

# PRIVATE EQUITY ULAGANJA U HRVATSKOJ - ANALIZA ODABRANIH PODUZEĆA

---

**Knez, Antonela**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2023**

*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:124:630390>

*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**

**DIPLOMSKI RAD**

***PRIVATE EQUITY* ULAGANJA U HRVATSKOJ – ANALIZA  
ODABRANIH PODUZEĆA**

**Mentor:**

**izv. prof. dr. sc. Šimić Šarić Marija**

**Student:**

**Antonela Knez**

**Split, lipanj, 2023.**

### IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, ANTONELA KNEZ,  
(ime i prezime)

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

Split, 2025. godine

Vlastoručni potpis : AKnez

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
1.1. Problem istraživanja .....	1
1.2. Predmet istraživanja .....	5
1.3. Svrha i ciljevi istraživanja.....	5
1.4. Metode istraživanja .....	6
1.5. Doprinost istraživanja .....	6
1.6. Struktura diplomskog rada .....	7
<b>2. POJMOVNO ODREĐENJE RIZIČNOG KAPITALA.....</b>	<b>8</b>
2.1. Povijesni razvoj .....	8
2.2. Pojmovno određenje .....	10
2.3. Usporedba rizičnog kapitala i bankarskog kredita .....	16
2.4. Stanje rizičnog kapitala u CEE zemljama .....	18
<b>3. FONDOVI RIZIČNOG KAPITALA .....</b>	<b>23</b>
3.1. Organiziranje i funkcioniranje fondova .....	23
3.2. Proces investiranja fondova .....	26
3.3. Zakon i porezni okvir u Hrvatskoj .....	29
3.4. Fondovi rizičnog kapitala u Hrvatskoj .....	31
<b>4. ANALIZA STUDIJA SLUČAJA .....</b>	<b>33</b>
4.1. Ulaganja na primjeru Rimac automobila .....	33
4.2. Ulaganja na primjeru Infobip-a .....	40
4.3. Ulaganja na primjeru Microblink-a .....	43
4.4. Ulaganje na primjeru Tele2 .....	47
<b>5. ZAKLJUČAK.....</b>	<b>51</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>54</b>
<b>POPIS SLIKA.....</b>	<b>66</b>
<b>POPIS TABLICA .....</b>	<b>66</b>
<b>SAŽETAK.....</b>	<b>67</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>68</b>

# 1. UVOD

## 1.1. Problem istraživanja

Pribavljanje novčanih sredstava za pokretanje ili razvoj poduzetničkog pothvata može predstavljati veliki izazov za svakog poduzetnika. Najčešća stanica za poduzetnike su upravo bankovni krediti, no banke danas u vrijeme financijskih kriza nerado kreditiraju realni sektor obzirom da ga karakterizira niska stopa povrata na uložena sredstva upravo zbog visoke rizičnosti te najčešće i prezaduženosti poduzetnika (Macan, 2015). Mlade tvrtke, većinski startupovi obično koriste rizični kapital kao alternativni izvor financiranja za svoje širenje, proboj na nova tržišta i brži rast. Ovakva ulaganja najčešće se povezuju sa primjenama novih tehnologija, marketinškim konceptima ili proizvodima koji se tek trebaju iskazati na tržištu. Iako se rizični kapital može smatrati izvorom kapitala koji je relevantan samo za manju skupinu, predstavlja značajnu ulogu za rast inovativnih tvrtki (European Commission, 2022). U svojoj srži, rizični kapital (eng. Venture Capital, VC) predstavlja kapitalno ulaganje u visokorizičnu tvrtku ili pothvat s obećavajućim iznimno visokim povratom. Jedan od poznatijih primjera seže u 15. stoljeće kada je Kraljica Izabele od Španjolske financirala putovanje Kristofora Kolumba. U zamjenu za financiranje poduzetnika kraljica je dobila veliki povrat na svoju investiciju (Powwel i Adams, 2021). U Sjedinjenim Američkim Državama (dalje: SAD) i Velikoj Britaniji ranih 1920-ih godina počinju se bilježiti aktivnosti koje se mogu povezati sa pojmovima poput private equitya (PE) i rizičnog kapitala (VC). U to vrijeme aktivnosti vezane za ovaj vid kapitala bile su temeljene na bogatim pojedincima te kao najistaknutije primjere spominju se obitelj Rockefeller, Vanderbilta, Phipps i drugi koji čine rane korijene ulaganja private equitya i rizičnog kapitala u SAD-u (Šimić Šarić, 2021). Prvu modernu tvrtku rizičnog kapitala osnovali su 1948. American Research and Development Corporation (ARDC). ARDC je bilo javno poduzeće koje je prikupljalo kapital iz izvora koja nisu obitelj, poput sveučilišta, osiguravajućih društava, uzajamnih investicijskih fondova i dr. Prikupljeni kapital investirali su u private equity tvrtke koje su koristile tehnologiju razvijenu tijekom Drugog svjetskog rata. Najveći uspjeh ARDC-a je postigla investicija u Digital Equipment Company 1957. godine kada je vrijednost tvrtke porasla na 355 milijuna dolara tijekom sljedećih 14 godina. Navedenim primjerom uočeno je kako rizični kapital proizvodi potencijalno visoke povrate koji se mogu ostvariti kroz navedenu vrstu financiranja (Venture Forward, 2022). Iako je rizični kapital bio koncentriran na područjima SAD-a i Engleske u posljednjem desetljeću bilježi se globalni rast i rasprostranjenost te mnoge države postaju zanimljive oaze za razvoj i ulaganje rizičnog kapitala (Bingula, 2021). Kod rasprava o rizičnom kapitalu (eng. Venture capital) u investicijskom svijetu ga se najčešće poistovjećuje s pojmom private equity (PE).

Navedena dva pojma se ne mogu promatrati kao sinonimi. Ekonomska literatura niti malo ne olakšava kada je u pitanju njihovo razgraničenje i detaljnije pojašnjavanje obzirom da ne postoji međunarodno priznata definicija (Šimić Šarić, 2021). Obzirom da se lako zbuniti u razumijevanju pojmova private equity i rizičnog kapitala detaljnije će se razjasniti njihove razlike. Osnovna karakteristika rizičnog kapitala je da on jedan od najznačajnijih izvora za financiranje novih pothvata koji se nalaze u pred sjemenskoj ili sjemenskoj fazi (Breuer i Pinkwart, 2018). S druge strane, private equity predstavlja širi pojam te uz ulaganje pretpostavlja i preuzimanje tvrtki (Croatian Private Equity and Venture Capital Association [CVCA], 2022a). Što se tiče visine, investicijske tvrtke rizičnog kapitala mogu ulagati u širok raspon vrijednosti ovisno o industriji, tvrtki i drugim čimbenicima. U poslove rizičnog kapitala prosječno se ulaže između 1 i 20 milijuna dolara. Private equity tvrtke (PE), obzirom da ulažu u kasnijoj fazi i obično sklapaju veće poslove raspon može biti golem. Još jedna razlika ogleda se u tome što tvrtke rizičnog kapitala ulažu obični kapital, dok PE tvrtke obično ulažu vlastiti kapital, ali također posuđuju značajnu količinu novca kako bi povećale svoju polugu stope povrata (IRR) (CFI Team, 2022). Posljednja razlika vidljiva je u vlasničkom udjelu. PE tvrtke često preuzimaju većinski udio u poduzeću – više od 50% u zrelijim tvrtkama koje posluju u tradicionalnim industrijama. Nasuprot tome, tvrtke rizičnog kapitala financiraju i mentoriraju startupove. Ove mlade, često tehnološke tvrtke brzo rastu, a tvrtke rizičnog kapitala osiguravaju sredstva u zamjenu za manjinski udio u poduzeću – manje od 50% vlasništva (PitchBook, 2021). Iako rizični kapital i private equity pokrivaju različite faze ulaganja imaju istu esencijalnu definiciju koja predstavlja osiguranje kapitala nakon postignutih pregovora između društva za upravljanjem fonda rizičnog kapitala i poduzetnika s ciljem razvijanja poslovanja i stvaranja dodatne vrijednosti (European Private Equity and Venture Capital Association [EVCA], 2007).

Pojam neformalni rizični kapital pretpostavlja poslovne anđele. Poslovni anđeli se definiraju kao bogati pojedinci koji ulažu uz novac, vlastita znanja i vrijeme u poduzeća koja ne kotiraju na burzi i s kojima nemaju nikakvih obiteljskih poveznica (ŠimićŠarić i Krstičević, 2018). Poslovni anđeli su neformalni individualni investitori koji poslovnim iskustvom, koje su stekli tijekom svoje karijere, pružaju savjete mladim tvrtkama i poduzetnicima pomažući im u njihovom budućem rastu. Neki od razloga zbog kojih poslovni anđeli ulažu sredstva su ostvarivanje profita, poticanje poduzetništva, poslovna aktivnost kao i zabava te pomaganje razvoju lokalne ekonomije i drugo. Na temelju prikazanog, poslovni anđeli se razlikuju od ostalih investitora obzirom da su pojedinci, a ne institucije, predstavljaju neformalne rizične investitore, ulažu u poslove značajnog potencijala u ranoj fazi, ostvaruju profit prodajom vlasničkih udjela, posjeduju poslovno iskustvo, vještinu i znanje te nisu motivirani samo profitom nego i entuzijazmom stvaranja novog. Karakteristično za poslovne anđele je da se udružuju u mreže ili udruge (Garača i Marjanović, 2010).

Hrvatska udruga CRANE pokrenuta je 2008. godine zajedničkim inicijativama nekoliko institucija te predstavlja neprofitnu udrugu koja okuplja privatne i institucijske investitore koji su zainteresirani za ulaganja u inovativne tvrtke u ranom stadiju razvoja. CRANE je članica Europske mreže poslovnih anđela – EBAN (Crane, 2015). Osnovna razlika formalnog i neformalnog rizičnog kapitala ogleda se u vrsti investitora. Dok poslovni anđeli predstavljaju investitore koji ulažu svoj vlastiti novac u poduzeća s ciljem ostvarivanja pozitivnog poslovnog rezultata, ujedno ih karakterizira veliko iskustvu u vođenju poslovnih aktivnosti te se može reći da igraju aktivnu ulogu u poduzeću kojeg pomažu kroz pružanje usluge mentorstva. Formalni rizični kapital najčešće je rukovođen kroz društvo za upravljanje fondovima rizičnog kapitala (Veldić, 2018).

Otvoreni investicijski fondovi s privatnom ponudom nazivaju se fondovima rizičnog kapitala. Sredstva kojima raspolažu prikupljaju od kvalificiranih ulagatelja te im je osnovna zadaća spajanje viška sredstava na tržištu kapitala s društvima ili projektima koje karakterizira visok potencijal te zbog svoje prirode nemaju pristup drugim vrstama kapitala (Makek et al., 2011). Da bi se razumjela bit fondova rizičnog kapitala opisać će se sam proces. EVCA je definirala 5 faza procesa private equity ulaganja. Prva faza predstavlja evaluaciju kroz pregled poslovnog plana koja obuhvaća aktivnosti vezane za procjenu tvrtke u smislu potencijala rasta ili povrata na kapital ulagača fonda. Druga faza vezana je za procjenu potencijalne investicije te definiranje financiranja koji najčešće predstavlja vlasnički kapital ili dug. Nakon toga šalje se pismo ponude kojom se utvrđuju rokovi i provodi se dubinska analiza tvrtki u koje se planira investirati. Posljednja faza dovršava odluku o ulaganju koristeći sve informacije prikupljene tijekom procesa kao pozadinu ugovora koji je pred potpisivanjem. Na kraju, dolazi do faze praćenja odnosno uključenost PE fonda i upravljanje u tvrtki koju su sredstva uložena (Ljungberg i Svedman, 2017). Što se tiče hrvatske private equity scene značajno se počinje izgrađivati posljednjih 15 godina. Doprinos razvoju ovog alternativnog izvora financiranja neprekidno potiče HBOR razvojem ponude pri čemu ima podršku Europskog investicijskog fonda. U Hrvatskoj su zastupljena 4 fonda: FRC2 Croatia Partners, CROGIP, Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS) i Investicijski fond inicijative triju mora (HBOR, 2022). Također u sklopu jačanja i razvijanja tržišta rizičnog kapitala u Hrvatskoj dodjeljuju se nagrade za najbolja private equity i venture capital ulaganja u sklopu BestInvest. Nagrade se dodjeljuju u kategorijama: private equity investicija godine, venture capital investicija godine, osnivač godine, investitor godine, izlazak iz investicije godine, prikupljanje kapitala godine (CVCA, 2021).

Prema Invest Europe (2022.) za Srednjoistočnu Europu fondovi rizičnog kapitala prikupili su 832 milijuna eura, što predstavlja 47% ukupnih prikupljenih sredstava u 2021. godini, te su investirali 659 milijuna eura u 541 kompaniju što predstavlja 67% više ulaganja nego u prethodnoj godini. Podijeljeno na kategorije u 285 sjemenskih tvrtki uloženo je 89 milijuna, u 22 startupa 360 milijuna eura te u 40 tvrtki u kasnijim fazama uloženo je 210 milijuna eura. Ovakav snažan razvoj rezultat je inicijativa

nacionalnih vlada multilateralnih tvrtki koji promiču djelovanje fondova rizičnog kapitala. Trend prikupljanja rizičnog kapitala koji je započeo 2017. godine doveo je do trajnog porasta aktivnosti ulaganja te se očekuje nastavak pozitivnog trenda (Invest Europe, 2022). Hrvatsku karakterizira slabija zastupljenost financiranja rizičnim kapitalom usporedivši je s razvijenijim dijelom Europe, odnosno predstavlja mlado i nedostatno razvijeno tržište. Rizični kapital je službeno prisutan u Hrvatskoj od 2003. godine kada je oformljen prvi fond rizičnog kapitala pod nazivom Qaestus Private Equity d.o.o. (Bašić, 2020). Prosječna godišnja ulaganja PE fondova izražena u postotku od 2007. – 2018. iznosila je 0,06% u Hrvatskoj, 0,18% u Srbiji te 0,05% u Sloveniji. Slovenija i Hrvatska značajno zaostaju za prosjekom zemalja regije CEE koje karakterizira prosječna godišnja stopa ulaganja u PE fondove od 0,13% BDP-a u istom razdoblju promatranja (Marović, 2020). Međutim posljednjih godina i u Hrvatskoj se bilježi ubrzani rast korištenja alternativnih izvora financiranja. Private equity ulaganja u Hrvatskoj iznosila su 94 milijuna eura 2019. godini te navedeno predstavlja porast od 16% u odnosu na 2018. godinu. Private equity investicije zauzimale su 0,174% hrvatskog BDP-a što je gotovo jednako prosjeku država Srednje i Istočne Europe (CVCA, 2019). Najnoviji podaci istraživanja koje je proveo HBOR prikazuje da su posljednjih godina PE i VC ulaganja u Hrvatskoj značajno porasla: s 82 milijuna eura u 2018. godini i 95 milijuna eura u 2019. godini na 146 milijuna eura u 2022. godini. Ovako značajan razvoj snažno je vođen javnom inicijativom, kao i CROGIP-om koji je pokrenut od strane HBOR-a i EIF-a. Analize koje su proveli pokazuju da će dostupna ponuda PE i VC financiranjem dosegnuti 348,3 milijuna eura od 3 do 5 godina što označava 70 milijuna eura po godini. Međutim, navedeni iznos neće biti dovoljan kako bi se pokrio procijenjeni tržišni jaz. Procijenjeni tržišni jaz u 2022. godini za pred sjemensku fazu iznosi 1 milijun eura, sjemensku 4 milijuna eura, ranu 10,1 milijun eura. Dakle, ukupno za rizični kapital procijenjeni tržišni jaz iznosi 15,1 milijun eura, dok za rastući (eng. growth) kapital iznosi 88,9 milijuna eura (European Investment Bank i HBOR, 2022).

Nakon prikazanog uvodnog teorijskog dijela moguće je utvrditi kako iako private equity tržište u svijetu postoji već preko 100 godina, u Hrvatskoj se počinje razvijati tek zadnjih 20-ak godina s intenzivnijim rastom posljednjih par godina. Navedeno predstavlja osnovni **problem istraživanja** ovog diplomskog rada koji se ogleda u nedostatku znanstvenih članaka, dostupnih informacija iz čega posljedično proizlazi nedostatak znanja o ovom alternativnom izvoru financiranja u Hrvatskoj od strane šire javnosti.



## 1.2. Predmet istraživanja

U skladu s navedenim problemom istraživanja definiran je i **predmet istraživanja** kojem je u fokusu istražiti i analizirati scenu rizičnog kapitala u Hrvatskoj te na primjeru odabranih tvrtki koja su dobila nagradu na BestInvest konferenciji prikazati put prikupljanja kapitala s naglaskom na Rimac automobilima kao jednim od najznačajnijih primjera.

## 1.3. Svrha i ciljevi istraživanja

Cilj ovog istraživanja je prvo teorijski razjasniti pojam rizičnog kapitala obzirom da je u praksi relativno nov način financiranja u Hrvatskoj kojeg poduzetnici ne poznaju najbolje te nije široko primjenjiv i dostupan poput bankarskih kredita. Mnogi poduzetnici će se u nemogućnosti pronalaska drugog izvora kapitala tek naposljetku okrenuti rizičnom kapitalu. Upravo zbog toga jedan od ciljeva ovog rada je upoznati širu publiku, u ovom slučaju poduzetnike, s novom alternativom koja im se nudi na tržištu ujedno prikazujući primjere tvrtki u Hrvatskoj koji su koristili rizični kapital. U radu će se nastojati prikazati hrvatsko tržište rizičnog kapitala te način funkcioniranja prvenstveno fondova rizičnog kapitala obzirom da su oni jedan od najutjecajnijih predstavnika ovog vida financiranja. Dakle, konačni cilj ogleda se u motiviranju i ohrabivanju poduzetnika da prepoznaju novi vid alternativnog financiranja prvenstveno u usporedbi s bankarskim kreditom kao jednim od najpoznatijih predstavnika tradicionalnog financiranja. Također, ovim diplomskim radom nastojat će se obogatiti dostupna materija o rizičnom kapitalu.

U sklopu navedenih ciljeva, nastojat će se dati i odgovor na istraživačka pitanja:

1. Koja je razlika rizičnog i private equitya?
2. Koja je razlika između rizičnog kapitala i bankarskog kredita?
3. Na koji način se provodi financiranje rizičnog kapitala u Hrvatskoj?
4. Kakvo je stanje tržišta rizičnog kapitala u Hrvatskoj usporedno s ostatkom svijeta?
5. Koji su primjeri uspješnih mladih tvrtki koje su koristile rizični kapital u svom poslovanju?
6. U kojem se smjeru nastavlja razvijati rizični kapital u Republici Hrvatskoj?

U ovom diplomskom radu nema empirijskih hipoteza, obzirom da se odgovori na navedena pitanja nastoje obraditi metodom studije slučaja.

#### **1.4. Metode istraživanja**

U diplomskom radu koristit će se različite istraživačke metode, ovisno radi li se o teorijskom ili empirijskom dijelu rada (UNIZD, 2022. ):

- Induktivna metoda – predstavlja sustavnu primjenu induktivnog načina zaključivanja koja se na temelju analize pojedinačnih činjenica stvara opći sud, zapažanjem pojedinačnih slučajeva dolazi se do stvaranja općeg suda
- Deduktivna metoda – sustavna primjena deduktivnog zaključivanja pri čemu se iz općih sudova donose posebni i pojedinačni zaključci
- Metoda analize – predstavlja postupak znanstvenog istraživanja raščlanjivanjem složenih pojmova, sudova i zaključaka na njihove jednostavnije dijelove i elemente
- Metoda sinteze – postupak istraživanja i objašnjavanja stvarnosti putem sinteze jednostavnih zaključaka u složenije
- Metoda dokazivanja – ogleda se u svrhovitosti dokazivanja točnosti neke spoznaje
- Metoda kompilacije – preuzimanje dijelova tuđih vrijednosnih sudova i zapažanja
- Komparativna metoda – definiranje sličnih ili srodnih činjenica

Metodom studije slučaja analizirat će se private equity scena u Hrvatskoj te tvrtke koje su osvojile BestInvest nagradu za 2019. i 2020. godinu u kategorijama: Private equity investicija godine i Venture capital investicija godine. Tvrtke koje će biti predmetom analize su: Rimac automobili, Infobip, Microblink i Tele2. Za obradu ovih podataka koristit će se knjige, znanstvena istraživanja, novinski članci i dostupna literatura s interneta. Za prikaz tržišta rizičnog kapitala u Hrvatskoj i svijetu prikupljat će se podaci sa postojećih internetskih stranica Invest Europe kao i Europske Private Equity Venture Capital asocijacije, HBOR, CNCVA te drugi.

#### **1.5. Doprinos istraživanja**

Kao što je ranije rečeno rizični kapital predstavlja alternativni način financiranja koji je u Republici Hrvatskoj zaživio posljednjih nekoliko godina. Glavni doprinos ovog istraživanja je upravo u tome da ne postoji velik broj istraživanja provedenih na teritoriju Republike Hrvatske te će na taj način obogatiti dostupnu literaturu spoznajama istih. Upravo istraživanjem rizičnog kapitala nastoji se dignuti svijest javnosti o novom pristupu financiranja te analiziranjem dostupnih informacija nastoji objasniti razlog slabije razvijenosti tržišta rizičnog kapitala u Hrvatskoj.

## 1.6. Struktura diplomskog rada

Diplomski rad podijeljen je u 5 poglavlja.

U prvom poglavlju objasnit će se problem i predmet istraživanja. Definirat će se svrha i ciljevi istraživanja na koji se žele dobiti odgovori ovim diplomskim radom. Nakon toga, u radu će se prezentirati istraživačka pitanja i metode istraživanja kao i prezentirani doprinos istraživanja. Kao zaključni dio ovog poglavlja prezentirat će se sama struktura rada.

U drugom poglavlju dat će se odgovori na teorijsko razmatranje rizičnog kapitala. U samom početku poglavlja prikazati će se povijesni razvitak rizičnog kapitala te dati osnovne definicije zbog boljeg razumijevanja tematike. Objasnit će se razlika formalnog i neformalnog kapitala te prednosti i nedostaci ovog vida financiranja kao i njegova usporedba s bankarskim kreditom. Naposljetku prikazat će se stanje rizičnog kapitala u Hrvatskoj.

Treće poglavlje referira se na fondove rizičnog kapitala obzirom da su oni najzastupljeniji u Hrvatskoj. Za bolje razumijevanje prikazat će se sam proces ulaganja fondova u mlade tvrtke kao i način prikupljanja kapitala od strane fondova. Nakon teorijske podloge prikazat će se aktivni fondovi rizičnog kapitala u Republici Hrvatskoj te detaljnije će se raščlaniti svaki od njih.

Četvrto, ujedno i najvažnije poglavlje predstavljat će analizu studije slučaja na odabranim tvrtkama koje su koristile rizični kapital u svom financiranju. Prikazat će se analiza ulaganja na 4 tvrtke u Hrvatskoj: Rimac automobili, Infobip, Mikroblink te Tele2. Nastojat će se prikazati i društva za upravljanje rizičnim kapitalom koja su uložila u odabrane tvrtke te njihov način odabira tvrtki u koje će investirati. Na kraju će se dati osvrt stanja rizičnog kapitala na temelju provedenog cjelokupnog istraživanja.

Posljednje poglavlje odnosit će se na zaključak temeljen na rezultatima cjelokupnog istraživanja.

## 2. POJMOVNO ODREĐENJE RIZIČNOG KAPITALA

Pojmovi poput private equity i rizičnog kapitala u Hrvatskoj su nepoznanica za većinu poslovnih subjekata iako predstavljaju jedan od najznačajnijih alternativnih načina financiranja mladih tvrtki i tvrtki u razvoju što se ogleda kroz pojam rizičnog kapitala (VC), dok u kasnijim fazama razvoja poput širenja i ekspanzije veliku važnost predstavlja private equity (PE). Stoga, u ovom poglavlju će se prikazati definicija i način funkcioniranja rizičnog kapitala kako bi se cijeli proces što jasnije približio potencijalnim korisnicima.

