslovanja trgovačkog društva prije njegove prodaje / akvizicije radi izbjegavanja neizvjesnih stanja i eventualnih sporova (Wikipedia, 2018.). Prema EVCA (2004) Due diligence predstavlja istraživanje i procjenu karakteristika managementa, filozofije ulaganja, dosadašnjih rezultata i uvjeta prije uplaćivanja kapitala u poduzeće. Frazer -Sampson (2010.) naglašava da je due dilligence velika pomoć zbog toga što se provodi od početnih faza investicijskog procesa. Dubinska analiza doprinosi donošenju informiranih odluka povećanjem kvalitete informacija dostupnih donositeljima odluka.

Postoji nekoliko razloga zbog kojih se provodi due diligence (CFI, 2016.):

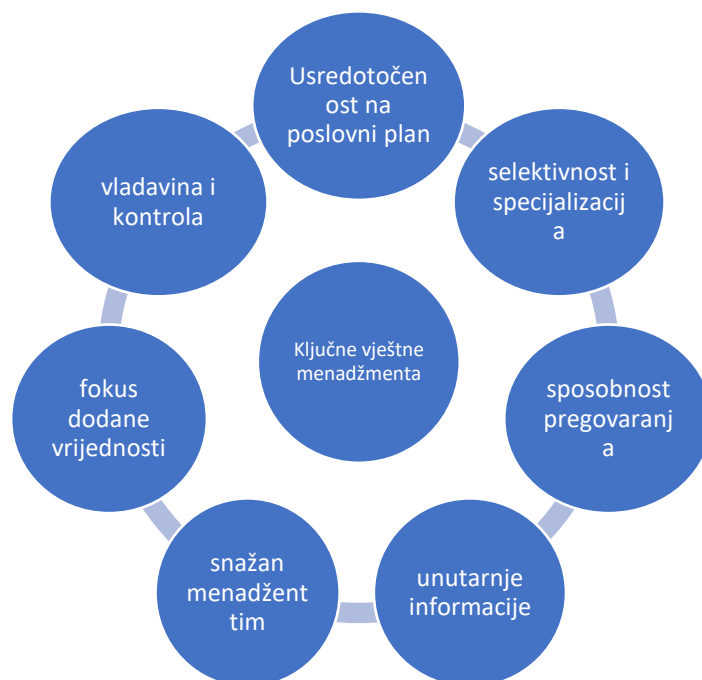
1. Potvrditi i provjeriti informacije koje su iznesene tijekom postupka sklapanja posla ili ulaganja
2. Identificirati potencijalne nedostatke u ugovoru ili ulagačkoj mogućnosti te na taj način izbjeći lošu poslovnu transakciju
3. Da biste dobili informacije koje bi bile korisne u vrednovanju posla
4. Da biste bili sigurni da je posao ili mogućnost ulaganja u skladu s kriterijima ulaganja ili posla

Due diligence pomaže investitorima i tvrtkama razumjeti prirodu posla, rizike koji su uključeni, i da li se posao uklapa u njihov portfelj. U suštini, provođenje dubinske analize daje informacije o potencijalnom poslu i bitno je za informirane investicijske odluke. Investitori bi trebali procijeniti vjerodostojnost svakog managera tako što će pažljivo istražiti njegove rezultate i ugled. Dosadašnja istraživanja pokazala su da uspjeh menadžera može biti pokazatelj (iako ne i jamstvo) budućeg uspjeha jer je postotak novih fondova koji postaju vrhunski povijesno najveći među menadžerima prethodno uspješnih fondova. Zbog toga EVCA (2004) izdvaja nekoliko bitnih ključnih razmatranja prije ulaganja u fond:

1. Investicijska strategija i tržišne prilike- Predložena investicijska strategija fonda trebala bi biti jasna i vrlo slična onoj na kojoj je utemeljena evidencija managera. Praćenje treba

pokazati discipliniran pristup i sposobnost pridržavanja artikulirane strategije. Iznos prikupljenog novca mora biti jasno opravdan veličinom uočene mogućnosti ulaganja i opsegom resursa managera. Strategija ulaganja trebala bi biti što će utjecati na tržišne prilike

2. Evidencija zapisa- javno dostupni statistički podatci koji pokazuju stopu uspješnosti ulaganja sve više postaju važni kao referentna vrijednost za fondove po sektorima i godinama. Potencijalni investitori trebaju ispitati interne stope povrata na ulaganja, a zapis koji pokazuje veliki udio povrata koji se generira kroz rast zarade često je popularan
3. Investicijski tim- Procjena sposobnosti managera fokusira se na pojedince koji čine upravljački tim, njihovu sposobnost i prošli i budući kontinuitet unutar tima. Najvažniji aspekt pozadine svakog pojedinca treba biti solidno iskustvo kao menadžer privatnog kapitala. Korisni su dodatne sposobnosti, kao što je relevantno operativno, sektorsko ili znanstveno iskustvo. Važno je da su ključni članovi menadžerskog tima već dugo radili kao tim i da su odlasci iz tog osnovnog tima tijekom vremena bili minimalni. To će omogućiti jasniju procjenu tima i sama ulaganja tim pojedincima, te pružiti određeno povjerenje o budućem kontinuitetu tima
4. Vještine menadžmenta



**Slika 4. Ključne vještine menadžmenta**

Izvor: izrada autorice prema: EVCA: Why and how to invest in private equity [Internet],

raspoloživo na: <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>, [25.03.2019]

Slika 4. prikazuje ključne vještine menadžmenta, a to su:

1. Usredotočenost na poslovni plan- poslovni plan će biti pažljivo izrađen i analiziran prije ulaganja. Proučavanje poslovnog plana i pomoć u stvaranju uvjeta za njegovo učinkovito izvršenje jedno je od glavnih područja u kojima private equity menadžeri mogu povećati vrijednost svojih portfeljskih društava
2. Selektivnost i specijalizacija- dobri menadžeri private equity-a će vidjeti veliki broj potencijalnih transakcija svake godine, što im omogućuje da budu iznimno selektivni, tražeći samo one u kojima imaju znanje i sposobnost "dodavanja vrijednosti". Potpuna tehnološka i operativna znanja o tim mogućnostima postaju sve važnija kako industrija postaje zrelija
3. Sposobnost pregovaranja- za razliku od kupnje javne sigurnosti, menadžer private equity-a ne mora kupiti isključivo na temelju cijene. Menadžer može pregovarati o raznim vrstama zaštite, uključujući isključenje obveza, naknadu štete i retroaktivno prilagođavanje cijena
4. Unutarnje informacije- private equity menadžer može legalno koristiti unutarnje informacije kao što su projekcije upravljanja u svom investicijskom procesu
5. Snažan menadžment tim- snažno upravljanje, kako unutar private equity-a, tako i same tvrtke, ključno je za uspjeh ulaganja. Upravitelj privatnog kapitala uvelike će ovisiti o upravljanju tvrtke u svakodnevnom poslovanju
6. Fokus dodane vrijednosti- vlasništvo i upravljanje postaju usklađeni, što se gotovo uvijek događa u većoj mjeri nego što je uobičajeno u javnom kapitalu. Osim toga, private equity menadžer će se uključiti u strateško usmjerenje tvrtke i upravljanje rizicima poslovanja. Uvođenje duga, uobičajeno u otkupnom ulaganju, prisiljava agresivne poslovne planove
7. Vladavina i kontrola- za razliku od upravljačke strukture javnog poduzeća, upravitelj privatnog kapitala često ima određeni stupanj kontrole ili utjecaja, dopuštajući stratešku i čak operativnu intervenciju kada je to potrebno

### 3. PRIVATE EQUITY U EUROPI

#### 3.1. Private equity u Europi

Većina fondova je strukturirana kao ograničena partnerstva s fiksnim trajanjem (obično 10 godina, iako dopuštaju moguća razdoblja produljenja). Partnerstva čine investitori, obično mirovinski fondovi, bogati pojedinci itd. koji su ograničeni partneri (LP) i generalni partner (GP). GP i / ili pojedinci koji rade u private equity fondu obično će dati dio kapitala fondu, ali veliku većinu sredstava osigurat će GP. Ograničeni partneri ulažu novac u fond, ali Opći partneri povlače sredstva samo kad prepoznaju dobru investiciju. Izdvojena sredstva ulažu se samo jednom. Private equity fond investirat će u tvrtku i obično će nastojati napustiti ulaganje u roku od 2-5 godina. Kada izađu iz investicije, bilo prodajom drugoj tvrtki, IPO-u ili dokapitalizacijom, prihod se odmah vraća investitorima, nema reinvestiranja. Premda fondovi imaju životni vijek od 10 godina, trajanje ulaganja s gledišta investitora znatno je kraće od toga. Jedna od ključnih mjera uspješnosti private equity fondova je interna stopa povrata izračunata tijekom razdoblja u koje su sredstva uložena. Stoga, privatni dionički fondovi traže samo odobreni kapital onako kako je potreban, te žele vratiti sredstva investitorima što je prije moguće nakon realizacije (Jenkinson, 2011.).

