

Investicijski kriteriji rizičnog kapitala - analiza na odabranim fondovima rizičnog kapitala

Lisica, Antonio

Master's thesis / Diplomski rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:330774>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-08-14**

Repository / Repozitorij:

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



**SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET**

DIPLOMSKI RAD

**INVESTICIJSKI KRITERIJI RIZIČNOG KAPITALA - ANALIZA
NA ODABRANIM FONDOVIMA RIZIČNOG KAPITALA**

Mentor:

izv. prof. dr. sc. Marija Šimić Šarić

Student:

Antonio Lisica

Split, lipanj, 2023.

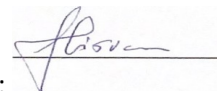
IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, Antonio Lisica ,

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

Split, 21.06.2023. godine

Vlastoručni potpis :

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'A. Lisica', written over a horizontal line.

SADRŽAJ:

1. UVOD	4
1.1. Problem istraživanja.....	4
1.2. Predmet istraživanja.....	7
1.3. Istraživačka pitanja.....	7
1.4. Ciljevi istraživanja.....	7
1.5. Metode istraživanja.....	8
1.6. Doprinos istraživanja.....	8
1.7. Struktura diplomskog rada.....	9
2. RIZIČNI KAPITAL	10
2.1. Zakonodavni okvir.....	10
2.2. Vrste rizičnog kapitala.....	12
2.2.1. Venture capital.....	12
2.2.2. Growth capital (Razvojni kapital).....	14
2.2.3. Leveraged buyout (LBO).....	15
2.2.4. Mezzanine kapital.....	17
2.3. Prednosti i nedostaci financiranja fondovima rizičnog kapitala.....	18
2.4. Proces ulaganja fondova rizičnog kapitala.....	19
2.5. Kako privući ulaganja rizičnog kapitala.....	20
3. INVESTICIJSKI KRITERIJI RIZIČNOG KAPITALA	24
3.1. Prikaz investicijskog procesa.....	24
3.2. Pregled empirijskih istraživanja o investicijskim kriterijima.....	25
4. ANALIZA INVESTICIJSKIH KRITERIJA NA ODABRANIM FONDOVIMA	35
4.1. Prosperus Invest.....	38
4.2. Invera Equity Partners.....	39
4.3. Fil Rouge Capital.....	40
4.4. Quaestus Private Equity Kapital.....	41
4.5. Inspirio Fusion.....	42
4.6. Croatia Mezzanine Debt Fund.....	44
5. ZAKLJUČAK	47
LITERATURA	49
POPIS GRAFIČKIH PRIKAZA I TABLICA	54
SAŽETAK	55
SUMMARY	55

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

Rizični kapital predstavlja ulaganja društava za upravljanje fondovima rizičnog kapitala s privatnom ponudom u male, srednje i velike kompanije koje nisu u mogućnosti financirati svoje poslovanje tradicionalnim načinima financiranja kao što su bankarski krediti. On je oblik vlasničkog ulaganja u poduzeća, ali uz ulaganje, fondovi aktivno sudjeluju u poslovanju subjekta u koje je izvršeno ulaganje. Fondovi rade na unaprijeđenju poslovanja poduzeća ovisno o fazi u kojoj se poduzeće nalazi. Nadalje, fondovi preuzimaju značajne rizike, jer ulažu u društva koja se nalaze u različitom stadiju razvoja poslovanja, ako se još uz to doda da njihova ulaganja imaju vrlo nisku ili gotovo nikakvu likvidnost, očekivanja investitora su s razlogom visoka (Makek, 2011). Povijesno, očekivanja za povrat ulaganja u fondove rizičnog kapitala kretala su se na razinama od oko 20-25% godišnje. Sami naziv ovih fondova mnogima zvuči odbijajuće. Rizični kapital sugerira postojanje rizika, ali taj rizik se prije svega odnosi na fond, odnosno njegove ulagače. Iako postoji veliki potencijal rasta u nekoj tvrtki koji su profesionalni upravitelji fonda prepoznali, postoji niz razloga zbog kojih taj rast možda neće rezultirati uspjehom na tržištu. Kako bi se smanjio rizik ulaganja, fondovi rizičnog kapitala odluku o ulaganju donose nakon višemjesečne analize poslovanja, odnosno financijskog, tržišnog i pravnog dubinskog snimanja. Fondovi u novu kompaniju osim kapitala donose i stručnost, kao i iskustvo u širenju i poboljšavanju poslovanja te marketinga. Također, stručnjaci iz fondova imaju mnogobrojna poznanstva u poslovnom svijetu, što uvelike olakšava širenje društva na nova tržišta. Naravno sve to rade s ciljem povećanja vrijednosti društva, a time i povrata ulaganja (Poslovni dnevnik, 2021). Financiranje putem fondova rizičnog kapitala najkompleksniji je od svih izvora financiranja koji postoje na tržištu. Osnovne karakteristike su: dugoročni izvori kapitala na koji se ne plaćaju kamate, ne postoje klasični instrumenti osiguranja, uz novac se uvijek dobiju strateški, operativni i financijski savjeti te kontakti u poslovnom svijetu, fond dijeli sudbinu poduzeća u dobru i zlu zajedno s preostalim vlasnicima. Hrvatska Private Equity i Venture Capital Asocijacija (CVCA) je osnovana 2005. godine. Glavna svrha asocijacije je da privlači PE/VC ulaganja u Hrvatsku. Upravo CVCA je postala središnje mjesto okupljanja svih pripadnika *private equity* (PE) i *venture capital* (VC) industrije u Hrvatskoj (CVCA, 2023). Premda je asocijacija doprinijela razvitku financiranja putem rizičnog kapitala, on i dalje ima prostora za napredak. Prema podacima Invest Europe (godina) Hrvatska je u 2018. godini ostvarila 77 milijuna EUR PE investicija, što je značajno povećanje u odnosu na 2017. godinu kada je ostvarila samo 3 milijuna EUR PE investicija. Isto tako u 2018. godini osam kompanija je primilo vlasnička ulaganja što je znatno više u odnosu na godinu prije kada su samo tri kompanije primile vlasnička ulaganja. Udio PE investicija u

