

# Ulaganje rizičnog kapitala u zemlje jugoistočne Europe

---

Novaković, Nina

Master's thesis / Diplomski rad

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University North / Sveučilište Sjever**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:911296>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-23**

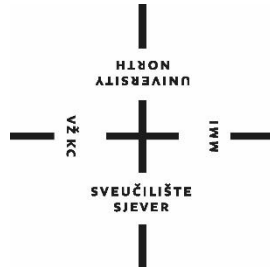


Repository / Repozitorij:

[University North Digital Repository](#)



**SVEUČILIŠTE SJEVER**  
**SVEUČILIŠNI CENTAR VARAŽDIN**



DIPLOMSKI RAD br. 226/PE/2018

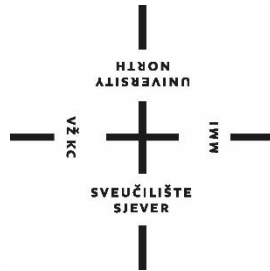
**ULAGANJA RIZIČNOG KAPITALA U**  
**ZEMLJE JUGOISTOČNE EUROPE**

Nina Novaković

Varaždin, ožujak 2018.

**SVEUČILIŠTE SJEVER**  
**SVEUČILIŠNI CENTAR VARAŽDIN**

**Studij poslovne ekonomije**



DIPLOMSKI RAD br. 226/PE/2018

**ULAGANJA RIZIČNOG KAPITALA U**  
**ZEMLJE JUGOISTOČNE EUROPE**

Studentica:

Nina Novaković, 0389/336 D

Mentor:

izv. prof. dr. sc. Ante Rončević

Varaždin, ožujak 2018.

# Prijava diplomskog rada

## studenta IV. semestra diplomskog studija Poslovna ekonomija

IME I PREZIME STUDENTA Nina Novaković

MATIČNI BROJ 0389/336D

NASLOV RADA Ulaganja rizičnog kapitala u zemlje jugoistočne Europe

NASLOV RADA NA ENGL. JEZIKU Venture Capital and Private Equity investments in southeastern Europe

KOLEGIJ Računovodstvo i financije

MENTOR izv. prof.dr.sc. Ante Rončević

ČLANOVI POVJERENSTVA

1. doc. dr. sc. Damira Đukec
2. izv. prof. dr. sc. Anica Hunjet
3. izv. prof.dr.sc. Ante Rončević
4. izv. prof. dr. sc. Goran Kozina

## Zadatak diplomskog rada

BROJ 226/PE/2018

OPIS

U radu će se približiti karakteristike private equity i venture capital ulaganja, njihove različite definicije, vrste, oblici te razlike. Investitorima rizičnog kapitala važno je imati kronološke podatke o mogućnostima ulaganja kako bi mogli odabrati najbolju lokaciju i zato ih zanimaju čimbenici kao što su ekonomske aktivnosti, likvidnosti tržišta kapitala, oporezivanje, zaštita ulagača, društveno okruženje uključujući poduzetničke kulture i mogućnosti neke zemlje. Nadalje, prikazat će se najnoviji podatci o atraktivnosti ulaganja rizičnog kapitala za zemlje jugoistočne Europe, Amerike, Europe, Azije, Australije te usporedba i analiza istih na temelju podataka iz "The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index-a" (VCPE index). Takvi su podaci vrijedni za određivanje pozicije pojedinih gospodarstava. Zaključno će se spomenuti problemi koji potencijalno usporavaju atraktivnost ulaganja na ovim područjima.

U radu će se:

- definirati pojmovi private equity i venture capital
- prikazati različiti oblici rizičnog kapitala
- prikazati gospodarsko stanje u navedenim zemljama
- objasniti karakteristike "The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index-a" (VCPE index)
- prikazati najnoviji podatci iz "VCPE" indeksa
- usporediti i analizirati podatci za zemlje jugoistočne Europe i odabrane zemlje Amerike, Europe, Azije i Australije

U VARAŽDINU, DANA

15. 03. 2018.



DIR 01 PE

## **Predgovor**

Zahvaljujem se svima koji su mi pružili podršku tijekom studiranja te izv.prof.dr.sc. Ante Rončeviću na mentorstvu. Hvala svim profesorima na dijeljenju znanja te pomoći u ispunjenju fakultetskih obaveza.

## **Sažetak**

U radu su približene karakteristike private equity i venture capital ulaganja, njihove različite definicije, vrste, oblici te razlike. Investitorima rizičnog kapitala važno je imati kronološke podatke o mogućnostima ulaganja kako bi mogli odabrati najbolju lokaciju i zato ih zanimaju čimbenici kao što su ekonomske aktivnosti, likvidnosti tržišta kapitala, oporezivanje, zaštita ulagača, društveno okruženje uključujući poduzetničke kulture i mogućnosti neke zemlje. Nadalje, prikazani su najnoviji podatci o atraktivnosti ulaganja rizičnog kapitala za zemlje jugoistočne Europe, Amerike, Europe, Azije, Australije te usporedba i analiza istih na temelju podataka "The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index-a" (VCPE index). Takvi su podatci vrijedni za određivanje pozicije pojedinih gospodarstava. Zaključno su spomenuti problemi koji potencijalno usporavaju atraktivnost ulaganja na ovim područjima.

**Ključne riječi: private equity, venture capital, VCPE index, rizična ulaganja**

## **Abstract**

This thesis deals with the characteristics of private equity and venture capital investment, their different definitions, types, forms and differences. For the investors, it is important to have chronological data on investment opportunities so that they can choose the best location and are therefore interested in factors such as economic activity, capital market liquidity, taxation, investor protection, social environment including entrepreneurial culture and the capabilities of a country. In addition, the latest venture capital investment attractiveness for Southeast European, American, European, Asian and Australian countries is also presented, as well as compared and analyzed data from the "Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index" (VCPE index). Such data is valuable for determining the position of a country. In the end, there are problems mentioned that can potentially slow down the attractiveness of investment in these areas.

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

## SADRŽAJ

1.	UVOD.....	1
1.1.	Predmet istraživanja.....	1
1.2.	Ciljevi rada.....	1
1.3.	Metode rada.....	1
2.	POJMOVNO ODREĐENJE RIZIČNOG KAPITALA .....	2
2.1.	Povijest ulaganja rizičnog kapitala .....	2
2.2.	Vrste i oblici rizičnog kapitala.....	6
2.3.	Karakteristike i struktura rizičnog kapitala.....	9
2.4.	Private Equity i Venture Capital .....	11
3.	RIZIČNI KAPITAL U ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EUROPE I U SVIJETU .....	17
3.1.	Tržište rizičnog kapitala u zemljama jugoistočne Europe .....	17
3.1.1.	Gospodarsko stanje u zemljama jugoistočne Europe .....	21
3.2.	Tržište rizičnog kapitala u svijetu .....	24
3.2.1.	Gospodarsko stanje u Sjedinjenim Američkim Državama .....	28
3.2.2.	Gospodarsko stanje u Aziji .....	30
3.2.3.	Gospodarsko stanje u Europi .....	32
4.	ANALIZA ATRAKTIVNOSTI ULAGANJA RIZIČNOG KAPITALA .....	34
4.1.	Prikaz VCPE indeksa .....	34
4.1.1.	Ekonomska aktivnost .....	35
4.1.2.	Dubina tržišta kapitala .....	36
4.1.3.	Oporezivanje .....	36
4.1.4.	Zaštita ulagača.....	36
4.1.5.	Socijalno okruženje .....	37
4.1.6.	Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti .....	37
4.2.	VCPE indeks zemalja jugoistočne Europe od 2013. - 2018. godine .....	38
4.3.	VCPE indeks zemalja svijeta do 2013. – 2018. godine .....	46
4.3.	Usporedba zemalja jugoistočne Europe i ostalih zemalja svijeta .....	50
5.	ZAKLJUČAK .....	52
6.	LITERATURA.....	53
	POPIS TABLICA.....	57
	POPIS SLIKA .....	58
	POPIS GRAFOVA .....	58

## **1. UVOD**

Investitorima koji se bave ulaganjima rizičnog kapitala je vrijedno prikupiti kronološke podatke o mogućnostima ulaganja i usredotočiti se na određene čimbenike kao što su ekonomske aktivnosti, likvidnosti tržišta kapitala, oporezivanje, zaštita ulagača, društveno okruženje uključujući poduzetničke kulture i mogućnosti neke zemlje. Ovi su podatci vrijedni za određivanje pozicije pojedinih gospodarstava i regija kako stoje u odnosu na njihovu atraktivnost za ulaganje. Kako je na našem području slabo razumijevanje procesa razvoja ovakve industrije, ovaj rad će približiti takvu tematiku te pružiti sistematski prikaz podataka iz prošlosti pa sve do najnovijih, aktualnih podataka iz 2018. te usporedbu istih.

### **1.1. Predmet istraživanja**

Predmet istraživanja je analiziranje razine atraktivnosti ulaganja rizičnog kapitala za zemlje jugoistočne Europe te usporedba s drugim zemljama svijeta s uključenim podacima iz 2018. godine.

### **1.2. Ciljevi rada**

Ciljevi su objašnjenje procesa ulaganja rizičnog kapitala, sistematizacija najnovijih podataka o atraktivnosti ulaganja rizičnog kapitala za zemlje jugoistočne Europe, usporedba istog s ostalim zemljama svijeta pomoću “The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index-a” (VCPE index) te približiti probleme koji potencijalno usporavaju atraktivnost ulaganja.

### **1.3. Metode rada**

U istraživanju će se koristiti sekundarni izvori podataka koji će se obraditi deskriptivnom, povijesnom, komparativnom metodom, metodom analize i sinteze te indukcije i dedukcije. Podatci su prikupljeni putem publikacije o globalnom indeksu atraktivnosti zemlje za rizična ulaganja “VCPE Country Attractiveness Index”.



## 2. POJMOVNO ODREĐENJE RIZIČNOG KAPITALA

### 2.1. Povijest ulaganja rizičnog kapitala

Prva zabilježena uporaba riječi "venture capital" zabilježena je 1920ih godina kada Industrial Securities Committee podnosi izvješće o tome: "Služba rizičnog kapitala je nužna za rast i razvoj zemlje, kao i za sigurnost svih investicijskih vrijednosnica". Benno Schmidt i njegovi partneri su vidjeli "venture capital" kao dio tradicionalnog portfelja za velike investitore, kao ulaganje u "posao u eksperimentalnim fazama".

Nakon drugog svjetskog rata prva "prava" private equity ulaganja počinju se rađati u SAD-u i Velikoj Britaniji. Glavne Britanske banke 1945. osnivaju private equity fond koji je tada bio poznat kao Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC). Tvrtka je 1983. preimenovana u Investors Industry, poznatija kao 3i koja je i danas jako dobro poznata pod tim imenom, kao jedna od vodećih fondova rizičnog kapitala.

Georges Doriot je otac venture capital-a, a on je ujedno i bivši pomoćnik dekana na Harvard Business School. 1946. zajedno sa Ralph Flandersom i Karl Comptonom osniva American Research and Development (ARD). ARD je postala prva investicijska tvrtka za institucionalni private equity radi povećanja kapitala od drugih izvora, a ne samo bogatih obitelji.<sup>1</sup>

To osnivanje je označilo porast profesionalno upravljanih private equity investicija. ARD je bila kompanija koja nudi privatnom sektoru financiranje za nove i male tvrtke. U to vrijeme takve su se investicije često događale na ad hoc osnovi. Pravi poticaj private equity-ju dogodio se donošenjem dva zakona u SAD-u.

---

<sup>1</sup>Topić, J. (2016): Ulaganje rizičnog kapitala na primjeru Engleske i Njemačke, završni rad, Sveučilište u Splitu dostupno na: (<https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A758/datastream/PDF/view>)

Točka 1244 Unutarnjeg poreznog zakona omogućila je otpis gubitaka kapitala od redovnog dohotka za one pojedince koji su uložili najmanje 25.000 dolara u male tvrtke, a Zakon o malim ulaganjima iz 1958. godine omogućio osnivanje “Small Business Investment Companies”. U pet godina ove tvrtke su skupile gotovo 50 puta više od iznosa koje je skupio “American Research and Development” (ARD).

Šezdesetih godina dvadestog stoljeća formirala su se venture capital društva s ograničenom odgovornošću. Iako male tvrtke, do kraja desetljeća takva partnerstva imala su oko 171 milijun dolara. 1969. donijela je porast stopa na kapitalnu dobit i smanjenje tržišta za početne javne ponude. Ovoga se puta fokus prebacio od financiranja novih pothvata do širenja tvrtki koje su već bila u portfeljima menadžera koji se bave private equity ulaganjem. Sam pojam private equity-ja stigao je kroz ulaganja Jerome Kohlberga Jr., Henryja Kravisa i George Robertsa u obiteljskim poduzećima koja su se suočavala s problemima sukcesije. Te tvrtke su se suočile s nedostatkom izlaznih mogućnosti, a umjesto prodaje konkurentima, osnivači bi često odlučili da ih je bolje prodati financijskom kupcu. <sup>2</sup>

Tijekom 1960-ih i 1970-ih godina, tvrtke u koje je uloženi rizični kapital usmjeravaju svoju investicijsku aktivnost prvenstveno na pokretanje i širenje poduzeća. Ove tvrtke su iskorištavale elektronička, medicinska i tehnološka dostignuća. Kao rezultat toga, rizični kapital je gotovo postao sinonim za financiranje tehnologija. <sup>3</sup>

Od 1980-ih do ranih 1990-ih zbog promjena u regulatornom poreznom sustavu tržište private equity-ja poraslo je u tim godinama. Taj je rast bio najistaknutiji u “non-venture private equity-ju”, ali i venture capital je također porastao. Apple Computer, Compaq, Federal Express, Genetech i Intel su tvrtke koje su tada iskusile velike investicije u rizični kapital.

---

<sup>2</sup><http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/>

<sup>3</sup>Topić, J. (2016): Ulaganje rizičnog kapitala na primjeru Engleske i Njemačke, završni rad, Sveučilište u Splitu (dostupno na: <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A758/datastream/PDF/view>)

Moglo bi se zaključiti da je ovo vrijeme pretvorilo dolinu Santa Clara u konceptualnu Silicon dolinu jer se rizični kapital proširio na elektorničku, medicinsku i tehnološku industriju preko kompanija koje su bile locirane na tom području.

Između 1992. i 2002. godine dogodila se akvizicija “Snapple Beverages-a” koja se često gleda kao početak novog rasta na venture capital tržištu. To je bilo doba u kojem se dogodio rast tehnoloških tvrtki kao što su Apple Inc. i Microsoft. Venture capital je također pridonio tvrtkama kao što su Amazon.com, Ebay, Netscape i Yahoo!. Nakon pada Nasdaq-a taj je dobar period završio i srušena je vrijednost tehnoloških tvrtki.

Od 2003. do 2007. zbog niskih kamatnih stopa industrija rizičnog kapitala opet je uskrsnula. Ovo je zapravo bilo vrijeme da se svjedoči najvećim “leveraged” otkupima, masivnoj ekspanziji u aktivnostima rizičnog kapitala i rastu velikih private equity tvrtki kao što su Blackstone Group i Carlyle Group. Međutim, rast se proširio ne samo u SAD-u, već i na Europu. Do 2007. godine tržište hipotekarnih kredita pretrpjelo je krizu koja nije mogla biti u karanteni financijskog svijeta. Do kraja godine zajmodavci kao što je Citigroup objavili su znatno smanjenje vrijednosti zbog kreditnih gubitaka.