**Tablica 3. Europski ulagači Private equity-a**

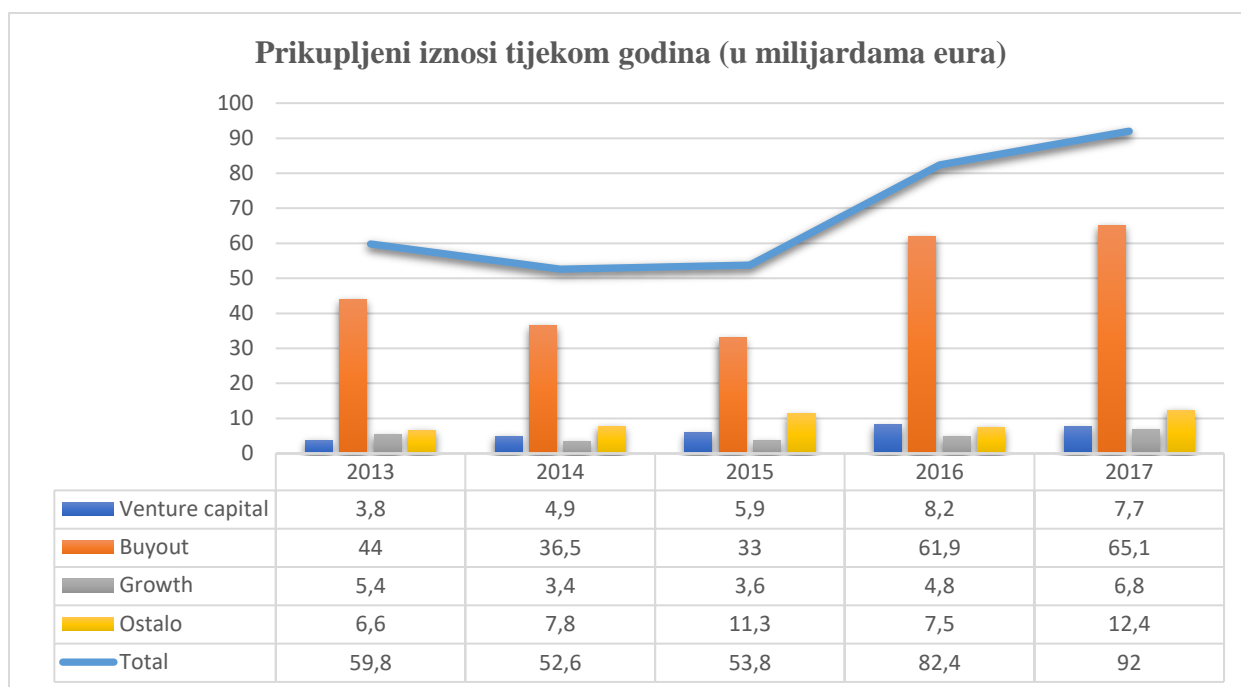
Europski ulagači PE	2005	2001-4
Korporativni investitori	6,9 %	6,2 %
Privatne osobe	4,5 %	5,9 %
Vladine agencije	2,5 %	7,4 %
Banke	31,4 %	23,5 %
Mirovinski fondovi	26,1 %	21,2 %
Osiguravajuća društva	12,6 %	11,8 %
Fond fondova	6,0 %	13,6 %
Akadske institucije	0,5 %	1,8 %
Tržište kapitala	1,7 %	0,7 %
Ostalo	7,7 %	8,0 %
<b>Ukupno prikupljenih fondova</b>	<b>57,081 €</b>	<b>113,040 €</b>

Izvor: izrada autorice prema T. Jenkinson (2011.): The development and performance of European Private equity [Internet], raspoloživo na: <https://pdfs.semanticscholar.org/038b/094a0b713d4ef6358f616d6978dc3cab9eab.pdf>, [07.05.2019]

Tablica 3 prikazuje da su banke najveći pojedinačni izvor kapitala, te su u 2005. doprinijele gotovo trećini novih sredstava prikupljenih u Europi. Udio sredstava odobrenih od strane mirovinskih fondova raste, ali ostaje na relativno niskim razinama s obzirom na njihov udio u investicijskim fondovima. Za razliku od SAD-a, europski su mirovinski fondovi povijesno dodijelili relativno mali dio svoje imovine privatnom kapitalu. Europsko tržište privatnog kapitala (PE) kao cjelina (otkupi i izlasci) pokazalo je, značajno poboljšanje u 2017. godini i na osnovi obujma i vrijednosti. Obujam je porastao za 6,9% na 2.183 transakcija, a vrijednost je porasla 14,4% na 250,1 milijardi eura. To znači da je aktivnost europskog private equity-a dosegla post krizno stanje na oba fronta, sa svim klasama imovine koje se traže i pokazuju daljnji rast nakon vrlo jake 2016. godine. Europsko tržište poraslo je od 2012., unatoč geopolitičkoj neizvjesnosti i podrhtavanju, kao i nestabilnosti tržišta i makroekonomskim uvjetima niskog rasta. Sektorski sastav europskog buyout-a ostaje relativno statičan tijekom vremena, budući da su tražene industrije za ulagatelje: industrija i kemikalije, tehnologija, mediji i telekomunikacije, poslovne usluge, farmaceutske, medicinske i biotehnoške, te financijske usluge (Roberts i Naydenova, 2018). Trendovi u Europi pokazuju pak da oko nas snažno raste interes za ulaganja fondova rizičnog kapitala. Ulaganja različitih europskih private equity fondova dosegla su u prošloj godini najviše razine u zadnjih deset godina, premašivši 70 milijardi eura. Skoro 7000 europskih kompanija je primilo investiciju, objavio je nedavno Financial Times, a velika većina njih bile su male i srednje. Značajno su rasli i iznosi kapitala prikupljeni za fondove, premašivši 90 milijardi eura, što je najviše od 2006. godine.

Generalno gledano, samo pet posto ulaganja PE fondova bilo je lani usmjereno na kompanije u Srednjoj i Istočnoj Europi; trećina je završila u Francuskoj i zemljama Beneluxa te 26 posto u Velikoj Britaniji i Irskoj. Kad se gleda ulaganja fondova rizičnog kapitala u užem smislu (venture capital fondova), što znači fondova koji ulažu u kompanije u ranoj fazi razvoja i start-upove, statistika je također pozitivna. Lani je u Europi prikupljeno 7,7 milijardi eura VC kapitala, a aktivnije su se u to uključili i razni državni izvori – činili su čak 29 posto prikupljenog venture kapitala. Investicije VC fondova porasle su pak lani 34 posto, daleko premašivši razinu iz 2008. godine. Skoro 3800 kompanija je primilo VC ulaganje, a sjemenske i startup investicije rasle su 50 posto, na ukupno više od četiri milijarde eura. Sektor koji je bio najpopularniji je, nimalo čudno, informacijske i komunikacijske tehnologije (ICT), a slijede ga biotehnoške kompanije, one u sektoru zdravstva te potrošačkih roba i usluga (Jutarnji list, 2018.).





**Slika 5. Prikupljeni iznosi private equity fondova u Europi od 2013. do 2017. godine (u milijardama eura)**

Izvor: izrada autorice prema izvješću Invest Europe (2017.)

Ukupno prikupljanje sredstava u 2017. godini dostiglo je 91,9 milijardi eura, što je najviša razina u Europi od 2006. godine. Mirovinski fondovi ostali su najveći institucionalni investitori u europskim zemljama i otkupna sredstva doprinose 37%, zatim fondovi fondova i ostali upravitelji imovine (21%), obiteljski uredi i privatne osobe (12%), državni fondovi (12%), osiguravajuća društva (5%). Prikupljanje rizičnog kapitala dostiglo je 7,7 milijardi eura, samo neznatno ispod rekordne 2016. godine kada je prikupljeno 8,2 milijarde eura. Ove dvije godine prikupljanja sredstava VC u prosjeku su znatno viša od prethodne četiri godine. Po prvi put, fondovi su u prosjeku prikupili gotovo 100 milijuna eura završno zatvaranjem, gotovo dvostruko više od prosjeka od prije deset godina. Kapital rasta (Growth Capital) zabilježio je rast od 41% na godišnjoj razini na 6,8 milijardi EUR, najvišu razinu od 2011. godine. Strategije tih fondova kreću se od povećanja broja poduzeća koje podupire poduzetnički kapital do stvaranja ulaganja manjinskih dioničara u zrela mala i srednja poduzeća ili provode politike regionalnog razvoja s EU.