BDP-u se povećao sa 0,005% u 2017. na 0,149% u 2018., međutim i dalje je ispod prosjeka zemalja Srednje i Istočne Europe gdje je udio privatnog kapitala u BDP-u u 2018. godini iznosio 0,171% (CEPOR, 2020). Hrvatska je u 2019. godini s 94 milijuna EUR PE investicija ostvarila porast od 15% u odnosu na prethodnu godinu. Broj tvrtki koje su primile vlasnička ulaganja je pao s osam na pet, što potvrđuje nisku zastupljenost ove vrste financiranja poduzetničke aktivnosti u Hrvatskoj. Porast vlasničkih ulaganja doveo je i do povećanja udjela PE investicija u BDP-u tako da se on izjednačio s prosjekom zemalja Srednje i Istočne Europe te iznosi 0,174% (CEPOR, 2021.) U 2020. godini imovina fondova rizičnog kapitala u Hrvatskoj je smanjena za 37,7% (CEPOR, 2022). No, prema podacima Dealrooma (2022), vodećeg pružatelja podataka o startup i scaleup sustavima u Europi i svijetu, tržište rizičnog kapitala u Hrvatskoj je označeno kao jedno od najbrže rastućih među državama Srednje i Istočne Europe (CEE) te među državama Jugoistočne Europe (SEE). Također, prema njihovim podacima Hrvatska je u 2021. godini ostvarila 865 milijuna eura venture kapital ulaganja, od kojih je velika većina investirana u jednoroge kao što su Rimac Automobili, Infobip te Nanobit. Radi lakšeg pristupa kapitalu, mnoge tvrtke odlučuju premjestiti službeno sjedište van matične države pa je tako prethodno spomenuti Infobip premjestio sjedište u Veliku Britaniju, no važno je napomenuti da iako je sjedište premješteno razvojni tim i većina zaposlenika ostala je u Hrvatskoj. Prema Dealroomu Hrvatska ima jedan od najnižih postotaka premještanja sjedišta izvan granica zemlje, procjenjuje se da ukupna vrijednost hrvatskih startup i scaleup tvrtki premašuje pet milijardi eura, pri čemu oko jedne trećine vrijednosti predstavljaju tvrtke čije je sjedište formalno izvan Hrvatske, no kao što je spomenuto razvojni tim i većina zaposlenika ostaju u Hrvatskoj.

Problemi s kojima se fondovi rizičnog kapitala susreću u Hrvatskoj su: malo nerazvijeno tržište, nerazumijevanje poduzetnika i pravna ograničenja. Poduzetnici uglavnom percipiraju fondove rizičnog kapitala kao neku vrstu zajmova poslovnih banaka. Ono što karakterizira hrvatske poduzetnike je i to što nerijetko ne žele izgubiti kontrolu nad svojom tvrtkom, također nisu skloni promjenama u menadžmentu, te ne žele prihvatiti uvjete ponuđenog partnerstva. U odnosu na druge tranzicijske zemlje, Hrvatska ima značajno manji broj fondova, a samim time i manji broj ulaganja. Među postojećim fondovima rizičnog kapitala, Hrvatska nije prepoznata kao zemlja s velikim potencijalom za razvoj ove vrste industrije (Prtenjača Mažer, 2019). Prema podacima HANFA-e za 2020. godinu u Hrvatskoj djeluje pet fondova rizičnog kapitala. U tablici 1. prikazani su fondovi rizičnog kapitala te njihova neto imovina. Ukupna vrijednost svih aktivnih fondova rizičnog kapitala u 2020. godini iznosila je 528 milijuna kuna.