Nadalje, od 2008. godine do današnjih dana kreditna tržišta su se “smrznula”. To je utjecalo na tržište private equity-ja koje je uvijek znatno ovisilo o pristupu bankovnim kreditima kako bi se financirala ulaganja. Kako su tržišta kapitala trpjela stagnaciju, tako su investicije također zaustavljene. Međutim, tijekom ovog razdoblja private equity tvrtke su uspjele akumulirati znatna sredstva. Tijekom 2010. godine ponovno su se podigli no noge te su tijekom dražbi privatne imovine mogli koristiti fondove.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup><http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/>

Autor Rao navodi da je prvi start-up koji je privukao kapital bio Fairchild Semiconductor, financiran krajem 1957. godine. Jedan od prvih koraka prema profesionalnom razvoju industrije rizičnog kapitala desio se 1958. kada je zakonom omogućeno osnivanje Small Business Investment Companies (SBIC), osnovanih da pomognu sa financiranjem i vođenjem malih poduzetničkih tvrtki u SAD-u.<sup>5</sup>

U razvijenim je gospodarstvima poznato da ulaganje u private equity i venture capital predstavlja element financijskog tržišta koji može značajno doprinijeti razvitku onog dijela gospodarstva kojem je financiranje zaduživanjem ili emisijom dionica nedostupno ili teško dostupno. To su ponajprije nove tvrtke, inovativne brzorastuće tvrtke, tvrtke u procesu restrukturiranja i sl.<sup>6</sup>

Budućnost venture capitala se suočava s mnogim izazovima, ali ako portfolio kompanije i private equity tvrtke prežive teška razdoblja može se očekivati svijetla budućnost.

---

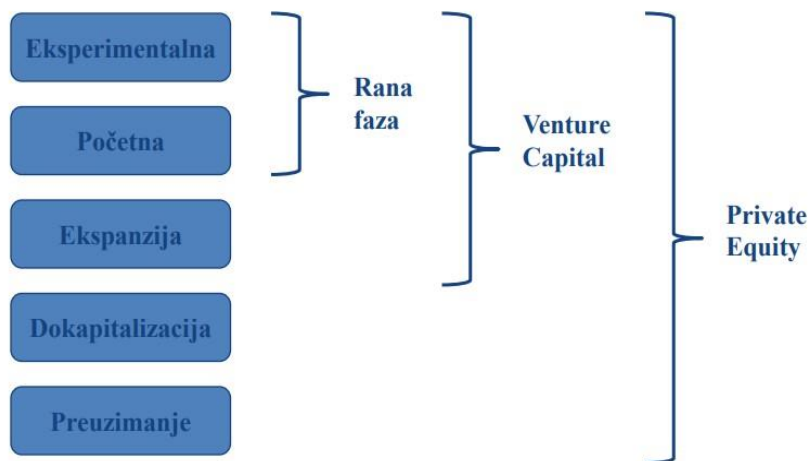
<sup>5</sup>Rao, A., Scaruffi, P. (2011): A History of Silicon Valley, Redwoodcity

<sup>6</sup>Švaljek, S. (2008): Ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj: porezno i pravno uređenje, Privredna kretanja i ekonomska politika, Vol.17 No.113 (dostupno na: [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=31979](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=31979))

## 2.2. Vrste i oblici rizičnog kapitala

Rizični kapital označava financiranje u obliku dionica ili nalik dionicama u poduzeća sa potencijalom brzog rasta na srednji i dugi rok (3 – 7 godina). Rizični kapital je hrvatski prijevod anglosaksonskih termina private equity i venture capital, a nalazimo i na druge prijevode: pothvatni kapital, poduzetnički kapital, strpljivi kapital. Rizični kapital kao prijevod termina venture capital odnosi se na financiranje poduzetnika u ranim fazama rasta poduzeća, te fazama ekspanzije i dokapitalizacije. Rizični kapital kao prijevod termina private equity je širi pojam te uključuje i financiranje preuzimanja.<sup>7</sup>

Slika 1. Prikaz private equity i venture capital faza ulaganja



Izvor: <http://www.treasury.hr/docs/hukrhr/dokumentitekst/73/0.0/original.pdf>

<sup>7</sup><http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/>

Financiranje razvoja poduzeća se može prikazati prema fazama razvoja:

- eksperimentalna ili sjemenska faza (eng. seed)
- početna faza (eng. start-up)
- faza ekspanzije (eng. expansion)
- faza dokapitalizacije
- faza preuzimanja (eng. buyout, prodaja većinskog udjela poduzeća)

Prema Makek et al. (2011) private equity ima različite konotacije u različitim državama te postoji širok spektar oblika i tipova private equity ulaganja, tako se neki od osnovnih oblika mogu podijeliti na:

- Venture capital - oblik private equity ulaganja koji se odnosi na ulaganje u mlade tvrtke kojima je potreban kapital za pokretanje i razvoj. U odnosu na fazu razvoja društva, venture capital se dijeli i na podkategorije, od kapitala u ranim fazama koji omogućava pokretanje poslovanja te do kapitala za rast postojećeg poslovanja kojim se ostvaruju prihodi, ali ipak ne dovoljno da bi tvrtka bila profitabilna i mogla se financirati budući rast.
- Growth capital - oblik ulaganja u vlasničke vrijednosne papire, a ulaže se u tvrtke kojima je potreban kapital za ulazak na nova tržišta i širenje, to jest za poduzeća koja se već nalaze u zrelijoj fazi životnog ciklusa.
- Leveraged buyout odnosi se na ulaganje u vrijednosne papire s pravom vlasništva kao dijela transakcije u kojoj se aktivira drugo društvo postojećih vlasnika uz korištenje financijske poluge. U ovakvim transakcijama uglavnom sudjeluju zrelije tvrtke koje generiraju operativne novčane tokove.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup>Makek, G. (2011): Kako financirati poslovanje fondovima rizičnog kapitala, HCVA (dostupno na: <https://www.scribd.com/document/238854645/Kako-Financirati-Poslovanje-Fondovima-Rizicnog-Kapitala-HVCA-2012-01-20>)

U svom radu Kotromanović (2016) navodi da Nexus Private Equity Partner društvo (2016) u private equity ulaganje uključuje još neke strategije kao što su:

- „Distressed“ ili drugim riječima posebne situacije odnose se na situacije u kojima potencijalni investitori ulažu u vlasničke i dužničke vrijednosne papire onih tvrtki koje se nalaze u poteškoćama.
- Mezanine kapital predstavlja ulaganje u preferencijalne dionice koje su kao takve nadređene redovnim dionicama, te za tvrtke predstavlja skuplji način financiranja.
- Nekretnine
- Sekundarna ulaganja su ulaganja u već postojeću private equity imovinu, te su uobičajeno strukturirana kao fond fondova.
- Infrastruktura je oblik ulaganja različite vrste državnih, tj. javnih radova kao što su: autoceste, zračne luke, tuneli i sl.
- Energetika je vrsta ulaganja koja se odnosi na ulaganja u različite tvrtke koje se bave proizvodnjom i isporukom energije, tj. električne struje.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup>Kotromanović, L. (2016): Venture Capital i Private equity ulaganja na području Zapadnog Balkana, završni rad, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet

### 2.3. Karakteristike i struktura rizičnog kapitala

Oni koji se bave venture capital-om skupljaju kapital od mnogih investitora i ulažu ga putem fonda koji je većinom strukturiran kao društvo s ograničenom odgovornošću. U toj se strukturi investitori “pretplate” na fond i obvezuju se na izdatak određenog iznosa tijekom životnog ciklusa fonda. Venture capital tvrtka ili tim upravitelja investicija su menadžeri fonda. Menadžer fonda povlači kapital koji su investitori uložili prema potrebi za ulaganja, pokrivanje troškova i vlastitih naknada za upravljanje. Kapital iz fonda obično traje 2-3 godine i iz njega se obavi oko 10-20 investicija. Životni ciklus fonda traje oko 10 godina, a u tom vremenu menadžer mora obaviti sve izlazne strategije, realizirati investicije, s mogućnošću produživanja životnog vijeka za 2-3 godine pod uvjetom da se većina partnera slaže.<sup>10</sup>

Kotromanović (2016) u svom radu navodi da rizični kapital kao oblik ulaganja ima svoje osnovne karakteristike, pa tako Šimić Šarić (2016) razlikuje 5 osnovnih karakteristika, a to su:

1. Ulagáč rizičnog kapitala je finacijski posrednik – fond rizičnog kapitala je posrednik koji prikuplja kapital (novac) od svojih ulagača te ga ulaže u start-up poduzeća.
2. Rizični kapital ulaže se samo u privatna poduzeća – ova karakteristika odnosi se na nemogućnost kotacije poduzeća na tržištu kapitala nakon što se poduzme investicija.
3. Ulaganjem rizičnog kapitala u poduzeće ulagač zahtijeva minimalno jedno mjesto u Upravnom odboru te na taj način ima mogućnost nadzora nad portfeljem poduzeća te pružanja savjeta u poslovanju poduzeća.
4. Ulagáč rizičnog kapitala ulaže u poduzeće samo ako može predvidjeti ostvarivanje određenog finacijskog rezultata, tj. ukoliko će ostvariti povrat na ulaganje.

---

<sup>10</sup>Christofidis, C., Debande O. (2001): Financing innovative firms through venture capital, European Investment Bank (dostupno na: [www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf](http://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf))



5. Rizični kapital je način financiranja rasta poduzeća, stoga je cilj izgradnja novog poduzeća, a ne kupnja postojećeg.<sup>11</sup>

Prednosti rizičnog kapitala su srednje do dugoročan horizont ulaganja, predanost razvoju poslovanja i uspjehu društva sve do trenutka izlaza, solidna i fleksibilna kapitalna osnova za realizaciju plana budućeg rasta i razvoja, ne opterećuje novčani tok poduzeća kamatama i povratom glavnice (već povrat na uloženi kapital ovisi o uspješnosti poslovanja), povrati fondu ovise o rastu i uspjehu, što je poslovanje uspješnije to svi investitori zajedno realiziraju bolje povrate na uložena sredstva, a ako tvrtka ne ostvari rezultate, fond je rangiran usporedno s drugim dioničarima nakon banaka i drugih vjerovnika, i mogu izgubiti svoje (dio ili cijelo) ulaganje što ih motivira za aktivnu konstruktivnu ulogu u društvu.

Ograničenja vezana uz rizični kapital su sljedeća: potrebno je nešto više vremena za realizaciju ulaganja s obzirom na to da fond provodi detaljno dubinsko snimanje poslovanja društva prethodno ulaganju, tako da postupak ulaganja može trajati nekoliko mjeseci, poduzetnici moraju dio vlasničkog udjela u društvu prepustiti fondu, a time i dio kontrole nad odlučivanjem u upravljanju društvom, fond zadržava kontrolu nad određivanjem trenutka realizacije svojeg izlaza iz društva.<sup>12</sup>

Fondovi rizičnog kapitala su uključeni u poslovanje tijekom cijelog trajanja ulaganja i obično ne zahtijevaju garancije za povrat uložениh sredstava i povrata. Ulaganje fondova rizičnog kapitala ne opterećuje novčani tijekom budućih da ne zahtjeva kamatu ili dividendu na svoje ulaganje, već se „naplaćuje“ kod prodaje udjela u tvrtki i ako je poslovanje bilo uspješno, ostvaruje određeni povrat na uložena sredstva. Upravo zbog toga interesi ostalih suvlasnika i fonda usklađeni su i fokusirani na povećanje vrijednosti tvrtke.

---

<sup>11</sup>Kotromanović, L. (2016): Venture Capital i Private Equity ulaganja na području Zapadnog Balkana, završni rad, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet

<sup>12</sup>Oršulić, M. (2015): Alternativni izvori financiranja malog i srednjeg poduzetništva u Republici Hrvatskoj, završni rad, Veleučilište u Karlovcu (dostupno na: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:128:044911>)

Rizični kapital dijeli rizik neuspjeha i nagradu za uspjeh s ostalim suvlasnicima u tvrtki sve do trenutka prodaje svojeg udjela. Prodaja udjela može biti realizirana kroz prodaju upravi/suvlasnicima, prodaju strateškom ili financijskom ulagatelju ili uvrštenje na burzu.<sup>13</sup>

## 2.4. Private Equity i Venture Capital

Postoje različite definicije private equity-ja i venture capital-a u svijetu. Definicije private equity-ja su slične, dok se kod definiranja venture capital-a mogu uočiti razlike koje se odnose na tip ulaganja koji se svrstava pod čisti rizični kapital. Razlike su manje izražene u europskim zemljama nego u SAD-u i Australiji.

Europska private equity i venture kapital asocijacija (eng. European Private Equity and Venture Capital Association) navodi da je private equity oblik vlasničkog (dioničkog) ulaganja u privatna poduzeća koja nisu uvrštena na tržište kapitala, dok je venture capital vrsta private equity-a, odnosno vlasničkog (dioničkog) ulaganja u start-up poduzeća.

Nacionalna venture kapital asocijacija – Sjedinjene Američke Države (eng. National Venture Capital Association) navodi da je private equity vlasničko ulaganje u poduzeća koja nisu javna, često definirano kao ulaganje poduzeto od strane fondova rizičnog kapitala i buyout fondova.

Ponekad se partneri iz područja nekretnina, nafte i plina uključuju u definiciju. Venture capital je segment private equity industrije, koji je usmjeren na ulaganja u nova poduzeća s visokim potencijalom rasta i s pratećim visokim rizikom.<sup>14</sup>

Australski ured za statistiku (eng. Australian Bureau of Statistics) navodi da private equity (u kasnoj fazi) predstavlja ulaganje u poduzeća koja se nalaze u kasnijim fazama razvoja, kao i ulaganje u poduzeća koja ostvaruju slabije rezultate. Ta poduzeća još posluju, rizici su visoki i ulagači imaju izlazne strategije s ciljem ostvarenja povrata uglavnom kroz kapital dobitka.

---

<sup>13</sup><http://www.prosperus-invest.hr/content/rizicni-kapital>

<sup>14</sup><https://nvca.org/>

Venture capital predstavlja visoko rizični vlasnički kapital za tipično mlada, inovativna ili brzo rastuća poduzeća koja nisu javna. Ovo ulaganje je kratkoročnog ili srednjoročnog vijeka s definiranom izlaznom strategijom, pri čemu se protežira ostvarenje kapitala dobitka u odnosu prema ostvarenju redovitih prihoda.<sup>15</sup>

Hrvatska private equity i venture kapital asocijacija (CVCA) (eng. Croatian Private Equity and Venture Capital Association) definira private equity kao vrstu ulaganja koja obuhvaća venture kapital ulaganja i dodatno preuzimanje, odnosno predstavlja širi pojam od venture kapitala. A venture capital je definiran kao uži pojam od private equityja i odnosi se na financiranje poduzeća u ranoj fazi razvoja i fazi ekspanzije. Osim aktivnog sudjelovanja u menadžmentu kompanije, ulaganje rizičnog kapitala obuhvaća i restrukturiranje financiranja, dokapitalizaciju, promjenu menadžmenta, strategije poslovanja.