U prvoj polovici 2018. godine prikupljanje sredstava u europskim fondovima privatnog kapitala i rizičnog kapitala dostiglo je 45,6 milijardi eura, što je 40% više u odnosu na drugu polovicu prošle godine, pokazuju novi podaci Invest Europe. Nakon još tri milijarde eura obveznih uloga investitora u prvoj polovici godine, poduzetnički kapital je od početka 2017. prikupio gotovo

11 milijardi eura novih sredstava za pokretanje poduzeća u Europi. Sveukupno, europske tvrtke dobile su 30,5 milijardi eura od fondovi privatnog kapitala i rizičnog kapitala u prvih šest mjeseci 2018. godine, iznad petogodišnjeg prosjeka.

### **3.2. Private equity u Sloveniji**

Prvi privatni fond rizičnog kapitala u Sloveniji osnovan je 1994. godine od strane austrijsko-nizozemske tvrtke Horizonte Venture Management. Uglavnom su gotovinu osiguravale strane banke, osiguravajuća društva i mirovinski fondovi, ali i neke slovenske financijske institucije pridonosile su manjim udjelima. Njihova su ulaganja znatno porasla otkako su ušli u svoje portfeljske tvrtke. Do sada su uložili u 12 tvrtki. Otprilike polovica njihovih ulaganja bila je u visoku tehnologiji, posebno u biotehnologiju (tri investicije) i elektroniku. Ostala ulaganja izvršena su u tradicionalnijim industrijama (staro gospodarstvo), ali su se pokazale značajne prednosti u odnosu na konkurente (patentna prava, dominantna tržišna pozicija, robna marka...). (Vadnjak, 2018.). Od kasnih sedamdesetih godina, kada su prvi strani investitori došli u Sloveniju, baza znanja i vještina ostaje ključna atrakcija zemlje kao mjesto ulaganja u zemlju. Kvalificirana radna snaga dostupna je čitavom nizu industrijskih grana koje čine Sloveniju lakim za ulagače kako bi popunili talente. Druge prednosti uključuju prilagodljivost poduzeća i radne snage, poslovno zakonodavstvo, poticaje za ulaganja, 19% stopa poreza na dobit i porezne olakšice za ulaganja. Percepcija stranih investitora o Sloveniji kao domaćinu izravnih stranih ulaganja poboljšava se jer se bruto dodana vrijednost po zaposleniku stalno povećava u odnosu na pad broja zaposlenih u posljednjih nekoliko godina. Proizvodne tvrtke prednjače u stvaranju najveće bruto dodane vrijednosti, a među njima velike tvrtke ostvaruju veću bruto dodanu vrijednost od svih ostalih društava. Široke slovenske gospodarske reforme započete 2000. godine dovele su do postupnih regulatornih promjena u području izravnih stranih ulaganja. Mehanizmi za odobravanje postali su pojednostavljeni i jasni investitorima koji poboljšavaju investicijsku klimu u Sloveniji i povećavaju povjerenje stranih ulagača. (Invest Slovenija, 2019.). Prema European investment fund (2018.) Slovenija pokreće investicijski program ulaganja u rast (The Slovene Equity Growth Investment Program) koji predstavlja program ulaganja od 100 milijuna eura koji je pokrenut u studenom 2017. godine. EIF i SID banka pridonose 50 milijuna eura za ovaj zajednički razvijeni program, koji bi trebao potaknuti dodatna ulaganja privatnog sektora u fondove i tvrtke. Cilj SEGIP-a je pružiti potporu slovenskim malim i srednjim poduzećima i srednjim poduzećima, kako bi se privukla međunarodna privatna ulaganja u Sloveniju i izgradio lokalni kapacitet pružanjem podrške

novonastalim upraviteljima fondova koji značajan dio svojih ulaganja usmjeravaju u slovenska poduzeća. EIF će upravljati i implementirati SEGIP, kroz ulaganja u fondove rizičnog kapitala i privatne dioničke fondove, te su investiranja zajedno s fondovima i privatnim ulagačima po tržišnim uvjetima. Program nije ograničen na određeni sektor (Pajek i Šuštar, 2018.). Prema SCS (2012.) usredotočava se na veličinu posla između 1-4 milijuna eura tj. na fazu ekspanzije ulaganja, bitan je oportunistički pristup, te mora postojati jasna izlazna strategija u rasponu od 3-5 godina. Izlazne strategije odnose se na prodaju na tržištu ili prodaja preko LBO ili MBO upravi i / ili novim investitorima.

### **3.3. Private equity u Hrvatskoj**

U Hrvatskoj je domaća industrija privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala još razmjerno nerazvijena, a strani ulagači u privatni vlasnički i rizični kapital također nisu pronašli dovoljno razloga da svoja ulaganja usmjere u Hrvatsku. Iako rizični kapital nije osobito razvijen, posljednjih godina dolazi do povećanja broja investicija čiji pozitivni rezultati utječu na zainteresiranost ostalih poduzetnika za ovim vidom financiranja (Ognjenović, 2007).

Prve tvrtke rizičnog kapitala koje su počele sa radom i investiranjem u Hrvatsku bile su predstavništva ili lokalna konzultantska poduzeća upravljačkih kompanija iz raznih zemalja. Ulaganje se stoga vršilo na način da su one tražile potencijalne kvalitetne poslovne projekte i posredovali u transakciji financijskih sredstava koja su dolazila iz inozemstva. Kao prvi takav oblik osnovan je Copernicus Capital koji je počeo sa radom sredinom 1997 godine. Prvi domaći fond rizičnog kapitala je Quaestus PE Partners koji je osnovan 2003. godine i čiji su investitori bili devet renomiranih hrvatskih tvrtki koje su u fond investiranja uložile 35 milijuna eura. Tada dolazi i do prvih pravih povećanja u broju i visini investicija rizičnog kapitala budući da je Quaestus PE Partners kao domaća tvrtka bila bolje informirana o području u koji je ulagala. Tvrtka je do sada sveukupno investirala u poslovne projekte Hospitalijea, Trgovine, Metroneta, Tele2-a i Hlada. Sve do početka 2006. godine i stupanja na snagu novog Zakona o investicijskim fondovima, poslovanje fondova rizičnog kapitala u Hrvatskoj nije bilo zakonom regulirano. Nakon stupanja na snagu ovog zakona fondovi rizičnog kapitala su regulirani kao otvoreni investicijski fondovi privatne ponude koji se osnivaju na određeni rok, minimalno na deset godina. Veličina fonda propisana je u iznosu od minimalno 75 milijuna kuna. Na sjednici Vlade RH 2008. godine donesena je odluka o objavljivanju pravila o državnim potporama za poticanje ulaganja rizičnog kapitala u male i srednje poduzetnike. Nastupom recesije u 2009. smanjen je broj investicija svih tvrtki rizičnog kapitala na području Hrvatske, a oporavak se ne očekuje tako brzo. Sagledavanjem investicija u drugim usporedivim tranzicijskim zemljama

Hrvatska značajno zaostaje po broju fondova, broju ulaganja i veličini investiranja (EVCA,2018.). Iako prisutan, rizični kapital u Hrvatskoj još uvijek ne igra značajnu ulogu kao u nekim razvijenim zemljama. Neki od razloga su (Šimić, 2015):

- tržište rizičnog kapitala zasad je još plitko i nerazvijeno,
- poduzetnici nisu upoznati s cjelokupnim investicijskim procesom rizičnog kapitala,
- poduzetnici nisu investicijski spremni za privlačenje ovakvog oblika kapitala,
- poduzetnici nisu sigurni koje su prednosti, a koji nedostaci ovog oblika kapitala
- poduzetnici ne znaju što nudi, a što traži ovaj oblik kapitala,
- poduzetnici nisu spremni na odricanje od vlasništva