Tablica 1. Aktivni fondovi rizičnog kapitala u Republici Hrvatskoj u 2020. godini

Fond rizičnog kapitala	Društvo za upravljanje	Neto imovina u HRK
Honestas FGS	FARVE PRO INVEST d.o.o.	11.225.371
Inspirio FGS	Inspire Investments d.o.o.	59.134.504
Prosperus FGS	Prosperus Invest d.o.o.	278.223.563
Prosperus FGS II.	Prosperus Invest d.o.o.	44.633.824
QPEK II FGS	Quaestus Private Equity d.o.o.	135.302.214
Ukupno		528.519.476

Izvor: Izrada autora prema podacima iz Godišnjeg izvješća HANFA-e za 2021. godinu

Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS) su završili svoju investicijsku fazu te se ne očekuju nova ulaganja. FGS-ovi Quaestus Private Equity Kapital II, Inspirio FGS i Prosperus FGS su u likvidaciji, a Honestas FGS je zatvoren (HBOR, 2022). Od gore navedenih fondova samo je Prosperus FGS II. i dalje aktivan. Također, treba navesti i da je HBOR u suradnji s Europskim investicijskim fondom (EIF) osnovao dva fonda rizičnog kapitala: FRC2 Croatia Partners te Investicijski fond inicijative triju mora. Investicijski fond inicijative triju mora je nastao u suradnji nekoliko razvojnih financijskih institucija iz Poljske, Litve, Estonije, Mađarske, Slovenije, Bugarske, Rumunjske i Hrvatske (HBOR, Investicijski fond inicijative triju mora). Osnivanje fondova rizičnog kapitala regulirano je Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (NN, br. 21/18, 2018). Njega donosi Hrvatski sabor, a u njemu su donesene odredbe koje svako društvo treba ispuniti prilikom osnivanja fonda rizičnog kapitala. Ovim zakonom su propisani uvjeti za osnivanje, poslovanje i prestanak rada društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj.

Definiranje odgovarajućih investicijskih kriterija ključan je preduvjet da bi investicija bila uspješna. PE investitori proces ulaganja započinju provjerom mnogih poduzeća, iako u konačnici ulažu samo u nekolicinu. Gompers i sur. (2016) izvješćuje da na svakih stotinu razmotrenih prilika prosječni PE investitor detaljno istražuje samo njih petnaest, a investira u manje od četiri. Block i sur. (2019) u radu u kojem su analizirali investicijske kriterije rizičnog kapitala došli su do zaključka da je rast prihoda najvažniji investicijski kriterij, uz njega je dodatna vrijednost proizvoda/usluge zatim menadžment te profitabilnost. Bachher i sur. (1996) u svome istraživanju ispitivali su Kanadske PE investitore o važnosti donošenja specifičnih odluka vezanih za investicijske kriterije. Kriteriji su grupirani u pet kategorija: 1) generalne karakteristike poduzetnika, 2) karakteristike ciljanog tržišta, 3) karakteristike proizvoda ili usluge, 4) karakteristike ponude koju je poduzetnik predložio investitorima, 5) zahtjevi investitora. Zaključili su da su generalne karakteristike poduzetnika najvažniji kriteriji u ranoj fazi razvoja kompanije. Zatim karakteristike proizvoda ili usluge, potom karakteristike ciljanog tržišta, zahtjevi investitora i na kraju prijedlog ponude. Zinecker i Bolf (2015) su analizirali investicijske kriterije

rizičnog kapitala u Rusiji, podijelili su ih u četiri kategorije: proizvod, kvaliteta menadžmenta, financijski kriteriji i tržišni kriteriji. Svaka od kategorija je imala dodatne potkategorije. Prema istraživanju ispitanici su konkurentsku prednost proizvoda i globalni potencijal proizvoda označili kao najbitnijim kriterijima u kategoriji proizvoda. U kategoriji kvalitete menadžmenta izdvojili su iskustvo i sposobnost menadžmenta te njegovu reputaciju. U kategoriji financijskih kriterija najvažnijim se ispostavila mogućnost visokih povrata. U kategoriji tržišnih kriterija potražnja za proizvodom i veličina tržišta su ostvarile podjednake rezultate.