Fondovi nemaju pravnu osobnost, njima upravljaju društva za upravljanje. Ulažu u perspektivna inovativna poduzeća s visokim potencijalom rasta na srednji i dugi rok te sa jasno definiranom izlaznom strategijom. Iako po hrvatskom zakonu između private equity i venture capital fondova ne postoji razlika, ali kako je već navedeno, private equity fond je širi pojam, a venture capital fond užu pojam. Venture capital se u pravilu odnosi na financiranje poduzeća u ranoj fazi razvoja i fazi ekspanzije, a private equity kao širi pojam obuhvaća venture capital ulaganje i dodatno preuzimanja.<sup>16</sup>

Investitori koji se bave venture capital-om su profesionalci koji su se specijalizirali za financiranje i izgradnju novih i inovativnih poduzeća. To su dugoročni investitori koji sa svojim ulaganjima aktivno rade s timovima poduzetničkog menadžmenta kako bi izgradili velike kompanije. Većina venture capital tvrtki sredstva skuplja od institucionalnih investitora kao što su mirovinski fondovi, osiguravajućih društava, fondova, zaklada, obiteljskih ureda i pojedinaca. Ulagачi koji investiraju u fondove venture capital-a nazivaju se “ograničenim partnerima”. Osobe koje upravljaju venture capital fondom nazivaju se “opći partneri”. Oni imaju fiducijarnu odgovornost prema svojim “ograničenim partnerima.”

---

<sup>15</sup><https://www.avcal.com.au/about-avcal/about-avcal>

<sup>16</sup><http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/>

Ulaganja europskih private equity i venture capital firmi u 2007. godini iznosila su 73.8 milijardi eura, a uloženo je u oko 5,200 europskih kompanija. Oko 85% tih poduzeća ima manje od 500 zaposlenika.

Venture kapitalisti ulažu uglavnom u mlade, privatne tvrtke koje imaju veliki potencijal za inovacije i rast. U današnje vrijeme većina kapitala se ulaže u kompanije koje se bave visokom tehnologijom, uključujući softvere, biotehnologiju, medicinske aparate, mediji i zabava, bežične komunikacije, internet i u ekološki sektor industrije, kao što su obnovljiva energija, održive tehnologije. S druge strane ulažu i u tradicionalnije industrije kao što su potrošački proizvodi, proizvodnja, financijske usluge, zdravstvene i poslovne usluge.

Istraživanja pokazuju da su između 2000. i 2004. godine europske private equity i venture capital firme financirale kompanije koje su stvorile milijun novih radnih mjesta što odgovara godišnjem rastu od 5.4 %. Između 1997. i 2004. prosječni rast zaposlenosti "buyout" financiranim kompanijama je bio 2.4 %, a 30.5% za kompanije podržane venture capital-om.

Kada venture kapitalist investira, ne očekuje povrat na investiciju za 7-10 godina, već je inicijalna investicija samo početak dužeg odnosa između investitora i poduzetnika.

Također pružaju veliku vrijednost investirajući i pružajući svoje iskustvo i ekspertizu u upravljanju. Često su neprocijenjivi u izgradnji snažnih menadžerskih timovima, upravljanju brzog rasta i olakšavanju strateškog partnerstva.

Venture kapitalisti ulažu u privatna poduzeća. Način na koji ostvaruju povrat na investicije je kada takvo poduzeće postane javno ili je kupljeno od drugog poduzeća. Kako ulažu u visoko rizična poduzeća, oko 40 % investicija propadne, 40% vrati umjerene iznose kapitala i samo 20% ili manje donese visoke prinose. Taj mali postotak je najzaslužniji za konstantne visoke rezultate, bolje od javnih tržišta.

Razlika između poslovnih anđela i venture kapitalista je ta što je mreža poslovnih anđela više neformalna i ulaže se manje od milijun dolara u kompanije od vlastitog interesa, a venture kapitalisti ulažu više od milijun dolara zastupajući treću stranu ili partnere.<sup>17</sup>

U ranijim danima percepcija venture kapitala bila je pružanje kapitala potrebnog za razvoj ideje, inovacije osobe koje su ili imale nedovoljno sredstava ili bi banke smatrale neprihvatljivo rizičnima da bi se mogli osloniti na njih. Kako je industrija venture kapitala rasla tako je postala sve više formalizirana, a broj venture capital firmi se povećavao.

Godine 1983. osnovana je Europska udruga venture kapitala koja se preimenovala u “European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). Definira private equity koji također može riješiti pitanja vlasništva i upravljanja – sukcesija u obiteljskim poduzećima.

Venture kapital firme ne skupljaju kapital kontinuirano već periodično. Moraju održavati odnos s investitorima koji im osiguravaju kapital. Mogu biti neovisne, vođene od strane timova ili “zarobljene” kao podružnice financijske institucije kao što je banka ili osiguravajuća društva ili drugi entiteti koji ulažu u ime svojih klijenata ili vanjskih ulagača. Neovisne venture capital firme osiguravaju kapital iz različitih vanjskih izvora, na konkurentnoj osnovi. Kao posljedica toga, financijski tokovi mogu ovisiti o njihovom uspjehu. To može utjecati na njihovu strategiju investiranja, činiti ih sklonijima ulagati u firme u kasnijem stadiju da se izbjegne previše investiranja u tehnologiju visokog rizika.

Korporativni venture capital je još jedna vrsta venture kapital operacija. Tu je venture capital tvrtka podružnica korporacije, a nastoji ulagati u tehnologije ili kompanije za koje smatra da pomažu korporaciji da ispuni svoje strateške ciljeve. Kriteriji za investiranje su prvenstveno potaknuti ciljem da ostanu u kontaktu i da potencijalno utječu na tehnološki razvoj, a ne da maksimiziraju povrat izravnih ulaganja.

---

<sup>17</sup><http://www.hvca.hu/pevc-explained/venture-capital/vc-faq/>

Tvrtke koje upravljaju fondovima venture capitala mogu se sastojati od jedne osobe, poslovnog anđela do timova menadžera koji investiraju, a to rijetko prelazi broj deset.<sup>18</sup>

Prema CVCA korporativni venture capital ima dvije glavne karakteristike: stupanj povezanosti između kompanije investitora i poduzeća u koje se ulaže. Ciljevi korporativnog venture capitala uključuju strateške ciljeve: kompanija ulaže u poduzeća kako bi primarno koristila sinergije u poslovanju sa novonastalim poduzećima, npr. ulaganja u nove tehnologije, inovacija, proširenje tržišta.

Financijske ciljeve: kompanija ulaže u poduzeća kako bi iskoristila atraktivne povrate na uložena sredstva, prvenstveno na osnovu dobrog poznavanja sektora, tehnologija, jakom bilancom i dugoročnom strategijom strpljivog investitora.

Korporativni venture capital dosegao je vrhunac u SAD-u za vrijeme “internetskog buma” te je u to vrijeme oko 300 kompanija uložilo ukupno 16 milijardi USD u venture capital (tada je ukupno VC tržište iznosilo preko 100 milijardi USD). 2007. u SAD-u oko 1,3 milijarde USD ulažu kompanije u VC (ukupna veličina VC tržišta oko 15 milijardi USD). U Europi kompanije ulažu približno iste iznose u venture capital.<sup>19</sup>

Private equity i venture kapital asocijacije su primarni izvor informacija o kretanju i trendovima u industriji private equityja i rizičnog kapitala pojedinih zemljama diljem svijeta. Međutim, svaka od pojedinih asocijacija ima svoju metodologiju prikupljanja podataka. Korištenje različite metodologije dovodi i do problema usporedbe pojedinih statističkih podataka o industriji rizičnog kapitala zemalja u svijetu. Europska asocijacija private equityja i rizičnog kapitala (EVCA) glas je industrije private equityja u Europi, odnosno ona predstavlja primaran izvor podataka o private equity aktivnostima u Europi. Podaci se prikupljaju od preko 1800 private equity društava u Europi (identificiranih od strane EVCA i partnerskih asocijacija).<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup>Christofididis, C., Debande O. (2001): Financing innovative firms through venture capital, European Investment Bank (dostupno na: [www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf](http://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf))

<sup>19</sup><http://www.treasury.hr/docs/hukrhr/dokumentitekst/73/0.0/original.pdf>

<sup>20</sup>Šimić, M. (2015): Atraktivnost Hrvatske u privlačenju ulagača rizičnog kapitala, *Ekonomski misao i praksa* br. 1. (267-294) (dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/207007>)

20. lipnja 2016. godine pokrenuta je “Europska kooperacija baze podataka”. Ova platforma je osnovana u zajedničkom vlasništvu i s njom se upravlja od strane svih udruga u Europi. Po prvi puta industrija ima prednosti od velike, sveobuhvatne i nekomercijalne baze podataka koja ne samo da uključuje podatke o investiranju već i o prikupljanju sredstava, a uključuje i statistike ekonomskih učinaka.<sup>21</sup>

Nacionalna venture kapital asocijacija SAD-a (NVCA) pruža informacije o zajednici rizičnog kapitala SAD-a. NVCA zajedno u suradnji s Price waterhouse Coopers (PwC) izdaje Money Tree TM izvješće. To je kvartalna studija o aktivnostima rizičnog kapitala u SAD-u koja se temelji na podacima prikupljenim od strane Thomson Reuters. Podatci se nadopunjuju s drugim privatnim i javnim izvorima, a svi prikupljeni podatci provjeravaju se od strane poduzeća rizičnog kapitala i/ili poduzeća u koje je uloženi rizični kapital.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup><https://www.perepanalytics.eu/>

<sup>22</sup>Ibid

### **3. RIZIČNI KAPITAL U ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EUROPE I U SVIJETU**

#### **3.1. Tržište rizičnog kapitala u zemljama jugoistočne Europe**

Private equity i venture capital fondovi po hrvatskom zakonodavstvu nazivaju se otvoreni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom.<sup>23</sup> U Hrvatskoj je industrija privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala poprilično nerazvijena, a strani ulagači u privatni vlasnički i rizični kapital ne pronalaze dovoljno razloga da svoja ulaganja usmjere u Hrvatsku.

Venture capital ulaganje uključuje i aktivno sudjelovanje u menadžmentu, a nerijetko uključuje i promjenu strategije poslovanja, menadžmenta, restrukturiranje financiranja (zamjena udjela kapitala za dug ili obrnuto), dokapitalizaciju i slično. Tipična investicija u Hrvatskoj u ovoj fazi ulaganja veća je od 500 tisuća eura. U Hrvatskoj djeluje Hrvatska Private Equity i Venture Capital Asocijacija s ciljem promoviranja private equity i venture capital ulaganja.<sup>24</sup>

1997. u Hrvatskoj su djelovala dva venture capital fonda, to su SEAF Croatia i Coperinicus Adriatic. Prvi venture capital fondovi nisu bili službeno registrirani u Hrvatskoj jer nije postojala zakonska osnova i regulativa, već su poslovali kao predstavništva stranih fondova u Hrvatskoj. U praksi je njihovo sjedište bilo u Zagrebu, a ulagali su u hrvatske startupe. Možemo ih promatrati kao pionire rizičnih ulaganja u Hrvatskoj.<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup>Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 150/05 (dostupno na: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2005\\_12\\_150\\_2897.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2005_12_150_2897.html))

<sup>24</sup><http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/>

<sup>25</sup><https://lider.media/aktualno/biznis-i-politika/sve-zemlje-koje-su-uspjesno-razvile-venture-capital-industriju-ucinile-su-to-uz-poticanje-drzave/>



Quaestus je prva hrvatska tvrtka za upravljanje rizičnim kapitalom osnovana 2003. Quaestus je 2003. godine osnovao prvi hrvatski fond rizičnog kapitala Quaestus Private Equity Kapital veličine 35 milijuna eura. 2011. godine osnovao je novi fond rizičnog kapitala Quaestus Private Equity Kapital II, veličine 45 milijuna eura. Danas Quaestus upravlja s dva fonda rizičnog kapitala. Ukupni kapital pod upravljanjem iznosi oko 80 milijuna eura.<sup>26</sup>

Druga takva kompanija zove se Nexus Private Equity Partneri, a osnovana je početkom 2008. godine. Hanfa je u siječnju 2018. nakon nadzora koji je provodila nad Nexus Private Equity Partneri zbog kreditiranja Agrokora, objavila da oduzima licenciju društvu, kao i članovima uprave. Vodila se istraga zbog kratkoročnog kredita od 117,5 milijuna kuna Agrokoru, koji je odobren mimo povjereničkog vijeća, iako je novac bio namijenjen ulaganju u Zagreb-Montažu.<sup>27</sup>

Hrvatska Vlada pokušava napraviti jedan venture capital fond od 20 milijuna eura, a među članicama je Unije pri dnu, a zadnja je među članicama u jugoistočnoj Europi. I Slovenija ima venture fondove za startupe, a Mađarska, Rumunjska, Bugarska i Grčka imaju čak vlastite crowdfunding platforme, odnosno vlastite platforme za alternativno financiranje biznisa. Hrvatski lijevi, desni i političari centra trude se jačati investicijski sustav kroz državne organizacije umjesto kroz jačanje same investicijske zajednice.

Ulaganje u venture capital fondove se isplati zbog zadržavanja mladih, stvaranja novih radnih mjesta i činjenice, kako navodi HVCA, da kroz venture capital ulaganja u poduzetnike BDP može rasti četiri puta brže nego sada.<sup>28</sup>

Na cijelom Balkanu (Jugoistočnoj Europi) segment tržišta s najvećim potencijalom su male i srednje investicije u iznosima od 5 do 10 milijuna eura. Velikih transakcija preko 20 milijuna eura ima znatno manje. Domaći fondovi rizičnog kapitala imaju veliku prednost u odnosu na strane u uspješnom pronalaženju investicija, a strategija fokusa na regiju biti će isplativa kao i fondovima rizičnog kapitala i poduzetnicima.

---

<sup>26</sup> <http://www.quaestus.hr/o-nama/>

<sup>27</sup> <http://www.poslovni.hr/hrvatska/nexus-to-je-pravno-neodrzivo-336378>

<sup>28</sup> <http://www.poslovni.hr/komentari/hvca-i-crane-trebaju-traziti-legalizaciju-crowdfundinga-i-fintecha-a-tek-zatim-novac-312475>

Područja koja privlače ulaganje rizičnog kapitala uključuju tehnologije, medije i telekomunikacije, medicina i zdravstvene usluge, robe i usluge za potrošače, nekretnine i turizam. Najviše je private equity investiranja u zemljama srednjoistočne Europe bilo tijekom 2007. godine. Nakon toga 2009. godine nastaje veliki pad investicija što je zapravo rezultat svjetske financijske krize. Ni u 2013. godini ukupna vrijednost investiranja nije dostigla vrijednosti iz rekordne 2007. Investirano je oko 783 milijuna eura, a to je 26% vrijednosti investiranja s obzirom na 2007. godinu.<sup>29</sup>

U privlačenju rizičnog kapitala tržišta Jugoistočne Europe razlikuju se od zemalja centralne i istočne Europe. Među zemljama Jugoistočne Europe najviše rizičnog kapitala privlače Bugarska i Rumunjska. Osim većih tržišta, te zemlje također provode i politiku koja podržava razvoj tržišta rizičnog kapitala.<sup>30</sup>

Kada su tranzicijske zemlje devedesetih godina prošloga stoljeća započele strukturne i institucijske reforme, susrele su se s naglim padom proizvodnje, rastom nezaposlenosti i visokom inflacijom, a investicijska aktivnost u tim zemljama bitno je smanjena. Prvih je godina priljev kapitala bio vezan uz procese privatizacije, ali s vremenom je intenzitet priljeva inozemnog kapitala sve više ovisio o institucijskoj promjeni.<sup>31</sup>

Venture capital je u posljednja tri desetljeća uvelike razvijen u SAD-u, ali mnogo manje u Europi, posebno u zemljama srednje i istočne Europe. Članstvo u Europskoj Uniji od velike je važnosti za državu i ima mnogo pozitivnih konotacija. Investitori automatski percipiraju zemlje koje su članice Europske Unije ili kandidati za Europsku Uniju kao manje rizičnu s rastućim tržištima, a također je važno usklađivanje sa standardima Europske Unije u zakonu, administrativne i ekonomske politike koje dodatno poboljšavaju investicijsku klimu.