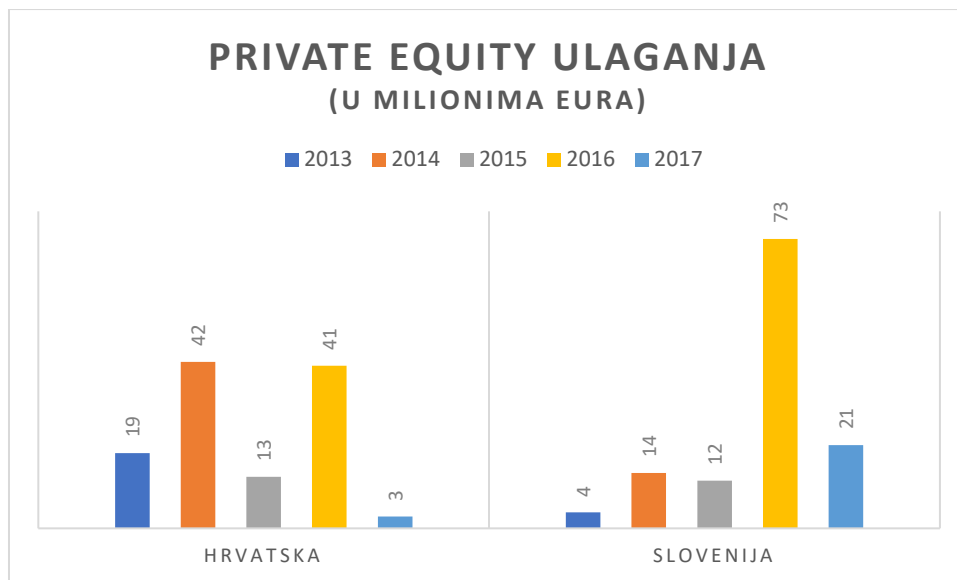
U proteklih nekoliko godina bilo je mnogo transakcija koje su potekle iz predstečajnih postupaka s većinskim udjelima fondova PE i dokapitalizacijom društava. To je također povezano s vladinom shemom investitora privatno-javnog partnerstva, kojom su fondovi PE-a u početku prikupljali milijardu kuna imovine privatnih investitora, a vlada je uložila još milijardu kuna kao investitor. Još uvijek nije vidljivo potpuno razvijeno tržište rizičnog kapitala, što znači da još uvijek nedostaje sjemenskog i rastućeg kapitala i rizičnog kapitala općenito. Na nacionalnoj razini potaknute su neke inicijative za fondove rizičnog kapitala vlade i Svjetske banke, ali to još nije stupilo na snagu. Međunarodno se ulagalo u neke početne transakcije, kao što su kapitalne transakcije i transakcije otkupa. Što se tiče izlaza, većina izlaza bila je prodaja strateškom partneru, a rijetko upravnim otkupima. Nije bilo izlaza iz IPO-a, ali s nekim većim akvizicijama PE vidimo potencijal za to. Tipična hrvatska transakcija PE-a bila bi kupnja dionica putem društva s posebnom namjenom (SPV), koji se financira vlastitim kapitalom ili kombinacijom duga i kapitala. SPV-ovi su obično domaće društvo s ograničenom odgovornošću (d.o.o). Takva bi akvizicija bila popraćena sporazumima o kupnji dionica i ugovorima dioničara s pravima prvog odbijanja te oznakama i povlačenjem prava i buy-inom i buyout opcijama. U Hrvatskoj, transakcije PE-a uglavnom uključuju dioničko društvo (D.D) i društvo s ograničenom odgovornošću (D.O.O). Zakonom se primjenjuju stroža pravila korporativnog upravljanja nego na d.o.o. To je još više slučaj ako d.d. kotira na Zagrebačkoj burzi, a primjenjuje se Kodeks korporativnog upravljanja. Uzimajući u obzir gore navedeno, imamo tendenciju da fondovi PE više ulažu u strukture poduzeća d.o.o. iako smo u nekim investicijama za restrukturiranje vidjeli tvrtke koje su ostale iz razloga izlaska, gdje fondovi špekuliraju o mogućnosti IPO aranžmana. Budući da su dosadašnja ulaganja provedena na temelju najveće moguće raspodjele rizika, poduzeća iz PE-a u Hrvatskoj su uglavnom ulagala

u srednje tržišne tvrtke u širokom rasponu djelatnosti. Neke novije ciljane industrije uključuju komunikacije, građevinarstvo, tekstil i hranu (Skerlev, 2019.).

## 4. ANALIZA PRIVATE EQUITY TRŽIŠTA U REPUBLICI HRVATSKOJ I SLOVENIJI

### 4.1. Private equity ulaganja

Prema slici 6 može se usporediti private equity ulaganja u Hrvatskoj i Sloveniji u razdoblju od 2013. godine do 2017. godine. U 2013. godini Hrvatska ima ulaganja u iznosu 19 mil. €, dok Slovenija bilježi 4 mil. €. Primjećuje se kako u 2014. godini Hrvatska bilježi rast tako da investicije iznose 42 mil. €, a Slovenija zaostaje za Hrvatskom sa investicijama u vrijednosti od 14 mil. €. Hrvatska u 2015. godini bilježi značajan pad pa tako bilježi vrijednost investicija od 13 mil. €, dok Slovenija zaostaje sa iznosom od 12 mil. €. Nakon 2015. godine Slovenija bilježi rast investicija tako da u 2016. godini Hrvatska ima investicije u vrijednosti od 41 mil. €, dok Slovenija bilježi rast sa iznosom od 73 mil. €. Hrvatska u 2017. godini bilježi drastičan pad tako da investicije iznose 3 mil. €, a Slovenija 21 mil. €. Po ovom grafu može se zaključiti kako je Hrvatska od 2013. godine do 2015. godine bila u prednosti po iznosu investicija, dok Slovenija od 2016. godine bilježi veliki rast, izračunom prosjeka za dato razdoblje dobiva se prosječan iznos private equity ulaganja za Hrvatsku u iznosu od 23,6 mil. €, a za Sloveniju 24,8 mil. € po čemu je jasno vidljivo da Slovenija ima prosječno veći iznos prikupljenog kapitala za private equity ulaganja od Hrvatske.

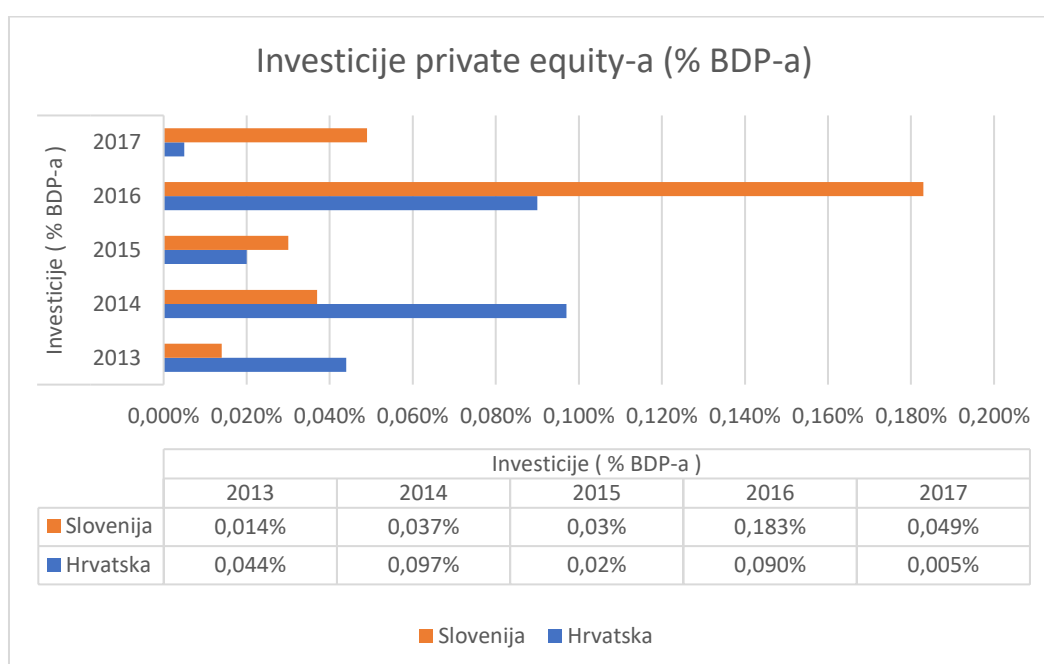


Slika 6. Private equity ulaganja

Izvor: izrada autorice prema izvješću Invest Europe (2017.)

## 4.2. Investicije kao postotak BDP-a

Slika 7 pokazuje investicije mjerene kao postotak BDP-a, tako Hrvatska u 2013. godini bilježi postotak od 0,044%, a Slovenija 0,014%. Hrvatska u 2014. godini ima veći iznos kapitala za private equity investicije pa je samim time postotak investicija u BDP-u veći nego prethodne godine i iznosi 0,097%, a Slovenija zaostaje sa postotkom od 0,037%. U 2015. godini investicije kao postotak BDP-a u Hrvatskoj iznosi 0,02%, a u Sloveniji 0,03%. Kao i na slici 5 vidljivo je kako kapital prikupljen za private equity u Sloveniji raste nakon 2015. godine tako je i postotak BDP-a veći od 2016. godine. Tako da 2016. godine investicije kao postotak BDP-a u Hrvatskoj iznose 0,090%, a u Sloveniji rastu na 0,183%. Isto tako Slovenija bilježi i rast u 2017. godini pa tako Hrvatska bilježi postotak od 0,005%, a Slovenija prednjači sa 0,049%.



**Slika 7. Investicije private equity-a kao % BDP-a**

Izvor: Izrada autorice prema izvješću Invest Europe (2017.)