Problem koji će se istražiti u ovom radu je slaba razvijenost industrije rizičnog kapitala u Hrvatskoj.

1.2. Predmet istraživanja

Investicijski kriteriji rizičnog kapitala su predmet istraživanja. Racionalno donošenje investicijskih odluka zahtijeva postojanje investicijskih kriterija. Istraživanje će se provesti nad društvima koja upravljaju ili su upravljala fondovima rizičnog kapitala u Republici Hrvatskoj, te će se istražiti kriteriji koji su korišteni prilikom donošenja odluka o investiranju. Istražit će se način na koji promatrana društva odabiru potencijalne investicije te što one ustvari nude kroz svoje investicije osim financijske potpore. Također, usporedit će se investicijski kriteriji promatranih društava sa kriterijima koji su već navedeni u dosadašnjim istraživanjima.

1.3. Istraživačka pitanja

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

1. Koja je razlika između private equitya i rizičnog kapitala?
2. Može li se govoriti o postojanju industrije rizičnog kapitala u Hrvatskoj?
3. Što obuhvaća investicijski proces rizičnog kapitala?
4. Koji su najčešći investicijski kriteriji koji se spominju u literaturi?
5. Koji su investicijski kriteriji definirani od strane hrvatskih fondova rizičnog kapitala?

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

1.4. Ciljevi istraživanja

Ciljevi istraživanja su teorijski objasniti ključne pojmove kao što su private equity, venture capital te fondove rizičnog kapitala. Također, cilj je objasniti proces ulaganja društava za upravljanje fondovima

odnosno objasniti pojedine faze samog procesa ulaganja. Odrediti koje su prednosti, a koji nedostaci financiranja putem rizičnog kapitala. Također, iznijet će se i pregled dosadašnjih istraživanja investicijskih kriterija rizičnog kapitala. Ključni cilj ovog rada je analizirati investicijske kriterije koje imaju odabrani fondovi Fil Rouge Capital, Prosperus Invest i Invera EP. Zbog potreba istraživanja uz navedene fondove u analizu će se uključiti: Quasteus Private Equity Kapital, Inspirio Fusion te Croatian Mezzanine Debt Fund.

1.5. Metode istraživanja

Rad je temeljen na sekundarnim podacima koji su prikupljeni u raznim knjigama, časopisima, brošurama, znanstvenim člancima, ali također veliki dio podataka je prikupljen sa službenih internetskih stranica fondova rizičnog kapitala. Osim gore navedenih izvora podaci su prikupljeni i sa stranice Hrvatske banke za obnovu i razvitak, te Hrvatske agencije za nadzor financijskih institucija.

Prilikom izrade rada koristit će se sljedeće metode (Zelenika, 2000):

- Metoda analize - istraživačka metoda kojom se složene tvorevine poput pojmova i zaključaka raščlanjuju na jednostavnije, pojedinačne, odnosno opće postavke u svrhu objašnjavanja stvarnosti.
- Metoda sinteze - istraživačka metoda kojom se jednostavne tvorevine povezuju u složene tvorevine kako bi se svi procesi i elementi povezali u cjelinu.
- Metoda deskripcije - metoda kojom se jednostavno opisuju procesi i činjenice bez ikakvog znanstvenog tumačenja.
- Metoda kompilacije - metoda istraživanja kojom se koriste, odnosno preuzimaju tuđi rezultati, opažanja, stavovi i zaključci.
- Deduktivna metoda - metoda istraživanja kojom se iz općih stavova izvode pojedinačni i posebni sudovi odnosno iz općih postavki se dolazi do pojedinačnih zaključaka.

1.6. Doprinos istraživanja

Odredit će se najvažniji investicijski kriteriji rizičnog kapitala koji će povećati uspješnost financiranja malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj.

1.7. Struktura diplomskog rada

Diplomski rad sastoji se od 5 cjelina.

U prvom dijelu rada odnosno uvodu definirat će se problem i predmet istraživanja, kao i metode te ciljevi istraživanja odnosno definirat će se istraživačka pitanja. Također, navest će se doprinos i struktura diplomskog rada.

U drugom dijelu rada odredit će se zakonodavni okvir koji propisuje uvjete za osnivanje, poslovanje i prestanak fondova rizičnog kapitala u RH. Također, definirat će se najvažniji pojmovi rizičnog kapitala. Analizirat će se sličnosti i razlike između PE i VC, kao i prednosti i nedostaci financiranja putem rizičnog kapitala. Također, opisać će se proces ulaganja te će se istražiti način na koji poduzetnici mogu privući investicije fondova rizičnog kapitala.