### 2.1. Povijesni razvoj

Dokazano je kroz povijest da su ulaganja u kapital poduzeća bila prakticirana i za vrijeme Rimskog carstva. Međutim, smatra se da je smisao čitave strukture koja je funkcionirala na način da pružanjem financiranja tvrtkama nastoji olakšati i osnažiti njihov rast datira u petnaesto stoljeće. Britanske kolonije su pokretale projekte s ciljem povećanja i proširenja trgovine kako u kolonije tako i izvan njih (Casseli i Negri, 2018). Kada se spominje daleka povijest rizičnog kapitala važno je spomenuti 1901. godinu kada je J. P. Morgan kupio Carnegie Steel Co. od Andrewa Carnegieja i Henrya Phippsa u vrijednosti od 480 milijuna dolara. Phipps je odlučio uzeti svoj udio i stvoriti private equity fond Bessmer Trust. Iako Bessmer Trust danas više simbolizira privatnu banku nego li ulagačku tvrtku nepobitna činjenica je da su ovakvim načinom započeli trend koji se ogleda u kupnji ekskluzivnih prava na tvrtke u usponu (Loosvelt, 2009). Pojam rizičnog kapitala prvi put se spominje 1920-ih godina u izvješću koje podnosi Industrial Securities Committee gdje se služba rizičnog kapitala smatra nužnom za rast i razvoj gospodarstva zemlje kao i u potpunosti održavanjem sigurnosti investicijskih vrijednosnica (Novaković, 2018). Prva prava tvrtka rizičnog kapitala razvila se 1946. te se ta godina smatra ujedno i godinom modernog začetka industrije rizičnog kapitala. American Research and Development (ARD) osnovali su predsjednik MIT-a Karl Compton, general Georges F. Doriot koji je bio predavač profesor na Harvard Business School i lokalni poslovni čelnici. Važno je napomenuti da se Doriot smatra ocem modernog rizičnog kapitala. Spomenutu malu grupu je karakteriziralo visoko rizično ulaganje u mlade tvrtke u nastajanju koje su svoje poslovanje temeljile na tehnologiji koja je bila razvijena za vrijeme Drugog svjetskog rata (Gompers i Lerner, 2001). ARD se smatra prvom profesionalnom poduzetničkom tvrtkom koja je nastojala prikupiti novac iz neobiteljskih izvora, što prvenstveno pretpostavlja, institucionalne investitore u obliku mirovinskih društava, obrazovnih organizacija i investicijskih fondova. ARD je postavio obrazac kojeg su slijedile mnoge tvrtke rizičnog

kapitala na način da se usredotočuju na tehničke pothvate i osiguravaju intelektualno vodstvo za zajednicu poduzetnika. Doriot je bio mentor mnogim rukovoditeljima koje je ARD financirao pa tako i Kennethu H. Olsenu koji je bio suosnivač Digital Equipment Corporation (DEC.). Navedeno ulaganje ujedno i predstavlja najveći investicijski uspjeh ARD-a . Kada je DEC izašao na burzu sredinom 1960ih godina, ARD je uložio 70.000 dolara u DEC čija se vrijednost povećala na 355 milijuna dolara. ARD je organiziran kao zatvoreni fond kojim se javno trguje što predstavlja uzajamni fond čijim se dionicama trguje od investitora do investitora na burzi poput pojedinačne dionice (Sullivan, 2017). Nadalje, prvo ograničeno partnerstvo rizičnog kapitala osnovali su Draper, Gaither i Anderson 1985. Partnerstva su bila izuzeta od propisa o vrijednosnim papirima, uključujući stroge zahtjeve za objavom podataka iz Zakona o investicijskim društvima koja su bila na snazi 1940-ih godina. No, za razliku od zatvorenih fondova, ograničena partnerstva su imala znatno ograničeni broj ulagača od kojih bi fondovi mogli prikupljati sredstva (Gompers i Lerner, 2001). Razvoj industrije rizičnog kapitala nastavlja se 1985. godine i to načinom da je savezna vlada odlučila igrati aktivnu ulogu u promicanju mladih tvrtki te omogućila osnivanje Small Business Investment Companies poznatijim pod nazivom SBIC. Cilj je bio omogućiti financiranje tvrtki u ranoj fazi u različitim industrijama. Nadalje, povećanje industrije rizičnog kapitala nastavilo se i u budućnosti zahvaljujući dvama čimbenicima u pogledu zakonodavnih promjena. Zakon o porezu koji je na snagu nastupio 1978. godine smanjio je porez na kapitalnu dobit s 49,5% na 28%. Drugi čimbenik ogleda se u 1979. godini promjenom „Employee Retirement Income Security Act'c“ (ERISA) pravila o tzv. „razboritom čovjeku“ koje je dopuštalo ulaganje mirovinskih fondova u rizični kapital što prije nije bilo na snazi. Obje promjene se smatraju povoljnima za povećanje ulaganja u rizični kapital, no utjecaj promjene pravila „razboritog čovjeka“ smatraju se uvelike značajnijim nego smanjenje stope poreza na kapitalnu dobit (Gompers, 1994). Važno je napomenuti da su fondovi rizičnog kapitala podržali i mnoge od najuspješnijih visokotehnoloških tvrtki u razdoblju 1980.-1990. godine koje uključuju Apple Computer, Cico System, Genentech, Microsoft, Netscape i Sun Mycrosistem. Također i značajan brzo uslužnih tvrtki poput Sturbacksa, Staplesa i TCBY-a su koristili rizično financiranje u nekim od faza životnog ciklusa (Gompers i Lerner, 2001). Provedena je studija EBRD-a 2006. godine koja pokazuje da se razvoj private equity tržišta u zemljama srednje i istočne Europe može podijeliti u 4 faze. Prva faza odgovara tranzicijskom razdoblju do sredine 90-ih godina. U navedenom razdoblju dominiraju državni fondovi, a tipične veličine fondova odgovarale su vrijednosti oko 50 milijuna dolara. Glavnu ulogu u ovom razdoblju obilježio je proces privatizacije. Druga faza završava se krajem 90-ih godina i karakterizira ju regionalno prikupljanje sredstava. Tipična veličina fonda u ovom razdoblju narasla je na 100-200 milijuna dolara, a financiranje faze širenja postalo je uobičajeno. Treća faza završava se krajem 2000-ih godina i glavna karakteristika za navedeno razdoblje je brza ekspanzija. Još uvijek dominiraju regionalni fondovi, dok je u fokusu financiranja tehnologija. Tipična veličina fondova kojima se upravlja je dostigla vrijednost od 250-300 milijuna dolara. U ovo

vrijeme na private equity tržištu prisutni su: regionalni specijalni ulagači, institucionalni ulagači i ulagači koji djeluju na europskoj razini. Četvrta i ujedno posljednja faza odvijala se u rasponu od 2001.-2006. godine za vrijeme koje je u fokusu bila konsolidacija i racionalizacija tržišta. U ovo vrijeme mogli su preživjeti samo uspješni upravitelji fondova te osim regionalnih i državnih fondova na tržištu su bili prisutni i specijalni investitori. Područje financiranja u ovoj fazi obuhvaća i otkupe. Financijska kriza koja je započela u drugoj polovici 2007. godine ukazala je investitorima na važnosti diverzifikacije njihovih portfelja. Proteklih godina došlo je do značajnih poboljšanja što se tiče industrije rizičnog kapitala vidljivog kroz lakše izlaze iz ulaganja i veće povrate (Dicanou,2017).

Rizični kapital predstavlja drugačiji oblik financijskog posredovanja što se očituje kroz upravljanje i stvaranje dodatne vrijednosti od strane ulagača prema subjektu ulaganja. Američko tržište smatra se najuspješnijim i najstarijim tržištem rizičnog kapitala i private equity-a, međutim valja naglasiti kako u 20. stoljeću dolazi do sve većeg jačanja i širenja aktivnosti rizičnog kapitala u svijetu. Unatoč navedenom, i dalje su vidljive razlike u veličini i uspješnosti rizičnog kapitala diljem svijeta (Cumming i Schmidt, 2010).

## **2.2. Pojmovno određenje**

Mnoge mlade tvrtke koje karakterizira visok potencijal rasta teško dolaze do kapitala. Banke najčešće ne prihvaćaju poslove visokih rizika bez određene razine kolaterala, javna tržišta upravljaju većim tvrtkama, a vladini programi su najčešće nedovoljni sami po sebi. Stoga je rizični kapital mnogima najbolje rješenje. Rizični kapital se u povijesti pojavio kao važan posrednik financijskim tržištima na način da osigurava kapital tvrtkama koje imaju problema u privlačenju vanjskog financiranja. Dakle, rizični kapital je posrednik koji popunjava prazninu između izvora sredstava za inovacije i tradicionalnih, jeftinih izvora sredstava. Da bi industrija rizičnog kapitala uspješno popunila navedeni jaz ona mora osigurati dovoljan povrat kapitala kako bi uspjela u svom cilju privlačenja kapitala. Sljedeće, mora osigurati povrate za vlastite sudionike i dovoljan potencijal rasta za poduzetnike kako bi privukli ideje visoke kvalitete koje će posljedično generirati visoke povrate (Cherif i Gazdar, 2011). Privata equity i rizični kapital pojmovi su često korišteni u investicijskom svijetu, međutim ne postoji jedna ustaljena definicija navedenih pojmova obzirom da se mogu izraziti u mnogo različitih oblika. Raznovrsne akademske studije su ovisno o području istraživanja i prirodi različitih gospodarstava na razne načine definirale private equity definiciju (Gudiškis i Urbšiene, 2015). Obzirom da se u Hrvatskoj isprepliću različiti prijevodi poput rizični kapital, pothvatni kapital pa čak i strpljivi kapital dalje, u tekstu će se koristiti termini: rizični kapital (VC) i private equity (PE) što predstavlja ustaljene pojmove korištene od strane CVCA (Cvijanović et. al., 2008). Kao što je ranije navedeno, postoje razne dostupne definicije za private equity i rizični kapital te će se one prikazati dalje u tekstu:

- Prema EVCA (2007) private equity ogleda se u osiguranju dioničkog kapitala od strane financijskih ulagača u tvrtke koje ne kotiraju na burzi, čiji je vremenski horizont ulaganja srednjoročan do dugoročan. Rizični kapital je podskup private equity-a gdje se kapital ulaže u poslove vezane za pokretanje, rani razvoj ili širenje poslovanja.
- Prema BVCA (2010) rizični kapital pruža financijsku i operativnu ekspertizu za novoosnovane poduzetnike i poduzeća, obično u sektorima koji se temelje na tehnologiji. Glavna razlika između pojmova private equity i rizičnog kapitala svodi se na starost tvrtke. Private equity najčešće će se ulagati u zrele tvrtke, koja posluje mnogo godina pa čak i desetljeća.
- Prema CVCA (2008) private equity je širi pojam za razliku rizičnog kapitala koji je užiji pojam. Pojam rizičnog kapitala vezan je za financiranje poduzeća u ranoj fazi razvoja i ekspanzije, dok private equity obuhvaća i sam rizični kapital kao i dodatna preuzimanja. Ulaganje rizičnog kapitala, također uz aktivno sudjelovanje menadžmenta uključuje: promjenu strategije poslovanja, restrukturiranje financiranja, dokapitalizaciju, promjenu menadžmenta te slične pothvate.
- Private equity je alternativno ulaganje koje se može prikazati kao dio izravnih stranih ulaganja (FDI) te kapital za poduzeća koja ne kotiraju na burzi. Stoga, private equity se koristi za razvoj novih proizvoda i tehnologija, jačanje bilance te rješavanje problema koji su vezani uz vlasništvo. Rizični kapital objašnjava se kao oblik private equity-a koji se isključivo koristi u ranim fazama razvoja (Gudiškis i Urbšiene, 2015).

Private equity se odnosi na širok raspon PE tvrtki čija su ulaganja privatna prvenstveno zbog toga što se njima ne trguje javno na burzi. Rizični kapital na drugu stranu je podvrsta private equity ulaganja karakteristična za ranu fazu životnog ciklusa koja tvrtkama osigurava novac za početno financiranje. Ulagачi rizičnog kapitala ulažu u nove ili mlade tvrtke u zamjenu za kapital u tvrtki te ih poslovno usmjeravaju, a sve s ciljem brzog povrata financiranja. Još jedan od načina kojim se private equity može razlikovati od rizičnog kapitala jest taj da se rizični kapital ulaže u tvrtke koje su građene od nule stavljajući naglasak na nove industrije ili industrije u razvoju, dok private equity svoja ulaganja vrši u etablirane tvrtke u razvijenim sektorima. Navedenu razliku najbolje je razjasniti anegdotom koja kaže da su tvrtke rizičnog kapitala tvrtke koje se bave izradom kuća dok PE tvrtke karakterizira specijaliziranost za kupnju i prodaju postojećih kuća (Sullivan, 2017). Za razliku od private equity investicija koje predstavljaju investicije srednjeg rizika, rizični kapital predstavlja investicije visokog rizika obzirom da se fokusira na tvrtke u vrlo ranoj i ranoj fazi (Mass et al., 2020). Private equity se definira kao kapital osiguran u širokom rasponu situacija koje počinju financiranjem za pokretanje poslovnih pothvata pa sve do kupnje velikih, zrelih tvrtki koje ne kotiraju na burzi. Private equity može obuhvaćati različite oblike uključujući: rizični kapital kao najistaknutiji segment ulaganja, buyouts (LBO)

i mezzanine ulaganja. Rizični kapital se odnosi na sredstva koja su poduzeću na raspolaganju na početku ili ranoj fazi njegovog životnog ciklusa (Gatauwa i Mwithiga, 2014). Buyouts (LBO) predstavlja akviziciju druge tvrtke korištenjem značajne količine posuđenog novca bilo u obveznicama ili zajmovima kako bi se pokrili troškovi akvizicije. Imovina tvrtke koja se preuzima najčešće se koristi kao kolateral za zajmove. Kada se spominje LBO to znači da postoji omjer od najčešće 90% duga prema 10% kapitala. Obzirom da se radi o visokom omjeru duga u odnosu na vlasnički kapital, obveznice u ovom razredu obično nisu investicijskog razreda te se nazivaju „junk bonds“. Svrha LBO transakcija ogleda se u mogućnosti da je tvrtkama dostupna opcija izvršenja velikih akvizicija bez potrebe za ulaganjem velike količine kapitala (Investopedia, 2023). Treći podskup private equity-a je mezzanine financiranje koji predstavlja skupni način izražavanja za hibridne oblike financiranja te čini most između dvije glavne vrste financiranja odnosno starijeg duga i čistog vlasničkog financiranja. Mezzanine kapital je podređen u prioritetu plaćanja u odnosu na prioritet plaćanja nadređenom dugu. S druge strane nadređen je običnim dionicama ili kapitalu koji se koristi za financiranje prilika vezanih za rast u pogledu akvizicija, novih proizvoda, proširenja pogona ili novih distribucijskih kanala (Vasilescu, 2010). Dakle, razvoj private equity-a i posljedično uključivanje rizičnog kapitala započinje kada poduzetnik ili menadžerski tim izraze potrebu za financiranjem od strane vanjskih izvora kako bi zadovoljili potrebe širenja ili transformacije. Tvrtkama je potrebno financiranje tijekom razvoja prodaje što se događa tijekom različitih faza za svaku od njih. Pokretači koji mjere potrebe za financiranjem su: ulaganje, profitabilnost, novčani tok i rast prodaje. Također, svaki od ova četiri pokretača predstavlja fazu u kojoj se tvrtka nalazi što će omogućiti financijerima da što lakše definiraju potrebnu strategiju. Na temelju analiziranja navedena četiri pokretača moguće je identificirati tipične faze kroz koje poduzeće prolazi koje se koriste kao bi se klasificirale financijske potrebe (Caselli i Negri, 2018). Prema Caselli i Negri (2018.) postoji 6 različitih faza koje će biti prikazane na slici 1:

1. **Razvoj** – Tijekom prve faze poduzetnik se mora nositi s razvojem čija će duljina ovisiti o karakteristikama poslovanja i opredjeljenju poduzetnika, dok je cilj definirati najprikladniju strukturu za napredak projekta. U ovoj fazi ne postoji prodaja, dok je novčani tok i profitabilnost negativnog karaktera zbog prisutnosti investicija poput informacijskog memoranduma, troškova pravnog savjetovanja itd.
2. **Pokretanje** – Drugu fazu karakterizira osnivanje i pokretanje. Tijekom ovog razdoblja započinje prodaja, međutim trend nije dovoljno čvrst da podrži i troškove koji su nastali znatnim ulaganjima što za posljedicu ima da su novčani tokovi i profitabilnost i dalje negativne putanje.
3. **Rani rast** – Ova faza nastupa odmah nakon pokretanja gdje prihod koji ostvaruje tvrtka kontinuirano raste što znači da i raste i novčani tok i profitabilnost, međutim još uvijek su

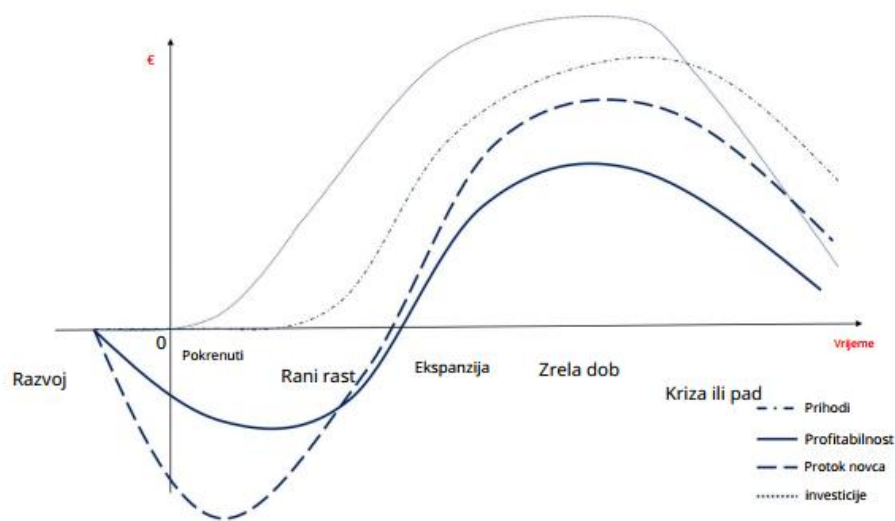


negativnog karaktera. No, cijeli trend je pozitivan i stabilan, a negativna vrijednost polako poprima vrijednost veću od nule.

4. **Ekspanzija** – Fazu proširenja predstavljaju potrebna ulaganja obzirom da u ovom razdoblju prodaja raste, ali je trend rasta negativan dok je novčani tok i profitabilnost pozitivna.
5. **Zrela dob** – Ovu fazu karakterizira faza zrelosti gdje rast prodaje teži nuli dok se profitabilnost i novčani tokovi smanjuju. Kada se pojavi faza zrelosti ulaganja se ne odnose samo na zalihe ili radni kapital nego je potrebno i zamijeniti neučinkovitu i neiskorištenu imovinu.
6. **Kriza i/ili pad** – Posljednja faza je faza pada u kojoj prodaja, profitabilnost i novčani tok padaju, a tvrtka ima poteškoće u donošenju strategije koja bi preokrenula već postojeći pad.

### Slika 1.

*Tokovi prihoda, profitabilnosti i novčanih tokova u različitim fazama životnog ciklusa*



Izvor: Preuzeto iz „Private equity and Venture Capital in Europe“, Caselli, S i Negri, G., 2018., str: 11.

Private equity tržište obuhvaća (Fen et al., 2001.):

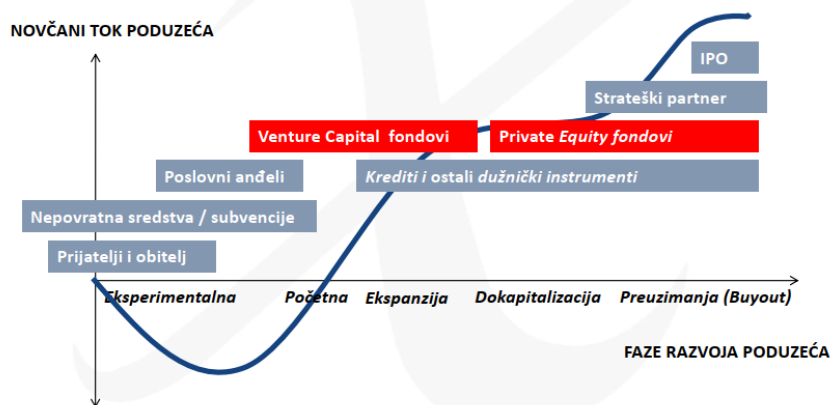
- Organizirano private equity tržište
- Tržište poslovnih anđela
- Neformalno private equity tržište

- a) Organizirano private equity tržište obuhvaća 3 glavna aktera: poduzetnike, posrednike i investitore. Poduzetnike koji se nalaze na private equity tržištu najčešće se razlikuju po veličini, međutim svi dijele istu karakteristiku u pogledu nemogućnosti prikupljanja sredstava iz duga ili javnih tržišta kapitala. Poduzetnici su najčešće osnivači mladih tvrtki, posebno onih koje razvijaju inovativne tehnologije za koje se predviđa da će razviti vrlo visoke stope rasta u budućnosti. To mogu biti tvrtke u ranoj fazi, fazi istraživanja i razvoja ili u kasnijoj fazi. Mala i srednja poduzeća 1980. godine postaju sve privlačnije private equity ulagačima. Radi se o tvrtkama koje su stabilne, profitabilne u proizvodnji i distribuciji maloprodaje. Javna poduzeća također su akteri na ovim tržištima obzirom da kada se javna poduzeća privatiziraju izdaju kombinacije duga i private equity-a za financiranje upravljanja ili otkupa putem financijske poluge. Što se tiče posrednika oni najčešće predstavljaju ograničena partnerstva koja upravljaju s oko 80% private equity ulaganja. Prema ugovoru o ulaganju institucionalni ulagači su ograničeni partneri, dok je tim profesionalnih upravitelja glavni partner. Treći akter na PE tržištu su investitori koji predstavljaju različite skupine koje ulažu u ovo tržište. Javni i korporativni mirovinski fondovi su predvodnici ove grupe obzirom da drže 40% ukupnog kapitala. Nakon mirovinskih fondova slijede: zaklade, bankovni holdinzi, bogate obitelji i pojedinci. Nadalje, osiguravajuća društva, investicijske banke, nefinancijske korporacije kao i strani investitori su preostale glavne skupine ove strukture.
- b) Tržište poslovnih anđela odnosi se na kapital kojeg ulažu bogati pojedinci u male tvrtke od kojih mnogi ulagači ovog tipa imaju iskustva u upravljanu sličnim tvrtkama. Poslovni anđeli raspolažu značajnim vlasničkim udjelom i vrlo su aktivni u savjetovanju tvrtke u koju ulažu. No, za razliku od profesionalnih menadžera ne vrše striktan nadzor tvrtke i rijetko provode kontrolu.
- c) Neformalno private equity tržište karakteriziraju neregistrirani vrijednosni papiri koji se prodaju institucionalnim ulagačima i ovlaštenim pojedincima. Neformalno tržište također se sastoji od registracija ponuda koje mlade tvrtke izdaju javnosti. Na neformalnom tržištu je veći broj ulagača, međutim minimalni iznosi ulaganja su manji. Još jedna važna razlika je da vlasništvo nije koncentrirano među vanjskim investitorima nego ostaje interna dominacija. U određenim aspektima, može se reći da neformalno tržište rizičnog kapitala više djeluje kao javno tržište za mali kapital.

Obzirom da su neposredno u tekstu prikazane faze života koje tvrtke prolaze te nakon toga i akteri na private equity tržištu i tržištu rizičnog kapitala, na slici broj 2. biti će prikazano financiranje poduzeća prema fazama razvoja.

## Slika 2.

### Financiranje poduzeća prema fazama razvoja



Izvor: Preuzeto iz „Kako financirati poslove private equity & venture capital fondovima?“, Marović, M., 2020.

Na slici 2. je vidljivo da se u vrlo ranim fazama formiranja poduzeća sredstva posuđuju od prijatelja i obitelji, subvencijama ili pomoću poslovnih anđela. U ranoj ili početnoj fazi financiranje se vrši pomoću fondova rizičnog kapitala. U fazi ekspanzije uz rizični kapital na raspolaganju su i krediti obzirom da u ovom trenutku tvrtke mogu dokazati svoju stvarnu vrijednost. U kasnijoj odnosno zrejoj fazi životnog ciklusa gdje je potrebna dokapitalizacija na raspolaganju je private equity te u ovom primjeru možemo dokazati ono što je prethodno rečeno u tekstu, a to je da se private equity koristi u zrelijim fazama životnog ciklusa ciljajući na zrela i razvijena poduzeća. U fazi buyouta nudi se preuzimanje od strane strateškog partnera ili se ciklus završava inicijalnom javnom ponudom (IPO).

Obilježja private equity tržišta ogleda se u nekoliko točaka od kojih je prva da je struktura PE fondova organizirana kao ograničeno partnerstvo što znači da rane isplate nisu moguće odnosno često postoji ograničenje prodaje. Međutim, obzirom da postoje sekundarna private equity tržišta može se reći da je nelikvidnost zapravo mit jer su ulaganja likvidna obzirom da ukoliko iz bilo kojeg razloga postoji potreba za prodajom udjela postoji značajan broj specijaliziranih sekundarnih kupaca koji će ponuditi cijenu. Druga karakteristika je obveza za minimalnim iznosom kapitala koji ulagač ima prema komanditnom društvu gdje se spomenuti minimum razlikuje od fonda do fonda. Treća karakteristika je da private equity tržište nije transparentno odnosno jedna od ključnih značajki na ovom tržištu je mala dostupnost javnih informacija. Nedostatak transparentnosti može se protumačiti kao nužan za postizanje pozitivnih rezultata, obzirom da je značajan dio povrata ovisan o sposobnosti iskorištavanja povlaštenih informacija (Zhou, 2007).