## 4.3. Godišnja ulaganja po broju poduzeća

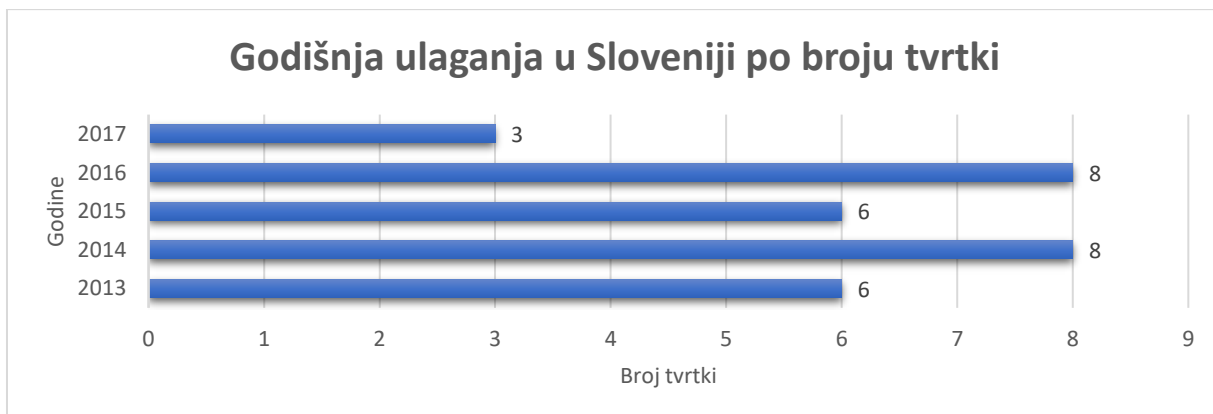
Slika 8 pokazuje godišnja ulaganja u Hrvatskoj po broju poduzeća. U 2013. godini uloženo je u 7 tvrtki, dok je u 2014. godini uloženo u 6. U 2015. godini vidljiv je pad private equity ulaganja i uloženo je u 4 poduzeća. Sljedeće godine, odnosno 2016. godina bilježi rast i ulaganja u 6 tvrtki, dok 2017. godina bilježi pad i ulaganje u 3 tvrtke.



**Slika 8. Godišnja ulaganja u Hrvatskoj po broju tvrtki**

Izvor: izrada autorice prema izvješću Invest Europe (2017.)

Slika 9 prikazuje godišnja ulaganja u Sloveniji po broju tvrtki. U 2013. godini ulaže se u 6 poduzeća, a 2014. godine u 2 više, odnosno u 8. U 2015. godini vidljiv je pad na 6 poduzeća, dok u 2016. Slovenija bilježi rast na 8 poduzeća. Ulaganja u 2017. godini prikazuju pad 3 poduzeća.



**Slika 9. Godišnja ulaganja u Sloveniji po broju tvrtki**

Izvor: izrada autorice prema izvješću Invest Europe (2017.)

Uspoređujući grafove vidljivo je kako Slovenija u razdoblju od 2013. godine do 2017. godine ima ukupno uloženo u 31 tvrtku, dok Hrvatska zaostaje sa 29 tvrtki.

#### 4.4. Ulaganje prema fazama razvoja

U tablici 4 je prikazano ulaganje prema private equity fazama u Hrvatskoj u razdoblju od 2013. do 2017. godine. Iz tablice je vidljivo kako u promatranom periodu Hrvatska ne bilježi ulaganje



u sjemenu fazu private equity-a, odnosno ulaganje u sjemenu fazu u razdoblju od 2013. godine pa do 2017. godine iznosi 0,00 tisuća eura. Sljedeća promatrana faza je start-up faza i u 2013. godini je u tu fazu u Hrvatskoj uloženo 6,22 tisuće eura, dok u 2014. nije uloženo ništa. U 2015. godini u start-up je uloženo 1,20 tisuća eura, a u 2016. godini je vidljivo povećano ulaganje i ono iznosi 3,81 tisuća eura. U zadnjem promatranom razdoblju, odnosno u 2017. godini Hrvatska bilježi ulaganje u start up fazu u iznosu od 2,63 tisuća eura. Nakon start up faze slijedi kasna faza gdje u 2013. godini Hrvatska ima ulog od 300 tisuća eura isto kao i u sljedećoj godini, odnosno u 2014. godini. U 2015. , 2016. i 2017. godini nema ulaganja u kasnu fazu private equity-a. Sljedeća promatrana faza je faza rasta i u 2013. godini u tu fazu se ulaže 5,97 tisuća eura. U 2014. godini vidljiv je rast ulaganja u fazu rasta i uloženo je 19 tisuća eura. Sljedeća godina, odnosno 2015. godina, bilježi pad ulaganja i ono iznosi 7,85 tisuća eura, dok u 2016. i 2017. godina nema nikakvih ulaganja u ovu fazu. U fazu preokreta ulaže se samo u 2013. i 2014. godini. U 2013. godini uloženo je 6,70 tisuća eura, a u 2014. uloženo je 22,64 tisuća eura. Iz tablice je vidljivo kako u 2015., 2016. i 2017. godini u fazu preokreta nije ništa uloženo. Zadnja promatrana faza je buyout faza i u tu fazu je uloženo samo u 2016. godini i to iznos od 27,15 tisuća eura. Proučavajući ovu tablicu može se primijetiti kako je Hrvatska u razdoblju od 2013. do 2017. godine najviše uložila u kasnu fazu private equity-a, a najmanje u sjemenu fazu.

**Tablica 4. Ulaganje prema fazama private equity-a u Hrvatskoj**

Ulaganje prema fazama private equity-a u Hrvatskoj (u tisućama eura)					
Godina ulaganja	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Sjemena faza</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Start up</b>	6,22	0,00	1,20	3,81	2,63
<b>Kasna faza</b>	300,00	300,00	0,00	0,00	0,00
<b>Faza rasta</b>	5,97	19,00	7,85	0,00	0,00
<b>Faza preokreta</b>	6,70	22,64	0,00	0,00	0,00
<b>Buyout</b>	0,00	0,00	0,00	27,15	0,00

Izvor: izrada autorice prema izvješću Invest Europe (2017.)

Tablica 5 prikazuje ulaganje u Sloveniji prema fazama private equity-a u razdoblju od 2013. do 2017. godine. U prvu fazu, odnosno u sjemenu fazu, Slovenija ima ulaganja samo u 2014. godini i to u iznosu od 1,05 tisuća eura. Sljedeća promatrana faza je stat up faza i u 2013. godini vidljivi su ulozu u visini od 707 tisuća eura. U 2014. i 2015. godini vidljiv je velik pad ulaganja.

U 2014. u start up uloženo je 1,25 tisuća eura, a u 2015. 1,20 tisuća eura. u 2016. godini dolazi porasta ulaganja i ono iznosi 967 tisuća eura, dok u 2017. godini ono iznosi 354 tisuća eura. Nakon start up faze slijedi kasna faza u koju je Slovenija 2013. godine uložila 3,27 tisuće eura. Sljedeće godine, odnosno 2014. godine, ulaže se puno više i to 200 tisuća eura. 2015. godina bilježi ulaganje u kasnu fazu u iznosu od 150 tisuća eura. Vidljivo je kako 2016. i 2017. godina bilježi manju količinu ulaganja u kasnu fazu. U 2016. godini uloženo je 2 tisuća eura, a u 2017. 1,50 tisuća eura. U fazu rasta Slovenija ulaže samo 2015. godine i to iznos od 93 tisuće eura. Faza preokreta ne bilježi nikakva ulaganja u promatranom periodu, dok se u finalnu fazu buyouta ulaže u 2015., 2016. i 2017. godini. U 2015. godini uloženo je 10 tisuća eura, u 2016. godini taj iznos je veći i iznosi 69,95 tisuća eura, a u 2017. godini uloženo je 19,42 tisuća eura. Iz tablice je vidljivo kako Slovenija najviše ulaže u start up fazu, a najmanje u sjemenu fazu i fazu preokreta.

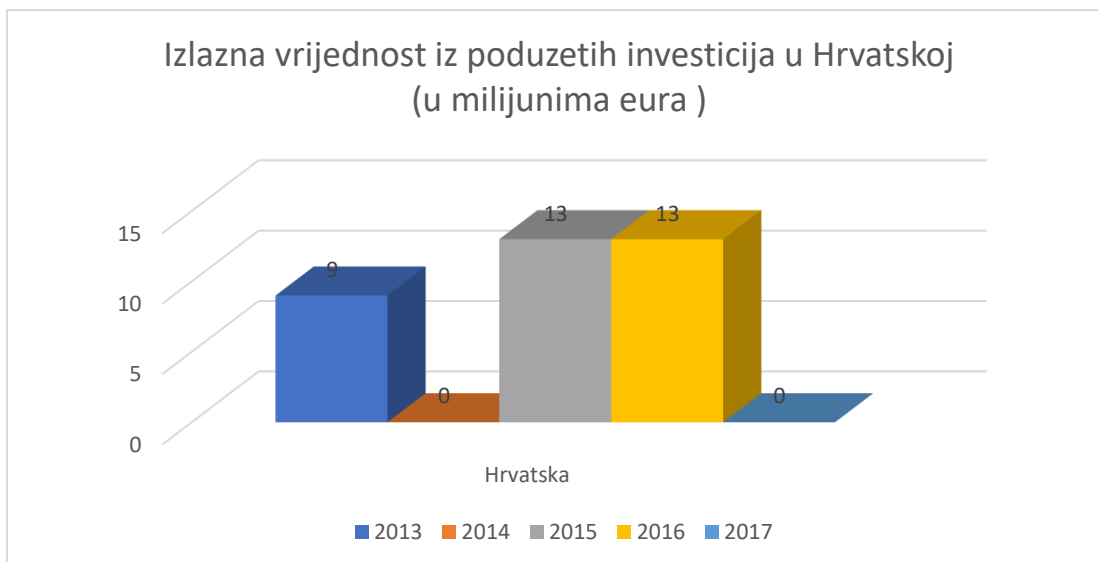
**Tablica 5. Ulaganje prema fazama private equity-a u Sloveniji**