Treći dio rada odnosi se na empirijsko istraživanje investicijskih kriterija rizičnog kapitala u kojem će se napraviti pregled dosadašnjih istraživanja. Također, će se napraviti osvrt na investicijski proces fondova rizičnog kapitala.

U četvrtom dijelu rada napraviti će se pregled private equity industrije u Republici Hrvatskoj od najranijih početaka pa do danas. Uz to će se napraviti analiza na odabranim društvima za upravljanje fondovima rizičnog kapitala. Također, odredit će se najvažniji investicijski kriteriji korišteni od strane hrvatskih fondova rizičnog kapitala.

U posljednjem dijelu iznijet će se zaključci o provedenom istraživanju.

2. RIZIČNI KAPITAL

2.1. Zakonodavni okvir

Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (ZAIF) se uređuju uvjeti za osnivanje, poslovanje i prestanak rada društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima i alternativnih investicijskih fondova (AIF) i nadzor nad njihovim poslovanjem. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga nadležna je za provedbu i nadzor primjene ovog Zakona i uredbi Europske Unije. AIF rizičnog kapitala su namijenjeni isključivo profesionalnim ulagateljima. ZAIF-om je propisano da u fondove mogu ulagati kvalificirani ulagatelji koji ispunjavaju sljedeće kriterije:

- ima dovoljno iskustva i stručnih znanja da je sposoban razumijeti uključene rizike ulaganja u AIF, ulaganje u AIF je u skladu s njegovim ulagačkim ciljevima,
- za potrebe ulaganja u AIF je spreman uplatiti minimalno 400.000 HRK ili ekvivalentnu vrijednost u drugoj valuti
- vrijednost njegove netoimovine je najmanje 2.000.000,00 kuna
- radi ili je radio u financijskom sektoru najmanje godinu dana na stručnim poslovima koji zahtijevaju znanje o ulaganjima koja se mogu usporediti s ulaganjima u UAIF.

Upravitelji alternativnih investicijskih fondova (UAIF) koji su dobili odobrenje za rad od Agencije, moraju biti upisani u registar fondova u Republici Hrvatskoj koji vodi Agencija. Društvo za upravljanje investicijskim fondovima rizičnog kapitala može se osnovati kao društvo s ograničenom odgovornošću, kao dioničko društvo ili kao Europsko društvo – Societas Europaea sa sjedištem u Republici Hrvatskoj. Predmet poslovanja UAIF-a je osnivanje i upravljanje fondovima rizičnog kapitala putem privatne ponude. Oni ulažu novčana sredstva u ime i za račun udjelitelja fondova te obavljaju druge poslove određene zakonom. UAIF može djelovati kao vanjski upravitelj koji upravlja s jednim ili s više AIF-ova ili kao zatvoreni AIF s internim upravljanjem. Razlikujemo male, srednje i velike AIF-ove ovisno o ukupnoj vrijednosti imovine pod upravljanjem.

Malim UAIF-om se smatra UAIF koji upravlja AIF-ovima čija ukupna imovina ne prelazi prag od 350 milijuna kuna, uključujući imovinu stečenu korištenjem financijske poluge, ili prag od milijardu i 400 milijuna ukoliko ne koristi financijsku polugu, udjele AIF-a smije distribuirati isključivo profesionalnim i kvalificiranim ulagateljima.

Srednjim UAIF-om smatra se UAIF koji upravlja AIF-ovima čija je ukupna imovina veća od 350 milijuna kuna, ali ne prelazi prag od 750 milijuna kuna, uključujući imovinu stečenu korištenjem financijske

poluge, te AIF-ovima čija je ukupna imovina veća od milijardu i 400 milijuna kuna, ali ne prelazi prag od 3 milijarde i 750 milijuna kuna ako ne koriste financijsku polugu.

Veliki UAIF smatra se ako upravlja AIF-ovima čija je ukupna imovina veća od 750 milijuna kuna, uključujući imovinu stečenu korištenjem financijske poluge ili tri milijarde i 750 milijuna kuna ako ne koriste financijsku polugu (Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18)).