Prema Lerneru i Gompersu (2001) važno je razumjeti cijeli ciklus rizičnog kapitala kako bi se razumjela industrija rizičnog kapitala. Ciklus rizičnog kapitala počinje formiranjem fonda rizičnog kapitala kojim upravlja društvo za upravljanje. Društvo prikuplja kapital te proces napreduje kroz ulaganje u poduzeća, praćenje i dodavanje vrijednosti poduzeću. Naposljetku slijedi izlazak iz uspješnih poslova i vraćanje kapitala ulagačima. Kako bi ostvarili dobit na provedena ulaganja, društvo bi trebali pretvoriti nelikvidne udjele u privatnim tvrtkama u ostvareni povrat. U usporedbi s drugim dostupnim načinima financiranja, djelatnost rizičnog kapitala karakterizira visoka razina neizvjesnosti koja prevladava na strani ponude koja za posljedicu ima da inovacija kako bi uspjela mora biti radikalna, a predviđeno tržište na koje se cilja mora biti u globalnim razmjerima (Cherif i Gazdar, 2011). U trećem potpoglavlju će se detaljno razraditi proces organiziranja i funkcioniranje fondova rizičnog kapitala.

Nakon detaljnog prikazanog pojmovnog određenja može se reći kako industrija alternativnog ulaganja može biti vrlo korisna za tržišta na kojima posluju. Private equity prvenstveno ima mogućnost proširivanja izvora financiranja dostupnih korporativnom sektoru te također čine važan dio životnog ciklusa razvoja tvrtke. Što se tiče ulagača, ovakva ulaganja mogu im pružiti diverzifikaciju ulaganja. S druge strane važno je napomenuti i potencijalne štete obzirom da alternativna ulaganja ulagačima nude mogućnost većeg povrata koja je u većini slučajeva rizičnija od ulaganja u jednostavne dionice i obveznice. No, sve dok je ukupni uključeni iznos relativno nizak i potječe od sofisticiranih ulagača, pretpostavlja se da javni dužnosnici neće biti zabrinuti činjenicom da se novac usmjerava u poslove špekulativnog ulaganja. Međutim, kako raste razina sredstava koja se ulijeva u ovaj segment i mogućnosti koje nudi ovaj sektor postanu šire prepoznatljive, industrija će dobiti sistemski značaj koji neizbježno obuhvaća strožu javnu pozornost i regulaciju (Ferran, 2011).

### **2.3. Usporedba rizičnog kapitala i bankarskog kredita**

Niša rizičnog kapitala postoji zbog načina na koji je definirano i strukturirano tržište rizičnog kapitala. S jedne strane netko tko posjeduje zanimljivu ideju ili razmišlja o pokretanju poslovnog procesa koji se temelji na novoj tehnologiji najčešće se nema kome obratiti. Zakoni ograničavaju kamatne stope koje banke mogu ponuditi na zajmove, a rizici koji su karakteristični za pokretanje tvrtki najčešće će opravdavati više kamatne stope. Ovo je jedan od razloga zbog kojeg će bankari financirati novi posao samo u onoj mjeri u kojoj postoje čvrsta sredstva za osiguravanje duga. U današnjem svijetu, koji se temelji na informacijama, mnoge startup tvrtke ne raspoložu čvrstim sredstvima za osiguranje zajma. Još jedna činjenica koja otežava financiranje putem investicijskih banaka ili javnim kapitalom su ograničenja s kojima se suočavaju u pogledu propisa i radne prakse čiji je cilj zaštita javnih ulagača.

Stoga rizični kapital popunjava jaz između izvora sredstava za inovacije i tradicionalnih, jeftinijih izvora kapitala (Cheif i Gazdar, 2011). U nastavku će se prikazati detaljna raščlamba između bankovnog kredita i financiranja putem rizičnog kapitala. Prema Šimić Šarić (2021) kada se odlučuje o investiciji rizičnog kapitala primarno je ocjenjivanje budućeg potencijala tvrtke u koju se ulaže, također vrlo rijetko se zahtjeva kolateral, a novac koji je na raspolaganju je neograničenog tipa. S druge strane, ovakav tip financiranja podrazumijeva udio u vlasništvu, a samim time i zahtijevanje mjesta u kontroli odnosno sudjelovanje u upravnom odboru, a sve s ciljem da se ostvari visok dobitak. Način izlaska iz tvrtke ogleđa se prodajom udjela na različite načine. Za razliku od rizičnog kapitala, kada banka odlučuje o investiciji ona će se fokusirati na ocjenu o sigurnosti vraćanja kredita i da bi potvrdila ovu sigurnost za uzvrat će uzeti određenu vrstu kolaterala. Kod bankovnog kreditiranja, banka ne sudjeluje u vlasništvu i samim tim nema direktnu kontrolu nad tvrtkom izuzev kontrole financijskih izvještaja. Obzirom da banka ne sudjeluje u vlasništvu njoj je dobit ograničena visinom kamatne stope, a izlazak iz se ostvaruje otplaćenom glavnicom i kamatama. Dakle, iz navedenog može se zaključiti da je banka pasivni akter, dok su rizični kapitalisti aktivni akteri u poduzeću.

Prema Makek et al. (2011) prednosti rizičnog kapitala u odnosu na bankarski kredit su:

- Srednjoročnost do dugoročnost ulaganja od strane rizičnih kapitalista
- Kontinuirana predanost za postizanje uspješnih rezultata
- Novčani tok se ne opterećuje kamatama i otplatom glavnice
- Obzirom da je jedna od karakteristika nesigurnost u ostvarenju pozitivnih rezultat što za posljedicu ima da je fond rangiran u odnosu na druge dioničare, od izrazite važnosti je obavljanje aktivne uloge u vođenju poduzeća
- Aktivno sudjelovanje u pružanju savjeta te podjela rizika čini ih pravim poslovnim partnerima

S druge strane nedostaci se ogledaju u:

- Dužem vremenskom horizontu koji je potreban da bi se izvršila realizacija ulaganja
- Vlasnici poduzeća gube dio vlasničkog udjela
- Fond ima pravo zadržavanja kontrole nad donošenjem odluke o trenutku izlaska iz poduzeća

Berger i Schaeck 2010. godine proveli su istraživanje s detaljnim informacijama o fondovima rizičnog kapitala koje su dobili od malih i srednjih tvrtki u Italiji, Njemačkoj i Ujedinjenom Kraljevstvu te su analizirali snagu odnosa između banke i tvrtki kako bi ispitali korelacije između korištenja rizičnog kapitala i bankovnog financiranja. Istraživanje je pokazalo da što se tiče rizičnog kapitala, male i srednje tvrtke u UK čine većinu koja su dobila ovakva sredstva, čak njih 50%. Slijede ih male i srednje tvrtke u Njemačkoj 47%, dok u Italiji je samo 3% financirano rizičnim kapitalom. S druge strane, od 524 tvrtke

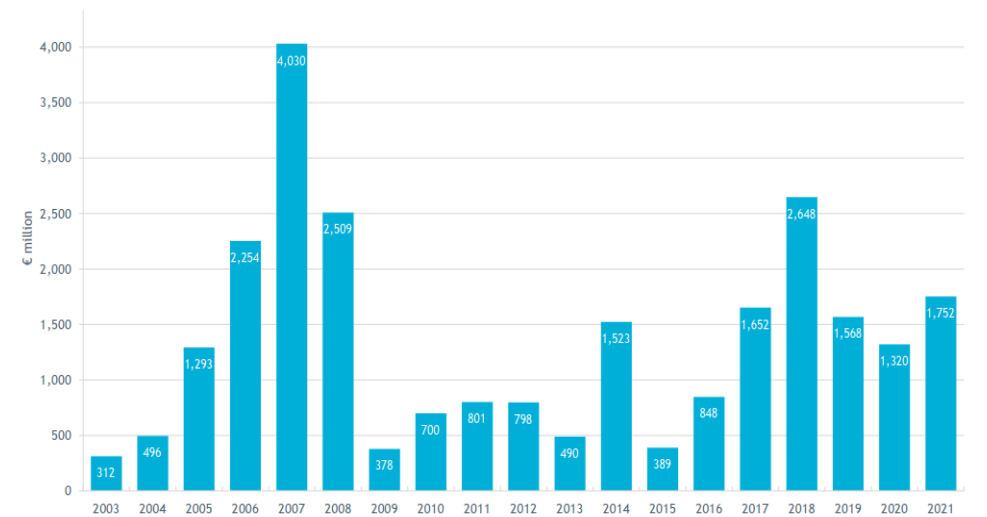
u istraživanju njih 60% dobiva bankovno financiranje, a 50% tvrtki koje koriste bankovno financiranje oslanja se na jedinstven bankovni odnos. Podaci također, naglašavaju da, za razliku od SAD-a gdje financiranje banaka često prethode ulaganja rizičnog kapitala, europske poduzetničke tvrtke prelaze s bankovnog financiranja na rizični kapital. Oko 8% sudionika istraživanja navodi da se s financiranja banke prebacilo na financiranje rizičnim kapitalom.

#### 2.4. Stanje rizičnog kapitala u CEE zemljama

Obzirom da je Republika Hrvatska u analizama Invest Europe (2021) obrađena kao jednom od članica CEE (srednja i istočna Europa) regije uz Bosnu i Hercegovinu, Bugarsku, Češku Republiku, Estoniju, Mađarsku, Latviju, Litvu, Moldaviju, Crnu Goru, Sjevernu Makedoniju, Poljsku, Rumunjsku, Srbiju, Slovačku, Sloveniju i Ukrajinu prikazat će se podaci za kompletnu CEE regiju te prikazati stanje Hrvatske u odnosu na ostatak zemalja. Invest Europe predstavlja udrugu koja pruža prikaz europskog sektora rizičnog kapitala i njihove infrastrukture uključujući i investitore.

#### Slika 3.

*Prikaz prikupljenih sredstava privatnog kapitala za CEE regiju 2003.-2021.*



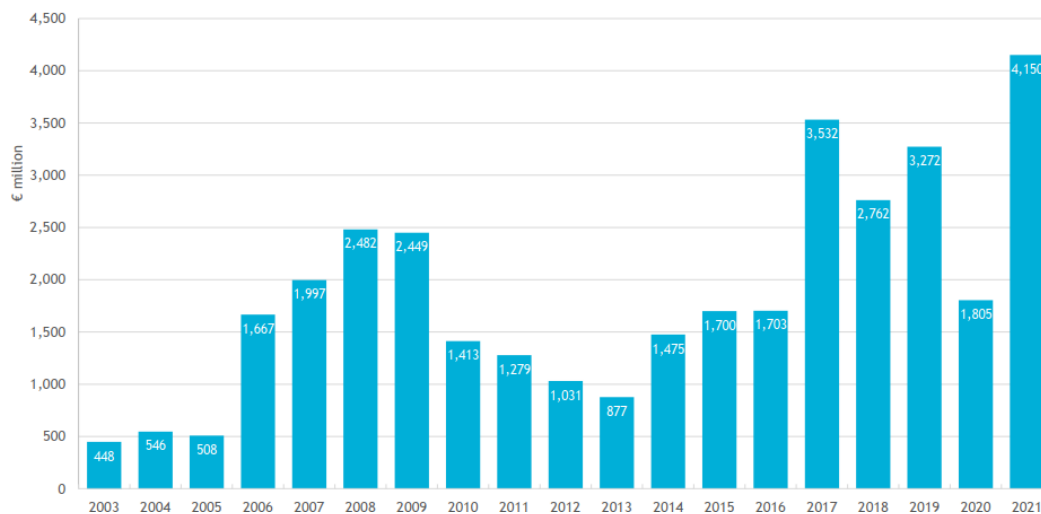
Izvor: Preuzeto „Central & Eastern Europe; Private equity statistics“, Invest Europe, 2021.

U CEE regiji u 2021. godini prikupljeno je 1,75 milijardi eura, što predstavlja porast za 33% u odnosu na 2020. i 9% iznad prosječnog petogodišnjeg prosjeka kao i drugi najbolji rezultat prikupljenih sredstava od krize 2009. godine. Državne agencije su najveći izvor kapitala, čineći 39% ukupnog kapitala

u 2021. godini. U apsolutnom iznosu, navedeno financiranje putem vladinih agencija iznosilo je 691 milijun eura što je 36% više u odnosu na prethodnu, 2020. godinu. Korporativni ulagači predstavljali su 14% sredstava, dok ih slijede sredstva fondova i privatnih osoba koji čine 9% svih ukupnih sredstava. Fondovi rizičnog kapitala, o kojima će više biti rečeno u sljedećem poglavlju, prikupili su 832 milijarde eura što označava njihovu najveću zabilježenu razinu u apsolutnom iznosu te predstavlja 47% ukupno prikupljenih sredstava u 2021. godini.

#### Slika 4.

Godišnja vrijednost ulaganja u CEE regiji 2003.-2021.



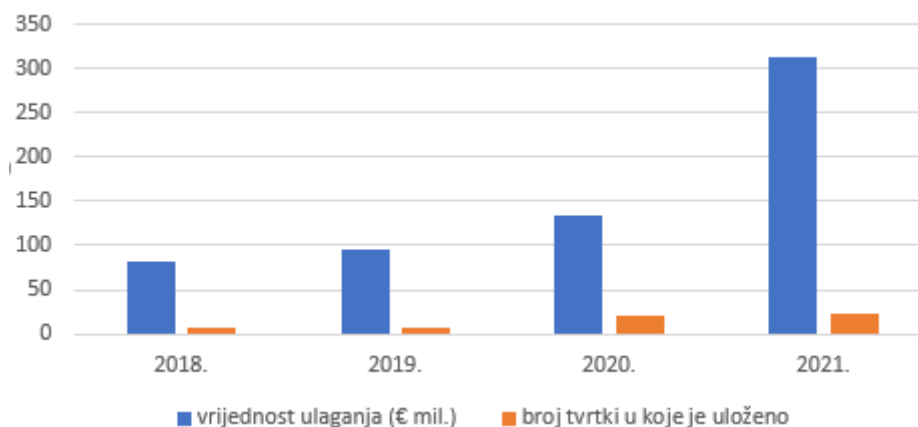
Izvor: Preuzeto iz „Central & Eastern Europe; Private equity statistics“, Invest Europe, 2021.

Što se tiče private equity ulaganja u CEE regiju više su se nego udvostručile u 2021. godini dosegnući godišnju vrijednost od 4,15 milijardi eura čijim su sredstvima financirana 672 tvrtke. Na slici broj 4 predstavljena je godišnja vrijednost ulaganja u CEE regiji te je vidljivo da su ulaganja u 2021. godini dosegla najvišu razinu od mjerene 2003. godine, te premašila rekordnu 2017. koja je iznosila 1,532 milijuna eura. CEE private equity ulaganja mjerena kao postotak BDP-a regija je poraslo s 0,108% u 2020. godini na 0,228% u 2021. godini. Navedeni iznos predstavlja trećinu europskog prosjeka od 0,749% u 2021. godini iz čega se može zaključiti da CEE regija i dalje zaostaje za Europom gledajući ovo mjerilo. Prikazano po sektorima, informacijska i komunikacijska tehnologija zauzimaju prvo mjesto s 38% ukupne vrijednosti i 47% tvrtki u 2021. godini. Drugo mjesto zauzeo je sektor robe i usluga široke potrošnje, obzirom da je od tradicionalne važnosti za ovu regiju, s 33% ukupne vrijednosti ulaganja. Biotehnologija i zdravstvo zauzeli su treće mjesto s 12% ukupnog iznosa. Zajedno, ova tri sektora predstavljaju 83% ukupne vrijednosti ulaganja.

U Republici Hrvatskoj djeluju Hrvatska Private Equity i Venture Capital asocijacija poznatija pod nazivom CVCA čiji je cilj unaprijediti i pojednostavniti stvaranje okruženja koje je pogodno za rast i razvoj investicija vezanih uz private equity i rizični kapital. U skladu s tim asocijacija posjeduje veliki broj članova poput: Blue Sea Capital, CEE Equity Partners, Entreprise Investors, Feelsgood Capitals, Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo, Prosperus Invest te mnogi drugi. Asocijacija raspolaže s ukupnim iznosom koji premašuje 3,2 milijarde eura. Navedena ulaganja su važna kako bi se pospješio razvoj hrvatskog gospodarstva ulažući u tvrtke koje karakteriziraju visok rast. Usprkos COVID krizi hrvatsko tržište rizičnog kapitala i private equity-a ostvaruje procvat što je vidljivo na primjeru Infobipa koji je prvi hrvatski jednorog čija procijenjena tržišna vrijednost premašuje milijardu dolara, te je uloženo u tvrtku dvjesto milijuna dolara u 2020. godini. Nakon uspješne početne investicije, Infobip je završio još dvije dodatne runde financiranja te je uvršten putem ipo-a na Njujoršku burzu (CVCA, 2023).

### Grafikon 1.

Godišnja vrijednost ulaganja u Hrvatsku 2018.-2021.



Izvor: Izrada autorice prema „Central & Eastern Europe; Private equity statistics“, Invest Europe, 2021.

Kao što je vidljivo na grafikonu, Hrvatska od 2018. godine bilježi kontinuirani rast. Ulaganja u 2018. godini iznosila su 82 milijuna eura te su sredstva usmjerena u 8 tvrtki, 2019. godine 95 milijuna eura uloženo je u 7 tvrtki, 2020. u 21 tvrtku uloženo je 135 milijuna eura dok je u 2021. 312 milijuna eura uloženo u 23 tvrtke. Prema istraživanju koje je objavilo Invest Europe (2021), Hrvatska se u kategoriji vrijednosti ulaganja za 2021. godinu nalazi na 6. mjestu iza vodeće Poljske (1,192), Češke Republike (758), Estonije (480), Slovenije (407) i Litve (385). Također valja naglasiti kako je private equity ulaganje kao postotak BDP-a za 2021. godinu u Hrvatskoj iznosilo 0,581% pri čemu je Hrvatska zauzela 13. mjesto u Europi. Ispred Hrvatske se nalaze: Estonija (1,574%), Norveška (1,572%), Ujedinjeno Kraljevstvo (1,431%), Švedska (1,191%), Danska (1,166%), Francuska (1,030%), Nizozemska (0,952%), Belgija (0,815%), Slovenija (0,791%), Litva (0,728%), Irska (0,712%) te Španjolska (0,60%).



**Tablica 1.**

Vrsta ulaganja za Hrvatsku 2020.-2021. ( u tisućama €)

<b>VRSTA ULAGANJA</b>	<b>2021.</b>	<b>2020.</b>
Sjemensko ulaganje	6,378	4,467
Pokretanje	3	4,3
Kasnija faza	22,8	850
<b>UKUPNO VC</b>	<b>33,178</b>	<b>9,617</b>
Rastući kapital (growth)	149,95	102,564
Buyout	136,442	135,232
<b>UKUPNO</b>	<b>311,57</b>	<b>135,232</b>

Izvor: Izrada autorice prema „Central & Eastern Europe; Private equity statistics“, Invest Europe, 2021.

Tablica 1 prikazuje vrstu ulaganja u Republici Hrvatskoj za 2020. i 2021. godinu. Prema podacima, vidljivo je da 2021. godina obilježava pozitivan rast za svaku od faza ulaganja. U 2021. godini u rizični kapital uloženo je 32,178 tisuća eura, dok najviša stavka ulaganja čini rastući kapital (growth) od 149,95 tisuća eura, dok je u buyout uloženo 136,442 tisuća eura. Dakle, sveukupno je uloženo 311,57 tisuća eura što predstavlja porast od 56,6% u odnosu na prethodnu godinu. U odnosu na ostatak CEE regije Hrvatska se nalazi na 6. mjestu, dok su ispred nje Poljska (1,191,948), Češka Republika (758,088), Estonija (479,731), Slovenija (403,316) i Litva (385,457).

Prema izvješću Dealroom.co (2022) za srednje i istočne europske startupove, CEE regija važi za jednu od najbrže rastućih regija za financiranje rizičnim kapitalom u Europi obuhvaćajući razvoj za 7,2 puta veći od 2017. godine gdje Hrvatska uz Litvu i Ukrajinu bilježi najbrži porast. U izmjerenom petogodišnjem rastu 2017.-2023. godine Hrvatska bilježi rast za 15,7 puta odnosno skok s 0,3 milijarde eura na 4,7 milijardi eura. Također, Hrvatska se može pohvaliti kao domom jednih od najpoznatijih europskih jednoroga i tehnoloških uspješnica poput Nanobita, Infobipa, Rimac automobila, te budućih uspješnica poput Fonoa i Congnism. Hrvatska se ujedno može pohvaliti i sa raznim zvijezdama u usponu poput: SofaScore, Microblink, Aircash, OptimaRoute, Photomath. U srednjoj i istočnoj Europi 4 zemlje drže preko 70% ukupnih sredstava rizičnog kapitala do sada u 2022. godini te se Hrvatska nalazi na trećem mjestu s 865 milijuna eura prikupljenog kapitala. Nažalost, u izvješću je vidljivo kako pristup financiranju rizičnim kapitalom izrazito nejednak diljem CEE regije te je jedna od glavnih karakteristika ove regije manja angažiranost investitora. No, može se zaključiti kako su investitori počeli pokazivati veći interes za ovu manje razvijenu regiju te je za hrvatske i bugarske startupove veća vjerojatnost da će biti potpomognuti financiranjem rizičnim kapitalom u usporedbi s Albanijom, Crnom Gorom i Kosovom (Delaroom, 2022).

U Deloitteovom izvješću (2022) 50 najbrže rastućih tehnoloških tvrtki u srednjoj Europi za 2022. godinu našlo se i 15 hrvatskih od kojih je osam uvršteno u glavnu kategoriju, četiri u kategoriju Companies to Watch te tri u kategoriju Impact Stars. Osam kojih je uvršteno u glavnu kategoriju su: Aircash koji je zauzeo 4. mjesto, DEVOT SOLUTIONS 19. mjesto, Netgen 28. mjesto, Uprise 35. mjesto, CircuitMess 40. mjesto, Amplifico 41. mjesto, ASYNC LABS 42. mjesto te Cinnamon 46. mjesto. U drugoj kategoriji tzv. Companies to Watch mjesto su zauzeli: Firefly na 7. mjestu, Identity Consortium na 12. mjestu, i Hivetch na 22. mjestu. Također, uz navedene još tri tvrtke se spominju u kategorijama Impact Stars: Notch, Robotiq.ai te AXILIS (Deloitte Technology, 2022).

### 3. FONDOVI RIZIČNOG KAPITALA

Nakon detaljno prikazanih i objašnjenih pojmova vezanih uz private equity i rizični kapital, u ovom poglavlju više će se govoriti o fondovima rizičnog kapitala obzirom da su oni glavna poveznica između investitora koji raspolažu s viškom sredstava s jedne strane i poduzetnika koji imaju problema u pronalasku kapitalnih sredstava za financiranje inovativnih poslovnih pothvata. Poblježe će se prikazati struktura fondova i proces investiranja, ujedno staviti će se i naglasak na kriterije ulaganja koji su karakteristični pri odabiru tvrtki u koje planiraju uložiti. Obzirom da fond sam po sebi nije pravna osoba, već se radi o društvu koje njime upravlja pri spominjanju pojmova poput fondova rizičnog kapitala (VC) i PE fondova, misli se na društvo (Cvijanović et al., 2008).