---

<sup>29</sup>Vidučić, Lj., et al. (2015): Formalni rizični kapital u svijetu, Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb

<sup>30</sup><http://www.treasury.hr/docs/hukrhr/dokumentitekst/73/0.0/original.pdf>

<sup>31</sup>Buterin, V. (2015): Institucijske promjene u novim članicama EU-a i njihov utjecaj na gospodarske performanse, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. No. 1

Ekonomije zemalja srednje i istočne Europe koje su ušle u EU rasle su brže od ostalih uz stalno povećanje stranih i domaćih ulaganja. Početno financiranje i start-upovi činili su samo mali udio privatnih ulaganja u dionice kao i u cijeloj Europi, ali su bili i na znatno nižoj razini od onih europskih. Kad usporedimo distribuciju u srednjoj i istočnoj Europi s europskom, može se reći da su otkupni, ekspanzijski i zamjenski kapital na približno istoj razini, a sjemenska i početna ulaganja su na znatno nižoj razini.<sup>32</sup>

Kotromanović (2016) u svom radu spominje autora Mandira (2009) koji navodi kako je jedan od razloga slabo razvijenog private equity i venture capital tržišta u Hrvatskoj kao zemlji Zapadnog Balkana nepoznavanje prednosti ovog oblika ulaganja pa poduzetnici u želji da konkuriraju na tržištu i pribave potrebna sredstva za financiranje još uvijek pribjegavaju bankarskim kreditima kao glavnim i lakše dostupnim oblikom financiranja te strah od ulaska u vlasničku strukturu poduzeća te želja da se vlastiti poduzetnički pothvat ostavi budućim generacijama u naslijeđe.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup>Milovanović, Šmitran, Cvrle (2008): Venture capital in Central and Eastern European countries in Croatia (dostupno na: [https://bib.irb.hr/datoteka/419027.Venture\\_capital\\_in\\_Central\\_and\\_Eastern\\_European\\_countries\\_and\\_Croatia.doc](https://bib.irb.hr/datoteka/419027.Venture_capital_in_Central_and_Eastern_European_countries_and_Croatia.doc))

<sup>33</sup>Kotromanović, L. (2016.): Venture Capital i Private Equity ulaganja na području Zapadnog Balkana, završni rad, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet

### 3.1.1. Gospodarsko stanje u zemljama jugoistočne Europe

Zapadni Balkan je pojam koji koristi Europska unija za podregiju uključujući Albaniju, Bosnu i Hercegovinu, Hrvatsku, Makedoniju, Srbiju, Crnu Goru, Kosovo. Regija Zapadnog Balkana sastoji se od relativno male ekonomije. Najveću populaciju ima Srbija (7,2 milijuna), a Hrvatska ima najveću ekonomiju. Populacija cijele regije je oko 25 milijuna ljudi što znači da je to 6,5% Europske Unije. BDP cjelokupne regije iznosi oko 113 milijardi eura, što znači da je to oko 0,09 % BDP-a Europske Unije.

U današnje vrijeme se pojam Balkan napušta i češće se spominje Jugoistočna Europa. No, neki ga autori još koriste. Smatra se da Balkan sadrži dijelove Grčke, Albanije, Bugarske, Turske i neke dijelove bivše SFR Jugoslavije, s ukupnom površinom od 550.000 km<sup>2</sup> i skoro 41 milijuna stanovnika.<sup>34</sup>

Gospodarstvo zemlje ili regije čini ključni element pri ulaganju u rizični kapital i razvoju industrije. Dovoljno razvijeno gospodarstvo uz odgovarajuću politiku je vrlo važan čimbenik u privlačenju investicija i kapitala zbog strategijskih odluka poduzeća, a tako se pruža veća mogućnost uspjeha i rasta poduzeća. Zemlje jugoistočne Europe su na dnu ljestvice, u odnosu na ostatak Europe, kada se gleda gospodarsko stanje.<sup>35</sup>

Nezaposlenost u zemljama jugoistočne Europe je najviša u Europi, s prosjekom od 24 posto, što je dvostruko više od Europskog prosjeka. Ekonomska kriza je pogoršala situaciju s rastom siromaštva i nezaposlenosti.<sup>36</sup>

U cijeloj Europi, neizvjesnost je pojačana odlukom referendumu u Velikoj Britaniji za izlazak iz Europske Unije, tekuće krize u Grčkoj, pritiskom na talijanske banke, političkim tenzijama u Turskoj i izbjegličkom krizom.

---

<sup>34</sup>Veselinović, P., Makojević, N. (2011.): Venture Capital and Private Equity Investing in Western Balkan region, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet

<sup>35</sup>Bezić, H. (2014.): Utjecaj inozemnih direktnih investicija i transfera tehnologije na gospodarski rast RH, ( dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/182542>)

<sup>36</sup>Zeneli, V. (2014): Economic Development in the Western Balkans: On the Road to Competitive Market Economies?, The Quarterly Journal (dostupno na: <https://www.questia.com/read/1P3-3581192661/economic-development-in-the-western-balkans-on-the>)

Brexit je obnovio raspravu o budućnosti Europske Unije i potencijalni utjecaj na države koje su na putu k priključenju. Međutim, zemlje jugoistočne Europe nastavljaju čvrsto težiti njihovim težnjama za integraciju s Europskom Unijom, pri čemu je nekoliko zemalja ove godine otvorilo nova poglavlja.<sup>37</sup>

Činjenica je da su inicijalni ekonomski uvjeti u većini ovih zemalja prilično slabi, geografska lokacija nije pogodna, snažni su šokovi liberalizacije te je prisutan dubok utjecaj dramatične dezintegracije i ratova Jugoslavije.

Države Balkana smatraju se prevelikima, iako su neke zbog propasti državnih institucija premale, previše su paternalizirane i ima previše korupcije. Njihovi fiskalni sustavi nisu efikasni. Vlade u regiji nemaju sposobnost da učinkovito upravljaju i podupiru reforme.<sup>38</sup>

Noviji podatci o BDP-u za gospodarstva Jugoistočne Europe ukazuju na rast u četvrtom tromjesečju 2017., nakon prilično dobrog razdoblja trećeg tromjesečja. Procjena pokazuje godišnji rast od 4.7% što je drugi najviši iznos u dvije godine. Iako je rast usporio u cijeloj regiji, kombinacija zdrave globalne potražnje, fleksibilnih fiskalnih stavova i poboljšanje uvjeta rada zadržao je solidan rast. Zapravo, regionalni rast BDP za 2017. procjenjuje se na 5,5% što obilježava najbolju izvedbu u zadnjih 11 godina.

Dostupni podatci pokazuju umjereni rast u Bugarskoj, Hrvatskoj i Rumunjskoj. BDP zadnjeg tromjesečja 2017. u Hrvatskoj se malo smanjio zbog knock-on efekata koji proizlaze iz procesa restrukturiranja duga Agrokora. Slično tome, rumunjski ekonomski rast bio je umjeren u zadnjem tromjesečju iako su performanse zemlje robusne. Visoko frekventivni indikatori pokazuju da je privatna potrošnja bila glavni pokretač rasta u tom tromjesečju.

---

<sup>37</sup>World Bank (2018): South East Europe Regular Economic Report (dostupno na: <http://www.worldbank.org/en/region/eca/publication/south-east-europe-regular-economic-report>)

<sup>38</sup>Franičević, V. (2002): The Postsocialist States in Southeast Europe: Challenges and Dilemmas (dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/24320>)

Rast srpske ekonomije zabilježio je treći uzastopan kvartal na leđima jačih kapitalnih izdataka. Iako je cjelokupni poslovni rezultat gospodarstva bio slabiji u odnosu na 2016., poboljšani fiskalni uvjeti i prilagodljivi monetarni uvjeti nagovješćuju dobru perspektivu za 2018. godinu.

Očekivalo se da će tursko gospodarstvo prebaciti u nižu brzinu u zadnjem tromjesečju, ali BDP podatci su još uvijek izuzetni te visokofrekventni pokazatelji pokazuju da su se za zadnji kvartal pokazali osobito otpornim. Mogućnost je prijevremenih izbora zbog posljednje vojne operacije Turske u Siriji.

Regionalni rast BDP-a predviđa se na 3,7% ove godine što je 0.1 postotnih bodova više od prošlogodišnje prognoze. Iako se očekuje pad rasta s obzirom na prošlu godinu zbog slabljenja fiskalnih poticaja rastućih ekonomskih promjena u Rumunjskoj i Turskoj, poboljšanja gospodarskih uvjeta u Grčkoj, jača apsorpcija sredstava EU na Balkanu, čvrsta globalna potražnja i turistički dolasci diljem regije trebali bi podržati rast. Za 2019. godinu rast BDP-a procjenjuje se na 3,4%.

Nadalje, očekuje se kako će gospodarstva Rumunjske i Kosova rasti po najvišim stopama u regiji ove godine, s rastom od 4,5% odnosno 4,2%. Turska, koja ima najveće gospodarstvo u regiji, ove godine bilježi rast od 3,9%. Za Grčku se očekuje sporiji rast od 2,1% ove godine.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup>Ampudia, D. (2018): Economic Snapshot for South-Eastern Europe  
(dostupno na: <https://www.focus-economics.com/regions/south-eastern-europe>)

### 3.2. Tržište rizičnog kapitala u svijetu

Prema Statista - The Statistics Portal, od 1985. godine, vrijednost private equity fondova u SAD-u se povećala za 180,59 bilijuna dolara u 2000. godini, dok je u 2015. godini povećanje iznosilo 144,52 bilijuna američkih dolara.<sup>40</sup>

Najveći rast vrijednosti private equity fondova ostvaren je u 2007. godini kada je iznosio 263,86 bilijuna američkih dolara. Nadalje, ulaganja u venture capital u SAD-u od 1985. godine su bila mnogo niža nego ulaganja u private equity. U 2015. godini u venture kapital je uloženo 28,22 bilijuna američkih dolara, dok je najveće ulaganje ostvareno 2000. godine kada je u venture capital uloženo 101,43 bilijuna američkih dolara.

Od 2008. godine Latin American Private equity & Venture Capital Association (LAVCA) prikazuje najtočnije, sveobuhvatne i najnovije podatke o venture capital ulaganjima, prikupljanju sredstava za fondove i izlaske u Latinskoj Americi. Skupljeni su iz primarnih i sekundarnih podataka, a uključuju i dvogodišnju anketu.

Prema Latin American Private Equity & Venture Capital Association LAVCA je neprofitabilna organizacija koja podupire rast private equity i venture capital industrije u Latinskoj Americi. Cilj LAVCA-e je potaknuti regionalni gospodarski rast kroz venture capital i private equity ulaganja. Prema publikacijama koje je objavila LAVCA, najviši kapital koji je uloženo u private equity i venture capital, iznosio je 10,39 bilijuna američkih dolara u 2014. godini a time je ostvaren novi rekord u odnosu na 2011. i 2015. godinu kada je iznosio 10,27 bilijuna američkih dolara.<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup><https://www.statista.com/statistics/280255/private-equity-fund-raising-of-holdings-in-the-united-states/>

<sup>41</sup><https://lavca.org/vc/vc-data/>

Prema Preqin Special Report (2015) azijski private equity je mlađe i manje razvijeno tržište u odnosu na Sjevernu Ameriku i Europu, no azijska ekonomija se sve više razvija (posebno ekonomija Kine i Japana) te azijski private equity ima važnu ulogu u globalnom private equity tržištu. Prema Preqin Special Report iznos prikupljenog kapitala povećava se iz godine u godinu te od 2012. kada iznosi 7 bilijuna američkih dolara raste te 2014. doseže razinu od 22,9 bilijuna američkih dolara što je do tada najviši ostvareni iznos prikupljenog kapitala. U 2015. je narastao 1,4 bilijun dolara u odnosu na 2014. godinu. Trenutno postoji 667 aktivnih investitora u Aziji, što čini 11% globalnih investitora u svijetu. To predstavlja povećanje od 22% u broju aktivnih azijskih investitora u odnosu na isto vrijeme u 2014. godini. Najveći udjeli azijskih investitora nalaze se u Kini (25%) i Japanu (24%), što nije iznenađujuće s obzirom na zrelu ekonomiju Japana i veličinu Kine.<sup>42</sup>

Prema Lagace (2004) private equity ulaganja u Europi se prvi put pojavljuju još 1930-ih godina u Ujedinjenom Kraljevstvu, ali se prava ulaganja javljaju tek 1980. godine pa je Europa još relativno mlado tržište u odnosu na SAD. U Ujedinjenom Kraljevstvu je i danas najviše zastupljeno ulaganje u private equity i venture capital u odnosu na ostatak Europe. Europski private equity i venture capital ulagače zastupa Invest Europe grupa ili European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA). Prema informacijama koje iznosi EVCA, za svoju udrugu kaže da im je cilj ulaganje u privatna startup poduzeća te doprinos ulaganju privatnog kapitala u Europu.<sup>43</sup>

Prema Statista - The Statistics Portal (2016) kapital prikupljen u private equity fondovima u Europi u 2015. godini iznosio je 44,18 bilijuna eura, dok je najviši bio 2007. godine kada je iznosio 72,86 bilijuna eura. Europa je fluktuirala tijekom perioda opservacije, dosegla je vrijednost više od 51 bilijuna eura od 2016. godine. <sup>44</sup>