Tablica 2. Kapitalni zahtjevi UAIF-a u RH

Godina	MALI	SREDNJI	VELIKI
Zatvoreni AIF s unutarnjim upravljenjem	1.200.000 kuna	1.800.000 kuna	2.400.000 kuna
UAIF koji je vanjski upravitelj AIF-a	500.000 kuna	750.000 kuna	1.000.000 kuna

Izvor: Izrada autora prema Zakonu o alternativnim investicijskim fondovima, NN/21/2018

U tablici 2. vidimo prikaz kapitalnih zahtjeva UAIF-a u RH. UAIF osnovan kao dioničko društvo mora imati glavnu skupštinu, upravu i nadzorni odbor odnosno upravni odbor. Dok UAIF-ovi osnovani kao društva s ograničenom odgovornošću moraju organizirati skupštinu, upravu i nadzorni odbor. Ukoliko je UAIF osnovan kao društvo s ograničenom odgovornošću i upravlja AIF-ovima koji se nude isključivo profesionalnim ulagateljima ne mora imati nadzorni odbor. Uprava UAIF-a mora imati najmanje dva člana koji će voditi i zastupati UAIF. Oni trebaju posjedovati stručna znanja, vještine i iskustvo potrebno za samostalno i neovisno vođenje poslova UAIF-a. Nadzorni odbor također mora posjedovati stručna znanja, vještine i sposobnosti potrebne za samostalno i neovisno nadziranje poslova UAIF-a. UAIF je obvezan implementirati sveobuhvatan i efikasan sustav upravljanja rizicima radi pravilnog nadzora, upravljanja i praćenja svih rizika koji su relevantni za investicijske strategije AIF-ova. UAIF je dužan za svaki AIF s kojim upravlja izabrati depozitara u skladu s odredbama ovog Zakona te s njim sklopiti pisani ugovor o obavljanju poslova depozitara. U RH depozitar može biti kreditna institucija sa sjedištem u RH ili podružnica kreditne institucije iz druge države članice koja ima odobrenje za rad od nadležne institucije. Depozitar za AIF obavlja kontrolne poslove, zatim poslove praćenja tijeka novca AIF-a te poslove pohrane imovine AIF-a. Izvještavanje UAIF-a je propisano Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja. Financijske izvještaje UAIF-a čine: izvještaj o financijskom položaju, izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti, izvještaj o novčanom tijeku, izvještaj o promjenama kapitala i bilješke uz financijske izvještaje. Također, Agencija pravilnikom uređuje strukturu i sadržaj financijskih izvještaja te način i rokove njihove dostave kao i kontni plan za UAIF-ove koji su ga dužni primjenjivati. Godišnji financijski izvještaji podliježu obvezi zakonske revizije za svaku poslovnu godinu. Reviziju provodi revizor prema propisima kojima se uređuje računovodstvo i revizija te prema pravilima revizorske struke (Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18; NN 110/2021)).

2.2. Vrste rizičnog kapitala

Private equity predstavlja oblik ulaganja u vlasnički kapital poduzeća, uz aktivno sudjelovanje u poslovnim aktivnostima subjekta u koji se investira. Private equity je oblik profesionalnog ulaganja koji uključuje preuzimanje vlasničkog udjela u poduzeću i njegovo držanje u privatnom vlasništvu. Private equity je zajednički naziv za rizični kapital odnosno za fondove rizičnog kapitala. Postoji veliki broj različitih oblika i tipova rizičnog kapitala, ali prema Makek (2011) ulaganja rizičnog kapitala mogu se podijeliti u sljedeće glavne skupine:

- venture capital,
- growth capital,
- leveraged buyout (LBO),
- mezzanine capital.

2.2.1. Venture capital

Venture Capital (VC) je oblik rizičnog kapitala i oblik financiranja kojeg investitori pružaju startup kompanijama i malim poduzećima za koje se vjeruje da imaju dugoročni potencijal rasta. Ova vrsta ulaganja često se javlja prilikom primjene novih tehnologija, inovativnih marketinških koncepata i razvoja novih proizvoda koji tek trebaju biti potvrđeni na tržištu. VC općenito dolazi od dobrostojećih investitora, investicijskih banaka i svih drugih financijskih institucija (Hayes, 2023). Nadalje, VC je financijski posrednik, što znači da on prikuplja sredstva od investitora te ih ulaže direktno u portfolio kompanije. Institucionalni investitori igraju važnu ulogu u financiranju inovativnih poduzeća s visokim očekivanjima rasta. Ta poduzeća obično ne posjeduju dovoljno dugotrajne imovine koja bi mogla poslužiti kao kolateral, te je to često jedino dostupno financijsko sredstvo u odgovarajućem opsegu i u odgovarajućem vremenskom razdoblju. Institucionalni investitori se još nazivaju limited partners koji alociraju dio svog kapitala s kojim upravljaju u VC fondove. Cumming (2008) tvrdi da u principu institucionalni investitori mogu i direktno investirati u start-up kompanije, ali za to bi oni trebali sami uložiti resurse i vrijeme u potragu za perspektivnim kompanijama. Zbog svoje veličine institucionalni investitori nemaju dovoljno zaposlenih za ulaganje relativno malih iznosa u veliki broj start-up kompanija, također nemaju ni vještine za uspješno razvijanje istih. Umjesto direktnih investicija oni se odlučuju na soluciju da sredstva alociraju venture kapitalistima koji u pravilu predstavljaju investicijske tvrtke koje su specijalizirane za ulaganja u mlade tvrtke koje pokazuju snažan potencijal za rast i razvoj.