#### 3.1. Organiziranje i funkcioniranje fondova

Alternativne investicije predstavljaju skupinu ulaganja koja se razlikuje od dugotrajnih javnih ulaganja u dionice i obveznice poznatije pod nazivom „tradicionalna ulaganja“. Naziv alternativna ulaganja ne bi trebala implicirati da je riječ o nečem neuobičajenom ili novom obzirom da ovakva ulaganja uključuju imovinu poput nekretnina i roba, koje predstavljaju dvije najstarije vrste ulaganja. Uz navedeno, alternativne investicije uključuju i netradicionalne pristupe ulaganja poput PE/VC fondova i hedge fondova. Također, ovakva vrsta fondova obuhvaća (CFA Institute, 2023):

- Usku specijalizaciju investicijskih menadžera
- Manje propisa i manje transparentnosti od tradicionalnih ulaganja
- Ograničeni povijesni podaci o riziku i povratu
- Jedinstvena pravna i porezna razmatranja
- Veće naknade
- Koncentrirani portfelji
- Ograničenja otkupa

Alternativni investicijski fondovi poznati pod nazivom AIF uključuju PE/VC fondove, hedge fondove i fondove fondova za pojedine kategorije ulaganja te se razlikuju od tradicionalnih ulagača po ulozi dioničara poduzeća u koja ulažu, što hoće reći da igraju aktivnu ulogu u poduzećima koja preuzimaju. U globalnom udjelu ulaganja tradicionalni ulagači imaju prednost pred alternativnim, međutim njihova uloga je u većini slučajeva pasivna zbog raznih regulatornih i investicijskih ograničenja koja se primjenjuju. S druge strane društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima ulažu u

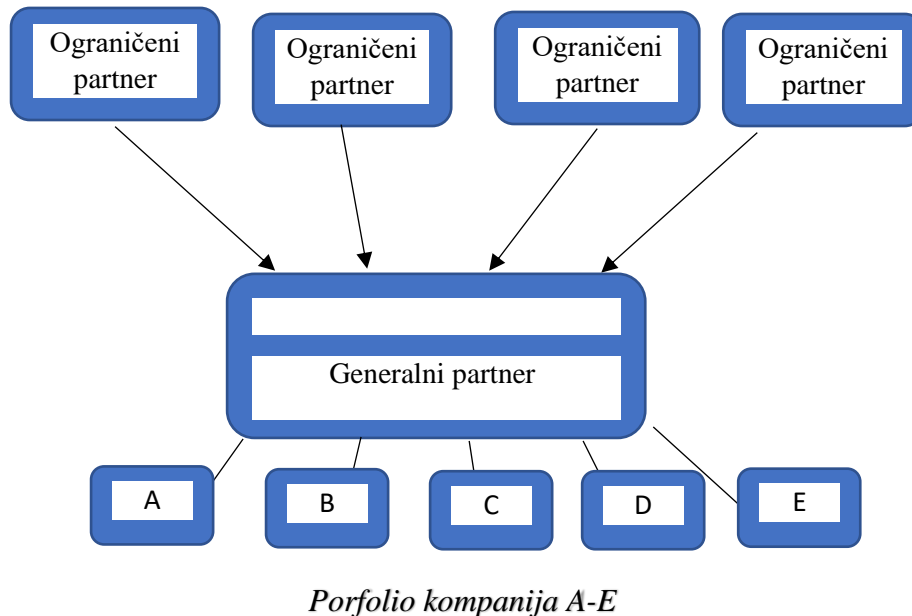
raznorazne tvrtke značajan dio kapitala s kojim raspolažu, te dostupni podaci pokazuju da su značajno aktivniji od ostalih dioničara u portfeljnim kompanijama (Filipović et al.,2016). Važno je naglasiti da društva ne pružaju tvrtkama isključivo početni kapital, nego i mnogo vrjednije resurse poput savjeta o upravljanju i radu na način da usmjeravaju tvrtke koje su u fazi nastajanja da zaposle kvalitetan menadžment, povećaju prodaju i profit te ih vode kroz labirint javne ponude i akvizicije od strane druge tvrtke. Mnoga od najuspješnijih i globalno poznatih javnih tvrtki poput Apple-a, Google-a, Cisco Systemsa, među ostalima, oslanjali su se na početni kapital upravo iz fondova rizičnog kapitala. Mnogi od ovih fondova rizičnog kapitala su uspješnim poslovanjem ostvarili velike povrate za njihove investitore i menadžere (Harris, 2010). Obzirom da se ovo poglavlje odnosi na fondove rizičnog kapitala i PE fondove u nastavku će se oni detaljnije prikazati.

Fond rizičnog kapitala naglasak stavlja na aktivno sudjelovanje u području menadžmenta poduzeća, dok s druge strane moguće je razlikovati PE fond čiji se doprinos može ogledati u aktivnoj ili pasivnoj ulozi. Navedeno će ovisiti o procjeni upravitelja fonda, ali i odabranoj strategiji ulaganja. Ukoliko ulagači PE fonda procijene kako menadžment tvrtke u koju su uložili financijska sredstva nije dovoljno iskusna te da bi provedbom odabranih strategija mogli ugroziti poslovanje poduzeća tada će upravo fond preuzeti potpunu kontrolu nad poduzećem. Dakle, može se zaključiti kako je angažman PE fonda uvjetovan postizanju optimalnih rezultata vidljivih kroz razliku u cijenu poduzeća prije i nakon provedene investicije, dok s druge strane fond rizičnog kapitala predstavlja isključivo aktivnog investitora (Ribić i Krnjaić, 2022). Fondovi su u većini slučajeva uređeni kao zatvoreni instrumenti u kojima se ulagači obvezuju osigurati određeni iznos novca za sudjelovanje plaćanja ulaganja u tvrtke i uključujuće naknade za upravljanje (Kaplan i Stromberg, 2009). Tipični fond je strukturiran kao fond s fiksnim rokom trajanja u obliku partnerstva. Partneri, u ovom slučaju ulagači ugovorom su uspostavili sporazum da će uložiti kapital u fond prema potrebi i kada je to fondu potrebno u pogledu ulaganja u portfeljne tvrtke. Partneri koji predstavljaju vanjske ulagače odnosno „ograničene partnere“ nisu uključeni u investicijske odluke fonda ili druge svakodnevne aktivnosti. Fond kontrolira glavni partner koji se naziva „generalnim partnerom“, te on izdaje pozive za kapital od ograničenih partnera i ima glavnu ulogu u donošenju konačnih odluka vezanih za kupnju i prodaju ulaganja fonda (Debevoise i Plimpton, 2015). Ograničeni partneri najčešće uključuju institucionalne ulagače odnosno korporativne i javne mirovinske fondove, zaklade, osiguravajuća društva, te bogate pojedince (Kaplan i Stromberg, 2009).

Na slici broj 5. prikazana je tipična upravljačka struktura fonda rizičnog kapitala.

**Slika 5.**

*Jednostavna upravljačka struktura fonda rizičnog kapitala*



Izvor: Izrada autorice prema ilustraciji „ A Critical Theory Of Private Equity“, Harris L., 2010, str. 262

Kao što je već rečeno u tekstu, velika većina fondova organizirana je kao ograničeno partnerstvo i karakterizira ju ograničeni vijek trajanja – prosječno 10 godina s mogućnošću produljenja na 4 godine (Phalippou,2007). Društvo za upravljanje fondovima obično funkcionira na način da u vremenskom periodu do pet godina ulaže kapital fonda, a sljedećih pet do osam godina ostvaruje pozitivne povrate te vratiti kapital ulagačima. Nakon što ograničeni partneri ulože svoj novac, imaju malo utjecaja na to kako će generalni partneri raspolagati investicijskim sredstvima, sve dok se osnovni uvjeti ugovora poštuju. Ugovori najčešće uključuju ograničenja u pogledu visine kapitala koja se može uložiti u pojedinu tvrtku, vrstama vrijednosnih papira u koja je dopušteni ulagati te o dugu na razini fonda (Kaplan i Stromberg, 2009). U prethodno navedenoj strukturi kapital ne drži upravitelj fonda. Ulaže se odmah nakon što se povuku sredstva, a kada se ostvari povrati od ulaganja kroz dividende ili prodaju, oni se distribuiraju ulagačima. U ovakvoj strukturi fond se „samolikvidira“ za razliku od alternativnih struktura kao što su „evergreen“ fondovi koje karakterizira držanje prihoda od strane upravitelja fonda koji ih ponovno ulaže te „paralelni“ investicijski aranžmani gdje upravitelj fonda ulaže u ime investitora u temeljne tvrtke. Kao što je vidljivo postoji mnoštvo drugih struktura kako bi se uspjeli zadovoljiti različiti interesi i potrebe investitora (Christofidis i Debande,2001).

### 3.2. Proces investiranja fondova

Postoje dvije faze raspodjele kapitala prema Grohu (2010):

1. U prvoj fazi karakteristična je raspodjela kapitala između institucionalnih investitora i fondova rizičnog kapitala.
2. U drugoj fazi odvija se podjela kapitala između fondova rizičnog kapitala i poduzetnika.

Obzirom da se ovaj diplomski rad temelji na drugoj fazi, ona će u nastavku biti detaljnije razjašnjena. Karakteristično za investicijski proces je da on traje od šest mjeseci do jedne godine. Naravno, moguća su odstupanja od pravila gdje se poslovi mogu sklopiti u relativno kratkim vremenskim okvirima. Važno je naglasiti da vrijeme koje će biti potrebno za provođenje investicijskog procesa ovisi o dostupnosti i kvaliteti informacija (British Private Equity and Venture Capital Association [BVCA], 2010).

Prema Cvijanović i Marović (2008) investicijski proces rizičnog kapitala sastoji se od sljedećih koraka:

1. Pristupanje PE/VC fondu koja obuhvaća analizu poslovnog plana gdje poduzetnik priprema poslovni plan koji sadrži sljedeće karakteristike: sažetak u kojem se ukratko opisuje prilika za investiranje, prikaz tržišta i sektora u kojem poduzeće posluje ili namjerava poslovati, opis strategije tvrtke u kojem je od ključne važnosti prikaz dobivanja i zadržavanja komparativne prednosti u odnosu na konkurenciju, životopisi menadžerskog tima koje vodi tvrtku te na kraju financijska izvješća i projekcije koje bi trebale obuhvaćati petogodišnje razdoblje.
2. Početni pregovori obuhvaćaju pružanje dodatnih informacija na sastanku i diskusija o detaljima poslovnog plana gdje se izrađuje pismo inicijalne ponude.
3. Dubinsko snimanje koje pruža odgovore na pitanja i pruža sve dodatne informacije. U ovom dijelu najčešće generalni partneri pozivaju vanjske savjetnike koji obavljaju poslovne dubinskog snimanja u okviru konzalting firme koja na kraju sastavlja izvješća. Cilj procesa dubinskog snimanja ogleda se u svrsi utvrđivanja kvalitete investicije te prikaz glavnih rizika i utjecajnih varijabli na ishod ulaganja. Cijeli proces se provodi na temelju ugovora o povjerljivosti i tajnosti.
4. Završni pregovori i dogovor gdje se vrši diskusija svih relevantnih informacija. Utvrđuju se glavni uvjeti, dokumentacija i pravo glasa između poduzetnika i fonda. U ovom koraku, fond angažira odvjetnički ured koji sastavlja pravnu dokumentaciju, te ugovor između poduzetnika i fonda, odnosno u ovom slučaju dioničara.
5. Nadzor i praćenje koji podrazumijeva periodične sastanke uz financijske i poslovne rezultate, dogovor oko strategija i rješavanje nastalih i potencijalnih problema. Poduzetnik je morao ustupiti jedno mjesto nadzornog odbora odnosno uprave kako bi fond aktivno sudjelovao u promjenama i konstrukciji strateških prijedloga.

## 6. Izlaz

U ciklusu rizičnog kapitala jedan od osnovnih uvjeta za osiguravanje atraktivnih povrata za ulagače je adekvatan odabir izlaznih pravaca. Dostupni su različiti izlazni pravci poput (Sharma, 2022):

- Incijalna javna ponuda (IPO) - Tvrtka je uvrštena na burzu i prvi put nudi dionice javnosti.
- Trgovačka prodaja – Tvrtka iz portfelja se prodaje drugoj tvrtki
- Prodaja generalnom partneru (GP) / Sekundarni otkup (SBO) – Tvrtka koja financirana private equityem se prodaje drugoj private equity tvrtki ili tvrtki rizičnog kapitala.
- Prodaja menadžmentu – Upravljački tim kupuje tvrtku iz portfelja.
- Otpis – Tvrtka iz portfelja prekida poslovanje i započinje proces likvidacije čiji je rezultat da private equity društvo više ne posjeduje udio u operativnom subjektu.

Kako bi se izbjegle zamke neuspješnih izlazaka poput raspoloženja na burzi, nedostatak institucionalnih kupaca za IPO, nedostatak trgovačkih kupaca, nekooperativni menadžment, rezultati dubinske analize ili jednostavno loše poslovanje poduzeća potrebno je ispravno planirati izlazne mehanizme još od rane faze u životu ulaganja (Christofidis i Debande, 2001). Za poduzetnike koji privući ovaj oblik kapitala od iznimne važnosti je razmatranje pitanja da li su oni tvrtka koje ispunjava odgovarajuće kriterije ovakvog načina financiranja. Valja naglasiti da fondovi rizičnog kapitala nastoje ulagati u tvrtke s potencijalom visokog rasta koje vodi iskusan i ambiciozan tim. Tim bi trebao posjedovati sposobnost realiziranja postavljenog poslovnog plana u vremenskom okviru od 5 godina. Nakon što je poduzeće sigurno da ispunjava ova dva temeljna uvjeta, svaki poduzetnik može ponaosob odgovoriti na sljedeća pitanja kako bi bili sigurni u potencijalnu suradnju s fondom rizičnog kapitala (Makek et. al., 2011):

1. Posjeduje li moja tvrtka proizvod ili uslugu koju karakterizira određena konkurentska prednost ili jedinstvena karakteristika koja će osigurati rast?
2. Posjedujem li ja, a posljedično i moj upravljački tim iskustvo i sposobnosti upravljanja društva u željenom sektoru industrije kako bi se uspjeli realizirati određeni poslovni ciljevi?
3. Posjeduje li tvrtka temeljnog vođu tima kao i validni menadžment, marketing, financijski sektor itd.?
4. Obzirom da je jedna od glavnih karakteristika financiranja rizičnim kapitalom prepuštanje dijela vlasništva, da li su svi u skladu s tim?
5. Također, je li tim spreman strateške odluke donositi zajedno s fondom?
6. Jedno od temeljnih pitanja kojim se vodi fond pri donošenju odluke o financiranju je način izlaska iz društva. Posljedično, postavlja se pitanje postoji li realna strategija izlaska?

Ukoliko je većina odgovora na navedena pitanja s da, u daljnjem tekstu će se prikazati kako fondovi rizičnog kapitala donose odluke o financiranju.

Gompers et al. (2021) proveli su istraživanje koje je obuhvaćalo gotovo 900 investitora rizičnog kapitala te dobili odgovore kako PE/VC fondovi odabiru tvrtke u koje će ulagati i na koji način njima upravljaju. Prvi zadatak s kojim se fondovi suočavaju jest povezivanje s novoosnovanim tvrtkama koji imaju potrebu financiranja i navedeno predstavlja proces u industriji poznatiji pod nazivom „generiranje toka dogovora“. Vjeruje da je visokokvalitetan tijek dogovora jedan od ključnih stavki za ostvarivanje velikih povrata. Prema rezultatima ankete koju su proveli može se zaključiti kako više od 30% poslova nalazi putem bivših kolega ili poslovnih poznanika, 20% poslova preporukama drugih investitora dok 8% preporuka dolazi od strane postojećih kompanija iz portfelja. Samo 10% proizlazi iz e-mailova koje dobiva uprava tvrtke. Na temelju navedenog vidljivo je koliko teško može biti poduzetnicima koji nisu umreženi s pravim društvenim i profesionalnim krugovima dobiti potrebna sredstva. Nadalje, može se reći da čak i poduzetnici koji dobiju pristup fondu, izgledi da će osigurati sredstva su jako niski. Za svaki posao koji tvrtka rizičnog kapitala zaključi, razmatra 101 priliku. Dakle, u 28 od 101 prilika će doći do sastanka s upravom, a 10 će se pregledati na partnerskom sastanku. Samo 4,8 pristupit će dužoj analizi, 1,7 će prijeći na pregovore i posljedično samo će se jedan projekt financirati. Za zaključivanje ovakvog tipa posla potrebna je u prosjeku 83 dana. Nadalje, postavlja se pitanje koje čimbenike PE/VC fondovi uzimaju u obzir dok prolaze proces odabira. Jedan od okvira sugerira kako favoriziraju poduzetnički tim, ali i strategiju i poslovni model. Međutim, u konačnici smatraju da je upravljački tim najkritičniji faktor. Jedno od važnih pitanja na temelju kojeg donose odluku o ulaganju je procjena vrijednosti tvrtke. Financijski direktori najčešće koriste metodu diskontiranog novčanog toka kako bi procijenili investicijske prilike. Sljedeći korak je formiranje ugovora koji će biti jasni objema stranama. Ugovori se sastoje od raspodjele prava na novčani tok, prava kontrole, prava na likvidaciju, uvjete zapošljavanja te posebno stjecanje prava. Poduzetnici koji postižu određene prekretnice su u mogućnosti zadržavanja kontrole i dobivanja novčanih naknada, dok u suprotnom slučaju je dopušteno upravitelju fondu dovođenje nove uprave i promjene smjera poslovanja. Nakon što PE/VC fond uloži novac, oni postaju aktivni investitori odnosno pružaju svojim poduzećima u portfelju veliki broj usluga kao što su: strateško vodstvo, povezivanje s drugim investitorima, operativno vodstvo kao i pomoć pri zapošljavanju. Također, PE/VC fondovi tvrde da je najveći faktor hoće li investicija biti uspješna ili ne, upravo menadžerski tim. Zanimljivo je da nisu naveli vlastiti doprinos kao glavni izvor uspjeha što hoće reći da su poduzetnici ti koji stvaraju najveću vrijednost novoosnovanom tvrtki (Gompers et.al., 2021). Konačno, PE/VC fondovi žele biti sigurni da tvrtke u koje ulažu ima visok potencijal za rast i da se mogu brzo povećati ukoliko je to potrebno. Žele imati saznanja o planovima tvrtke odnosno jesu li oni realni i ostvarivi te će procijeniti faktore poput veličine tržišta, konkurentskog okruženja, troškove stjecanja



kupaca te dugotrajnost vjernosti kupaca. Kako bi procijenili napredak, fondovi traže dokaze o snažnom vodstvu, timu s komplementarnim vještinama i snagama koji posjeduje uvjerljiv proizvod ili uslugu kao i održiv poslovni model i skalabilnost (FaterCapital, 2023).

### **3.3. Zakon i porezni okvir u Hrvatskoj**

Pojmovi poput private equity i rizični kapital u hrvatski jezik su uvedeni tek 2006. godine kada je donesen Zakon o investicijskim fondovima te se može reći da su tek tada po prvi put prepoznati kao zasebna klasa imovine (Makek et al., 2011). Novi Zakon o alternativnim investicijskim fondovima stupio je na snagu u srpnju 2013. godine te je njime regulirano poslovanje Fondova za gospodarsku suradnju (FGS), kao i postavljanje uvjeta o osnivanju i radu alternativnih investicijskih fondova i društava za upravljanje alternativnih investicijskih fondova kao i način izdavanja i otkupa udjela AIF-a (CEPOR, 2015). Fondovi rizičnog kapitala uređeni su Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima, a Pravilnikom o vrstama alternativnih fondova obrađena je tematika tipologije i obilježja (Čulinović-Herz et al., 2017). Nadalje, u Republici Hrvatskoj moguće je osnivanje alternativnih investicijskih fondova s javnom ili privatnom ponudom. Otvoreni AIF smatra se zasebnom imovinom bez pravne osobnosti koju osniva i upravlja društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja AIF-a. Zatvoreni investicijski fond može se podijeliti na onaj s pravnom osobnošću ili bez pravne osobnosti. AIF s pravnom osobnošću je pravna osoba u obliku dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću koju osniva i kojom upravlja UAIF u njezino ime i za njezin račun, dok AIF bez pravne osobnosti je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva i kojom upravlja UAIF (NN 110/21). PE fondove promatra se u kategoriji alternativnih investicijskih fondova s privatnom ponudom čija je ponuda uvjetovana ulagateljima kojima je dopušteno ulagati u PE/VC fondove (CEPOR, 2021). Prema navedenom, udjeli AIF-a s privatnim plasmanom mogu se nuditi isključivo profesionalnim ulagateljima ili onima koji se na vlastiti zahtjev mogu tretirati kao profesionalni ulagatelji te kvalificiranim ulagateljima, a razlog ovakve direktive leži u povećanoj rizičnosti ulaganja u fondove (Čulinović-Herz et. al., 2017).

Da bi netko bio kvalificirani ulagatelj, mora ispunjavati sljedeće uvjete (NN 110/21):

- Kvalificirani ulagatelj raspolaže s dovoljno iskustva i stručnih znanja da jasno razumje rizike ulaganja u AIF.
- Kako bi ulagao u AIF treba biti spreman uložiti minimalno 400.000,00 kn ili ekvivalentnu vrijednost u drugoj valuti točno na način kako je opisano u pravilima AIF-a. Također, mora ispunjavati jedan od sljedeća dva uvjeta odnosno da mu vrijednost neto imovine iznosi najmanje 2 milijuna kuna ili ekvivalentnu protuvrijednost u drugoj valuti te da ima poslovno

iskustvo u financijskom sektoru minimalno godinu dana na poslovima koji obuhvaćaju znanje o ulaganjima ili poslovanje upravljanja, stjecanja ili raspolaganja imovinom jednake vrste kao i imovine AIF-a.

Fondovi za gospodarsku suradnju su otvoreni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom te je cilj njihovog osnivanja vidljiv u poticanju razvoja gospodarstva . HBOR predstavlja kvalificiranog ulagatelja koji je imenovan od strane RH te zajedno s privatnim investitorima sudjeluje u provedbama aktivnosti (HBOR,2023). HBOR će u fond za gospodarsku suradnju uplatiti iznos koji će biti jednak iznosu uplate privatnih ulagatelja, no važno je naglasiti da Vlada RH u jedan fond može uložiti maksimalno 300.000.000,00 kn, dok je ukupan iznos sredstava koji je namijenjen fondovima do milijardu kuna. Također, privatni ulagatelji trebaju preuzeti obvezu uplate najmanje od 75.000.000,00 kn što predstavlja ujedno i najmanju veličinu fonda (Šimić Šarić, 2021).

Kao što je već rečeno u tekstu PE fondovi predstavljaju investicijske subjekte koji prikupljaju kapital od kvalificiranih i profesionalnih ulagatelja te prikupljeni kapital ulažu u glavnice tvrtki. Ujedno, ovakvim način prikupljanja i alociranja kapitala predstavljaju alternativni izvor financiranja. PE fondovi mogu u Republici Hrvatskoj biti organizirani kao komanditno društvo ili kao zasebna imovina bez pravne osobnosti u obliku zatvorenog alternativnog investicijskog fonda. Obzirom da se ovakva vrsta fondova nudi privatnom ponudom, financijski izvještaji nisu dostupni javnosti kao posljedično niti prakse računovodstvenog evidentiranja poslovnih promjena u čemu ujedno leži i kompleksnost detaljne obrade (RIF, 2023). Prema članku 3. točki 5. Zakona o alternativnim investicijskim fondovima može se razjasniti da je zatvoreni alternativni investicijski fond pravna osoba koja je osnovana kao dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću koju osniva UAIF i njome upravlja u skladu sa Zakonom. Sukladno navedenom može se zaključiti da su alternativni zatvoreni investicijski fondovi pravne osobe koje djeluju kao dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću obveznici poreza na dobit. Prema Zakonu o porezu na dohodak isplate dividendi inozemnim osobama iz zatvorenog investicijskog fonda podliježu obvezi plaćanja poreza po odbitku uz primjenu stope poreza od 12%. Također, ako zatvoreni alternativni investicijski fond isplaćuje dividendu tuzemnim ili inozemnim fizičkim osobama podliježu obvezi plaćanja na dohodak od kapitala primjenjujući stopu od 12%. Prema Zakonu poreza na dohodak, dohotkom od kapitala smatraju se primici od dividendi i udjela u dobiti na temelju udjela u kapitala (Porezna uprava, 2023).

### 3.4. Fondovi rizičnog kapitala u Hrvatskoj

Quaestus Private Equity d.o.o. je prvo društvo koje se u Hrvatskoj krenulo baviti upravljanjem PE fondom koje je osnovano 2003. godine. Prvi PE fond osnovan je 2006. godine, kada je HANFA izdala rješenje, pod nazivom Quaestus Private Equity d.o.o. koji se osnovao na vrijeme trajanja od 10 godina te je trajanje produženo na još dvije godine. Ciljana veličina fonda iznosila je 35 milijuna eura čiji je iznos u potpunosti prikupljen. Neki od ciljeva fonda bili su ulaganja u različita društva te poboljšanje njihove pozicije na tržištu, ulaganje u srednje velike tvrtke čije je sjedište na području Balkana, nastoje donijeti razvitak tvrtkama u koje ulažu te visok stupanj strategije izlaza. Fond je izvršio sedam ulaganja s prosjekom trajanja od osam godina. Ovo je bio jedini fond na području Republike Hrvatske od 2006.-2008. godine kada je osnovan drugi fond Nexus Alfa čija je ciljana veličina fonda iznosila 400 milijuna kuna, dok je prikupljeno oko 270 milijuna kuna (Derenčinović-Ruk, 2020). Početkom 2011. godine osnivaju se fondovi za gospodarsku suradnju na inicijativu Vlade te je osnovano 5 novih fondova rizičnog kapitala uz tri nova društva za upravljanje te industrija rizičnog kapitala u Hrvatskoj biva prepoznata i doživljava procvat (Makek et al., 2011). Prema izvješću HANFE 2019. godine u Hrvatskoj su djelovala četiri društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima rizičnog kapitala (FGS):

**Tablica 2.**

*Alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala 2019. (FGS)*

Fond za gospodarsku suradnju	Društvo za upravljanje	Neto imovina (kn)
Honestas FGS	Honestas Private Equity Partneri d.o.o.	10.990.153
Inspirio FGS	Inspire Investments d.o.o.	165.005.846
Prosperus FGS	Prosperus Invest d.o.o.	260.117.831
Prosperus FGS2	Prosperus Invest d.o.o.	122.383.202
Quaestus Private Equity Kapital 2	Quaestus Private Equity d.o.o.	395.944.455
<b>UKUPNO</b>		<b>954.441.486</b>

Izvor: Preuzeto iz „Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2020.“, CEPOR,

<https://www.cepor.hr/wp-content/uploads/2021/01/Izvjescje-2020-HR-web.pdf>

Fondovi za gospodarsku suradnju u trenutku objave rezultata bili su završili svoju investicijsku fazu. Na vrhu liste s najviše investicijskih projekata, svaki po 6, nalaze se Prosperus FGS i Inspirio FGS. Prosperus FGS2 i Quaestus Private Equity Kapital2 imali su svaki po 3 projekta, dok je jedan projekt imao Honestas FGS. Razdoblja ulaganja trajala su od 2012. do 2016. pri čemu se najveći broj investicijskih projekata

odvio u sektoru turizma, zatim bankarstvu i infrastrukturi kao i drvoprerađivačkoj industriji. Obzirom da su fondovi pri isteku roka trajanja u ovoj fazi, društva za upravljanje su se fokusirala na traženje potencijalnih kupaca (CEPOR, 2020). Prema podacima HBORA Od 5 osnovanih fondova za gospodarsku suradnju samo je jedan još uvijek aktivan, a to je Prosperus FGS2. Ostali su završili svoju investicijsku fazu te se ne očekuju nova ulaganja. Redom, fondovi Quaetsus Private Equity Kapital 2, Inspiro FGS i Prosperus FGS su u likvidaciji dok je Honestas FGS zatvoren.