---

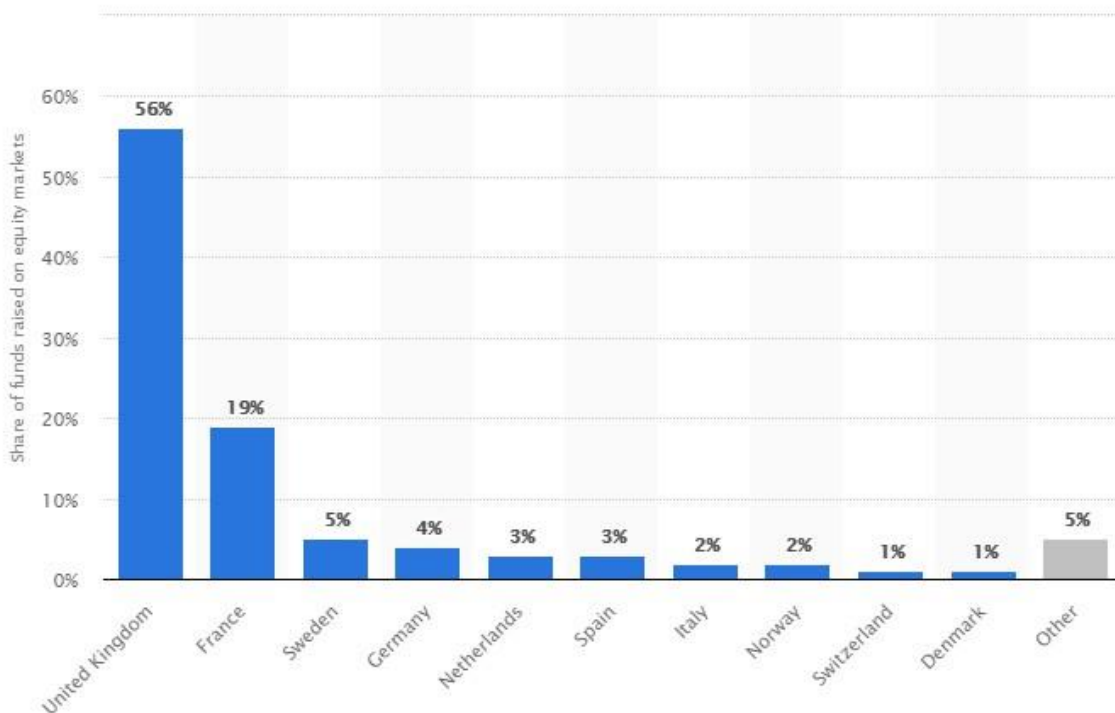
<sup>42</sup><http://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-Asian-Private-Equity-September-2015.pdf>

<sup>43</sup><https://hbswk.hbs.edu/item/european-private-equitystill-a-teenager>

<sup>44</sup><https://www.statista.com/statistics/256516/fundraising-total-in-private-equity-markets-in-selected-european-countries/>



Graf 1. Udio private equity ulaganja u Europi 2016. godine



Izvor: <https://www.statista.com/statistics/324083/uk-equity-market-private-equity-funds-raised-europe/>

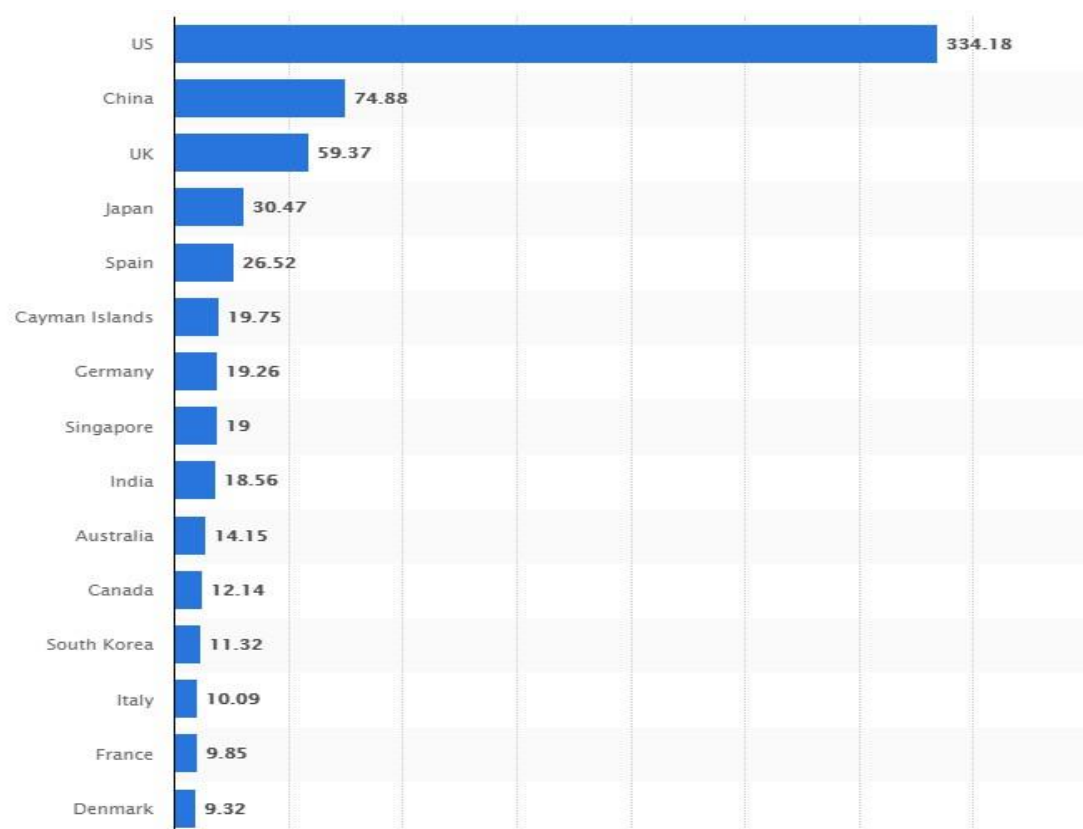
Na grafu možemo vidjeti udjele private equity ulaganja u Europi, 2016. godine. Tržište Ujedinjenog Kraljevstva je najrazvijenije izvan SAD-a. 56 % sredstava prikupljeno je na tržištu Ujedinjenog Kraljevstva. Sljedi Francuska sa 19%, Švedska sa 5%, a zemlje jugoistočne Europe nalaze se na samom dnu.

Što se tiče ostatka svijeta, na jugu djeluje Australian Private Equity i Venture Capital Association Limited (AVCAL). To je nacionalna udruga koja predstavlja private equity i venture capital industrije. Članovi AVCAL-a čine većinu aktivnih private equity i venture capital poduzeća u Australiji. Te tvrtke osiguravaju kapital za tvrtke u ranoj fazi, kasnijoj fazi razvoja kapitala i upravljanju kapitala za upravljanje buyouta poduzeća.<sup>45</sup>

<sup>45</sup><https://www.avcal.com.au/about-avcal/about-avcal>

Jedan od uspješnih primjera je suosnivač Skypea Niklas Zennström koji je prikupio 765 milijuna dolara u najvećem europskom fondu za rizični kapital namijenjen financiranju startupa. Naziv fonda je Atomico IV, a plan je u sljedeće četiri godine ulagati u 25 perspektivnih startupa u njihovoj ranoj fazi razvoja, ali i u već etablirane tvrtke koje su već dokazale svoj potencijal. Atomico IV fond je osnovan prije dvije godine i za 60 je posto veći od prijašnjeg fonda osnovanog 2013. godine. Sjedište mu je u Londonu, a u proteklih 10 godina uložio je u više od 60 startupa. Nadalje, Zennström tvrdi da je osnovni razlog zašto većina startupa u Europi ne izraste u velike tehnološke kompanije kao što je slučaj u SAD-u jest nedostatak rizičnog kapitala.<sup>46</sup>

*Graf 2. Vrijednost private equity investicija u cijelom svijetu u 2017. godini*



Izvor: <https://www.statista.com/statistics/520845/value-of-global-private-equitydeals-by-target-country/>

<sup>46</sup><http://www.poslovnih.hr/svijet-i-regija/krece-najveci-eu-fond-za-startupe-324335>

Prikazan graf prikazuje vrijednost private equity poslova u cijelom svijetu u 2017. godini. Najveća vrijednost bila je 334,18 bilijuna dolara u SAD-u. Slijedi Kina sa 74,88, Ujedinjeno Kraljevstvo sa 59,37 bilijuna, Japan sa 30,47 bilijuna dolara.

### 3.2.1. Gospodarsko stanje u Sjedinjenim Američkim Državama

Gospodarstvo se polako i neravnomjerno oporavlja od dubina recesije iz 2009. godine. Dobilo je dodatnu podršku kroz ekspanzivnu monetarnu politiku. To uključuje i održavanje kamatnih stopa na nižoj razini, kao i nekonvencionalnu politiku države da kupuje velike iznose financijske imovine kako bi povećala ponudu novca i zadržala dugoročno niže kamatne stope.

Tržište rada se značajno oporavilo i zapošljavanje se vratilo na razinu od prije krize, no još uvijek postoji velika briga o zdravlju američkog gospodarstva. Iako najgori učinci recesije sada blijede, gospodarstvo se i dalje suočava s nizom značajnih izazova. Propadanje infrastrukture, stagnacija plaća, porast dohodovne nejednakosti, povišeni mirovinski i zdravstveni troškovi, kao i veliki deficiti u državnom proračunu, sve su pitanja s kojima se danas suočava američko gospodarstvo.

Unatoč suočenju s izazovima na domaćoj razini, uz sve brže promijenjivu globalnu klimu, američko gospodarstvo je i dalje najveće i najvažnije na svijetu. Gospodarstvo SAD-a predstavlja oko 20% ukupne globalne proizvodnje, i još je uvijek veće od kineskog gospodarstva. Štoviše, prema MMF-u, SAD ima šestu najvišu stopu BDP-a po stanovniku. Gospodarstvo SAD-a ima visoko razvijeni i tehnološki napredan sektor usluga, kojim čini oko 80% svojeg bruto proizvoda. U gospodarstvu SAD-a dominiraju tvrtke usmjerene na usluge u područjima tehnologije, financijskih usluga, zdravstva i maloprodaje. Velike američke korporacije također igraju važnu ulogu na globalnoj razini, sa više od petine tvrtki sa popisa Fortune Global 500 iz SAD-a.

Iako je sektor usluga glavni pokretač gospodarstva, SAD također ima važnu proizvodnu bazu, koja predstavlja oko 15% ukupnog bruto proizvoda. SAD su druge po veličini proizvođača u svijetu i lider u industrijama visoke vrijednosti kao što su automobili, zrakoplovni sektor, strojevi, telekomunikacije i kemikalije. Poljoprivreda predstavlja manje od 2% proizvodnje.

Ali, velike količine obradivog zemljišta, napredne poljoprivredne tehnologije i velike državne subvencije čine SAD jednim od vodećih izvoznika hrane i najvećom poljoprivrednom izvoznicom.

Gospodarstvo SAD-a zadržava svoj dominantan status kroz kombinaciju karakteristika. SAD ima pristup bogatim prirodnim resursima i sofisticiranoj fizičkoj infrastrukturi. Također ima velik broj dobro obrazovane i produktivne radne snage. Fizički i ljudski kapital u cijelosti se iskorištava u okruženju slobodnog tržišta i poslovnog okruženja. Vlada i narod Sjedinjenih Država doprinose ovom jedinstvenom gospodarskom okruženju. Vlada osigurava političku stabilnost, funkcionalni pravni sustav i regulatornu strukturu koja omogućuje da gospodarstvo napreduje.

Podaci upućuju na to da je gospodarski rast umjeren, no kontinuiran na zdravom isječku početkom ove godine. U siječnju su podaci o zapošljavanju pokazali da je aktivnost zapošljavanja prošle godine potaknula ubrzanje godišnjeg rasta plaća na najvišu razinu od lipnja 2009. godine.

Predviđa se da potrošnja kućanstava ima koristi od stabilnog tržišta rada i solidnih stambenih dobitaka, dok bi poslovna ulaganja trebala ostati otporna na fiskalni poticaj i jači globalni rast. Panelisti Focus Economics-a predviđaju rast BDP-a za 2,6%, što je nepromijenjeno u odnosu na posljednju procjenu. U 2019. predviđa se umjeren rast do 2,2%.

Iako su Sjedinjene Države izgubile neke od svojih konkurentskih prednosti posljednjih desetljeća, materijalna roba još uvijek predstavlja dvije trećine ukupnog izvoza. Sjedinjene Države uglavnom izvoze visoko-vrijednosna kapitalna dobra i domaće proizvedene proizvode, uključujući industrijske strojeve, zrakoplove, motorna vozila i kemikalije.

Sjedinjene Države vodeći su svjetski izvoznik usluga. To uključuje financijske i profesionalne poslovne usluge, kao i druge intelektualne usluge. U 2015. godini izvezli su dobra u vrijednosti od 1.510 trilijuna dolara.

Putovanja, prijevoz i turističke usluge također su zauzimaju velik postotak u ukupnom izvozu. Usluge predstavljaju oko trećinu ukupnog izvoza.

Gospodarski rast u Sjedinjenim Američkim Državama potpomognut je i motiviran stalnim inovacijama, istraživanjem i razvojem, kao i kapitalnim ulaganjima.<sup>47</sup>

### 3.2.2. Gospodarsko stanje u Aziji

Rast Južne Azije usporio je na još uvijek snažnih 6,5 % 2017. godine, dijelom zbog prilagodbe tvrtki u Indiji na nove poreze na robu i usluge te zbog nepovoljnih utjecaja prirodnih katastrofa diljem regije.

Očekuje se rast u regiji do 6,9% u 2018. godini. Očekuje se kako će potrošnja ostati snažna, oporavak izvoza, a investicije su na putu za oživljavanje kao rezultat reformi javnih politika i nadogradnji infrastrukture.

Rizici sa kojima se susreće tamošnje gospodarstvo su uglavnom domaći. Opterećenja reformi u korporativnom i financijskom sektoru, poremećaji zbog prirodnih nepogoda i izazovi koji slabe domaću potražnju mogu potkopati izgled za rast. Povećanje obveza diljem regije također bi moglo umanjiti napredak fiskalne konsolidacije, pri čemu slabija solventnost smanjuje povjerenje prema financijskom tržištu.

Očekuje se kako će Indija doživjeti rast od 7,3% u 2018./19. i daljnji rast na 7,5% 2019./20., uz snaženje osobne i javne potrošnje uzorkovano povećanjem dohodaka i ulaganjem u infrastrukturu. Očekuje se porast privatnih ulaganja, prilagođavanjem privatnog sektora porezu na robu i usluge, a oporavak globalne trgovine podiže izvoz.<sup>48</sup>

Jači rast u naprednim gospodarstvima, umjeren oporavak cijene dobara i jačanje globalnog trgovinskog rasta su povoljni vanjski čimbenici koji će podržati gospodarstva regija u razvoju, Istočne Azije i Pacifika, do 6,4% za 2017.

---

<sup>47</sup><https://www.focus-economics.com/countries/united-states>

<sup>48</sup>World Bank (2018): The World Bank in South Asia

(dostupno na: <http://www.worldbank.org/en/region/sar/overview>)

Očekuje se da će se u 2018. rast usporiti na 6,2%, što prvenstveno odražava postupno usporavanje gospodarstva Kine. Rast u 2017. u odnosu na ranije prognoze odražava snažniji rast od očekivanog u Kini, od 6,7%, isti kao i 2016. godine.

U ostatku regije, uključujući velika gospodarstva jugoistočne Azije, rast u 2017. godini je nešto brži i to u 2017. godini do 5,1%, a 2018. godinu 5,2%, s 4,9% iz 2016. godine. Tijekom posljednja dva desetljeća, siromaštvo je drastično smanjeno u većini zemalja u razvoju Istočne Azije. Između 1990. i 2013. godine broj ljudi u regiji koji žive u krajnje siromašnim uvjetima pao je za više od 920 milijuna. Brzi rast dohotka radne snage među siromašnima, zajedno s niskom nezaposlenošću, pridonijeli su smanjenju javnih transfera (poput mirovina, novčanih transfera i osiguranja nezaposlenih), strukturalnih transformacija i javnih investicija.

Ipak, postoje prepreke. U zemljama kao što su Lao PDR i Mijanmar, značajan postotak stanovništva i dalje je siromašan, a u Mongoliji i Papua Novoj Gvineji, nedavne gospodarske smetnje mogle bi imati i suprotni rezultat rasta. U mnogim zemljama te regije javna je percepcija da je nejednakost i dalje visoka te da raste.