VC se investira samo u privatne kompanije, što znači da jednom kada su investicije napravljene, kompanije ne mogu u istom trenutku biti prodane na tržištu kapitala. VC tvrtke preuzimaju aktivnu ulogu u nadziranju i promatranju kompanija koje su u njihovom portfelju. Najveća prednost venture

kapitalista je što uz kapital donose i znanje u vidu profesionalaca i stručnjaka koje postavljaju na rukovodeće pozicije u kompanijama. Na taj način mogu savjetovati i upravljati kompanijom. Mlade kompanije često imaju poteškoće u pronalasku visoko kvalitetne radne snage, a tu do izražaja dolaze reputacija i mnogobrojna poznanstva venture kapitalista koji sa lakoćom regrutiraju pojedince koji će pomoći kompaniji da ostvare sve svoje ciljeve. Primaran cilj VC fondova je maksimizirati financijski povrat na način da izađu iz investicije kroz prodaju strateškom partneru ili preko inicijalne javne ponude (Initial Public Offer). Zbog toga što su venture kapitalisti financijski posrednici oni moraju imati mehanizam za povrat sredstava svojim investitorima. Venture capital fondovi će se odlučiti na investiciju samo ako mogu predvidjeti način za izlazak iz investicije.

VC fond je najčešće organiziran kao ograničeno partnerstvo, u kojem venture capitalist zauzima poziciju glavnog partnera dok su investitori ograničeni partneri odnosno limited partners. Ukoliko investicija bude uspješna venture kapitalisti će prodati svoj udio u portfelju kompanije, vratit će novce svojim partnerima i onda ponovno početi ispočetka s drugim poduzećem. S obzirom na fazu razvoja u kojoj se nalazi ciljana kompanija VC investicije se dijele na: seed/startup, early-stage i late-stage. U seed fazi kompanije nastoje proizvesti proizvod ili uslugu, u toj fazi kompanije najčešće imaju ideju koju nastoje komercijalizirati do proizvoda, dok sa druge strane u posljednjoj fazi late-stage kompanije već isporučuju proizvode. Kompanije koje se nalaze u prvoj fazi razvoja obično privlače investicije koje su namijenjene za istraživanje tržišta, za razvoj proizvoda, za izradu poslovnog plana ili uspostavljanje menadžmenta. U early-stage fazi se financiraju tvrtke koje su završile fazu razvoja proizvoda i trebaju dodatna sredstva za pokretanje komercijalne proizvodnje i prodaje, one još neće ostvarivati profit. U kasnoj odnosno late-stage fazi financiranje je predviđeno za rast i razvoj, kapital se može koristiti i za financiranje povećanog proizvodnog kapaciteta (Metrick i Yasuda, 2021). Također, VC općenito dolazi od dobrostojećih investitora, investicijskih banaka i svih drugih financijskih institucija. VC investicija ne mora uvijek biti u novcu, zapravo ona često dolazi kao tehnička ili menadžerska stručnost (Hayes, 2023). Razlika između VC i PE investicija je u tome što se VC ulaganja fokusiraju na tvrtke u razvoju koje po prvi put traže znatna sredstva, dok su PE ulaganja obično namijenjena kompanijama u kasnijoj fazi razvoja koje već ostvaruju značajne prihode i dobit. Kompanije koje se nalaze u prvoj fazi razvoja obično privlače investicije koje su namijenjene za istraživanje tržišta, razvoj proizvoda, izradu poslovnog plana i uspostavljanje menadžmenta. U ovoj fazi je cilj osigurati dovoljno sredstava kako bi budućim investitorima dokazali da imaju kapacitet za rast i povećanje. VC je relativno skup izvor financiranja za kompanije pa je potreba fondova rizičnog kapitala da ostvare visoke prinose ulagateljima kako bi se kompenzirali troškovi ulaganja. Poduzeća u kasnijoj fazi investicije koriste najčešće za ekspanziju i širenje na tržištu.