Na hrvatskoj kapitalnoj sceni uz FGS mogu se izdvojiti još CROGIP, Investicijski fond triju mora i FRC2 CROATIA PARTNERS (HBOR,2023).

1. CROGIP predstavlja financijski program koji je uspostavljen od strane Europskog investicijskog fonda u okviru EIF-NPI Equity platforme i Plana ulaganja za Europu te se HAVOR kao jedna od institucija osnivačica pridružila stvaranju ove platforme u rujnu 2016. godine. Cilj CROGIP inicijative je potaknuti ulaganja u mala, srednja i srednje velike kapitalizirane tvrtke te ujedno i razvoj tržišta i institucionalnih kapaciteta za financiranje vlasničkim odnosno rizičnim kapitalom. EIF provodi inicijativu CROGIP na način da ulaže u fondove rizičnog kapitala i su-investira zajedno s fondovima i privatnim ulagateljima po tržišnim uvjetima uz iznimku za poduzeća koja posluju u sektorima Nekretnina i Financijske usluge.
2. Investicijski fond triju mora predstavlja namjenski komercijalni fond koji je prvenstveno usmjeren na osnovna infrastrukturna ulaganja u regiji Inicijative triju mora koja obuhvaća države članice EU u srednjoj i istočnoj regiji tj. konkretno obuhvaća sljedeće države: Bugarska, Hrvatska, Češka, Estonija, Mađarska, Latvija, Litva, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija. Navedeni fond ulaže u infrastrukturu što želi reći da se ulaganja odnose na sektore transporta, energetike i digitalne infrastrukture te je fond fokusiran na projekte koji zahtijevaju veća kapitalna ulaganja i nude atraktivan povrat. Amber Infrastructure Group je investicijski savjetnik fonda koji je ujedno i zadužen za izbor projekta, upravljanje fondom i prikupljanje dodatnog kapitala.
3. Naposljetku, FRC2 predstavlja fond rizičnog kapitala koji je pokrenut iz sredstava ESIF Financijskih usluga uz suradnju s Europskim Investicijskim fondom, te fondom upravlja društvo pod nazivom FRC2 GP S.a.r.l. Ovaj fond se sastoji od dva dijela. Prvi dio obuhvaća ulaganje u inovativne start-up tvrtke koje raspolažu isključivo poslovnom idejom ili prototipom, dok s druge strane fokusiran je na poduzeća koja posluju, razvili su mrežu kupaca i prošli početnu/ranu fazu razvoja. Iznosi ulaganja kreću se u intervalu od 10.000 EUR do 1 milijun EUR kroz VC ulaganja.

## 4. ANALIZA STUDIJA SLUČAJA

Nakon detaljno prikazanog teorijskog objašnjenja rizičnog kapitala i tržišta rizičnog kapitala koji je svojstven za Hrvatsku, u posljednjoj etapi ovog diplomskog rada nastojat će se prikazati realni primjeri hrvatskih tvrtki koji su financirani rizičnim kapitalom. U ovom poglavlju obrađivat će se tvrtke koje su 2021. dobila BestInvest nagradu za private equity i venture capital investicije, a to su: Rimac automobili, Infobip, Microblink te Tele2. Međutim, važno je naglasiti da su ograničenja analize studije slučaja ograničenost podataka i nedostupnost informacija te će se cijela analiza temeljiti na sekundarnim podacima, odnosno podacima koji su dostupni široj javnosti.

### 4.1. Ulaganja na primjeru Rimac automobila

Rimac automobili je tvrtka koja je osnovana 2009. godine sa sjedištem u Svetoj Nedjelji od strane Mate Rimca. Primarni cilj je proizvodnja vrhunskih električnih automobila. Dakle, Rimac automobili je prije svega hrvatska tvrtka koja se bavi proizvodnjom električnih automobila, pogonskih sustava i sustava baterija. Tvrtka je najpoznatija po proizvodnji najbržeg električnog automobila pod nazivom CONCEPT ONE. Glavna karakteristika tvrtke ogleda se u fokusu na razvoj vlastitih proizvoda i dugoročnih rezultata pri čemu je cjelokupno društvo posvećeno pomicanju tehnoloških mogućnosti u segmentu električnih automobila i povezanih tehnologija. Također, uz fokus na proizvodnju automobila tvrtka nastoji razvijati velik broj sustava, komponenti i tehnologija kako bi svoje ciljano tržište proširili i kod drugih proizvođača automobila što znači da se paralelno razvija nova generacija motora, baterijskih sustava, mjenjačkih sustava i infotainmenta (Turistička zajednica Sveta Nedjelja, 2023).

Tvrtka Rimac automobili, nakon pet godina postojanja, odnosno 2014. godine, je zatvorila rundu A ulaganja u vrijednosti od 10 milijuna eura. Prema riječima Mate Rimca, kada je gostovao na Ekonomskom fakultetu u Osijeku, 2014. godina je bila godina kada su privukli prvu ozbiljnu investiciju. Navedena investicija ujedno i predstavlja najveću investiciju rizičnog kapitala u Republici Hrvatskoj do tada. Dakle, tijekom prve runde investicija u Rimac Automobile uložili su tri glavna ulagača. Prvi koji je uložio je bio Frank Kanayet Yepes<sup>1</sup> čime je u veljači 2014. godine postao vlasnik 3% dionica, međutim nedugo nakon toga udvostručuje ulaganje te posjeduje 6% dionica. Frank je izjavio kako je glavni faktor da uopće izvrši ulaganje bio zapravo sam Mate Rimac, odnosno njegova vjera u tehnologiju i činjenica da je uz minimalne resurse koje je posjedovao uspio učiniti mnogo. Mate Rimac je naglasio kako je Frank jedan od najaktivnijih investitora koji aktivno doprinosi na dnevnoj bazi za njihovu tvrtku obzirom

---

<sup>1</sup> Investitor

da je svojim ulaskom otvorio nove poslovne prilike poput suradnje s FIA Formulom E. Drugi ulagač bio je Tek Cheung Yam koji je investirao kroz tvrtku Integrated Asset Management Asia Limited<sup>2</sup> te je u Rimac automobilima stekao 2% udjela. Treći investitor je bio China Dynamics (trenutno Ev Dznamics)<sup>3</sup> koji je preuzeo 10% dionica te je aktivan u industriji električnih automobila u Kini. Na kraju zaključene prve investicijske runde vrijednost Rimac automobila dosegla je 70 milijuna eura (Biberović, 2014). Ostvarena investicijska runda je omogućila Rimac automobilima da porastu s 20 zaposlenika na 60. Također, naglasili su kako je prikupljeni kapital namijenjen razvoju i komercijalizaciji budućih modela sportskih automobila kao i povećanju proizvodnih kapaciteta. Mate Rimac je u nekoliko navrata naglasio kako je jedan od uvjeta za investitore zadržavanje sjedišta tvrtke upravo u Republici Hrvatskoj nakon čega ga je nekolicina investitora i odbila (Rimac Automobili, 2014). Jedna od zanimljivosti koje je Mate Rimac izjavio za N1 intervju 2016. godine je da upravo njegova dob utječe na to koliko ga ozbiljno investitori percipiraju. Naglasio je da je u njihovom poslu bolje izgledati što odraslije kako bi se uspio probiti i zadržati na tržištu (Cvetojević, 2016). Nakon što je tvrtka 2014. godine primila investiciju ipak je na kraju godine završila sa gubitkom, međutim naglasak je stavljen na dugoročnom razvoju i povećanju proizvodnih kapaciteta kojima je investicija prvenstveno i bila namijenjena (Ivezić, 2014). Camel Group Ltd.<sup>4</sup> u 2017. godini ulaže u Rimac Automobile 30 milijuna eura što predstavlja najveću realiziranu izravnu investiciju strane tvrtke u hrvatsku tehnološku tvrtku. Od navedenog iznosa u temeljni kapital uplaćeno je 12,8 milijuna kuna dok su ostatak do ciljanog iznosa uplatili u rezerve za daljnja ulaganja. Sljedom navedenog, Camel Group ostvaruje 14% vlasništva. Liu Changali koji je ujedno i izvršni direktor Camel Group izjavio je kako je impresioniran poslovanjem Mate Rimca što ga čini idealnim partnerom obzirom da je lider u razvoju tehnologije za električna vozila u više područja. Ujedno najviše su bili impresionirani dubokom vertikalnom integracijom kojom su se izdvajali, odnosno tim što je razvoj i proizvodnja svih ključnih sustava za vozila u samoj tvrtci. Također, jedan od razloga je bio što je mlada tvrtka dobila značajno povjerenje u konzervativnoj industriji od strane najvećih i najprestižnijih automoto kompanija (Božić, 2017). Nakon što je Camel uložio u Rimac automobile, druga runda investicija zaključava se investicijom tvrtke Porsche AG<sup>5</sup> čime navedena tvrtka osigurava 10% udjela, međutim nije poznat točan iznos ulaganja. Poanta suradnje između Rimac automobila i Porschea je u produbljivanju suradnje na razvoju električnih automobila i njihovih ključnih komponenti. Valja naglasiti kako je i za Porsche i za Rimac automobile važno da obje tvrtke ostanu neovisne, odnosno da su projekti i dioničari odvojeni što omogućuje održavanje tajnosti informacijama te daljnju suradnju s mnogim proizvođačima automobila. Lutz Meschake koji je zamjenik predsjednika izvršnog

---

<sup>2</sup> Integrated Asset Management (Asia) je private equity tvrtka sa sjedištem u Hong Kongu.

<sup>3</sup> China Dynamics (EV Dynamics) je tvrtka koja pruža inovativna rješenja integracijom vodeće tehnologije na smislen i učinkovit način za razvoj visokotehnoloških proizvoda.

<sup>4</sup> Camel Group je tvrtka koja se bavi proizvodnjom baterija sa sjedištem u Kini.

<sup>5</sup> Porsche AG je ogranak tvrtke rizičnog kapitala pod nazivom Porsche Ventures koja je osnovana 2016. godine.

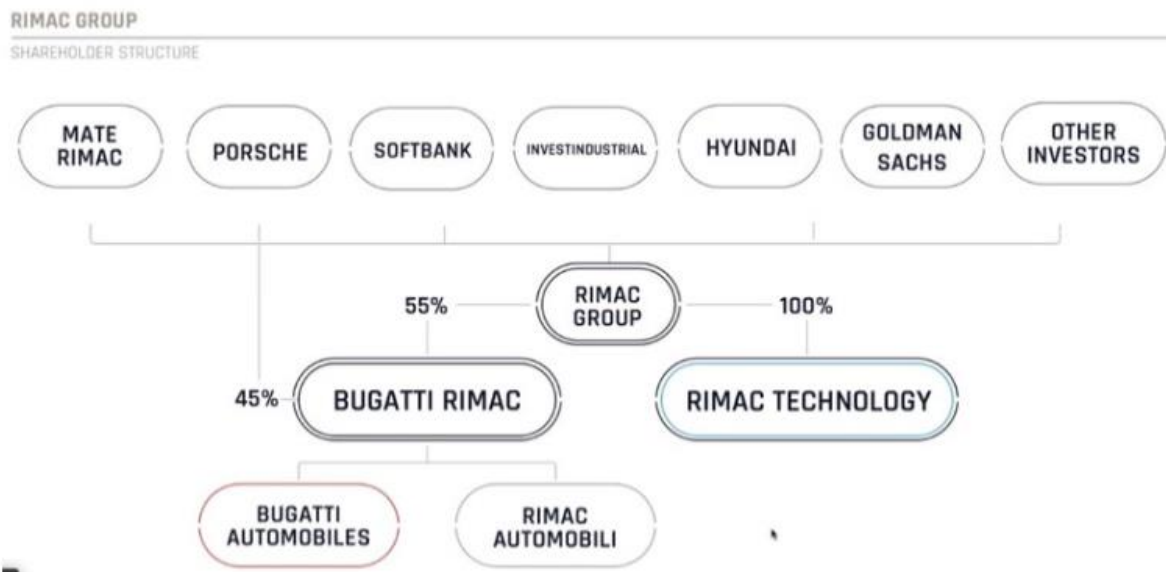
odbora rekao je kako ih Mate uspješno nadahnjuje inovativnim idejama dok se on u isto vrijeme koristi njihovim stručnim znanjem u proizvodnji i metodološkom stručnosti u razvoju. Porsche je nakon prve investicije, uložio još dva puta. Svoj udio je povećao svoj udio s 10% na 15,5% u 2019. godini. Drugi put svoj udio u vlasništvu povećava 2021. godine na 24% (investicija od 70 milijuna eura), što ga čini jednim od značajnijih dioničara tvrtke Rimac automobili (Autoglas, 2021). Nakon što je Porsche uložio 2018. godine Rimac Automobili su udvostručili broj zaposlenika na gotovo tisuću. Nakon što je Porsche izvršio početno ulaganje u Rimac automobile u istoj godini ulažu Hyundai motors<sup>6</sup> i Kia motors<sup>7</sup> čija je ukupna investicija iznosila 80 milijuna eura pri čemu Hyundai posjeduje 11,3% dionica, a Kia 2,76%. Ujedno do 2020. godine 4 glavna strateška investitora u Rimac automobilima su Camel Group, Porsche, Hyundai motors i Kia motors pri čemu je Mate Rimac ostao većinski vlasnik (Vrbanus , 2021). Rimac grupa je u investicijskom krugu D koji se odvio 2022. godine prikupila vrijednost kapitala od 500 milijuna eura te je tržišna vrijednost tvrtke premašila 2 milijarde eura pri čemu se može zaključiti da Hrvatska raspolaže s još jednim jednorogom. Novi ulagači u ovoj rundi investicija su investicijski fondovi SoftBank Vision Fund 2 kao i Goldman Sachs Asset Management, uz sudjelovanje već postojećih dioničara Rimac grupe Porsche i InvestIndustrial (Vrbanus , 2022). Nakon provedene investicije uslijedilo je rekonstruiranje pri čemu Rimac grupa zadržava većinsko vlasništvo u Bugatti Rimac s 55% udjela, dok je ostalih 45% u vlasništvu Porschea. S druge strane Rimac Technology je nedavnim izdvajanjem postala potpuno neovisna tvrtka koja je 100% u vlasništvu Rimac grupe. Dakle, Rimčev biznis razgranao se u dvije vertikale: proizvođač hiperautomobila kroz Bugatti Rimac te proizvođač R&D tehnologije za električna vozila kroz Rimac Technology. U nastavku će se slikovito prikazati rekonstrukcija radi boljeg razumijevanja (Vidi.hr, 2022). Kada je riječ o izlasku Rimac automobila na tržište odnosno mogućeg IPO-a, Rimac je u izjavama za novinare dao nagovijestiti da to žele učiniti u najboljem trenutku i da je cilj takav korak napraviti tek kada tvrtka bude malo predvidljivija odnosno u rasponu od tri do pet godina (Cussianovich, 2022).

---

<sup>6</sup> Hyundai Motors Group je južnokorejska tvrtka čiji je fokus proizvodnja automobila.

<sup>7</sup> Kia Motors je tvrtka čiji je fokus proizvodnja automobila.

Slika 7. Organizacijska struktura Rimac grupe



Izvor: Vrbanus S; Investicijska runda veća od svih do sada zajedno: Rimac Grupa osigurala novih pola milijarde eura, 2022.

**InvestIndustrial**<sup>8</sup> je uložila u Rimac grupu 120 milijuna eura što je do tada bila pojedinačno najveća investicija. Mate Rimac je pri priopćenju novinarima rekao kako je njegova tvrtka iako bilježi munjeviti rast i razvoj i dalje u ranoj fazi razvoja. Suradnja s tvrtkom Investindustrial za posljedicu ima da osim što osigurava njihove buduće ambicije, pruža mogućnosti i da iskoriste desetljeća njihovog globalnog iskustva. S druge strane Andrea Bonomi koji je osnivač i vodeći partner u fondu smatra da fond raspolaže kvalitetnim vještinama i međunarodnim mrežama koji mogu biti od pomoći u implementaciji vrhunskih tehnologija Rimac grupe te da je cilj i dalje jačati vodstvo u području električne mobilnosti. Investindustrial predstavlja jednu od najvećih private equity tvrtka u južnoj Europi koja posjeduje portfelj u vrijednosti od 11 milijardi eura te ulaže u tehnologiju, industrijsku proizvodnju, potrošačku robu i zdravstvo (Ivezić, 2022). U tablici 3. prikazat će se ključni strateški razvojni stupovi koji predstavljaju Investindustrial, a obuhvaćaju: strategiju, održivost i financijske performanse.

<sup>8</sup> Investindustrial je private equity fond sa sjedištem u Londonu.



**Tablica 3. Investindustrial ključni strateški razvojni stupovi:**

<b>STRATEGIJA</b>	<b>ODRŽIVOST</b>	<b>FINANCIJSKE PERFORMANSE</b>
Ulaganje u vodeće tvrtke srednje tržišne kvalitete	Predvođenje akcije ispunjavanja globalnih klimatskih obveza kroz biranje portfelja s nultim iznosom zagađivanja	Isporučivanje dugoročno atraktivnih i dosljednih povrata različitim sektorima i strategijama
Implementiranje aktivnog industrijskog pristupa ulaganju	Obogaćivanje kulture i kolektivnog razmišljanja	Postizanje operativnog poboljšanja i izvrsnosti
Profesionaliziranje upravljačkih timova portfeljnih tvrtki	Omogućavanje tvrtkama iz portfelja da budu lideri i inovativni u upravljanju održivošću za stvaranje vrijednosti	Korištenje odgovarajuće poluge za rast i razvoj tvrtki iz portfelja
Poticanje transformacijske mogućnosti spajanja i preuzimanja	Umjeravanje industrijskog standarda kroz pitanja održivosti	Identificiranje prilika za stvaranje vrijednosti kao i ujedno ublažavanje rizika
Iskorištavanje prilika za globalni rast kroz tržišta i geografska područja		Isporučivanje značajne vrijednosti za dioničare kroz dugoročne i održive strategije
Razvijanje strateških industrijskih, komercijalnih i financijskih partnerstva		
Uzimanje u obzir UN-ove ciljeve održivog razvoja pri traženju investicijskih prilika		

Izvor: Izrada autorice prema Investindustrial; 2021 ANNUAL REVIEW & SUSTAINABILITY REPORT; dostupno na: <https://www.investindustrial.com/publications/Annual-Reports.html>

Investindustrial dodjeljuje značajna sredstva koncentriranoj grupi portfeljskih tvrtki, ali također aktivno nastoji ublažiti rizik i kontrolirati povrate na način da gradi diversificirane portfelje imovine. Ciljane tvrtke nalaze se u fazi rasta ili zreloj fazi životnog ciklusa s razinom potrebne pomoći usmjerene na sljedeće načine:

- Učvršćivanje pozicije lokalnog lidera
- Strateško repositioniranje
- Potreba za međunarodnim širenjem
- Potreba za ubrzanim rastom akvizicije i/ili novim proizvodima i tržištima

Investindustrial u svojem procesu pruža praktičnu savjetodavnu podršku portfeljnim tvrtkama kroz stručnost tima kojim raspolaže. Savjeti koji pružaju članovi tima pomažu menadžerskim timovima i odborima donošenje kvalitetnijih odluka u pogledu odluka o smjeru razvoja tvrtke kojom upravljaju. Investindustrial djeluje kao aktivni investitor te ih karakterizira bliska suradnja s menadžerskim timovima kako bi potaknuli rast proizvoda i/ili širenje tržišta. Aktivno savjetuju o faktorima koje je najbolje koristiti da bi se identificirali industrijski i financijski partneri unutar ili izvan mreže kojom raspolažu. Također, Investindustrial kao dio procesa stvaranja vrijednosti identificira potencijalne trgovačke kupce s kojima bi mogla postojati vrijedna sinergija. Valja naglasiti kako su strateški kupci činili dvije trećine izlazaka do danas. Posjeduju široku mrežu industrijskih savjetnika koji raspolažu vještinama upravljanja u različitim sektorima te posljedično pružaju stručno znanje o industriji, stavove, mišljenja i strateške savjete o poslovnim planovima pri čemu ne sudjeluju niti donose odluke o ulaganjima i prodaji (Investindustrial report, 2021). Nadalje, **SoftBank Vision Fund**<sup>9</sup> 1 i 2 imaju zadatak ubrzati revoluciju umjetne inteligencije ulažući u vodeće tvrtke na tržištu koje se razvijaju uz pomoć tehnologije, s posebnim naglaskom na privatne tvrtke čija se vrijednost u trenutku ulaganja procjenjuje na više od milijardu dolara, odnosno tvrtke poznatije pod nazivom „jednorozzi“. Softbank Vision Fund surađuje s ambicioznim osnivačima koji raspolažu s jasnom vizijom i dubokim razumijevanjem svojih kupaca. Ekosustav globalnih investitora obuhvaća preko 450 tehnoloških tvrtki koje se nalaze u fazi rasta, kao i neke od vodećih tvrtki unutar šire mreže SoftBank tvrtke poput Alibaba, Arm i SofBank Corp. Njihov cilj prvenstveno se ogleda u ponudi kapitala, stručnosti i sveobuhvatnoj podršci koja je potrebna kako bi osigurali da osnivači postignu svoj puni potencijal. Također, nastoje graditi trajne tvrtke, odnosno pomoći tvrtkama koje su u sklopu portfelja kojim raspolažu, da promišljeno rastu uz pomoć stručnosti u širokom spektru kritičnih aktivnosti, od optimizacije bilance do globalnog širenja. Obzirom da teže dugoročnosti karakterizira ih osobina strpljivih ulagača koji stoje uz odabrane osnivače bilo u dobrim bilo u teškim vremenima. Na način da uklone ograničenja kapitala nastoje omogućiti osnivačima da otklone kratkoročne pritiske i usredotoče se na ono najvažnije, a to je izgradnja tvrtki koje traju (SoftBank, 2023). Jimi Macdnald, investitor za SoftBank Investment Advisers je naglasio kako su svjedoci brze potražnje za elektrifikacijom koja se nalazi u industriji te se suočava sa značajnim izazovima prilagodbe ovom tehnološkom pomaku. Obzirom da se Rimac brzo

---

<sup>9</sup> Softbank Vision Fund je fond rizičnog kapitala.

etablirao kao vodeći tehnološki partner za električna vozila globalnim proizvođačima, zadovoljstvo im je podržati Matu i njegov tim u izgradnji uspjeha i podizanju tvrtke na višu razinu (Rimac, 2022). Međutim, SoftBank je u posljednjem kvartalu 2022. godine objavio da je poslovao s gubitkom od 5,9 milijardi dolara, dok je Vision Fund koji je osnovan 2017. godine generirao najveće gubitke, a ujedno predstavlja fond koji je uložio i u Rimac (Oršulić A, 2023). Jedan od razloga ovakvih gubitaka je pad vrijednosti startupova u portfelju Fund Vision čime su se pretrpjeli gubici u vrijednosti od 4,89 milijardi dolara. Posljedično, tvrtka se nalazi u obrambenom modu pripremanja na tri različita scenarija. Prva strategija oslanja se na predviđanje da bi se tržište trebalo oporavljati linearno ove godine ili do polovice sljedeće što predstavlja predviđanje broj dva, dok je najgora prognoza da će posrtati sve do početka 2023. godine. No, navedeno ne znači da nemaju očekivanja od startupa u koja su uložili te da nastoje unijeti više discipline u svoje portfeljne tvrtke posljednjih godinu dana obzirom da je prikupljanje novca postalo iznimno zahtjevno. Valja naglasiti kako je fond objavio da se ne namjerava povući iz ulaganja za koja se obvezao u Rimcu (Lider, 2023).

**Goldman Sachs Capital Partners** je private equity fond odnosno predstavlja dio Goldman Sachs Asset Managmenta koji se bavi alternativnim investicijama. Fond ulaže u kapital, kredite i strategije nekretnina. Osnovan je 1986., gdje s 24 ureda u 15 zemalja predstavlja jednog od najvećih globalnih private equity upravitelja pri čemu nude duboku stručnost i dugogodišnje odnose s tvrtkama, investitorima, poduzetnicima kao i financijskim investitorima diljem svijeta (Goldman Sachs Alternatives, 2023).