Regija uključuje 13 od 30 zemalja koje su najosjetljivije na klimatske promjene. Ona također nosi teret od 70% prirodnih katastrofa svijeta, koje su od 2000. godine u regiji zahvatile više od 1,6 milijardi ljudi. Zemlje Pacifika, gdje je izražen porast razine mora prijete obalnim područjima i atolskim otocima, posebno su pogođene.

Na istoku, Kazahstan je drastično skočio na stopu rasta od 3,7% u godini koja je završila, obzirom na rast od 1,1% u 2016. godini, a potaknuto povećanom proizvodnjom na naftnom polju Kashagan, koje je bilo izuzeto od smanjenja proizvodnje dogovorenog od strane članica OPEC-a.

U Rusiji i Kazahstanu inflacija je znatno pala sa dvoznamenkastih stopa nakon pada cijena nafte. To potvrđuje da su nedavna niska inflacija u zemljama uvoznicima nafte i visoka inflacija zemalja izvoznica nafte samo odražavale jednokratne prilagodbe relativnih uvoznih cijena.

Azerbajdžan, zemlja koja je najteže pogođena padom cijena nafte i koja je reagirala s odgodom, očekuje se da će ostati u recesiji i ove godine. Štoviše, finansijski sektori u regiji se bore sa prihvaćanjem novih tehnologija i novim zahtjevima za rizičnim kapitalom.<sup>49</sup>

### 3.2.3. Gospodarsko stanje u Europi

Očekuje se da će rast regije u Europi i Središnjoj Aziji usporiti na 2,9% 2018. uslijed usporavanja turskog gospodarstva, dok se proizvodnja širi u istočnom dijelu regije izvozom robe i očekuje se stabiliziranje na 3% u 2019./2020. godini.

Rusija se prilagodila novoj razini cijena nafte i očekuje se nastavak širenja za 1,7% ove godine. Očekuje se kako će Kazahstan umjereno rasti do 2,6% stope rasta jer su jednokratni učinci povećane proizvodnje nafte i fiskalnog poticaja počeli jenjavati. Očekuje se jačanje gospodarstva Ukrajine na 3,5 % sa 2% u godini koja je upravo završila, sve dok se geopolitičke napetosti ne povuku.

Očekuje se kako će rast Turske u 2018. godini biti umjeren, do 3,5%, budući da utjecaj fiskalnih mjera nestaje. Očekivano usporavanje rasta Europske Unije opterećivati će rast izvoza u srednjoj Europi, što će izvoz Poljske usporiti na 4,0% sa 4,5% u godini koja je upravo završila. Očekuje se umjerenom smanjenje rasta Mađarske na 3,8% sa 3,9%.

Porast izvoza u regiji i dalje premašuje globalni prosjek. Srednja Europa i zapadni Balkan i dalje bilježe solidan rast BDP-a, dok su Rusija i Bjelorusija izašle iz recesije. Poboljšana perspektiva rasta dolazi s normalizacijom inflacije, nižom stopom nezaposlenosti te u mnogim zemljama, umjerenim fiskalnim deficitima.

---

<sup>49</sup>World Bank (2018): Global Economic Prospects: Europe and Central Asia (dostupno na: <http://www.worldbank.org/en/region/eca/brief/global-economic-prospects-europe-and-central-asia>)

Prosječna inflacija u Europskoj uniji približava se 2% ove godine, nakon što je prije godinu dana bila blizu nulte inflacije. Inflacija u Kazahstanu i Rusiji padala je sa dvoznamenkastih stopa nakon pada cijena nafte.

U nekoliko zemalja stopa nezaposlenosti pada ispod razina prije 2008. godine, a stope radno sposobnog stanovništva iznad su razine prije krize. Prosječni fiskalni deficit ove godine iznosi 1,6% BDP-a, što je smanjenje od 5% iz 2009. godine.

Unatoč ovoj robusnoj cikličkoj izvedbi, došlo je do težih izazova. U mnogim je zemljama udio stalnih radnih mjesta s punim radnim vremenom u ukupnoj zaposlenosti smanjen. Rast udjela fleksibilnih ugovora potaknut je valom novih tehnologija i bržim rastom digitalnih platformi za komercijalne aktivnosti. Te nove tehnologije povećat će učinkovitost, ali će također promijeniti raspodjelu bogatstva i dohotka.

Bankarski sektor ostaje krhki u mnogim zemljama, a slabosti su postale više izložene u zemljama koje izravno ili neizravno ovise o robnom izvozu. Štoviše, financijski sektori u regiji također se bore za prihvaćanjem novih tehnologija i novim zahtjevima za rizičnim kapitalom.

Nakon europskih bankovnih kriza, u zapadnom dijelu regije smanjio se entuzijazam za dublju i širu integraciju. U međuvremenu, pad cijena nafte nešto je smanjio očekivane ekonomske koristi Euroazijske gospodarske unije. Istočni dio regije još uvijek se nije u potpunosti prilagodio promjeni relativnih cijena i dramatičnom padu prihoda potaknutom padom cijena nafte.

U cijeloj Europi i središnjoj Aziji, zabrinutost javnosti porasla je zbog imigracije stanovništva, što je potaknulo oštro povećanje tražitelja azila i nedokumentiranih migranata. Čini se da to odražava širu anksioznost zbog smanjena sigurnog zaposlenja, uzrokovano tehnološkim razvojem i internacionalizacijom proizvodnje i rada.<sup>50</sup>

---

<sup>50</sup> World Bank (2017): Europe and Central Asia Economic Update, October 2017 : Migration and Mobility, (dostupno na: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/28534>)



## 4. ANALIZA ATRAKTIVNOSTI ULAGANJA RIZIČNOG KAPITALA

### 4.1. Prikaz VCPE indeksa

Bez poznavanja socioekonomskog okruženja u različitim zemljama, investitor ne može donijeti racionalne odluke o raspodjeli rizičnog kapitala. Ulagači nadvladaju potencijalne deficite znanja i prikupljaju podatke kako bi analizirali odrednice koje smatraju važnima prije dodjele kapitala određenoj zemlji. Međutim, ova dubinska analiza zemlje dugotrajna je i skupa. Ovaj indeks usmjerava institucionalne investitore da riješe problem. Indeks agregira i pruža potrebne informacije za međunarodne odluke o dodjeli rizičnog kapitala. To može samo olakšati ovaj proces i podržati početnu fazu dubinske analize. Namjera indeksa je služiti ulaganju u investicijskoj zajednici, pripremiti i analizirati veliku količinu socio-ekonomskih podataka. Međutim, nije samo financijska zajednica ta koja može imati koristi od ovih istraživanja.

Političari također mogu zaključiti da živopisna tržišta rizičnog kapitala povećavaju inovativnost, poduzetničku aktivnost, gospodarski rast, zapošljavanje, konkurentnost i bogatstvo te stoga mogu biti zainteresirani za povećanje ponude za rizični kapital u svojim zemljama.

Postoji veliki pomak fokusa s "tradicionalnih" i zrelih tržišta rizičnog kapitala prema regijama u nastajanju. Zemlje u nastajanju privlače investitore visokim mogućnostima gospodarskog rasta. Ipak, prilike za rast nisu jedini faktor koji privlači zemlje za ulaganja. Prebrzi ulazak u zemlje ne čini se korisnom strategijom. Zato indeks prati socio-ekonomski i institucionalni razvoj zemlje i otkriva poboljšanja. To omogućuje investitorima bolje promatranje inozemnih tržišta i prepoznavanje dobrih vremena za izdvajanja. Indeks rješava prvu razinu zabrinutosti investitora s top-down perspektive i vrednuje zemlje u pogledu socioekonomskih kriterija za međunarodnu dodjelu rizičnog kapitala.

Ti kriteriji procjenjuju u prvom redu utvrđivanje lokalne potražnje za takvim kapitalom, a drugi je očekivanje učinkovitog okruženja za stvaranje posla koji omogućuje usklađivanje s isporučenim kapitalom.

Daljnje razine procesa uključuju odabir pojedinih timova za upravljanje fondovima. Time investitori ocjenjuju nadležnosti općih partnera, njihovih tragova i drugih parametara u dubinskom istraživanju fonda prije nego što su ušli u opće partnerstvo. Međutim, oni nisu u indeksu jer ovise o pojedinačnim slučajevima, osobnoj prosudbi i neobjavljenim podacima.

Kriteriji VCPE indeksa su izvedeni iz istraživanja koja su grupirana u šest podkategorija. Oni ilustriraju strukturu indeksa jer svaki predstavlja jedan od “pokretača” za atraktivnost zemlje za investiranje private equity i venture capital-a.<sup>51</sup>

Te kategorije su sljedeće: 1. Ekonomska aktivnost

5. Dubina tržišta kapitala
6. Oporezivanje
7. Zaštita ulagača
8. Socijalno okruženje
9. Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti

#### 4.1.1. Ekonomska aktivnost

Veličina neke ekonomije i razina zaposlenosti su pokazatelji prosperiteta, blagostanja, broja i različitosti poduzeća i općenito poduzetničke aktivnosti pa tako imaju i utjecaj na očekivani tijek ulaganja rizičnog kapitala. Ako se ekonomija razvija brzo, automatski je privlačnija za ulaganja rizičnog kapitala. Aktivnost venture capital i private equity ulaganja je ciklička i značajno povezana s rastom BDP-a zemlje.

---

<sup>51</sup>[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Atrakcyjno%C5%9B%C4%87\\_kraj%C3%B3w\\_2013/\\$FILE/ey\\_vcpe\\_atrakcyjnosć\\_krajow3.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Atrakcyjno%C5%9B%C4%87_kraj%C3%B3w_2013/$FILE/ey_vcpe_atrakcyjnosć_krajow3.pdf)

#### 4.1.2. Dubina tržišta kapitala

Važno je dobro razvijeno tržište kapitala, koje omogućava generalnom partneru izlaz putem inicijalne ponude, za uspostavu vitalnog tržišta. Bankocentrični sustavi su manje sposobni stvoriti učinkovitu infrastrukturu institucija za potporu rizičnih ulaganjima. U zemljama koje imaju jako tržište kapitala, M&A i bankovne aktivnosti, nalaze se i profesionalne institucije, kao što su investicijske banke, računovođe, odvjetnici, M&A savjetnici koji su važni za uspješno provođenje private equity venture capital ulaganja.

#### 4.1.3. Oporezivanje

Porezni sustavi su važni za ulazak i izlazak iz određenog posla. Direktni i indirektni porezi utječu na poduzetničke aktivnosti. Teško je pronaći poveznicu između oporezivanja i ulaganja, jer neke zemlje koje imaju relativno visoke stope poreza za poduzetnike istovremeno imaju i velika ulaganja, dok s druge strane pojedine zemlje u razvoju imaju male porezne stope za poduzetnike i zanemariva ulaganja. Velike razlike između dohotka i stopa poreza nude poticaj za pokretanje start-upova.<sup>52</sup>

#### 4.1.4. Zaštita ulagača

Pravne strukture i zaštita prava vlasništva snažno utječu na private equity i venture capital tržišta. Pravno okruženje određuje veličinu tržišta kapitala zemlje i sposobnost lokalnih kompanija da se financiraju. Političke odrednice korporativnog upravljanja za velike ekonomije i fokus na važnost snažne zaštite dioničara pomažu u razvoju živopisnog tržišta kapitala. Kvaliteta legalnog sustava je tijesno povezana sa olakšavanjem izlaska iz private equity i venture capital tržišta.

---

<sup>52</sup> Ibid

#### 4.1.5. Socijalno okruženje

Kulture oblikuju individualnu orijentaciju i uvjete okoline što može utjecati na poduzetničke aktivnosti. Kako bi se potakla industrija rizičnog kapitala važna je uloga škola, fakulteta i istraživačkih institucija. Krute politike tržišta negativno utječu na private equity i venture capital tržište. Zaštita radnika može povećati zaposlenost i rast. Posebno je važno za start-upove i korporacije srednjih veličina da su u mogućnosti da brzo odgovore na zahtjeve tržišta koje se brzo mijenja. Ograničenja tržišta utječu na private equity i venture capital, ali ne u tolikoj mjeri kao tržište dionica. Najviše problema u ovom području povezano je s korupcijom, kriminalom, sivom ekonomijom i sporom birokracijom.

#### 4.1.6. Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti

Očekivanje vezano uz pristup ostvarivim ulaganjima vjerojatno je najvažniji čimbenik za međunarodne alokacije rizičnog kapitala. Osobito za segment ranog stadija, očekuje se da će broj i volumen ulaganja biti vezan za sposobnost inovacije i količinom istraživanja u ekonomiji. Industrijsko i akademsko istraživanje i razvoj značajno kolerira s aktivnostima venture capitala. Broj zaposlenika u području istraživanja i razvoja i patenata ima pozitivan utjecaj na venture capital ulaganja. Isto tako, start up aktivnosti su u interakciji s kapitalnim dionicama istraživanja i razvoja, tehnološkim prilikama i brojem patenata. Inovacije, istraživanje i razvoj nisu jedini važni za venture capital ulaganja jer bez modernizacije bit će nemoguće održavati imena brendova, snažne tržišne pozicije, uglavnom faktore koji zatim privlače private equity investitore. Birokracija u obliku pretjeranih pravila i procedura, plus institucije od kojih treba dobiti odobrenje zahtjeva može ozbiljno ograničiti poduzetničke aktivnosti. Vrijeme i novac potrebni za ovakvo administrativno opterećenje mogu obeshrabriti nove pothvate.<sup>53</sup>

---

<sup>53</sup> Ibid

#### 4.2. VCPE indeks zemalja jugoistočne Europe od 2013. - 2018. godine

U ovom su dijelu rada prikazani i opisani podatci iz VCPE indeksa atraktivnosti za ulaganje rizičnog kapitala iz izvješća za 2013. i 2018. godinu. Prikazana je rang lista atraktivnosti za 2013. i 2018. godinu za zemlje jugoistočne Europe čiji podatci su dostupni, a koje uključuju Albaniju, Srbiju, Crnu Goru, BiH, Hrvatsku, Grčku, Tursku, Makedoniju i Bugarsku. Zatim je prikazan rang po kategorijama VCPE indeksa (ekonomska aktivnost, dubina tržišta kapitala, oporezivanje, zaštita ulagača, socijalno okruženje, poslovne mogućnosti i kultura) za svaku od zemalja za 2013.godinu te najnoviji podatci za 2018. godinu.

**Tablica 1. Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti za ulaganje rizičnog kapitala za zemlje jugoistočne Europe u 2013. godini**

Rang	Država	Vrijednost
33.	Turska	67,4
53.	Bugarska	53,4
65.	Hrvatska	48,8
67.	Grčka	47,8
73.	Bosna i Hercegovina	45,4
80.	Makedonija	41,4
82.	Srbija	41,3
86.	Crna Gora	38,0
108.	Albanija	23,7

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Anual, IESE Business School, University of Navarra*

U tablici vidimo rang listu zemalja jugoistočne Europe po atraktivnosti ulaganja rizičnog kapitala po podacima VCPE indeksa za 2013. godinu. U zemlje jugoistočne Europe spadaju: Turska, Bugarska, Hrvatska, Grčka, BiH, Makedonija, Srbija, Crna Gora i Albanija. Rang listu predvodi Turska sa sveukupnom vrijednošću od 67,4.