Ulaganje prema fazama private equity-a u Sloveniji (u tisućama eura)					
Godina ulaganja	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Sjemena faza</b>	0,00	1,05	0,00	0,00	0,00
<b>Start up</b>	707,00	1,25	1,20	967,00	354,00
<b>Kasna faza</b>	3,27	200,00	150,00	2,00	1,50
<b>Faza rasta</b>	0,00	0,00	93,00	0,00	0,00
<b>Faza preokreta</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Buyout</b>	0,00	0,00	10,00	69,95	19,42

Izvor: izrada autorice prema izvješću Invest Europe (2017.)

#### 4.5. Izlazna vrijednost

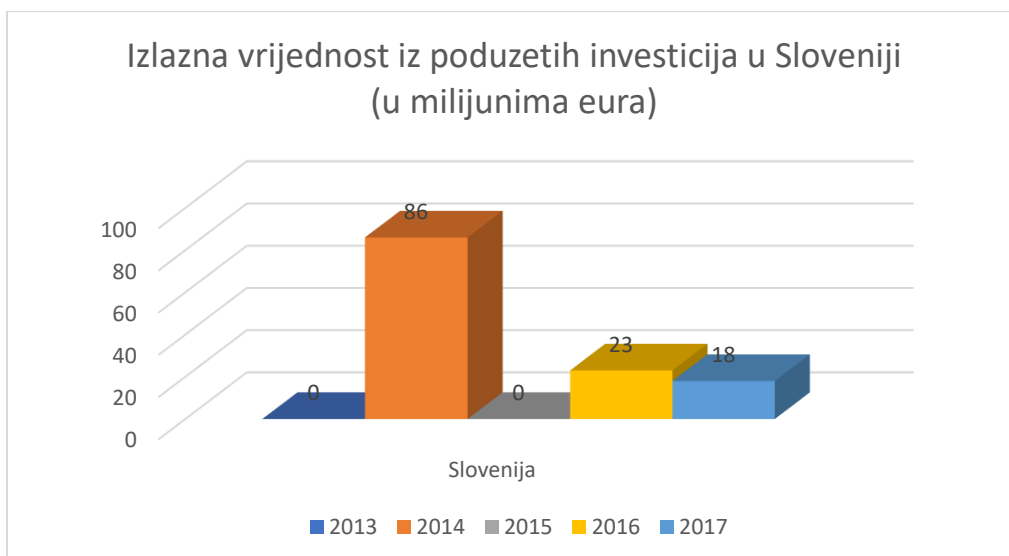
Slika 10 prikazuje izlaznu vrijednost iz poduzetih investicija u Hrvatskoj u razdoblju od 2013. godine do 2017. godine. Može se primijetiti kako je u 2013. godini izlazna strategija iz poduzete investicije iznosi 9 milijuna eura, dok u 2014. godini nema izlaza iz poduzetih investicija i ona zato iznosi nula. 2015. i 2016. godina imaju istu vrijednost izlazne strategije i ona iznosi 13 milijuna eura, dok u 2017. godini Hrvatska ne bilježi nikakvu izlaznu vrijednost i ona zato iznosi nula



**Slika 10. Izlazna vrijednost po trošku ulaganja u Hrvatskoj**

Izvor: izrada autorice prema izvješću Invest Europe (2017.)

Na slici 11 je prikazana izlazna vrijednost iz poduzetih investicija u Sloveniji za razdoblje od 2013. godine do 2017. godine. Slovenija u 2013. godini bilježi nulu, odnosno u 2013. godini nije bilo izlaza iz poduzetih investicija. U 2014. godini vidljiv je veliki rast izlazne vrijednosti i ona iznosi 86 milijuna eura, dok 2015. godina nema nikakvu izlaznu vrijednost iz poduzetih investicija i ona iznosi nula. 2016. godina bilježi rast vrijednosti i izlazna vrijednost u 2016. godini iznosi 23 milijuna eura, dok 2017. godina bilježi blagi pad u usporedbi sa 2016. godinom i tako izlazna vrijednost za 2017. godinu iznosi 18 milijuna eura.



**Slika 11. Izlazna vrijednost po trošku ulaganja u Sloveniji**

Izvor: izrada autorice prema izvješću Invest Europe (2017.)


Uspoređujući izlaznu vrijednost iz poduzetih investicija Slovenije i Hrvatske u razdoblju od pet godina vidljivo je kako Slovenija prosječno ima veću izlaznu vrijednost od Hrvatske u razdoblju od 2013. godine do 2017. godine. Prosječna izlazna vrijednost u Hrvatskoj iznosi 7 milijuna eura, dok Slovenija prednjači sa prosječnom izlaznom strategijom u vrijednosti od 25,4 milijuna eura.

#### 4.6. VC/PE indeks atraktivnosti

Ključni cilj ulagatelja u fondove rizičnog kapitala i privatnog vlasničkog kapitala je dobiti pristup transakcijama sa zadovoljavajućim omjerom rizika i povrata. Oni globalno gledaju kako bi postigli svoje ciljeve i često postavljaju pogled na regije u nastajanju. Kako bi pronašli prilike za ulaganje, ulagači općenito gledaju nekoliko godina unazad i usredotočuju se na specifične čimbenike kao što su: gospodarska aktivnost (BDP, inflacija, stopa nezaposlenosti); veličina i likvidnost tržišta kapitala; oporezivanje; zaštitu ulagača i korporativno upravljanje; ljudsko i društveno okruženje (uključujući ljudski kapital, politike tržišta rada i kriminal); i poduzetničke kulture i mogućnosti (uključujući inovacijski kapacitet, lakoću poslovanja i razvoj industrija visoke tehnologije). Ideja Indeksa atraktivnosti zemlje za rizični kapital i privatni kapital je uzeti u obzir sve te čimbenike u različitim zemljama i odrediti relativnu poziciju određenih gospodarstava i regija u odnosu na njihovu privlačnost za ulaganje u Venture Capital. i imovine privatnog kapitala (IESE,2018).

Prema izvješću IESE za 2018. god. od 125 promatranih država Hrvatska zauzima 68. mjesto po VC/PE indeksu atraktivnosti sa rezultatom 51,8, a Slovenija sa rezultatom 54,7 zauzima 59. mjesto.

**Tablica 6. VC/PE indeks atraktivnosti Republike Hrvatske i Slovenije 2018.g.**

						
Rang 2018						
Država	Rang	Rezultat		Država	Rang	Rezultat
Hrvatska	68	51,8		Slovenija	59	54,7

Izvor: IESE (2018.): The venture capital & private equity country attractiveness indeks [Internet], raspoloživo na: <https://blog.iese.edu/vcpeindex/>, [18.05.2019]

## 5. ZAKLJUČAK

Tijekom protekla dva desetljeća private equity se razvija u vodeću klasu imovine u Europi. Može se reći kako private equity mijenja kulturu financiranja poduzeća. S obzirom da se počeo razvijati u SAD-u, jasno je da je to tržište najrazvijenije, ali i Europsko tržište prepoznaje prednosti private equity ulaganja i postaje drugo najrazvijenije private equity tržište. Private equity ima nekoliko definicija ali općenito se može definirati kao ulaganje u poduzeća koja ne kotiraju na burzi i imaju veliki potencijal za uspjeh. Ulaganje se vrši dugoročno, najčešće u razdoblju od 5 godina, uz jasnu izlaznu strategiju, odnosno dobit investitora.

Ovaj rad uspoređuje private equity tržište Slovenije i Republike Hrvatske zbog njihove ekonomske i geografske sličnosti. Pregledavajući izvješća Invest Europe u razdoblju od 2013. do 2017. godine jasno se izvodi zaključak kako Slovenija bilježi više private equity ulaganja od Hrvatske. Hrvatsko tržište kapitala je još uvijek nedovoljno razvijeno, posebno kada se radi o alternativnim načinima ulaganja kao što je private equity ulaganje. Hrvatska, a ni Slovenska poduzeća nisu dovoljno koristila sve prednosti i prilike koje nudi private equity tržište kapitala. Iako Slovenija više koristi private equity tržište od Hrvatske primjetno je kako je i to još uvijek minimalno kada se uspoređi sa ulaganjima velikih europskih gradova. Obe države su bankocentrične tj. navise se koristi bankarski kredit kao glavni izvor kapitala. To pokazuje i VC/PE indeks atraktivnosti koji Hrvatsku uvrštava na 68. mjesto, a Sloveniju na 59. mjesto atraktivnih država za ulaganje. Isticanjem glavnih prednosti ovakve vrste tržišta mnoga mala poduzeća bi se okrenula ovoj vrsti financiranja, ali zbog mogućeg straha i neznanja private equity ostaje nepoznanica za neka poduzeća.