Goldman Sachs Corporate Private Equity Fond:

- Teži dugoročnom povećanju vrijednosti kapitala na način da ga dodjeljuje visokokvalitetnim tvrtkama koji raspolažu snažnim menadžmentom
- Nastoje ostvariti vrhunske povrate u raznim situacijama što uključuje otkupe s financijskom polugom, dokapitalizaciju, ulaganja u rast te ulaganja u tvrtke koje se nalaze u problemima u različitim industrijama i zemljopisnim područjima
- Ciljaju na ulaganja koja se odvijaju u rasponu od 50 milijuna do više od 800 milijuna dolara
- Svojim klijentima nude jedinstvene pogodnosti zahvaljujući dugogodišnjem iskustvu korporativnog privatnog ulaganja (30 godina)
- Zahvaljujući iskustvu, raspolažu globalnom mrežom koja omogućuje pristup cijenjenim menadžerskim timovima, sponzorima i vodećim korporacijama
- Omogućuju pristup sofisticiranim financijskim savjetima
- Pružaju aktivnu podršku koja je usmjerena na zadovoljenje dugoročnih ciljeva te napore za izgradnju vrijednosti kompanija koji se nalaze u portfelju

## 4.2. Ulaganja na primjeru Infobip-a

Infobip je najveća hrvatska IT tvrtka koja je osnovana u travnju 2006. godine od strane Infobipovog izvršnog direktora Silvia Kutića, tehničkog direktora Izabel Jelinića i direktora operacija Roberta Kutića. Infobip predstavlja jednu od najbrže rastućih hrvatskih tvrtki čija se korisnička baza mjeri u milijardama. Tvrtka je osnovana kao startup u poduzetničkom inkubatoru u Puli, a danas ima gotovo identičan broj ureda u inozemstvu kao i Republika Hrvatska u čemu se ogleda njezina veličina i snaga (Ivezić , 2017). Tvrtka broji više od tri tisuće zaposlenih. U Hrvatskoj je zaposleno oko 1250 ljudi, a u cijelom svijetu ukupno oko 3600, te posjeduje 70 ureda na svim kontinentima. Upravo zbog toga teško ju je nazvati samo hrvatskom tvrtkom pa je posljedično hrvatski samo jedan od jezika kojim se služe u svom poslovanju (DNEVNIK.hr, 2022). Infobip je globalni lider u više kanalnoj komunikaciji te se njihov posao temelji na pojednostavljenju načina na koji se brendovi povezuju, angažiraju i oduševljavaju kupce na globalnoj razini. Također njihova programibilna komunikacijska platforma ima zadatak pružati skup alata za napredni angažman i podršku klijentima uz sigurnost i autentifikaciju omogućavajući dostupnost najšireg raspona komunikacijskih kanala (Infobip, 2023). Ispočetka se njihov posao temeljio na mogućnosti da tvrtke iz svog CRM-a automatski mogu poslati SMS poruku svojem korisniku bilo gdje u svijetu. Danas se njihov glavni proizvod temelji na cloud platformi koja pruža mogućnost da se u različite poslovne sustave integrira SMS, e-mail, Viber, Telegram i Facebook Messenger komunikacija. Upravo zahvaljujući navedenom, telekomi mogu svoje službe za korisnike povezati s korisnicima Facebooka, banke imaju mogućnost provjeriti je li njihov klijent iz Europe stvarno podiže gotovinu na bankomatu u Rusiji, dok Viber i Google imaju mogućnost prilikom registracije korisnika poslati SMS za aktivaciju usluge (Ivezić , 2017).

Infobip je 2020. godine osiguravši investiciju vrijednu 200 milijuna dolara od strane private equity fonda One Equity Partners (OEP) postao prvi hrvatski jednorog. Valja naglasiti kako je uopće čudo da su osnivači Infobipa uspjeli toliki broj godina uspješno poslovati bez ijedne vanjske investicije što je još jedan dokaz o veličini kojom se može pohvaliti ova hrvatska tehnološka tvrtka (Brkan Brezak, 2020a). Ulaganje kojim se Infobip može ponositi, predstavlja ujedno i najveće europsko softversko ulaganje serije A financiranja u posljednjih nekoliko godina. Ovim ulaganjem tvrtka dobiva iskusnog strateškog partnera koji će im pomoći izgraditi prisutnost na tržištu SAD-a i posljedično ubrzati rast kroz strateške akvizicije. Glavni cilj investicije ogleda se u novoj eri pod nazivom „interakcija 4.0“ u kojoj se surfanje internetskim stranicama ili skidanje mobilnih aplikacija nastoji zamijeniti konverzacijskom interakcijom kao temeljem komunikacije te Infobip nastoji biti predvodnik ove ere (Nacional, 2020). Preko 30 investicijskih fondova sudjelovalo je u pregovorima dok su posljednja četiri mjeseca bila najintenzivnija. Silvio za Netokraciju ističe kako OEP godinama surađuje s velikim softverskim tvrtkama, što je Infobipu

bilo od iznimne važnosti, te da su bili pozitivno iznenađeni njihovim pristupom u cjelokupnom procesu. Iako su se natjecali s najvećim svjetskim fondovima, OEP je upravo zbog svog partnerskog pristupa uspio ostvariti suradnju. Jedna od glavnih karakteristika kojim se izdvaja OEP je veliko iskustvo i stručnost pri investiranju u organski rast tvrtke i posljedično omogućava pristup transformacijskim akvizicijama koji je i jedan od ciljeva Infobipa. Različite private equity tvrtke imaju i različite strategije kojima raspolažu. Upravo zbog toga, OEP se razlikuje od većine obzirom da su fokusirani na investiranje u manjinski udio u tvrtku. OEP u svom portfelju raspolaže s oko 50 posto tvrtki u kojima su oni manjinski investitori, upravo zbog temeljne strategije gdje njeguju partnerstvo s ljudima s kojima posluju. Dakle, kada se odlučuje ulaziti u manjinsku poziciju, potrebno je biti siguran u partnera te se unaprijed dogovoriti oko poslovne strategije. Silvio je također u intervjuu za Netokraciju savjetovao ostalim osnivačima koji će imati priliku naći se u sličnoj situaciji poput Infobipa, odnosno kada će nakon organskog rasta biti potreban kapital: „Pripreme za investicijsku rundu su jako zahtjevne. Potrebno je imati interne i eksterne resurse i ljude koji mogu efikasno iznijeti navedeni proces. Svima onima koji planiraju ići ovim smjerom savjetujem da se pravovremeno i snažno interno ekipiraju, pogotovo na funkcijama kao što su financije i business intelligence. Također, potrebni su i dobri vanjski investicijsko – bankarski i pravni savjetnici. Uvjereni smo da je OEP prepoznao potencijal Infobipa u industriji kojoj poslujemo, zatim naše razvijene interne procese, ali i jaku strukturu menadžmenta.“ (Brezak Brkan, 2020c).

**One Equity Partners (OEP)** je private equity tvrtka koja upravlja s imovinom vrijednom 10 milijardi dolara te je usmjerena na industrijski, zdravstveni i tehnološki sektor u SAD-u i Europi. OEP je osnovan 2001. godine kao interni private equity odjel banke Bank One, dok je 2006. tvrtka pripala JPMorganu. Zatim, 2015. godine OEP se odvojio od JPMorgana te se osnovala neovisna upravljačka tvrtka s ciljem nastavljanja uspješne investicijske strategije.

Tvrtke u koje ulaže OEP trebaju zadovoljavati sljedeće kriterije:

- Prihod - od 100 do 800 milijuna dolara
- EBITDA - od 10 do 70 milijuna dolara
- Geografski fokus - Sjeverna Amerika i Europa
- Industrije - zdravstvo, industrijske i srodne usluge te tehnologija i tehnološke usluge
- Vlasništvo - ulaganja koja su usmjerena na kontrolu s fleksibilnom strukturom

Filozofija kojom se vode u OEP temelji se na partnerstvu odnosno izgradnji kvalitetnih odnosa s vlasnicima tvrtki kako bi se tvrtke uspjele transformirati u tržišne lidere. Temeljni principi koji imaju značajnu ulogu pri donošenju odluka tijekom životnog ciklusa ulaganja je poslovanje na siguran, odgovoran i etičan način. Jedna od OEP karakteristika investicijskog procesa je zadovoljavanje ideja

koje su nadahnute pitanjima zaštite okoliša, društva i upravljanja tzv. ESG (eng. Enviromental, Social, Governance) te sudjeluju isključivo u industrijama koje se u svojim poslovanjima bave navedenim temama. Tijekom procjene investicije obavljaju ESG program dubinskog snimanja koji se bavi procenom deset ključnih područja koja mogu utjecati na sadašnje ili buduće rezultate tvrtke, također odustat će od bilo kakvog ulaganja koje nije u skladu s navedenim. Nakon što je provedeno ulaganje, tvrtka pregledava i nadzire sve svoje portfeljske tvrtke kako bi osigurali da se pridržavaju propisane politike (One Equity Partners, 2023). Nakon investicije od 300 milijuna dolara, u istoj godini Infobip je realizirao novu rundu investicije u vrijednosti od 500 milijuna dolara te doseže vrijednost ukupne investicije u iznosu većem od 860 milijuna dolara. Silvio Kutić je u priopćenju za novine rekao kako bi se financiranje trebalo dovršiti do kolovoza 2021. godine te da bi IPO trebao u tom slučaju biti spreman u sljedećih 18 do 20 mjeseci. Navedena sredstva investicije plasirat će se za akvizicije što bi tvrtki omogućilo proširenu bazu kupaca kao i pristup novoj tehnologiji. Naglašavaju kako je tržište vruće i dinamično, brzo se kreće te im je cilj izvršiti nekoliko spajanja i pripajanja prije nego što tvrtka izađe na burzu (Tomić, 2021). Glavni investitori u ovom krugu financiranja između ostalih bili su kreditni fondovi pod upravljanjem Ares Management Corporation i fondovi pod upravljanjem BlackRocka te kao što se iz prikazanog može zaključiti u ovoj rundi financiranja Infobip se odlučio za kreditno financiranje. Infobip je zabilježio porast od 55 posto u prvom kvartalu 2021. godine u odnosu na isto razdoblje prethodne godine što se može zahvaliti kontinuiranom organskom rastu kao i kontribuciji preuzimanja OpenMarketa. Također, Infobip je u istoj godini izvršio i preuzimanje hrvatske Shift franšize kao i vodećeg svjetskog pružatelja SMS firewall usluge, Anam Technologiesa (Kostanić, 2021).

**Ares Management** private equity grupa je postigla iznimne povrate ulaganja koji su prilagođeni riziku za diverzificiranje kao i postojanje rastuće grupe istaknutih ograničenih partnera, držeći približno 34,6 milijardi dolara imovine pod upravljanjem putem svojih korporativnih privatnih ulaganja. Private equity grupa fokusirana je na ponudu rješenja za vlasnički, dužnički i hibridni kapital koja se nalaze na tržištu SAD-a i Europe. Tim koji je zadužen za private equity ulaganja svoj fokus usmjerava prema postizanju dugoročnog zajedničkog interesa s tvrtkama kojima surađuju uključujući i postizanje pozitivnih rezultata za svoje partnere i dioničare. Cilj im je ulaganje u visokokvalitetne tvrtke koje posluju u industrijama poput zdravstva i usluga. Navedene industrije im pružaju mogućnost iskorištavanja opsežnog iskustva ulaganja koje je orijentirano na rast, vlastiti sustav stvaranja vrijednosti te sposobnost generiranja dosljednih povrata u različitim tržišnim okruženjima. Na private equity tržištima iskorištavaju značajne resurse Ares Managementa i franšize za izravno kreditiranje kako bi uspjeli pružiti fleksibilna kapitalna rješenja i strateško vodstvo svojim partnerima. Njihova rješenja mogu zdravim tvrtkama ponuditi fleksibilnost i kapital potreban za rast, dok tvrtkama koje su

u sred nevolje mogu ponuditi vodstvo, fleksibilnost i stručnost kroz poboljšanje novčanih tokova, smanjenje financijske poluge (Ares Management, 2023).

U fokusu su im tvrtke koje se suočavaju s jednim ili više navedenih poteškoća (Ares Management, 2023):

- Poslovni model ili upravljački tim prolazi kroz značajnu tranziciju
- Industrija ima tendenciju transformacijskih promjena
- Bilanca je postala složena i/ili neodrživa

**BlackRock** je platforma za private equity koju karakterizira holistički pristup portfeljima i osmišljena je na način da ponudi strategije i rješenja koje su u harmoniji s ciljevima klijenata i pružaju trajno poboljšanje izvedbe. Private equity temeljni je stup BlackRockove alternativne platforme pri čemu njihovi timovi upravljaju kapitalnim obvezama u iznosu od 41,9 milijardi dolara kroz izravna, primarna, sekundarna ulaganja i su-investicije (BlackRock, 2023).

Prednosti ostvarivanja partnerstva se ogledaju u:

- Istinska usklađenost s potrebama klijenata
- Diferencirano nabavljanje omogućeno centraliziranom platformom koji se sastoji od mreža na privatnim i javnim tržištima te brend koji omogućuje vlasnički pristup zapravo je srž sposobnosti za generiranje alfe
- Prošireni uvidi omogućeni vodećom analitičkom platformom na tržištu koja pruža prednost kroz pristup klasama imovine kao i duboke poglede na tvrtku, industriju i makro trendove.

#### 4.3. Ulaganja na primjeru Microblink-a

Microblink je tehnološka tvrtka osnovana 2012. godine od strane Damira Sabola, Izeta Ždralovića i Jurice Ceroveca, čiji je razvoj započeo kao pilot projekt kojem je cilj bio stvoriti softver u svrhu eliminiranja tipkanja u mobilnim aplikacijama pri izvršenju plaćanja režija. Nakon postignutog uspjeha diljem Europe tvrtka je nakon nekoliko godina preimenovana u današnje ime (Microblink, 2023). Microblink svoja poslovna rješenja razvija u tri različita segmenta (Tomić, 2022):

1. Prvi segment se odnosi na utvrđivanje i povezivanje digitalnog identiteta korisnika koji na temelju baze dokumenata skoro iz svih dijelova svijeta omogućuje digitaliziranje osobnih dokumenata kao i prepoznavanje vjerodostojnosti, a samim time i autentičnost vlasnika.

2. Drugi segment odnosi se na trgovinu i prepoznavanje različitih artikala u maloprodaji. Navedeni segment se temelji na softveru koji posjeduje bazu od preko 15 milijuna maloprodajnih artikala te se koristi za preko 3 milijarde pojedinačnih kupnji godišnje. Osnovna prednost softvera, upravo zbog značajne korištenosti, omogućuje razne uvide u potrošačke navike kupaca što za posljedicu ima učinkovitije kreiranje personaliziranih ponuda i poboljšanje korisničkog iskustva.
3. Treći segment je AI segment sa svojom AI tehnologijom koju Microblink koristi samo za razvoj vlastitih rješenja. Valja naglasiti kako postoji potencijal komercijalizirane platforme obzirom na atraktivnost potražnje koju platforma nudi drugim tvrtkama u pogledu razvoja vlastitog softvera. U budućnosti Microblink tim koji je razvio navedenu AI platformu teži razvoju moćnog sustava koji bi bio sposoban samostalno razvijati napredna AI rješenja i proizvode. Jedna od komponenti AI platforme je izvođenje neuronskih mreža na mobilnom uređaju, a njihov proces to izvodi 50% brže od ostalih sličnih platformi poput Applea i Google-a u čemu leži jedan od temelja uspjeha kompanije.

Zahvaljujući konstantnom razvoju tvrtke, a samim time i imena Microblink u svijetu, uz razvoj tehnologije mogu se pohvaliti i partnerstvom s klijentima u više od 60 zemalja. Microblink broji preko 100 stalno zaposlenih osoba te trenutno uz njih mogućnost rada ima i 41 student koji imaju istu razinu odgovornosti kao i stalno zaposlene osobe (Rep.hr, 2023). Microblink je 2020. godine osigurao investiciju od preko 60 milijuna dolara od strane američkog growth equity fonda Silversmith Capital Partners. Dakle, nakon 7 godina postojanja tvrtke to je bio prvi put da je Microblink dobio vanjski kapital, a sve do tada su samostalno, dugoročnim pristupom te reinvestiranjem dobiti razvili tvrtku koja je postala globalni tehnološki lider u izabranom segmentu. Kako to inače i biva kada je riječ o private equity-u ili rizičnom kapitalu, nakon provedene velike investicije, neke se stvari mijenjaju pa tako i samo ustrojstvo. Jurica Cerovec je nastavio u postojećoj ulozi kao CTO, Izet Ždralović kao izvršni direktor u hrvatskoj, a Damir Sabol kao direktor Photomatha (sestrinska tvrtka) je član upravnog odbora zajedno sa Sri Raom i Darrenom Bassmanom koji je postao CEO Microblinka. Basman je osnivač tvrtke BlinkReceipt LLC koja je u tom periodu već 6 godina surađivala s Microblinkom te ga samim time smatraju najkvalitetnijim izborom za poticanje razvoja na američkom i globalnom tržištu. BlinkReceipt LLC je tvrtka čiji je fokus usmjeren na skeniranje računa iz trgovina, dok je temelj korištenja upravo Microblinkova tehnologija. Navedena suradnja je dodatno poboljšala njihovo već postojeće partnerstvo te su spajanje vidjeli kao put koji omogućava ispunjenje većeg potencijala obzirom da je tvrtka postigla iznimne komercijalne rezultate na američkom tržištu. S druge strane Microblink gradi vrhunsku tehnološku podlogu koja predstavlja predispoziciju za ostvarenje golemog uspjeha (Brezak Brkan, 2020b). Sri Rao jedan od generalnih partnera Silversmith Capital Partnersa je u intervjui



istaknuo kako im je cilj ulaganje u tim, proizvod i organizaciju koja ide na tržište. Samim tim, valja naglasiti kako je Microblink izgradio inženjersku organizaciju kao i tehnološku platformu na svjetskoj razini, dok će partnerstvo sa Silversmithom pomoći tvrtki da ubrza rast u ključnim poslovnim područjima koji uključuju razvoj proizvoda, izlazak na tržište te širenje tima. Sebe karakteriziraju kao dugoročne investitore koji su orijentirani na ulaganje u tim, proizvod i organizaciju koja ide na tržište, a sve s ciljem omogućavanja održivog rasta u budućnosti (Špiljak, 2021a). Upravo zbog značajne financijske injekcije koja je došla u Microblik, investitori su očekivali od njih: ubrzanje rasta i probijanje novih industrija i tržišta u čemu zapravo i leži potreba da se tvrtka upravljački ojača i preciznije strukturira. Temeljne industrije u kojima posluju su: telekomi, osiguranja i ostala financijska industrija dok su prepoznati u industrijama istraživanja tržišta, marketinškoj industriji te maloprodaji i industriji široke potrošnje gdje se žele dodatno proširiti da njihov proizvod bude prepoznat kao standard. Cilj se ogleda u udvostručenju broja zaposlenih u dvije godine te udvostručenju prihoda u sljedećih nekoliko godina. U ovakvim investicijama od ključne važnosti je povjerenje što ujedno i predstavlja pobjedničku strategiju. Također, suradnja sa Silversmithom će im omogućiti ojačavanje upravljačkog tima u SAD-u kao i usvajanje najboljih praksi upravljanja. Fond se može pohvaliti i velikim iskustvom u skaliranju tvrtki koje se nalaze u fazi startupa što je Microblinku od iznimne važnosti (Špiljak, 2021b). Dakle, kao što je prikazano u tekstu, Microblink se još prije investicije pozicionirao kao globalni tehnološki lider, no sljedeći korak je korištenje tog zaleta za novu fazu rasta odnosno rekonstrukciju poslovanja koja će se sada detaljnije objasniti. Ova faza planiranja nastoji transformirati sveukupnu organizaciju što znači da iz projektno orijentirane tvrtke prelaze u produktno orijentiranu, odnosno tvrtku u kojoj će se graditi proizvod unutar 3 nove vertikale: identifikacija identiteta, trgovanje i platforma za primjenu umjetne inteligencije. Kada je tvrtka projektno orijentirana to znači razvijanje specifične funkcionalnosti za klijenta što je bilo potrebno povezati kroz nekoliko različitih timova. Međutim, ovakav sustav je održiv samo do određene razine razvoja odnosno kada je tvrtka još mala, bez investicije i bez zadovoljenja potrebe intenzivnog rasta. Nakon primljene investicije bilo je vidljivo da nagli rast zahtjeva razvijanje proizvoda na nekoliko traka, a ne kao što je prethodno bio slučaj na jednoj traci. Navedeno je zahtijevalo formiranje produktnih timova koji imaju fokus svaki na svom konkretnom proizvodu. Dapače, to ne znači kako projektni menadžeri prestaju biti važni dionici nego se njihov fokus sada stavlja na strateškim projektima na razini tvrtke dok razvoj proizvoda ide u ruke stručnjaka za proizvode (Kostanić, 2021b). Novi tip organizacije okuplja različite stručnjake oko jednog proizvoda, za razliku od starog tipa organizacije koji je imao specijalizirane timove prema pojedinim tehnologijama. Nakon uspješno provedene transformacije organizacijskog modela može se zamijetiti kako se jedan produktni tim sada može posvetiti razvoju svog proizvoda, analizi tržišta, slušanju klijenta i pomnom prioritiziranju što posljedično rezultira manjem multitaskingom, većoj fokusiranosti, efikasnosti i zadovoljstvu (Kostanić, 2022). Zahvaljujući transformaciji i razvoju novih globalnih rješenja, dodatno je

ubrzan rast te je u posljednje dvije godine više nego udvostručen broj zaposlenih na njih 300 kroz osnivanje ureda u Zagrebu i New Yorku pri čemu se može zaključiti kako su prvi cilj nakon provedene investicije uspješno ispunili (Tomić, 2022). Uspjeh Microblinka nakon investicije vidljiv je osim u spomenutom rastu broja zaposlenih koji bi do kraja 2022. ili početka 2023. trebao dodatno povećati na više od 450 i u rastu prihoda koji su u 2021. rasli za 40% u odnosu na 2020. godinu. Daljnji rast od 50% očekuju za 2022. godinu, ne dajući konkretne brojke. Također, njihovu globalnost dokazuje i podatak da u bazi kupaca imaju kompanije iz više od 80 zemalja u svijetu koje sudjeluju u više od 20 industrija, od financija do maloprodaje i drugih (Hina, 2022).

**Silversmith Capital Partners** je bostonska tvrtka za growth (rastući) kapital koja je osnovana 2015. godine te raspolaže s 3,3 milijarde dolara kapitala. Misija Silversmitha se ogleda u partnerstvu i podršci najboljim poduzetnicima koji posluju u rastućim i profitabilnim tehnološkim i zdravstvenim tvrtkama. Određena ulaganja kojima se mogu pohvaliti su: ActiveCamaign, Appfire, Apyrse, DistroKid, LifeStance Health i Webflow. Obzirom da pružanje kapitala nije jedinstveno te je izgradnja etablirane tvrtke zahtjevan posao, poduzetnici s kojima su partneri obavili su težak posao pretvaranja vizije u nešto stvarno i uspješno. Upravo stoga, kao investitori navode da njihov cilj nije gradnja velike tvrtke nego pronalazak timova koji raspolažu navedenim te stvaranje dugoročnih partnerstva koja će omogućiti da ujedinjeni zajedno postignu više nego što bi to pojedinačno uspjeli. Vjeruju u suradnička i već spomenuta dugoročna partnerstva kao i da poduzetnici u koje namjeravaju uložiti raspolažu iznimnim znanjem i kvalitetom u području kojim se bave. Pružaju podršku osnivačima kroz personalizirane i konfigurirane savjete za njihove specifične potrebe te ih osnivački mogu koristiti kada i kako oni žele. Također, ukoliko netko poželi biti partner s njima, moraju dijeliti sličan sustav vrijednosti (Silversmith, 2023):

- Integritet – obzirom da je ugled najvažnija vrijednost koju zastupaju, zasjenjuje bilo koju pojedinačnu investiciju i financijski ishod koji su u mogućnosti postići.
- Timski rad – suradnja je jedna od temelja njihove tvrtke. Investicijske odluke koje donose, donose kao tim te kao tim podržavaju tvrtke s kojima su u kolaboraciji. Geslo koji prate u svom poslovanju je: „Zajedno pobjeđujemo i zajedno gubimo“.
- Poniznost – nastoje konstantno učiti iz situacija i ljudi koji su oko njih te im je cilj nikada izgubiti iz vida izazove s kojima se osnivači svakodnevno susreću.
- Uvjerenost – temeljni posao je preuzimanje proračunatog rizika, te je jedna od karakteristika da su investitori kroz dugo vremena u više ciklusa. Upravo zbog toga znaju što traže, brzo se kreću te su na sve spremni kad upravo to i pronađu.

Kako bi se uspjela stvoriti uspješna tvrtka potrebni su iznimni poduzetnici koje karakterizira strast, stručnost i neumoljiv optimizam. Poduzetnici u koje ulažu su kreatori i operatori koji su preuzeli rizik i izgradili uspješne tvrtke na kapitalno učinkovit način, nakon svega spremni ubrzati svoj rast, ali sa saznanjem da ne mogu sve sami. Za potrebnu kolaboraciju, poduzetnici moraju zadovoljiti sljedeće kriterije:

- Izniman poduzetnik – obzirom da su velike i uspješne tvrtke najčešće vođene iznimnim i talentiranim osnivačima i poduzetnicima.
- Vrijednost – prihodi veći od 10 milijuna dolara.
- Rast – tvrtku procjenjuju kroz tržišta, odnosno kada kupci žele kupiti proizvod to znači da uspješno rade svoj posao. Zahtijevaju rast veći od 20%.
- Kapitalna učinkovitost – dokazana sposobnost rasta poslovanja uz ograničene resurse. Posao treba biti profitabilan.