Hrvatska se našla na trećem mjestu, a Srbija, Crna Gora i Albanija su na začelju s vrijednošću od 23,7. Broj analiziranih zemalja u 2013. godini iznosio je 118. Po broju ranga se može primijetiti da se zemlje jugoistočne Europe nalaze i u prvoj trećini rang liste, u drugoj, pa sve do kraja liste, s Albanijom kao najmanje atraktivnom za ulaganje rizičnog kapitala od zemalja jugoistočne Europe.

**Tablica 2. Rang lista VCPE indexa atraktivnosti zemalja jugoistočne Europe u 2018. godini**

<b>Rang</b>	<b>Država</b>	<b>Vrijednost</b>
35.	Turska	65,2
56.	Bugarska	57,1
66.	Grčka	51,9
68.	Hrvatska	51,8
80.	Makedonija	45,3
82.	Srbija	44,9
85.	Crna Gora	42,5
95.	Bosna i Hercegovina	34,8
103.	Albanija	27,9

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018, IEESE Business School, University of Navarra*

U 2018. godini Turska je zadržala vodstvo s vrijednošću od 65,2 što je manje nego u 2013. godini kada je imala vrijednost od 67,4. Grčka je pretekla Hrvatsku za 0,1 te je sada na trećem mjestu. Makedonija, Srbija i Crna Gora zadržale su iste pozicije na rang između zemalja Balkana, a može se primijetiti znatan pad Bosne i Hercegovine s 45,4 na 34,8, što znači da je BiH pala na predzadnje mjesto. Posljednje mjesto još uvijek drži Albanija koja je ipak poboljšala svoj položaj sa 23,7 na 27,5.

Nadalje će se analizirati rang lista za 2013. i 2018. godinu po svih šest kategorija VCPE indeksa. To su: ekonomska aktivnost, dubina tržišta, oporezivanje, zaštita ulagača, socijalno okruženje te poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti.

**Tablica 3. Rang lista ekonomske aktivnosti zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine**

<b>Država</b>	<b>Rang 2013.</b>	<b>Rang 2018.</b>
Turska	25	7
Bugarska	83	67
Hrvatska	94	88
Grčka	116	105
Bosna i Hercegovina	106	118
Makedonija	110	119
Srbija	58	101
Crna Gora	112	120
Albanija	102	110

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Anual, IESE Business School, University of Navarra*

*Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018, IESE Business School, University of Navarra*

Na rang listi ekonomske aktivnosti za 2013. i 2018. može se primijetiti znatan napredak Turske s ranga 23 na rang 7 u 2018. godini. Turska, zajedno sa Bugarskom, Hrvatskom, Grčkom ostvaruje napredak, a Bosna i Hercegovina, Makedonija, Srbija, Crna Gora i Albanija padaju na rang listi. Važno je reći da je broj zemalja koje se analiziraju VCPE indeksom u 2018. godini veći, a to je 125 zemalja. Bez obzira na to, ovakav poredak prati općenitu rang listu država po VCPE indexu.

**Tablica 4. Rang lista dubine tržišta kapitala zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine**

<b>Država</b>	<b>Rang 2013.</b>	<b>Rang 2018.</b>
Turska	20	30
Bugarska	57	57
Hrvatska	66	60
Grčka	48	67
Bosna i Hercegovina	69	94
Makedonija	85	86
Srbija	57	82
Crna Gora	92	87
Albanija	113	108

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Anual, IESE Business School, University of Navarra*

*Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018, IESE Business School, University of Navarra*

Na rang listi dubine tržišta kapitala zemalja Balkana možemo vidjeti pad ranga Turske, Grčke, Bosne i Hercegovine, Makedonije, Srbije. Bugarska je zadržala isti rang, a Hrvatska, Crna Gora i Albanija bilježe napredak u 2018. godini.



**Tablica 5. Rang lista oporezivanja u zemljama jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine**

<b>Država</b>	<b>Rang 2013.</b>	<b>Rang 2018.</b>
Turska	26	26
Bugarska	73	76
Hrvatska	21	81
Grčka	13	16
Bosna i Hercegovina	100	100
Makedonija	58	44
Srbija	93	96
Crna Gora	64	74
Albanija	98	91

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Anual, IESE Business School, University of Navarra*

*Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018, IESE Business School, University of Navarra*

Na rang listi oporezivanja Turska i Bosna i Hercegovina zadržavaju isti rang u obje godine. Pad na listi bilježe Bugarska, Grčka, Srbija, Crna Gora, dok Hrvatska bilježi znatan pad s 21 na 81. Pomak na listi ostvaruju Albanija i Makedonija.

**Tablica 6. Rang lista zaštite ulagača zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine**

<b>Država</b>	<b>Rang 2013.</b>	<b>Rang 2018.</b>
Turska	53	68
Bugarska	84	73
Hrvatska	80	77
Grčka	69	76
Bosna i Hercegovina	81	103
Makedonija	57	43
Srbija	80	91
Crna Gora	40	53
Albanija	65	72

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K (2013).: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Anual, IESE Business School, University of Navarra*

*Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018, IESE Business School, University of Navarra*

Na rang listi zaštite ulagača pomak u 2018. u odnosu na 2013. godinu bilježe Bugarska, Hrvatska, Makedonija. Pad na listi bilježe Turska, Grčka, Bosna i Hercegovina, Srbija, Crna Gora i Albanija. Najveći pad bilježi Bosna i Hercegovina s 81 na 103. Hrvatska ima pomak od 3 na više, s 80 na 77.

**Tablica 7. Rang lista socijalnog okruženja zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine**

<b>Država</b>	<b>Rang 2013.</b>	<b>Rang 2018.</b>
Turska	68	71
Bugarska	46	60
Hrvatska	73	90
Grčka	79	80
Bosna i Hercegovina	53	87
Makedonija	55	36
Srbija	115	67
Crna Gora	30	42
Albanija	89	75

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Anual, IESE Business School, University of Navarra*

*Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018, IESE Business School, University of Navarra*

Rang lista socijalnog okruženja prikazuje porast ranga u 2018. godini za Makedoniju, Albaniju i Srbiju. Ostale države bilježe pad na rang listi. Turska, s 68 na 71, Bugarska s 46 na 60, Hrvatska s 73 na 90, Grčka s 79 na 80, Bosna i Hercegovina s 53 na 87, Crna Gora s 30 na 42.

**Tablica 8. Rang lista poduzetničke kulture i poslovne mogućnosti zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine**

<b>Država</b>	<b>Rang 2013.</b>	<b>Rang 2018.</b>
Turska	41	52
Bugarska	44	48
Hrvatska	49	64
Grčka	55	47
Bosna i Hercegovina	62	92
Makedonija	66	68
Srbija	91	61
Crna Gora	69	83
Albanija	95	84

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Anual, IESE Business School, University of Navarra*

*Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018, IESE Business School, University of Navarra*

Rang lista poduzetničke kulture i poslovne mogućnosti prikazuje pomak u 2018. godini za Grčku, Albaniju i Srbiju. Ostale zemlje Balkana bilježe pad na rang listi. Bugarska gubi 4 mjesta, Hrvatska 15, Bosna i Hercegovina 20 mjesta, Makedonija 2 mjesta, a Crna Gora 14 mjesta u 2018. godini.

Vidljivo je da Albanija bilježi napredak na rang listi u 2018. godini u 4 od 6 kategorija VCPE indeksa što se podudara s općenitim rastom ranga u 2018. godini s 23,7 na 27,5 mada je još uvijek na začelju ako se usporedi s ostalim zemljama jugoistočne Europe. Bugarska koja je također povećala općeniti rang na listi za 3,7 bilježi napredak i/ili stagnira u 3 kategorije VCPE indeksa.

Može se zaključiti da općeniti rast ili pad ranga države prati i rang posebno po kategorijama VCPE indeksa 2013. i 2018. godine.

### 4.3. VCPE indeks zemalja svijeta do 2013. – 2018. godine

U ovom dijelu su prikazani i opisani podatci VCPE indeksa atraktivnosti za ulaganje rizičnog kapitala iz izvješća za 2013. i 2018. godinu za zemlje svijeta. Konkretno, po područjima za Ameriku, Europu, Aziju, Australiju i Afriku. Za potrebe uspoređivanja uzelo se par zemalja iz svake svjetske regije. Prikazana je rang lista atraktivnosti za 2013. i 2018. godinu za zemlje svijeta koje uključuju SAD, Kanadu, Ujedinjeno Kraljevstvo, Njemačku, Švedsku, Švicarsku, Japan, Kinu, Australiju, Novi Zeland, Južnoafriku Republiku i Tunis. Zatim su prikazane vrijednosti po kategorijama VCPE indeksa (ekonomska aktivnost, dubina tržišta kapitala, oporezivanje, zaštita ulagača, socijalno okruženje, poslovne mogućnosti i kultura) za svaku od područja (Sjeverna Amerika, Istočna Europa, Zapadna Europa, Azija, Australija i Afrika) za 2013. godinu te najnoviji podatci za 2018. godinu.

**Tablica 9. Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti za ulaganje rizičnog kapitala u zemlje svijeta u 2013. godini**

Područja	Rang	Država	Vrijednost
<b>Amerika</b>	1.	SAD	100,0
	2.	Kanada	97,8
<b>Europa</b>	3.	Ujedinjeno Kraljevstvo	95,4
	7.	Njemačka	91,7
	9.	Švedska	88,4
	10.	Švicarska	87,0
<b>Azija</b>	4.	Japan	92,9
	8.	Hong Kong (Kina)	90,1
<b>Australija</b>	6.	Australija	91,9
	13.	Novi Zeland	85,5
<b>Afrika</b>	30.	Južna Afrika	69,7
	50.	Tunis	54,2

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K.(2013).: The Global Venture Capital and Private*

*Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Anual, IESE Business School, University of Navarra*

Rang lista prikazuje izabrane države po područjima svijeta. To su za Ameriku (SAD, Kanada), Europu (Ujedinjeno Kraljevstvo, Njemačka, Švedska, Švicarska), Aziju (Japan, Kina), Australija (Australija, Novi Zeland), Afrika (Južnoafrička Republika, Tunis). Kada se uposrede podatci iz 2013. i 2018. godinu možemo vidjeti da prva tri mjesta drži Sjeverna Amerika (SAD i Kanada), ali u 2018. drugo mjesto zauzima Ujedinjeno Kraljevstvo s područja Europe. SAD drže prvo mjesto u obje godine i to s maksimalnim brojem indeksa od 100,0. U prvih su deset rangiranih zemlja u 2013. godine zauzele zemlje Europe (sedma je Njemačka, deveta Švicarska i deseta Švicarska) te zemlje Azije (Japan koji je četvrti i Hong Kong (Kina) koji je osmi). Na začelju su države iz Afrike (Južnoafrička Republika je trideseta, a Tunis pedesti). S obzirom na rang izabranih država u 2013. moglo bi se reći na su najatraktivnija područja za investiranje rizičnog kapitala Sjeverna Amerika, Azija, Australija, Europa, a na začelju je Afrika.

**Tablica 10. Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti za ulaganje rizičnog kapitala u zemlje svijeta u 2018. godini**

Područja	Rang	Država	Vrijednost
<b>Amerika</b>	1.	SAD	100,0
	3.	Kanada	92,6
<b>Europa</b>	2.	Ujedinjeno Kraljevstvo	94,4
	8.	Njemačka	87,7
	11.	Švedska	83,3
	15.	Švicarska	82,2
<b>Azija</b>	5.	Japan	91,2
	4.	Hong Kong (Kina)	91,2
<b>Australija</b>	7.	Australija	90,2
	9.	Novi Zeland	87,2
<b>Afrika</b>	36.	Južna Afrika	64,8
	67.	Tunis	51,8

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018): The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018, IESE Business School, University of Navarra*

VCPE indeks atraktivnosti za 2018. godinu pokazuje slične rezultate kao i za 2013. godinu. Promjena se dogodila između drugog i trećeg mjesta gdje Ujedinjeno Kraljevstvo dolazi na drugo mjesto umjesto Kanade. Indeks Ujedinjenog kraljevstva zapravo pada, isto kao i indeks Kanade, ali manje. Iz tog razloga dolazi na drugo mjesto s 94,4. Kada se usporede indeksi iz 2013. i 2018. može se primijetiti da svim izabranim državama indeks lagano pada, a jedine države kojima raste su Novi Zeland i Kina (jedan i dva boda). SAD stagnira s osvojenih 100.0 bodova i još uvijek je na vrhu kao mjesto za najatraktivnije ulaganje rizičnog kapitala.

**Tablica 11. Prikaz VCPE indeksa i kategorija po svjetskim regijama u 2013. godini**

Regija	VCP E	Ekonomsk a aktivnost	Dubin a tržišta	Oporezivanj e	Zaštita ulagač a	Socijalno okruženj e	Poslovne mogućnost i
<b>Sj.Amerik a</b>	99,4	95,9	97,6	110,3	104,0	106,8	95,1
<b>Australija</b>	89,8	90,6	79,8	108,7	108,4	108,9	80,9
<b>Zapadna Europa</b>	81,5	70,2	70,2	111,2	89,5	103,1	81,1
<b>Azija</b>	68,8	90,2	65,0	85,1	69,5	69,8	59,6
<b>Istočna Europa</b>	56,5	69,8	44,4	87,8	62,1	69,1	53,5
<b>Afrika</b>	41,8	67,3	29,2	77,9	53,2	53,7	34,0

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K.(2013).: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Anual, IESE Business School, University of Navarra*

U tablici možemo vidjeti potvrdu navedenoga i detaljniji prikaz po kategorijama VCPE indeksa. Sjeverna Amerika je najatraktivnija i ima visoke vrijednosti kategorija ekonomske aktivnosti, dubine tržišta, oporezivanje, zaštita ulagača, socijalno okruženje i poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti. Slijedi Australija, Europa i Azija. Afrika je na začelju s niskim vrijednostima u svakoj od kategorija, osim u kategoriji oporezivanja gdje ima 77,9.

**Tablica 12. Prikaz VCPE indeksa i kategorija po svjetskim regijama u 2018. godini**

Regija	VCPE	Ekonomska aktivnost	Dubina tržišta	Oporezivanje	Zaštita ulagača	Socijalno okruženje	Poslovne mogućnosti
Sj.Amerika	96,8	95,4	96,5	103,2	99,0	99,6	94,1
Australija	85,2	84,8	82,8	107,8	104,6	98,5	83,9
Zapadna Europa	78,7	78,5	70,6	112,7	85,3	83,0	78,9
Azija	69,1	88,8	65,1	95,9	69,6	61,0	64,9
Istočna Europa	57,5	73,8	45,77	100,1	63,2	58,6	57,2
Afrika	43,0	62,9	31,2	82,8	54,8	46,1	39,0

*Izradila: autorica*

*Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018): The Venture Capital and PrivateEquity Country Attractiveness Index 2018, IEESE Business School, University of Navarra*

U podacima VCPE indeksa za 2018. godinu vidimo vrlo sličnu situaciju. Najveće razlike kad usporedimo 2013. i 2018. su vidljive u kategorijama oporezivanja i socijalnog okruženja. Vrijednosti socijalnog okruženja u prosjeku padaju, dok vrijednosti oporezivanja rastu. Vrijednosti socijalnog okruženja uključuju zakonodavne okvire koji su se prema uspoređenim podacima u 2018. pogoršali u svim navedenim područjima. Svijet se bori s mnogo problema i pred mnogo je izazova koji uključuju nezaposlenost, korupciju, nedostatak gospodarskog rasta, itd. Vrijednosti oporezivanja su pokazatelji promjena poreznih opterećenja ili porasta administrativnih opterećenja, a u 2018. su se poboljšale u svim navedenim područjima.