Uzimajući u obzir kako poduzeća teško dolaze do kapitala potrebnog za pokretanje posla, uočavanje prednosti private equity tržišta uvelike bi pomoglo jačanju gospodarstva ove dvije države. Hrvatska i Slovenija imaju veliki potencijal za širenje i korištenje private equity tržišta, ali država treba poticati korištenje ovakvih načina financiranja i provođenjem reformi privući što veći broj investitora kako bi gospodarstvo raslo i država postala atraktivna za ulaganje.

## LITERATURA

1. 24i Alternative investments (2018.) : Venture capital vs. Buyout funds [internet], raspoloživo na: <https://sites.google.com/site/cfalevel3examprep/asset-classes/ss13/reading-25/25i> ,[12.03.2019]
2. Carrerride (2016.): What are the different types of venture capital financing? [Internet], raspoloživo na: <https://www.careerride.com/fa-venture-capital-financing-types.aspx> , [18.05.2019]
3. CFI (2018.): What is due diligence, [Internet], raspoloživo na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/due-diligence-overview/> , [12.03.2019]
4. Cheffins, B. i Armour, J. (2007.): The eclipse of private equity [Internet], raspoloživo na: [https://www.cbr.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/centre-for-business-research/downloads/working-papers/wp339.pdf](https://www.cbr.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/centre-for-business-research/downloads/working-papers/wp339.pdf) , [18.05.2019]
5. Chen, A. (2018.): What Do Private Equity Investors Actually Do? [(Internet], raspoloživo na: <https://www.interviewprivateequity.com/what-do-private-equity-investors-do/> , [18.05.2019]
6. Chen, J. (2019.): What is venture capital? [Internet], raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp> , [18.05.2019]
7. Christofidis, C. i Debande, O. (2001.): Financing inovative firms trough venture capital [Internet], raspoloživo na: <https://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf> [18.05.2019]
8. Cumming, D. (2007.): Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance [Internet],raspoloživo na: [https://www.researchgate.net/publication/222063888\\_Private\\_Equity\\_Leveraged\\_Buyouts\\_and\\_Governance](https://www.researchgate.net/publication/222063888_Private_Equity_Leveraged_Buyouts_and_Governance) , [18.05.2019]
9. Cvijanovic,V., Marovic, M. i Sruck, B.(2008.): Financiranje malih i srednjih poduzeća, Bionza Press, Zagreb
10. Dehesa, G. (2002.): Venture Capital in The United States And Europe [Internet], raspoloživo na: [https://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_VentureCapitalUSEurope.pdf](https://group30.org/images/uploads/publications/G30_VentureCapitalUSEurope.pdf) , [18.05.2019]

11. Demaria, C. (2010.): Introduction to Private Equity [Internet], raspoloživo na: [https://books.google.hr/books?id=CAOz0xTRI2IC&printsec=frontcover&hl=hr&source=gbs\\_ge\\_summary\\_r&cad=0#v=onepage&q&f=false](https://books.google.hr/books?id=CAOz0xTRI2IC&printsec=frontcover&hl=hr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false) , [18.05.2019]
12. Divestopedija (2017): Understanding the difference between private equity and venture capital firms [Internet], raspoloživo na: <https://www.divestopedia.com/understanding-the-difference-between-private-equity-venture-capital-firms/2/8357> , [08.03.2019]
13. EVCA (2004.): Why and How to Invest in Private Equity [Internet], raspoloživo na: <https://web.archive.org/web/20061211195112/http://www.evca.com/pdf/Invest.pdf>, [18.05.2019]
14. EVCA (2007): Guide on private equity and venture capital for entrepreneurs [Internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf> , [18.05.2019]
15. Finance train (2018.) : Private equity: venture capital, leveraged buyouts and exit strategies [Internet], raspoloživo na: <https://financetrain.com/private-equity-venture-capital-leveraged-buyouts-and-exit-strategies/> , [12.03.2019]
16. Frazer-Sampson,G. (2007.): Private equity as an asset class [Internet], raspoloživo na: <https://books.mec.biz/tmp/books/74RU5O4KR4CNGI84IV76.pdf> , [18.05.2019]
17. Gilligan, J. i Wright, M. (2010.): Private equity demystified; An explanatory guide [internet], raspoloživo na: [https://psik.org.pl/images/publikacje-i-raporty---publikacije/Privateequity-Demystified.pdf](https://psik.org.pl/images/publikacje-i-raporty---publikacje/Privateequity-Demystified.pdf) , [18.05.2019]
18. Goldstein, M. , (2008): The Five Stages of VC Funding Explained [internet], raspoloživo na: <https://www.coxblue.com/vc-funding-stages-explained/> , [21.05.2019]
19. HVCA (2005.): Rječnik ključnih riječi [Internet], raspoloživo na: <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/>, [18.05.21]
20. IESE (2018.): The venture capital & private equity country attractiveness indeks [Internet], raspoloživo na: <https://blog.iese.edu/vcpeindex/> , [18.05.2019]
21. Invest Europe (2014.): Central and Eastern Europe Statistics 2013 [Internet], raspoloživo na: [https://www.investeurope.eu/media/259990/evca\\_bro\\_sp\\_ee2013.pdf](https://www.investeurope.eu/media/259990/evca_bro_sp_ee2013.pdf) , [21.05.2019]
22. Invest Europe (2015.): Central and Eastern Europe Statistics 2014 [Internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/media/406345/EVCA-2014-CEE-report.pdf> , [21.05.2019]

23. Invest Europe (2016.): Central and Eastern Europe Statistics 2015 [Internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/media/504370/invest-europe-cee-statistics-2015.pdf> , [21.05.2019]
24. Invest Europe (2017.): Central and Eastern Europe Statistics 2016. [Internet], raspoloživo na: [https://www.investeurope.eu/media/671537/invest-europe-cee-privateequitystatistics2016\\_24082017.pdf](https://www.investeurope.eu/media/671537/invest-europe-cee-privateequitystatistics2016_24082017.pdf) , [21.05.2019]
25. Invest Europe (2018.): Central and Eastern Europe Statistics 2017 [Internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/media/727455/invest-europe-cee-activity-report-2017-05072018.pdf> , [21.05.2019]
26. Invest Europe (2007): Guide on private equity and venture capital for enterprenuers [internet], raspoloživo na: <https://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf> , [20.05.2019]
27. Investopedia (2019): Private equity vs. Venture capital: what's the difference. [internet], raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/020415/what-difference-between-private-equity-and-venture-capital.asp> , [08.03.2019]
28. Jenkinson, T. (2011.): The development and performance of European private equity [Internet], raspoloživo na: <https://pdfs.semanticscholar.org/038b/094a0b713d4ef6358f616d6978dc3cab9eab.pdf> , [18.05.2019]
29. Jutarnji list (2018): U Europi snažno raste interes za ulaganja fondova rizičnog kapitala [Internet], raspoloživo na: <https://novac.jutarnji.hr/aktualno/u-europi-snazno-raste-interes-za-ulaganja-fondova-rizicnog-kapitala/7907340/> , [21.03.2019]
30. Kaplan, S. i Schoar, A. (2003.): Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows [Internet], raspoloživo na: <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/5050/4446-03.pdf> , [18.05.2019]
31. Kaplan, S.N. i Stromberg, P. (2008.): Leveraged Buyouts and Private Equity, Journal of Economic Perspectives [Internet], raspoloživo na: <https://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf> , [18.05.2019]
32. Liu Y. et al. (2018): Optimal Ownership Structure in Private Equity [internet], raspoloživo na: <http://docplayer.net/99709391-Optimal-ownership-structure-in-private-equity.html> , [20.05.2018]
33. Loos, N. (2004.): Value creation in leveraged buyouts [Internet], raspoloživo na: [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/$FILE/dis3052.pdf) , [18.05.2019]