Također, valja naglasiti kako ciljaju na growth (rastući) kapital i ulaganja u vrijednosti od 20 do 125 milijuna dolara u sektorima informacijskih usluga, IT i zdravstva. Silversmith Capital Partners je imenovan na popis GrowthCap 25 najboljih rastućih dioničkih tvrtki kako 2021. godine tako i 2022. godine. Dobitnici nagrada odabrani su na temelju temeljite evaluacije dostavljenih nominacija koji uključuju detaljne povratne informacije o prednostima tvrtke uključujući: sektorsku stručnost, stratešku oštromnost, operativne sposobnosti te kulturu tvrtke kao jedne od temeljnih čimbenika evaluacije. Tvrtke koje se nalaze na popisu posjeduju jedinstvene specifičnosti koji im omogućuju dosljedno prepoznavanje sjajnih prilika za ulaganje, stvaranje vrijednosti za portfeljne tvrtke kao i optimiziranje rezultata za sve uključene dionike. Također, često spominjan u posljednje vrijeme, velika pozornost se usredotočuje na predanost tvrtke ESG-u i donošenju učinkovitih politika i procedura. Najbolje tvrtke koje su dio popisa ujedno predstavljaju tvrtke koje su kultivirane godinama kroz kontinuirani fokus i zavidnu predanost izgradnji iznimne interne kulture (G/C GROWTCAP, 2022).

#### **4.4. Ulaganje na primjeru Tele2**

Sadašnji Telemach je svoju misiju započeo 2005. godine pod imenom Tele2 s ciljem pružanja vrhunske usluge za sve korisnike. Obzirom da su u svom poslovanju uvijek težili boljem, 2020. godine su se pridružili vodećem pružatelju telekomunikacijskih i medijskih usluga u regiji, odnosno United grupi, što je prouzrokovalo mijenjanje imena u današnji Telemach. U svom poslovanju od drugih se izdvajaju kontinuiranim ulaganjem u najnapredniju tehnologiju i infrastrukturu, te gradnjom najmodernije optičke mreže kako bi privatnim i poslovnim korisnicima pružili ultra brzi pristup internetu do 10 gigabajta. Pripremaju se za uvođenje ultra brze 5G mreže koja se danas uključuje u najsuvremeniju

tehnologiju (Telemach, 2023). Upravo zbog svoje posvećenosti poslovanju, Telemach predstavlja jedan od vodećih mobilnih operatera u Hrvatskoj. Od samih početaka, uvode revoluciju poput telefoniranja bez ograničenja, pružanje neograničenog interneta, razgovora i SMS poruka korisnicima na svojim mobilnim telefonima. Također, zahvaljujući razvoju mobilnog interneta, neograničeno surfanje je omogućeno čak i u područjima koji imaju slabo razvijenu fiksnu telekomunikacijsku infrastrukturu i spor Internet (AmCham, 2023). Tele2 je u 2019. godini objavio da prodaju svoju hrvatsku tvrtku United Grupi za 220 milijuna eura. Navedena transakcija omogućava Tele2 da ostvari vrijednost uspješnog razvoja hrvatskog poslovanja i unaprijedi svoju strategiju čiji je fokus regija baltičkih zemalja. Zaključenje transakcije podliježe regulatornom odobrenju Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja u Hrvatskoj uz ostatak relevantnih regulatornih tijela. United Grupa je vodeći pružatelj telekomunikacijskog i medijskog sadržaja u jugoistočnoj Europi te je prisutna od lokalnog do globalnog pa je samim time i vlasnik Sport Kuba, Nove TV i N1 na području Hrvatske. United Grupa posluje u 6 zemalja: Hrvatska, Srbija, Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Makedonija na čijem području broji sveukupno 3,82 milijuna pretplatnika. U cijeloj grupi zaposleno je 4400 osoba, a sjedište tvrtke nalazi se u Amsterdamu. Što se tiče konkretno 2019. godine Tele2 u Hrvatskoj je zaključio godinu sa 179 milijuna eura prihoda, dok broj zaposlenih u organizaciji je iznosio 310 zaposlenika (Biberović, 2019). Nakon uspješno provedene transakcije, Tele2 mijenja ime u Telemach Hrvatska. Cilj provedene investicije predstavlja ulaganje od 130 milijuna eura u mobilnu mrežu Telemacha, a ostatak investicija će biti usmjeren u proširenje pokrivenosti mrežom, unaprjeđenje kvalitete mobilne usluge kao i uvođenje ultra brze 5G mobilne mreže, čiji je početak određen za 2021. godinu. Uz sve navedene investicije, United Grupa uložiti će dodatnih 100 milijuna eura kako bi izgradila najsuvremeniju optičku mrežu. Pozitivne posljedice preuzimanja najbolje su vidljive u poboljšanju usluga za korisnike koji na raspolaganju imaju cjelovitu ponudu najnaprednijih usluga i proizvoda. Jedna od zanimljivosti je da preuzimanje Tele2 predstavlja ujedno i prvu investiciju od strane United Grupe otkad je i sama prodana britanskom investicijskom fondu BC Partners, a sama investicija u Tele2 predstavlja jednu od najvećih transakcija u ovom dijelu Europe (Biberović, 2020). Telemach Hrvatska je u 2021. godini zabilježio rast unatoč tada aktualnoj pandemiji, te u 2022. godini nastavljaju s do tada najavljenim ulaganjima. U izvještaju za medije, vidljivo je kako su u navedenoj godini ostvarili rast broja korisnika i rast prihoda. Telemach raspolaže s oko 600 zaposlenih u 2022. godini, što je više nego dvostruko uspoređujući s vremenima prije preuzimanja. Ujedno, Telemach više nije samo mobilni operator nego pruža i usluge s područja fiksne telefonije i televizije kao ravnopravan konkurent dvama najvećim telekomima u Hrvatskoj (Lider, 2022). Dakle, na temelju prikazanog može se zaključiti da je preuzimanje Tele 2 od strane United Grupe rezultiralo mnogobrojnim dobrobitima za rast i razvoj tvrtke nego što bi se očekivalo da preuzimanje nije finalizirano.

**BC Partners** je 2019. godine ulaganjem u United Grupu, čija bi vrijednost tvrtke trebala biti procijenjena na oko 2,60 milijardi dolara, preuzeo većinsko vlasništvo u United grupi od strane KKR, pri čemu je KKR zadržao značajan manjinski udio. United Grupa je u 18 godina poslovanja proširila svoju prisutnost na tržištu kroz organski rast i akvizicije. Partner u BC Partnersu je u priopćenju za medije naglasio oduševljenost sklapanja novog partnerstva te mogućnost podržavanja sljedeće faze rasta tvrtke. United Grupa raspolaže visokokvalitetnom imovinom koja odražava karakteristike obrambenog rasta, vodećom infrastrukturom, diferenciranim sadržajem te onim najbitnijim, vjernim kupcima. Upravo njihov atraktivan i integriran poslovni model, naveo ih je da se odluče za provedbu investicije obzirom da vide potencijal za dodatni organski i akvizicijski rast. KKR je podržavao United Grupu sve od 2014. godine čijim su zajedničkim snagama izgradili tvrtku u vodećeg pružatelja komunikacijskih i medijskih usluga u jugoistočnoj Europi (United Group, 2019). BC Partners je vodeća investicijska tvrtka koja upravlja s više od 18 milijardi eura kako u private equity-u tako i u privatnim kreditima. Tvrtka je osnovana 1986. godine te s BC Partners igra aktivnu ulogu u pogledu razvoja europskog tržišta. Tijekom svog dugogodišnjeg poslovanja prikupili su u 11 uzastopnih fondova ukupnu vrijednost angažiranog kapitala od preko 30 milijardi eura. Izvršili su 126 private equity ulaganja u 4 ključna sektora u 18 zemalja te uspješno generirali značajan tok ugovora o zajedničkom ulaganju za ulagače s kojima surađuju. Jedan od ciljeva u poslovanju, kao i ostatku private equity tvrtki, je ostvarivanje vrhunskih povrata za ulagače kroz svaku fazu investicijskog procesa koji se sastoji od pronalaska izvora, dubinske analize, stvaranja operativne vrijednosti pa sve do postizanja optimalnog izlaza.

U svom poslovanju posjeduju i cijene sljedeće karakteristike:

- Usredotočenost – fokusirani su na kontrolni otkup poduzeća na područjima Europe i SAD-a s poduzetničkim vrijednostima uglavnom većim od 300 milijuna eura.
- Otpornost – Nastoje kupiti vodeće tvrtke na tržištu koje posjeduju otporne karakteristike na defanzivnim, ali rastućim tržištima uključujući osnivača, obitelji i vlasnika poduzeća.
- Uravnoteženost – Tvrtke s kojima surađuju u partnerstvu imaju višestruke operativne poluge čime stvaraju mogućnost rasta, jake temeljne prinose slobodnog novčanog toka te atraktivnu ravnotežu rizika i nagrade.
- Čvrstoća – U poslovanju se povezuju sa snažnim, poticajnim menadžerskim timovima i tvrtkama u kojima postoji mogućnost atraktivne izlazne strategije.

Investicijski tim usredotočen je na tvrtke koje djeluju u 4 ključna sektora: potrošačke usluge, zdravstvo, uslužne djelatnosti, telekomunikacijske usluge kao i u dva zemljopisna područja: Europu i SAD. Razlog isključivog fokusa na 4 sektora i 2 zemljopisna područja je u poticanju dubljih odnosa sa sudionicima u sektoru što im posljedično omogućuje stvaranje dubokih mreža. Pripadajuće im vrijednosti i kultura

duboko odjekuju među osnivačima pri čemu im se poduzetnici često obraćaju tražeći partnera koji obuhvaća kulturu transparentnosti, poštenja i profesionalnosti čime balansiraju između dopadljivosti i vjerodostojnosti. Fokusirani su isključivo na vodeće tvrtke na tržištu i stvaranje vrijednosti sa snažnim novčanim tokom. Tvrtkama kojima su partneri igraju aktivnu ulogu angažiranih dioničara, a sve s ciljem maksimiziranja povrata za ulagače. Tijekom trajanja investicijskog procesa nastoje generirati smanjenje novčanih tokova kako bi pružili zaštitu od negativnih scenarija, dok s druge strane rast EBITDA-e postižu ulaganjem u buduće pokretače vrijednosti u kombinaciji s disciplinom operativnih troškova. Investicijski tim sastoji se od 17 partnera gdje su u prosjeku partneri u tvrtki više od 12 godina. S druge strane, investicijski tim broji 63 stručnjaka koji raspolažu značajnim i dugogodišnjim znanjem i iskustvom u privatnom kapitalu (BC Partners, 2023).

## 5. ZAKLJUČAK

Ovim radom nastojao se prikazati mali dio tržišta koji je relativno nepoznat široj javnosti, a od iznimnog je značaja kada je riječ o alternativnim investicijama i pružanjima mogućnosti mladim poduzetnicima koji su tek na početku puta pokretanja mlade inovativne tvrtke s visokom predispozicijom rasta i razvoja. Private equity tržište, spada kako je već rečeno u alternativno tržište. U svijetu ne postoji jedna ustaljena definicija private equity-a i rizičnog kapitala, što dodatno otežava razumijevanje kompleksnosti navedene tematike. U praksi pojmovi poput private equity-a i rizičnog kapitala najčešće se međusobno isprepleću, međutim rizični kapital je podskup private equity-a i orijentiran je prvenstveno na poduzeća u vrlo ranoj i ranoj fazi u rastućim industrijama. S druge strane private equity je orijentiran na etablirane tvrtke koje posluju u razvijenim tržištima. Jedna od osnovnih karakteristika ovakvog načina financiranja je da se financiranje provodi isključivo u tvrtke koje ne kotiraju na burzi. Na tržištu postoji veliki broj mladih tvrtki koje ne mogu biti financirani bankarskim kreditima, obzirom da ih karakterizira visoka rizičnost što rezultira iznimno visokim kamatnim stopama. Kada se private equity uspoređuje s bankarskim kreditom, jedna od osnovnih prednosti ogleda se u njegovoj srednjoročnosti do dugoročnosti i aktivnom sudjelovanju investitora u poslovanju. Banka predstavlja pasivnog aktera čiji je osnovni cilj osiguranje vraćanja kredita kroz kolateral, dok s druge strane kao bi private equity investicija poprimila pozitivan ishod potrebno je ostvariti pozitivne poslovne rezultate u trenutku izlaska iz tvrtki. Upravo zbog tog načela, PE/VC fondovi igraju ulogu aktivnih investitora koji prate poslovanje tvrtki u koje su uložili i aktivno sudjeluju u svim bitnim odlukama kroz članstvo u upravnom odboru. Još jedna od bitnih razlika bankarskog kredita i private equity financiranja je po pitanju vlasništva. Banka ne sudjeluje u vlasništvu čime je posljedično ograničena na ostvarivanje dobiti visinom kamatne stope, a izlazak se ostvaruje u potpunosti otplaćenom glavnicom i kamatnim stopama. S druge strane, PE/VC fondovi sudjeluju u vlasništvu, te u stvaranju dodatne vrijednosti poduzeća, dok se izlazak iz investicije ogleda u prodaji udjela na različite dostupne načine i posljedično ostvarivanja visoke dobiti za svoje investitore ukoliko je investicija imala pozitivan karakter. Što se tiče PE/VC fondova, oni se klasificiraju kao alternativni investicijski fondovi, koji na tržištu preuzimaju ulogu financijskih posrednika, što znači da kapital osiguravaju od investitora (ograničeni partneri), te ga isključivo ulažu u portfeljne tvrtke. U tvrtke u koje ulažu igraju aktivnu ulogu u pogledu praćenja i poboljšanja provedenih investicija, a sve s ciljem maksimiziranja financijskog povrata. Tvrtke privatnog kapitala najčešće su organizirane kao partnerstvo ili društvo s ograničenom odgovornošću. Investicijski proces sastoji se u 6 faza: pristupanje PE/VC fondu, početni pregovori, dubinsko snimanje, završni pregovori i dogovor, nadzor i praćenje te izlaz.

U Hrvatskoj fondovi rizičnog kapitala obuhvaćeni su Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima gdje je omogućeno osnivanje fondova s javnom ili privatnom ponudom. PE fondove promatra se u okviru alternativnih investicijskih fondova s privatnom ponudom te se sredstva mogu nuditi isključivo profesionalnim i kvalificiranim ulagateljima. Kvalificiranog ulagatelja karakterizira stručnost u pogledu razumijevanja rizika ulaganja u AIF i potrebno je ulaganje od minimalno 400.000,00 kn ili ekvivalentne vrijednosti u drugoj valuti. U srednjoj i istočnoj Europi (CEE) 4 države drže 70% ukupnih sredstava rizičnog kapitala u 2022. godini pri čemu Hrvatska zauzima treće mjesto. Dakle, na temelju navedenog može se zaključiti kako je odnedavno krenuo razvoj rizičnog kapitala i private equity-a u Hrvatskoj, te od tada trend bilježi uzlaznu putanju. U odnosu ostatka Europe, CEE regija još uvijek zaostaje i karakterizira ju izrazito nejednaka raspodjela kapitala. Međutim ne može se osporiti kako i investitori pokazuju sve veći interes za našu regiju što je vidljivo kroz to da Hrvatska raspolaže s 2 jednoroga: Infobip i Rimac automobili. Dakle, može se zaključiti kako će se Hrvatska samo dodatno razvijati na ovom području pokušavajući uhvatiti korak s najrazvijenijim zemljama u Europi, no upitno je koliko će vremena trebati za isto. Iako je rizični kapital i private equity, ovdje tek u začecima vidljivo je i da država podržava njegov razvoj kroz subvencije i stvaranje FGS-a upravo iz razloga što je kroz mnoge studije dokazan pozitivan učinak ovakvog tipa financiranja na gospodarski rast i poboljšani razvoj financijskih tržišta. U Hrvatskoj također djeluju Hrvatska Private Equity i Venture Capital asocijacija poznatija pod nazivom CVCA, koja dodjeljuje BestInvest nagrade za private equity i venture capital investicije kako bi tim činom podržala razvijanje ovog sektora i ohrabrila kako investitore tako i poduzetnike da prepoznaju mnoge benefite koji im se ovdje nude, a razlikuju se od klasično zastupljenih tradicionalnih načina financiranja. U sklopu ove nagrade, u ovom diplomskom radu detaljno je prikazan put 4 tvrtke koje prikazuju kako je Hrvatska ipak zemlja izrazito uspješnih tvrtki i nadarenih investitora, a to su: Rimac automobili, Infobip, Microblink i Tele2. Za svakog od navedenih karakteristično je da ih vode izrazito uspješni i nadareni ljudi koji su krenuli od nule, te kroz silan rad i trud uspjeli privući strane investitore u svoje tvrtke kako bi osigurali postizanje globalnog uspjeha. Privlačenje investitora nije bilo nimalo lak posao, a zajednička karakteristika je da su svi raspolagali temeljnim karakteristikama koje fondovi zahtijevaju kako bi osigurali investiciju. Prije svega, radi se o iznimno talentiranim ljudima koji su posjedovali inovativne ideje i ludu strast prema onom što su stvarali. Razvijali su poslove koji se temelje na brzorastućim tržištima poput telekomunikacije, informacijske i automobilske industrije koje su u fokusu ovakvog tipa financiranja upravo zbog osiguravanja visokih povrata. Raspolagali su članovima tima koji su odisali sigurnošću i kvalitetom što je jedna od osnovnih karakteristika kada se fondovi odlučuju na poduzimanje investicija. Također, svaka od navedenih tvrtki je uspjela izdržati sve poteškoće i negativne strane tržišta na kojima posluju prije nego što su osigurali ijednu investiciju, te dokazali svoju čvrstinu što je također jedna od bitnih karakteristika kada se procjenjuje isplativost investicija. Još jedna od bitnih stavki je da su bili tržišni lideri u izabranim sektorima, te i na taj način



dokazali svoju borbenost i kvalitetu ideje koju su pretvorili u pravi posao. Također, na temelju analize može se zaključiti kako svaka tvrtka koja je primila investiciju, uspjela je dodatno poboljšati svoje poslovanje i unaprijediti tržišnu poziciju koju su do tada imali. Navedeno se može zahvaliti udruživanju snaga inovativnih i hrabrih poduzetnika s iskusnim investitorima koji zajedno mogu stvoriti izrazito moćne i stabilne tvrtke. Zaključno, rizični kapital i private equity namijenjen je mladim i brzorastućim tvrtkama koje nemaju mogućnost financiranja bankarskim kreditom i spremne su uz podjelu vlasništva preuzeti mnogobrojne dobrobiti koji im nudi ovakav način financiranja. No, potrebno je imati na umu kako se ovdje radi o međusobnoj suradnji i važno je biti otvoren na istu. Konačno, cilj ovog diplomskog rada ogleda se u bogaćenju oskudne literature koja obuhvaća private equity tržište i tržište rizičnog kapitala u Hrvatskoj, kako bi alternativne investicije pronašle svoje mjesto uz bok široko rasprostranjenim tradicionalnim načinima financiranja i tako obogatila i unaprijedila financijsko tržište i doprinijela raznolikosti izbora koji svaki poduzetnik ima ponaosob.

## LITERATURA

- AmCham (2023). Telemach Hrvatska d.o.o. [https://www.amcham.hr/telemach-hrvatska-doo-m576 AmCham,2023](https://www.amcham.hr/telemach-hrvatska-doo-m576-AmCham,2023) [pristupljeno: 23.05.2023]
- Ares Management (2023). Private Equity – special opportunities. <https://www.aresmgmt.com/our-business/private-equity/special-opportunities> [pristupljeno: 15.05.2023]
- Avdeitchkova, S., Landstrom, H. (2008). What do we mean when we talk about business angles? Some reflections on definitions and sampling. u An International Journal od Entrepreneurial Finance. (str 371-394).
- Bašić, M. (2020). Odrednice atraktivnosti ulaganja rizičnog kapitala u Republici Hrvatskoj. [file:///C:/Users/Nela/Downloads/odrednice atraktivnosti ulaganja rizicnog kapitala u republici hrvatskoj - marko basic diplomski rad.pdf](file:///C:/Users/Nela/Downloads/odrednice%20atraktivnosti%20ulaganja%20rizicnog%20kapitala%20u%20republici%20hrvatskoj%20-%20marko%20basic%20diplomski%20rad.pdf) [pristupljeno: 10.8.2022]
- BC Partners (2023). Private equity strategy <https://www.bcpartners.com/private-equity-strategy/> [pristupljeno: 27.05.2023]
- Berger, A. N., Schaeck, K. (2011). Small and Medium – Sized Enterprises, Bank Relationship Strength, and the Use of Venture Capital. u Journal of Money, Credit and Banking. (str. 461-490).
- Biberović, M. (2014). Za 5. rođendan Rimac Automobila zatvorena runda ulaganja od 10 milijuna eura. <https://www.netokracija.com/rimac-automobili-10-milijuna-eura-ulaganje-91477> [pristupljeno: 01.05.2023]
- Biberović, M. (2020). Tele2 postaje Telemach Hrvatska. <https://www.netokracija.com/tele2-telemach-hrvatska-171915> [pristupljeno: 25.05.2023]
- Biberović, M. (2019). Tele2 Hrvatska za 220 milijuna eura prodan United Groupu <https://www.netokracija.com/tele2-hrvatska-united-group-nova-tv-n1-157706> [pristupljeno: 24.05.2023]
- Bingula, A. (2021). Odrednice private equity ulaganja u odabranim europskim državama. (Diplomski rad). Sveučilište u Splitu. Ekonomski fakultet

- BlackRock (2023). Private Equity – investment strategies <https://www.blackrock.com/institutions/en-us/strategies/alternatives/private-equity#investment-strategies> [pristupljeno: 15.05.2023]
- Božić, I. (2017). Stižu nove investicije: Kineski div ulaže 30 milijuna Eura u Rimac automobile. <https://www.srednja.hr/svastara/stizu-nove-investicije-kineski-div-ulaze-30-milijuna-eura-rimac-automobile/> [pristupljeno: 02.05.2023]
- Breuer W. i Pinwart A. (2018.). Venture capital and private equity finance as key determinants of economic development. u Journal of Business Economics 88, (str. 319-324).
- Brezak Brkan, I. (2020a). Čudo nije investicija, već Infobipov 'bootstrapped' rast i upornost već 14 godina. <https://www.netokracija.com/infobip-investicija-169223> [pristupljeno: 08.05.2023]
- Brezak Brkan, I. (2020b). Damir Sabol i suosnivači osigurali 60 milijuna dolara za širenje Microblinka na SAD, Aziju i Bliski Istok. <https://www.netokracija.com/microblink-investicija-173530> [pristupljeno: 18.05.2023]
- Brezak Brkan, I. (2020c). Od investicije do akvizicija. <https://www.netokracija.com/infobip-silvio-kutic-ante-kusurin-mario-ancic-intervju-169364> [pristupljeno: 11.05.2023]
- BVCA (2010). A Guide to Private Equity. [https://www.bvca.co.uk/portals/0/library/files/website%20files/2012\\_0001\\_guide\\_to\\_private\\_equity.pdf](https://www.bvca.co.uk/portals/0/library/files/website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf)
- Casseli, S., Negri, G., (2018). Private Equity and Venture Capital in Europe (3rd ed). Academic Press
- CEPOR (2021). Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2021. <https://www.cepor.hr/wp-content/uploads/2015/03/CEPOR-Mala-i-srednja-poduze%C4%87a-u-HR-u-vrijeme-pandemije-COVID-19.pdf>
- CEPOR (2020). Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2020. <https://www.cepor.hr/wp-content/uploads/2021/01/Izvjescje-2020-HR-web.pdf>
- CEPOR (2015). Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2015. <https://www.cepor.hr/wp-content/uploads/2016/06/Cepor-izvjescje-2015-HR.pdf>