### **4.3. Usporedba zemalja jugoistočne Europe i ostalih zemalja svijeta**

Zemlje jugoistočne Europe su rangirane znatno niže nego zemlje Amerike, Azije, Australija i ostale europske zemlje navedene u tablicama u 2013. Vrijednosti indeksa u 2018. godini rastu Bugarskoj, Hrvatskoj, Makedoniji, Srbiji i Albaniji, a pale su Turskoj, Grčkoj, Crnoj Gori, Bosni i Hercegovini. Tržište još nije razvijeno toliko da bi se mlada poduzeća odlučila za taj oblik financiranja, češće odabiru bankarske kredite, a isto tako je prema navedenim podacima VCPE indeksa ovo područje slabo atraktivno za investiranje rizičnog kapitala.

S druge strane, u analiziranim državama svijeta VCPE indeks u 2018. godini raste Kini i Novom Zelandu. Predviđa se da će gospodarstvo Azije u 2018. rasti, a jedini problemi bi mogli nastati zbog opterećenja reformi u korporativnom i financijskom sektoru te poremećaji zbog prirodnih nepogoda na tom području.

Autori nedavne studije o najrazvijenijim svjetskim tržištima za investitore upozoravaju da bi se britanska pozicija kao jedna od najatraktivnijih zemalja za ulaganje mogla dramatično promijeniti zbog utjecaja Brexita. Jedan od autora indeksa, Heinrich Liechtenstein, profesor financijskog menadžmenta na IESE Business School, kaže: "Budući gubitak nekoliko mjesta Ujedinjenog Kraljevstva na VCPE indeksu gotovo je neizbježan zbog dodatnih regulatornih opterećenja i povećanja troškova, usporavanje gospodarstva i neizbježni odljev mozgova. Zbog toga će svega Ujedinjeno Kraljevstvo postati manje atraktivno za investitore u private equity i venture kapital.<sup>54</sup>

---

<sup>54</sup><https://www.forbes.com/sites/iese/2018/03/05/why-brexit-means-uk-could-lose-out-on-vc-and-private-equity-investment/#42e483af56da>

Problemi koji bi se trebali riješiti da bi zemlje jugoistočne Europe konkurirale ostalim zemljama svijeta je međusobna suradnja, smanjenje kriminala, sive ekonomije, pomirenje razlika, smanjenje nezaposlenosti, srediti fiskalnu i monetarnu politiku, ukloniti korupciju, smanjiti administraciju, reformirati zakonodavstvo kako bi se investitori odvažili na investiranje u ovo područje, a kako bi imali sigurnost da će se njihov cilj ostvariti pri ulaganju ključno je i dobro razvijeno tržište kapitala određene zemlje u koju namjeravaju ulagati svoj kapital. Kada država ima mnogo realiziranih investicija i patenata to će biti poticaj i drugim investitorima da ulažu u nju.

## 5. ZAKLJUČAK

Definicije private equity i venture capital-a se znaju razlikovati od zemlje do zemlje. Definicije private equity-ja su slične, dok se kod definiranja venture capital-a mogu uočiti razlike koje se odnose na tip ulaganja koji se svrstava pod čisti rizični kapital. Razlike su manje izražene u europskim zemljama nego u SAD-u i Australiji. Hrvatska private equity i venture kapital asocijacija (HVCA) definira private equity kao vrstu ulaganja koja obuhvaća venture kapital ulaganja i dodatno preuzimanje, odnosno predstavlja širi pojam od venture kapitala. A venture capital je definiran kao uži pojam od private equityja i odnosi se na financiranje poduzeća u ranoj fazi razvoja i fazi ekspanzije. Većinom se takav rizični kapital ulaže u nove, inovativne tvrtke. Uspjeh mladih tvrtki je od velikog značenja za budućnost radnih mjesta i gospodarski rast Europe i svijeta općenito. Prema VCPE indeksu atraktivnosti ulaganja rizičnog kapitala područje jugoistočne Europe je slabo atraktivno s obzirom na druge zemlje svijeta, iako najnoviji podatci iz 2018. godine pokazuju manji napredak u većini zemalja jugoistočne Europe. Ako područje jugoistočne Europe s vremenom postane atraktivnije za ulaganje rizičnog kapitala, koristi od ulaganja za hrvatsku ekonomiju, a i druge ekonomije bit će višestruke. Venture capital investicije imaju potencijal da pokrenu gospodarstvo, otvaraju radna mjesta. Venture kapital i private equity fondovi spremni su preuzeti veći rizik i ulaganje u regijama gdje su stope profita iznad prosjeka industrije zbog nedostatka konkurencije u području izvora financiranja gospodarske aktivnosti. Zbog toga mogu pregovarati o uvjetima koji su profitabilniji nego u zemljama s velikom prisutnošću private equity i venture capital industrije. Ostaje za vidjeti kako će se situacija razvijati u sljedećim godinama i kako će se razvijati interes za zemlje jugoistočne Europe u odnosu na druge regije svijeta.

**IZJAVA O AUTORSTVU  
I  
SUGLASNOST ZA JAVNU OBJAVU**

Završni/diplomski rad isključivo je autorsko djelo studenta koji je isti izradio te student odgovara za istinitost, izvornost i ispravnost teksta rada. U radu se ne smiju koristiti dijelovi tuđih radova (knjiga, članaka, doktorskih disertacija, magistarskih radova, izvora s interneta, i drugih izvora) bez navođenja izvora i autora navedenih radova. Svi dijelovi tuđih radova moraju biti pravilno navedeni i citirani. Dijelovi tuđih radova koji nisu pravilno citirani, smatraju se plagijatom, odnosno nezakonitim prisvajanjem tuđeg znanstvenog ili stručnoga rada. Sukladno navedenom studenti su dužni potpisati izjavu o autorstvu rada.

Ja, NINA NOVAKOVIĆ (ime i prezime) pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor/ica završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom Ulaganja ničnog kapitala u zemlje jugoistočne Europe (upisati naslov) te da u navedenom radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova.

Student/ica:  
(upisati ime i prezime)

Nina Novaković

(vlastoručni potpis)

Sukladno Zakonu o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju završne/diplomske radove sveučilišta su dužna trajno objaviti na javnoj internetskoj bazi sveučilišne knjižnice u sastavu sveučilišta te kopirati u javnu internetsku bazu završnih/diplomskih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice. Završni radovi istovrsnih umjetničkih studija koji se realiziraju kroz umjetnička ostvarenja objavljuju se na odgovarajući način.

Ja, NINA NOVAKOVIĆ (ime i prezime) neopozivo izjavljujem da sam suglasan/na s javnom objavom završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom Ulaganja ničnog kapitala u zemlje jugoistočne Europe (upisati naslov) čiji sam autor/ica.

Student/ica:  
(upisati ime i prezime)

Nina Novaković

(vlastoručni potpis)

## 6. LITERATURA

### Knjiga

1. Cvijanović V., Marović M., Sruk B. (2008): *Financiranje malih i srednjih poduzeća*, GIPA d.o.o., Zagreb
2. Rao, A., Scaruffi, P. (2011): *A History of Silicon Valley*, Redwoodcity

### Stručni članci

1. Ampudia, D. (2018): *Economic Snapshot for South-Eastern Europe* (dostupno na: <https://www.focus-economics.com/regions/south-eastern-europe>)
2. Bezić, H. (2014.): *Utjecaj inozemnih direktinih investicija i transfera tehnologije na gospodarski rast RH*, ( dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/182542>)
3. Buterin, V. (2015): *Institucijske promjene u novim članicama EU-a i njihov utjecaj na gospodarske performanse*, Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. 3, No. 1
4. Christofidis, C., Debande O. (2001): *Financing innovative firms through venture capital*, European Investment Bank  
(dostupno na: [www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf](http://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf))
5. Franičević, V. (2002): *The Postsocialist States in Southeast Europe: Challenges and Dilemmas* (dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/24320>)
6. Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013): *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual*, IESE Business School, University of Navarra  
(dostupno na: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Atrakcyjno%C5%9B%C4%87\\_kraj%C3%B3w\\_2013/\\$FILE/ey\\_vcpe\\_atrakcyjnosk\\_krajow3.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Atrakcyjno%C5%9B%C4%87_kraj%C3%B3w_2013/$FILE/ey_vcpe_atrakcyjnosk_krajow3.pdf))
7. Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2018): *The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018*, IESE Business School, Univesity of Navarra  
(dostupno na: <http://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf>)

8. Kotromanović, L. (2016): Venture Capital i Private Equity ulaganja na području Zapadnog Balkana, završni rad, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet
9. Makek, G. (2011): Kako financirati poslovanje fondovima rizičnog kapitala, HCVA (dostupno na :<https://www.scribd.com/document/238854645/Kako-Financirati-Poslovanje-Fondovima-Rizicnog-Kapitala-HVCA-2012-01-20>)
10. Morić Milanović, B., Šmitran T., Cvrlje D. (2008): Venture capital in Central and Eastern European countries and Croatia (dostupno na:[https://bib.irb.hr/datoteka/419027.Venture\\_capital\\_in\\_Central\\_and\\_Eastern\\_European\\_countries\\_and\\_Croatia.doc](https://bib.irb.hr/datoteka/419027.Venture_capital_in_Central_and_Eastern_European_countries_and_Croatia.doc))
11. Oršulić, M. (2015): Alternativni izvori financiranja malog i srednjeg poduzetništva u Republici Hrvatskoj, završni rad, Veleučilište u Karlovcu (dostupno na: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:128:044911>)
12. Šimić, M. (2015): Atraktivnost Hrvatske u privlačenju ulagača rizičnog kapitala, Ekonomska misao i praksa br. 1. (267-294) (dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/207007>)
13. Švaljek, S. (2008): Ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj: porezno i pravno uređenje, Privredna kretanja i ekonomska politika, Vol.17 No.113 (dostupno na: [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=31979](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=31979))
14. Topić, J. (2016): Ulaganje rizičnog kapitala na primjeru Engleske i Njemačke, završni rad, Sveučilište u Splitu (dostupno na: <https://repositorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A758/datastream/PDF/view>)
15. Veselinović, P., Makojević, N. (2011.): Venture Capital and Private Equity Investing in Western Balkan region, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet (dostupno na: <http://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/0350-0373/2011/0350-03731104071V.pdf>)
16. Vidučić, Lj. (2015): Formalni rizični kapital u svijetu, Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb
17. Zeneli, V. (2014): Economic Development in the Western Balkans: On the Road to Competitive Market Economies?, The Quarterly Journal (dostupno na: <https://www.questia.com/read/1P3-3581192661/economic-development-in-the-western-balkans-on-the>)

## Internet stranice

1. <https://www.avcal.com.au/about-avcal/about-avcal>
2. <http://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-Asian-Private-Equity-September-2015.pdf>
3. Economic Forecasts from the World's Leading Economists (2018): U.S. Economic Outlook, (dostupno na <https://www.focus-economics.com/countries/united-states>)
4. <https://www.forbes.com/sites/iese/2018/03/05/why-brex-it-means-uk-could-lose-out-on-vc-and-private-equity-investment/#42e483af56da>
5. <https://hbswk.hbs.edu/item/european-private-equitystill-a-teenager>
6. <http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/>
7. <http://www.hvca.hu/pevc-explained/venture-capital/vc-faq/>
8. <https://lavca.org/vc/vc-data/>
9. <https://lavca.org/about-lavca/>
10. <https://lider.media/aktualno/biznis-i-politika/sve-zemlje-koje-su-uspjesno-razvile-venture-capital-industriju-ucinile-su-to-uz-poticanje-drzave/>
11. <https://nvca.org/>
12. <http://www.poslovnih.hr/hrvatska/nexus-to-je-pravno-neodrzivo-336378>
13. <http://www.poslovnih.hr/komentari/hvca-i-crane-trebaju-traziti-legalizaciju-crowdfundinga-i-fintecha-a-tek-zatim-novac-312475>
14. <http://www.poslovnih.hr/svijet-i-regija/krece-najveci-eu-fond-za-startupe-324335>
15. <http://www.prosperus-invest.hr/content/rizicni-kapital>
16. <https://www.statista.com/statistics/324083/uk-equity-market-private-equity-funds-raised-europe/>
17. <https://www.statista.com/statistics/280255/private-equity-fund-raising-of-holdings-in-the-united-states/>
18. <https://www.statista.com/statistics/256516/fundraising-total-in-private-equity-markets-in-selected-european-countries/>
19. World Bank (2017): Europe and Central Asia Economic Update, October 2017 : Migration and Mobility  
(dostupno na: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/28534>)

20. World Bank (2018): Global Economic Prospects: Europe and Central Asia  
(dostupno na: <http://www.worldbank.org/en/region/eca/brief/global-economic-prospects-europe-and-central-asia>)
21. World Bank (2018): The World Bank in South Asia  
(dostupno na: <http://www.worldbank.org/en/region/sar/overview>)
22. World Bank (2017): The World Bank in East Asia Pacific  
(dostupno na: <http://www.worldbank.org/en/region/eap/overview>)
23. World Bank (2018): South East Europe Regular Economic Report  
(dostupno na: <http://www.worldbank.org/en/region/eca/publication/south-east-europe-regular-economic-report>)
24. Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 150/05  
(dostupno na: [https://narodnenovine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2005\\_12\\_150\\_2897.html](https://narodnenovine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2005_12_150_2897.html))



## POPIS TABLICA

<b>Tablica 1.</b> Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti za ulaganje rizičnog kapitala za zemlje jugoistočne Europe u 2013. godini.....	39
<b>Tablica 2.</b> Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti zemalja jugoistočne Europe u 2018. godini.....	40
<b>Tablica 3.</b> Rang lista ekonomske aktivnosti zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine.....	41
<b>Tablica 4.</b> Rang lista dubine tržišta kapitala zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine.....	42
<b>Tablica 5.</b> Rang lista oporezivanja u zemljama jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine.....	43
<b>Tablica 6.</b> Rang lista zaštite ulagača zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine.....	44
<b>Tablica 7.</b> Rang lista socijalnog okruženja zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godine.....	45
<b>Tablica 8.</b> Rang lista poduzetničke kulture i poslovne mogućnosti zemalja jugoistočne Europe 2013. i 2018. godini.....	46
<b>Tablica 9.</b> Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti za ulaganje rizičnog kapitala u zemlje svijeta u 2013. godini.....	47
<b>Tablica 10.</b> Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti za ulaganje rizičnog kapitala u zemlje svijeta u 2018. godini.....	48
<b>Tablica 11.</b> Prikaz VCPE indeksa i kategorija po svjetskim regijama u 2013. godini.....	49
<b>Tablica 12.</b> Prikaz VCPE indeksa i kategorija po svjetskim regijama u 2018. godini.....	50

## **POPIS SLIKA**

**Slika 1.** Prikaz private equity i venture capital faza ulaganja.....6

## **POPIS GRAFOVA**

**Graf 1.** Udio private equity ulaganja u Europi 2016. godine.....26

**Graf 2.** Vrijednost private equity investicija u cijelom svijetu u 2017. godini.....27