34. Loosvelt, D. (2009): A brief history of private equity [internet], raspoloživo na: <https://www.vault.com/blogs/in-the-black-vaults-finance-careers-blog/a-brief-history-of-private-equity> , [20.05.2019]
35. Madison park group (2019.): Guide to venture capital [Internet], raspoloživo na: <http://upload.madisonparkgrp.com/news/gtvc.pdf> , [18.05.2019]
36. Mergers and inquisitions (2019.): Private equity vs. Venture capital : Why the lines have blurred [Internet], raspoloživo na: <https://www.mergersandinquisitions.com/private-equity-vs-venture-capital/> , [08.03.2019]
37. Metrick A. i Yasuda A., (2007): The Economics of Private Equity Funds [internet], raspoloživo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.151.3949&rep=rep1&type=pdf> , [20.05.2018.]
38. Metrick, A. (2007.): Venture capital and the finance of innovation [Internet], raspoloživo na: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN027464.pdf> , [18.05.2019]
39. My accounting course (2019.) : What is a leverages buyout (LBO)? [Internet], raspoloživo na: <https://www.myaccountingcourse.com/accounting-dictionary/leveraged-buyout> , [12.03.2019]
40. Ognjenović, Đ. (2007), članak: “Neiskorištena opcija”, Banka, MZB d.o.o., Zagreb, br. 8, str. 37
41. Pajek, G. i Šuštar, U. (2018.): Slovenia-fundrasing, The private equity review [Internet], raspoloživo na: <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-private-equity-review-edition-7/1168409/slovenia-fundraising> , [18.05.2019]
42. Pictet Alternative Advisors (2016.): An introduction to private equity [Internet], raspoloživo na: [https://static.group.pictet/sites/default/files/2017-09/introduction\\_private-equity\\_en\\_1.pdf](https://static.group.pictet/sites/default/files/2017-09/introduction_private-equity_en_1.pdf) , [18.05.2019]
43. Prosperus invest (2018.): Rizični kapital [Internet], raspoloživo na: <http://www.prosperus-invest.hr/content/rizicni-kapital> , [18.05.2019]
44. Roberts, S. i Naydenova, E. (2018.): Private Equity Trend Report 2018 [Internet], raspoloživo na: <https://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/private-equity-trend-report-2018.pdf> , [18.05.2019]

45. SCS Private equity fund (2012.): Investment strategy & targets [Internet], raspoloživo na: <http://www.eu-skladi.si/kohezija-do-2013/ostalo/download/prezentacije-etp/scs> (18.05.2019.)
46. Simkovic M. (2011.): Leveraged buyout bankruptcies [internet], raspoloživo na : [https://www.academia.edu/12085675/Leveraged Buyout Bankruptcies the Problem of Hindsight Bias and the Credit Default Swap Solution](https://www.academia.edu/12085675/Leveraged_Buyout_Bankruptcies_the_Problem_of_Hindsight_Bias_and_the_Credit_Default_Swap_Solution), [20.05.2019]
47. Skerlev, B. (2019.): Private equity transactions [Internet], raspoloživo na: <https://gettingthedealthrough.com/area/29/jurisdiction/80/private-equity-transactions-croatia/> , [18.05.2019]
48. Stowell, D. P. (2010.): An introduction to investment banks, hedge funds and private equity [Internet], raspoloživo na: [http://www.smv.gob.pe/Biblioteca/temp/catalogacion/Investment Banks Hedge Funds Private Equity.pdf](http://www.smv.gob.pe/Biblioteca/temp/catalogacion/Investment_Banks_Hedge_Funds_Private_Equity.pdf) , [18.05.2019]
49. Šimić Šarić, M. (2015.): Atraktivnost Hrvatske u privlačenju ulagača rizičnog kapitala [Internet], Dostupno na: [file:///C:/Users/knezn/AppData/Local/Packages/Microsoft.MicrosoftEdge\\_8wekyb3d8bbwe/TempState/Downloads/17\\_Simic%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/knezn/AppData/Local/Packages/Microsoft.MicrosoftEdge_8wekyb3d8bbwe/TempState/Downloads/17_Simic%20(1).pdf) , [18.05.2019]
50. Tripathi, P. (2012.): Leveraged buyouts analysis [Internet], raspoloživo na: [http://www.academicjournals.org/app/webroot/article/article1379862777\\_Tripathi.pdf](http://www.academicjournals.org/app/webroot/article/article1379862777_Tripathi.pdf), [18.05.2019]
51. Vadnjal, J. (2018.): Equity financing of growing and innovative businesses in Slovenia [Internet], raspoloživo na: [https://www.researchgate.net/publication/267236108 EQUITY FINANCING OF GROWING AND INNOVATIVE BUSINESSES IN SLOVENIA](https://www.researchgate.net/publication/267236108_EQUITY_FINANCING_OF_GROWING_AND_INNOVATIVE_BUSINESSES_IN_SLOVENIA) , [18.05.2019]
52. Voya investment (2017.): An Overview of Private Equity Investing [Internet], raspoloživo na: <https://advisors.voya.com/document/whitepapers/overview-private-equity-investing.pdf> , [18.05.2019]
53. Wadadekar, A. (2009): Leveraged buyout- An overview [internet], raspoloživo na: <https://taxguru.in/finance/leveraged-buyout-lbo-an-overview.html> , [20.05.2019]
54. Wikipedia, (2019): Due diligence [internet], raspoloživo na: [https://en.wikipedia.org/wiki/Due\\_diligence](https://en.wikipedia.org/wiki/Due_diligence) , [20.05.2019]
55. Wikipedija (2019): Early history od private equity [internet], raspoloživo na: [https://en.wikipedia.org/wiki/Early\\_history\\_of\\_private\\_equity](https://en.wikipedia.org/wiki/Early_history_of_private_equity) , [20.05.2019.]

## POPIS SLIKA

Slika 1. Životni vijek private equity-a.....	8
Slika 2. Financiranje razvoja poduzeća.....	10
Slika 3. Izlazne strategije .....	13
Slika 4. Ključne vještine menadžmenta .....	20
Slika 5. Prikupljeni iznosi private equity fondova u Europi od 2013. do 2017. godine (u milijardama eura) .....	24
Slika 6. Private equity ulaganja.....	29
Slika 7. Investicije private equity-a kao % BDP-a.....	30
Slika 8. Godišnja ulaganja u Hrvatskoj po broju tvrtki.....	31
Slika 9. Godišnja ulaganja u Sloveniji po broju tvrtki .....	31
Slika 10. Izlazna vrijednost po trošku ulaganja u Hrvatskoj.....	34
Slika 11. Izlazna vrijednost po trošku ulaganja u Sloveniji .....	34

## **POPIS TABLICA**

Tablica 1. Razlika private equity-a i Venture capitala .....	16
Tablica 2. Razlika Venture capitala i buyout-a .....	18
Tablica 3. Europski ulagači Private equity-a .....	22
Tablica 4. Ulaganje prema fazama private equity-a u Hrvatskoj .....	32
Tablica 5. Ulaganje prema fazama private equity-a u Sloveniji .....	33
Tablica 6. VC/PE indeks atraktivnosti Republike Hrvatske i Slovenije 2018.g. ....	35

## SAŽETAK

Private equity predstavlja alternativni način financiranja poduzeća u kojem se ulaže u poduzeća, u svim fazama razvoja, koji ne kotiraju na burzi. Ulaže se u perspektivna poduzeća sa jasno definiranom izlaznom strategijom. Private equity gradi bolje poslovanje jačanjem stručnosti za upravljanje, pružajući operativna poboljšanja i pomažući tvrtkama da pristupe novim tržištima. Provedena analiza private equity tržišta u Sloveniji i Hrvatskoj dovodi do zaključka kako private equity kao način financiranja nije još dovoljno prepoznat. Iako Slovenija bilježi bolje rezultate od Hrvatske, to je još nedovoljno u usporedbi sa razvijenim Europskim tržištem. Razlog tome je slabije razvijena ekonomija i gospodarstvo, slabo razvijeno tržište kapitala i strah i neznanje poduzetnika. Hrvatska i Slovenija bi trebali poticati i educirati poduzetnike na korištenje novih načina financiranja kako bi se poboljšalo gospodarsko stanje i samim time VCPE indeks atraktivnosti ulaganja. Promatrane države bi trebale početi prepoznavati i koristiti svoje prednosti kako bi poboljšalo svoje gospodarsko stanje, a i samim time ekonomiju države.

**Ključne riječi:** private equity, Republika Hrvatska, Slovenija

## **SUMMARY**

Private equity is an alternative way of financing a company that invests in companies at all stages of development that are not listed on the stock exchange. It is included in prospective companies with a clearly defined exit strategy. Private equity builds better business by strengthening management expertise, providing operational improvements, and helping companies to access new markets. The conducted analysis of the private equity market in Slovenia and Croatia leads to the conclusion that private equity as a way of financing is not yet sufficiently recognized. Although Slovenia scores better than Croatia, it is still insufficient compared to a developed European market. The reason for this is the weaker economy and economy, the poorly developed capital market, and the fear and ignorance of entrepreneurs. Croatia and Slovenia should encourage and educate entrepreneurs on the use of new ways of financing to improve the economic climate and thus the VCPE investment attractiveness index. Observed states should begin to recognize and use their strengths to improve their economic situation, and the state's economy.

**Key words:** private equity, Republic of Croatia, Slovenia