- CFI Institute (2023). Introduction to Alternative Investments. <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/introduction-alternative-investments> [20.06.2023]
- CFI Team (2021). Private equity Vs. Venture Capital, Angel/Seed Investors. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/careers/jobs/private-equity-vs-venture-capital-vs-angel-seed/> [pristupljeno: 11.09.2022]
- Cherif, M. Gazdar, K. (2011). What Drives Venture Capital Investments in Europe? New Results from a Panel Dana Analysy. u Journal of Applied Business and Economics. Vol. 12. (3)
- Christofidis, C. i Debande, O. (2001). Financing Inovative Firms Through Venture Capital. European Investment Bank.
- CRANE (2015). Lansiramo Vaše poudzetničke ideje. [http://www.crane.hr/wp-content/uploads/2015/03/MediaKIT\\_2015.pdf](http://www.crane.hr/wp-content/uploads/2015/03/MediaKIT_2015.pdf) [pristupljeno 11.09.2022]
- Cumming, D. J., Schmidt, D., i Walz,, U. (2010). Legality and Venture Capital Governance Around the World. u Journal of Business Venturing. Vol. 25. No. 1. (str. 54-72).
- CVCA (2023). Hrvatska Private Equity i Venture Capital Asocijacija (HVCA). <https://cvca.hr/hr/o-cvca/> [pristupljeno: 15.05.2023]
- CVCA (2022a). Rječnik ključnih pojmova. <https://cvca.hr/hr/rjecnik-kljucnih-rijeci/> [pristupljeno: 13.09.2022]
- CVCA (2022b). Private equity i venture capital fondovi uložili su rekordne iznose u CEE kompanije. <https://cvca.hr/hr/private-equity-i-venture-capital-fondovi-ulozili-su-rekordne-iznose-u-cee-kompanije/> [pristupljeno: 10.08.2022]
- CVCA (2021). Hrvatska godišnja dodjela nagrada za najbolja private equity i venture capital ulaganja. <https://cvca.hr/hr/brosure/> [pristupljeno: 13.09.2022]
- CVCA (2019). Private equity i Venture Capital fondovi uložili su rekordne iznose u CEE kompanije. <https://cvca.hr/hr/private-equity-i-venture-capital-fondovi-ulozili-su-rekordne-iznose-u-cee-kompanije/> [pristupljeno: 12.03.2022]
- Cvetojević, S. (2023). Mate Rimac: Concept One is just our flagshio product, technology is our forte. <https://www.total-croatia-news.com/interviews/2575-mate-rimac-concept-one-is-just-our-flagship-product-technology-is-our-forte> [pristupljeno: 02.05.2023]

- Cvijanović, V., Marović, M., Struk, B. (2008). *Financiranje malih i srednjih poduzeća*. Bionozapress d.o.o. Zagreb, Hrvatska Private Equity & Venture Capital Asocijacija, Zagreb
- Čulinović – Herz, E., Braut Filipović, M., Vuletić Audić, S. (2017). *Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja*. U Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, v.38, br. 1( str. 51-89). <https://doi.org/10.30925/zpfsr.38.1.3>
- Dealroom (2022). *Central and Eastern European startups 2022*. <https://dealroom.co/reports/central-and-eastern-european-startups-2022>
- Deloitte (2022). *Fast 50 Central Europe 2022*. [https://cvca.hr/wp-content/uploads/2023/01/Deloitte\\_Technology-Fast-50-Central-Europe-2022\\_pdf.pdf](https://cvca.hr/wp-content/uploads/2023/01/Deloitte_Technology-Fast-50-Central-Europe-2022_pdf.pdf)
- Derenčinović – Ruk, M. (2020). *Private equity fondovi i hrvatsko iskustvo*. Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, Vol. 70 No. 6 ( str. 783-824). <https://doi.org/10.3935/zpfz.70.6.03>
- Dicanonu, M., (2017). *Private equity market developments in central and Eastern Europe*. u *Theoretical and Applied Economics*. No.2. (str. 131-146).
- European Commission: *Venture capital*. dostupno na: [https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/policy-areas/venture-capital\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/policy-areas/venture-capital_en) [pristupljeno: 11.08.2022]
- European Investment Bank i HBOR (2022.): *Market gap assessment in the area of private equity and venture capital financing in Croatia – Summary*
- European Private Equity and Venture Capital Association. (2007). *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* <https://www.investeurope.eu/media/1809/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>
- Faster Capital (2023). *How to negotiate with venture capitalists*. <https://fastercapital.com/content/How-to-negotiate-with-venture-capitalists.html> [pristupljeno: 25.04.2023]
- Fenn, W. G., Liang, N., Prowse, S. (2001). *The Private Equity Market: An Overview*. u *Financial Markets, Instruments & Instruments*. (str. 1-106).
- Ferran, N. (2011). *The Regulation of Hedge Funds and Private Equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis*. University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 10. <https://ssrn.com/abstract=1762119>

- Filipović, B., Derenčinović– Ruk, M., Grković, N. (2016). Alternativni investicijski fondovi i njihova uloga u prortfeljnim društvima – Stanje u hrvatskom pravu i praksi. *Gospodarski i društveni razvoj (Zbornik radova) Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* (str.234-244). <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:118:839755>
- Fraser – Sampson, G. (2007). *Private equity as an asset class*. John Wiley & Sons, Ltd
- G/C Growthcap (2022). The top 25 growth equity firms od 2021. <https://growthcapadvisory.com/the-top-25-growth-equity-firms-of-2021/> [pristupljeno: 22.05.2023]
- Garača N. i Marjanović I. (2010). Uloga poslovnih anđela u poduzetništvu. u *Praktični menadžment*. Vol 1, br. 1.; (str. 75-80).
- Gatauwa, J., Mwithiga, S. A. (2014). Private equity and economic growth: A critical review of the literature. u *International Journal of Business Innovation and Research*. (str. 1-10).
- Giurca Vasilescu, L. (2010). Financijski jaz za mala i srednja poduzeća i mezzanine kapital. u *Economic research - Ekonomska istraživanja*. 23(3). (str. 57-67).
- Goldman Sachs (2023). Aletrnatives. <https://www.goldmansachs.com/pia/> [pristupljeno: 05.05.2023]
- Gompers, P. Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. u *Journal of Economic Perspectives*. 15 (2). (str. 145-168).
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., Strebulaev, A. I. (2021). How Venture Capitalists Make Decisions. <https://hbr.org/2021/03/how-venture-capitalists-make-decisions> [pristupljeno: 25.04.2023]
- Groh, A. P. (2010). The Capital Flow from Institutional Investors to Entrepreneurs. EMYLON Business School. <https://ssrn.com/abstract=1547791>
- Gudiškis, K., Urbišiene, L. (2015). The relationship between private equity and economic growth. u *EKONOMIKA*, Vol. 94 (1).
- Harris, L. (2010). A Critical Theory of Private Equity. u *Delaware Journal of Corporate Law*. Vol. 35. No. 1.
- HBOR (2022). Fondovi rizičnog kapitala. <https://www.hbor.hr/naslovnica/hbor/fondovi-rizicnog-kapitala/> [pristupljeno: 13.09.2022]

- HBOR (2023). Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS). <https://www.hbor.hr/fondovi-za-gospodarsku-suradnju-fgs/> [pristupljeno: 20.04.2023]
- Hina (2022). Microblink zapošljava i očekuje intenzivan rast. <https://www.glasistre.hr/gospodarstvo/microblink-zaposljava-i-ocekuje-intenzivan-rast-793173> [pristupljeno: 21.05.2023]
- I., S., (2022). Rimac Grupa prikupila investiciju od 500 milijuna eura. <https://www.vidi.hr/Non-Tech/Hrvatska/Rimac-Grupa-prikupila-investiciju-od-500-milijuna-eura> Vidi.hr [pristupljeno: 03.05.2023]
- Ilić, M. (2016). Odrednice međunarodnih tokova ulaganja i investicija fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. Vol.14 No. 2 (str. 45-61). <https://hrcak.srce.hr/170201>
- Infobip (2023). About company. <https://www.infobip.com/company> [pristupljeno: 07.05.2023]
- Invest Europe (2021). Investing in Europe: Private Equity Activity 2021. <https://www.investeurope.eu/media/5184/invest-europe-activity-data-report-2021.pdf>
- Invest Europe (2021). Central&Eastern Europe PRIVATE EQUITY STATISTICS. <file:///C:/Users/Nela/Downloads/cee-2021-activity-statistics-report.pdf> [pristupljeno: 12.08.2022]
- Invest Europe (2022). Investing in Europe: Private Equity Activity 2022. <https://www.investeurope.eu/media/6719/investing-in-europe-pe-activity-2022-report.pdf>
- Investindustrial (2021). 2021 Annual review & sustainability report. <https://www.investindustrial.com/publications/Annual-Reports.html> [pristupljeno: 04.05.2023]
- Ivezić, B. (2022). Investicijski fond Investindustrial uložio 120 milijuna eura u kupnju udjela u Rimac grupi. <https://novac.jutarnji.hr/novac/aktualno/investicijski-fond-investindustrial-ulozio-120-milijuna-eura-u-kupnju-udjela-u-rimac-grupi-15188114> [pristupljeno: 03.05.2023]

- Ivezić, B. (2017). Infobip je i najveća IT i uvjerljivo najbržerastuća tvrtka u Hrvatskoj. <https://www.poslovni.hr/domace/infobip-je-i-najveca-it-i-uvjerljivo-najbrzerastuca-tvrtka-u-hrvatskoj-333986> [pristupljeno: 07.05.2023]
- Ivezić, B. (2014). Investitorima sam se obvezao do 2020. ostati u tvrtki i zadržati 50% vlasništva. <https://www.poslovni.hr/hrvatska/rimac-bit-cu-u-gubitku-no-moja-tvrtka-nije-na-prodaju-racunam-na-profit-najranije-2016-283839> [pristupljeno: 02.05.2023]
- Kaplan, S. N., Stromberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. u Journal of economic perspectives. Vol. 23. no. 1. (str. 46-121).
- Kenton, W. (2023). Leveraged Buyout (LBO) Definition. <https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp> [pristupljeno: 20.04.2023]
- Kostanić, A. M. (2021a). Infobip osigurao novo financiranje od 500 milijuna američkih dolara – IPO sve bliže! <https://www.netokracija.com/infobip-novo-financiranje-500-milijuna-dolara-ipo-185077> [pristupljeno: 12.05.2023]
- Kostanić, A. M. (2021b). U Microblinku je došlo 'vrijeme razvoja više proizvoda na nekoliko traka'. <https://www.netokracija.com/microblink-product-owner-manager-ante-sladojevic-180088> [pristupljeno: 20.05.2023]
- Kostanić, A. M. (2022). Microblink, 2 godine od investicije. <https://www.netokracija.com/microblink-nakon-investicije-identity-commerce-proizvodi-198016> [pristupljeno: 20.05.2023]
- Lerner, J., Kaplan, S. N. (2010). It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital. u Journal of Applied Corporate Finance. (str. 36-47).
- Lider (2022). Telemach Hrvatska zabilježio rast u prošloj godini, a u 2022. nastavlja s ulaganjima. <https://lidermedia.hr/poslovna-scena/hrvatska/telemach-hrvatska-zabiljezio-rast-u-prosloj-godini-a-u-2022-nastavlja-s-ulaganjima-141112> [pristupljeno: 25.05.2023]
- Loosvelt, D. (2009): A Brief History of Private Equity: dostupno na: <https://firsthand.co/blogs/in-the-black-vaults-finance-careers-blog/a-brief-history-of-private-equity>
- Ljungberg, K. i Svedman, S. (2017), The private equity investment process. <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1117481/FULLTEXT01.pdf> [pristupljeno: 13.09.2022]



- M.,K., (2020). Infobip potpisao ugovor s One Equity Partners o ulaganju više od 200 milijuna dolara. <https://www.nacional.hr/infobip-potpisao-ugovor-s-one-equity-partners-o-ulaganju-vise-od-200-milijuna-dolara/> [pristupljeno: 10.05.2023]
- Maas, C., Steinhagen, P., Proksch, D., Pinkwart, A. (2020). The role of innovation in venture capital and private equity investments, *Venture Capital*. 22:21. (str. 105-126). <https://doi.org/10.1080/13691066.2018.1526864>
- Macan, D. (2015). Značaj rizičnog kapitala kao alternativa financiranja poduzeća u Republici Hrvatskoj i Europskoj uniji. [file:///C:/Users/Nela/Downloads/macan\\_danijela\\_efzg\\_2015\\_diplo\\_sveuc.pdf](file:///C:/Users/Nela/Downloads/macan_danijela_efzg_2015_diplo_sveuc.pdf) [pristupljeno: 10.08.2022]
- Makek, M., Puljiz, H., Banović, D., Zemilić, Z., Terzić, V., Marović, M., (2011); Kako financirati poslovanje fondovima rizičnog kapitala?, ur. Mirna Marović, Hvca, Zagreb
- Marović, M. (2020). Kako financirati poslovanje private equity&venture capital fonovima?; VentureXchange. <https://www.hgk.hr/documents/kako-financirati-poslovanje-pe-i-vc-fondovimamirna-marovic5e67b05427a9f.pdf> [pristupljeno: 12.08.2020]
- Metrick, A., Yasuda, A. (2011). Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. u *European Financial Management*. (str. 619-654).
- Microblink (2023). About us. <https://microblink.com/about/> [pristupljeno: 17.05.2023]
- Novaković, N. (2018). Ulaganje rizičnog kapitala u zemlje jugoistočne Europe. <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:122:911296>
- One Equity Partners (2023). Overview. <https://www.oneequity.com/about> [pristupljeno: 10.05.2023]
- Oršulić, A. (2023). SoftBank nam potvrdio: Vision Fund ne odustaje od ulaganja. <https://hr.bloombergdria.com/biznis/investicije/22785/softbank-ulagac-u-rimac-ne-odustaje-od-investicija/news/> [pristupljeno: 05.05.2023]
- Phalippou, L., (2007). Investing in Private Equity Funds: A Survey. University of Amsterdam. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=980243](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=980243) [pristupljeno: 15.03.2023]

- PitchBook (2021). Private Equity vs. Venture Capital: What's the difference?. <https://pitchbook.com/blog/private-equity-vs-venture-capital-whats-the-difference> [pristupljeno: 11.09.2022]
- Porche ulaže u Rimac Automobile 70 mil. Eur (2021, n.d.). <https://www.glas-slavonije.hr/458289/10/Porsche-ulaze-u-Rimac-Automobile-70-mil-eura> [pristupljeno: 02.05.2023]
- Porezna uprava (2023). Porez na dobit – Porezni tretman zatvorenih alternativnih investicijskih fondova. [https://www.porezna-uprava.hr/HR\\_publicacije/Lists/mislenje33/Display.aspx?id=19374](https://www.porezna-uprava.hr/HR_publicacije/Lists/mislenje33/Display.aspx?id=19374) [pristupljeno: 21.04.2023]
- Powell A. i Adams H. (2021). From a Queen to Crypto: The history of Venture Capital, The OAK'S LAB Chace. <https://medium.com/the-cache/from-a-queen-to-crypto-the-history-of-venture-capital-f27ec25c8cdb> [pristupljeno: 11.09.2022]
- Puškarčić, K. (2023). SoftBank, jedan od najvećih ulagača u Rimac Grupu, na startupima izgubio milijarde dolara. <https://lidermedia.hr/tvrtke-i-trzista/softbank-jedan-od-najvecih-ulagaca-u-rimac-grupu-na-startupima-izgubio-milijarde-dolara-148816> [pristupljeno: 05.05.2023]
- Rassila T (2004.). Venture to capital. u Tampere University Of Technology. Publication 498; str. 13
- Rep.hr (2023). Profil tvrtke Microblink. <https://rep.hr/profil-tvrtke/microblink/> [pristupljeno: 17.05.2023]
- Ribić, D., Krnjaić, Lj. (2022). Fondovi rizičnog kapitala. Zbornik Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, godina 13, broj 2. (str. 64-69)
- RIF (2023). Private equity fondovi. <https://www.rif.hr/tag/private-equity-fondovi/> [pristupljeno: 21.04.2023]
- Rimac (2022). Rimac Group Raises Eur 500 Million in Series D. <https://www.rimac-automobili.com/media/press-releases/rimac-group-raises-eur-500-million-in-series-d-investment-round-led-by-softbank-vision-fund-2-and-goldman-sachs-asset-management-investing-alongside-existing-shareholders/> [pristupljeno: 04.05.2023]

- Rimac automobili (2014). Rimac Automobili Closes 10M Euro Series-A Investment Round. <https://www.rimac-automobili.com/media/press-releases/rimac-automobili-closes-10m-euro-series-a-investment-round/> [pristupljeno: 01.05.2023]
- Sharma, A. (2022). Analyzing Private Equity Exit Strategies. Leonard N. Stern School of Business, New York University. <https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/Sharma%2C%20Anirudh%20-%20Senior%20Honors%20Thesis%20-%20.pdf>
- Silversmith (2023). Approach. <https://www.silversmith.com/approach> [pristupljeno: 21.05.2023]
- Softbank and Goldman Sachs invest €500 million in Rimac Group* (n.d.). (2023). <https://total-croatia-news.com/news/business/rimac-group/> [pristupljeno: 06.05.2023]
- Softbank Group (2023). SoftBank Vision Funds. <https://group.softbank/en/segments/svf> [pristupljeno: 04.05.2023]
- Sullivan, D. T., (2017). What do venture capital and private equity firms do? Some current and historical examples. U *Journal of Business & Finance Librarianship*. (str. 182-189).
- Suosnivač hrvatske IT tvrke vrijedne nekoliko milijardi eura otkriva zašto ga ne privlači luksuz, ali i koje su dvije aplikacije danas – najsigurnije* (n.d.) (2022). <https://zimo.dnevnik.hr/clanak/jedan-od-osnivaca-infobipa-silvio-kutic-otkriva-budim-se-oko-3-4-sata-tada-sam-najproduktivniji---719627.html> [pristupljeno: 07.05.2023]
- Sveta Nedjelja (2023). Rimac automobili. <https://www.svetanedelja.hr/rimac-automobili-po246> [pristupljeno: 01.05.2023]
- Šimić Šarić M. i Krstičević N. (2018). Obilježja poslovnih anđela u Hrvatskoj. U *Ekonomika misao i praksa*. br.1 (str.249-266).
- Šimić Šarić, M. (2021.): Skripta s predavanja, Projektno financiranje
- Špiljak, L. (2021a). ' Mi smo dobili odličnog partnera, a Silversmith odličnu investiciju'. <https://www.poslovni.hr/sci-tech/cilj-je-kreirati-rjesenje-za-bilo-koju-industriju-u-nekoliko-tjedana-4285042> [pristupljeno: 20.05.2023]
- Špiljak, L. (2021b). Microblink jača tim nakon prve investicije za globalno širenje, predstavili novog direktora. <https://www.poslovni.hr/karijere/microblink-jaca-tim-nakon-prve->

- [investicije-za-globalno-sirenje-predstavili-novog-direktora-4275494](#) [pristupljeno: 20.05.2023]
- Telemach (2023). O nama. <https://telemach.hr/o-nama> [pristupljeno: 22.05.2023]
- Tomić, D. (2021). Do kolovoza ukupno ulaganje u Infobip veće od 860 milijuna dolara. <https://www.ictbusiness.info/poslovanje/do-kolovoza-ukupno-ulaganje-u-infobip-vece-od-860-milijuna-dolara> [pristupljeno: 10.05.2023]
- Tomić, D. (2022). Microblink dosegao više od 300 zaposlenih u Hrvatskoj i SAD-u. <https://www.ictbusiness.info/poslovanje/microblink-dosegao-vise-od-300-zaposlenih-u-hrvatskoj-i-sad-u> [pristupljeno: 17.05.2023]
- United Group (2019). Bc Partners completes aquisition od United Group. <https://united.group/bc-partners-completes-acquisition-of-united-group/> [pristupljeno: 26.05.2023]
- UNIZD (2022.): Metode znanstvenih istraživanja; dostupno na: [http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni\\_mat/1\\_godina/metodologija/metode\\_znanstvenih\\_istrazivanja.pdf](http://www.unizd.hr/portals/4/nastavni_mat/1_godina/metodologija/metode_znanstvenih_istrazivanja.pdf) [pristupljeno: 13.08.2022]
- Vasilescu, L. G. (2010). Financing gap for smes and the mezzanine capital. u Economic research – Ekonomska istraživanja. 23 (3). (str. 57-67).
- Veldić, M. (2018). Ulaganje rizičnog kapitala u zemlje srednje i istočne Europe. <https://repozitorij.svkst.unist.hr/islandora/object/efst%3A2504/datastream/PDF/view>
- Venture forward: Venture history 101. <https://ventureforward.org/education/history-101/> [pristupljeno: 10.08.2022]
- Vrbanus, S. (2022). Investicijska runda veća od svih do sada zajedno: Rimac Grupa osigurala novih pola milijarde eura. <https://www.bug.hr/biznis/investicijska-runda-veca-od-svih-do-sada-zajedno-rimac-grupa-osigurala-novih-27537> [pristupljeno, 03.05.2023]
- Vrbaus, S. (2021). Porsche ulaže u Rimac Automobile dodatnih 70 milijuna eura. <https://www.bug.hr/biznis/porsche-ulaze-u-rimac-automobile-dodatnih-70-milijuna-eura-19159> [pristupljeno: 02.05.2023]
- Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, NN 21/18, 126/19, 110/21 (2021)

Zhou, G. (2007). The performance and characteristics of Private Equity.  
<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=64796>

## **POPIS SLIKA**

Slika 1. Tokovi prihoda, profitabilnosti i novčanih tokova u različitim fazama životnog ciklusa

Slika 2. Financiranje poduzeća prema fazama razvoja

Slika 3. Prikaz prikupljenih sredstava privatnog kapitala za CEE regiju 2003.-2021.

Slika 4. Godišnja vrijednost ulaganja u CEE regiji 2003.-2021.

Slika 5. Jednostavna upravljačka struktura fonda rizičnog kapitala

Slika 6. Struktura fondova rizičnog kapitala

Slika 7. Organizacijska struktura Rimac grupe

## **POPIS TABLICA**

Tablica 1. Vrsta ulaganja za Hrvatsku 2020.-2021. (u tisućama €)

Tablica 2. Alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala 2019. (FGS)

Tablica 3. Investindustrial ključni strateški razvojni stupovi

## **POPIS GRAFIKONA**

Grafikon 1. Godišnja vrijednost ulaganja u Hrvatsku 2018.-2021.

## SAŽETAK

Private equity predstavlja alternativni način financiranja koji je karakterističan za tvrtke koje ne kotiraju na burzi, te se razlikuje od rizičnog kapitala po fazi ulaganja. Rizični kapital karakterističan je za mlade tvrtke, dok su private equity-u u fokusu etabilirane tvrtke. U radu je prikazana razlika rizičnog kapitala i bankarskog kredita.

Nadalje, u radu se provodi analiza studije slučaja četiri tvrtke koje su osvojila Bestinvest nagrade za venture capital i private equity investicije godine: Rimac automobili, Infobip, Microblink i Tele2. Kroz analizu prikazuje se put prikupljanja kapitala za svaku od tvrtki uključujući prezentiranje pojedinih investitora i PE/VC fondova stavljajući naglasak na karakteristike koje tvrtka treba posjedovati kako bi bila financirana ovim vidom kapitala. Rimac automobili su nakon 5 godina postojanja prvi put uspjeli privući rizični kapital. Prva runda investicija predstavljala je prekretnicu, obzirom da je nakon nje tvrtka provela još 3 runde investicija koje su joj omogućile rast i razvoj poslovanja čime se evaluirala u vodećeg ponuđača tehnologije globalnim automobilskim proizvođačima. Infobip i Microblink su niz godina poslovali samostalno te se izgradili kao globalni tehnološki lideri. Nakon izvjesnog vremena, bili su im potrebniiskusni partneri koji bi ubrzali rast i stvorili mogućnost probijanja na nova tržišta čime je Infobip osigurao dvije PE/VC investicijske runde, dok je Microblink osigurao jednu. Tele 2 je proveo preuzimanje 2019. godine čime se osigurao razvoj tvrtke i unaprjeđenje strategije proširivanja. Za svakog od osnivača ovih tvrtki karakterističan je inovativan i ambiciozan duh uz zadržavanje jasne vizije, dok s druge strane PE/VC tvrtke nudeiskusne partnere koji igraju aktivnu ulogu u svakom trenutku investicijskog procesa.

Nakon prikazane analize, vidljivo je da private equity tržište i tržište rizičnog kapitala bilježi uzlaznu putanju u Hrvatskoj i postaje značajan segment financijskog tržišta za mlade tvrtke.

Ključne riječi: private equity, rizični kapital, fondovi rizičnog kapitala, Republika Hrvatska

## SUMMARY

Private equity represents an alternative method of financing that is characteristic of companies that are not listed on the stock exchange, and differs from venture capital by the stage of investment. Venture capital is characteristic of young companies, while private equity focuses on established companies. The paper presents the difference between risk capital and bank credit.

Furthermore, the paper analyzes the case study of four companies that won the Bestinvest awards for venture capital and private equity investments of the year: Rimac automobili, Infobip, Microblink and Tele2. Through the analysis, the path of raising capital for each of the companies is shown, including the presentation of individual investors and PE/VC funds, emphasizing the characteristics that the company should possess in order to be financed with this type of capital. After 5 years of existence, Rimac cars managed to attract venture capital for the first time. The first round of investments represented a turning point, considering that after it the company carried out 3 more rounds of investments that allowed it to grow and develop its business and was evaluated as a leading provider of technology to global car manufacturers. Infobip and Microblink have operated independently for a number of years and have built themselves as global technology leaders. After some time, they needed experienced partners to accelerate growth and create the possibility of breaking into new markets, thus Infobip secured two PE/VC investment rounds, while Microblink secured one. Tele 2 carried out the takeover in 2019, which ensured the development of the company and the improvement of the expansion strategy. Each of the founders of these companies is characterized by an innovative and ambitious spirit while maintaining a clear vision, while on the other hand PE/VC companies offer experienced partners who play an active role at every moment of the investment process.

After the presented analysis, it is evident that the private equity market and the risk capital market is on an upward trajectory in Croatia and is becoming an important segment of the financial market for young companies.

Keywords: private equity, venture capital, venture capital funds, Republic of Croatia