2.2.2. Growth capital (Razvojni kapital)

Razvojni kapital se odnosi na ulaganje vlasničkog kapitala u tvrtke koje su relativno zrele i koje traže kapital za proširenje ili restrukturiranje poslovanja. Ovo ulaganje omogućuje tvrtkama ulazak na nova tržišta ili financiranje većih akvizicija, a pri tome se zadržava postojeće vlasništvo nad tvrtkom. Tvrtke koje zahtijevaju razvojni kapital obično već ostvaruju prihode i operativnu dobit, ali im nedostaje kapital za financiranje većih ekspanzija, akvizicija i drugih investicija (HGK, 2020). Nadalje, razvojni kapital se obično strukturira kao povlašteni kapital, iako neki ulagači koriste razne hibridne vrijednosne papire koji uključuju ugovorni povrat (npr. kamatne isplate) uz vlasnički udio u tvrtki. Tvrtke financirane razvojnim kapitalom nalaze se u zrelijoj fazi poslovanja u odnosu na tvrtke koje su financirane od strane venture kapitala, one su najčešće tržišni lideri unutar industrije u kojoj posluju koje nemaju budućih kapitalnih zahtjeva za ostvarivanje potencijala profitabilnosti. Investitori u razvojni kapital imaju koristi od visokog potencijala rasta i umjerenog rizika ulaganja. Također, razvojni kapital cilja na kompanije koje imaju visoke stope rasta i uspostavljen poslovni model. Za razliku od buyout fondova, oni obično uzimaju manjinski udio s namjerom da što više razviju poslovanje. Razvojni kapital predstavljaju najčešće srednje velike investicije čija je svrha preuzimanje manjinskih udjela, ali pregovaraju o zaštitnim pravima za svoje ulagače kao što su mjesta u upravnom odboru. Menadžeri razvojnog kapitala obično će nastojati dodati vrijednost osiguravajući kapital za rast i širenje. Oni će također pružati strateške savjete menadžerskim timovima i pomoći u skaliranju operacija. Izlazne strategije menadžera razvojnog kapitala mogu biti izlazak putem IPO-a, otkupa dionica ili prodaja drugom fondu privatnog kapitala (Espinosa, 2023).

Za razliku od poslova rizičnog kapitala koji dolaze s visokom razinom rizika, poslovi razvojnog kapitala općenito se smatraju ulaganjima s umjerenim rizikom. Priroda visokog rizika ulaganja rizičnog kapitala određena je nizom karakteristika rizika, ponajviše tržišnim rizikom i rizikom proizvoda. Takvi rizici povezani su s poslovanjem na novim tržištima (tržišni rizik) i nepostojanjem komercijalno održivog proizvoda (Corporate Finance Institute [CFI], 2023).

Moguće je istaknuti i razlike između razvojnog kapitala i private equitya (Hinckley, 2023):

- *stopa rasta tvrtke* – u odnosu na razvojni kapital, private equity tvrtke ciljaju na zrelije tvrtke, koje obično imaju stariji životni vijek i imaju sporiji rast,
- *profitabilnost tvrtke* – budući da su u fazi rasta, tvrtke koje primaju razvojni kapital obično imaju nisku (ili čak negativnu) ukupnu dobit budući da ulažu u rast; private equity tvrtke ciljaju na tvrtke sa stabilnom profitabilnošću i novčanim tokom, kako bi mogle podržati otplatu duga,

- *vlasnički udio* – investicije u razvojni kapital obično su manjinski, ne kontrolirajući udjeli (npr. manje od 50% vlasništva), dok LBO transakcije otkupa private equity tvrtki uključuju većinski kontrolni udio,
- iznos korištenog duga – investicije u razvojni kapital obično su usmjerene na tvrtke s niskim ili nikakvim dugom, dok transakcije otkupa s polugom private equity tvrtki zahtijevaju velike iznose dužničkog financiranja (često većinski iznos),
- *primarni pokretač povrata* – dok private equity tvrtke obično ostvaruju povrat prvenstveno od smanjenja duga u transakcijama kupnje uz pomoć financijske poluge (LBO), tvrtke za razvojni kapital ostvaruju povrat primarno iz povećanja prihoda ili dobiti, što rezultira većom procjenom kapitala u trenutku prodaje,
- *stupanj operativne uključenosti* – s obzirom na njihov manjinski udio, tvrtke za razvojni kapital su ograničene u količini kontrole koju mogu izvršiti nad portfeljskim kompanijama, dok private equity tvrtke imaju tendenciju kupnje većinskih udjela kako bi bile više uključene u upravljanje ciljanom kompanijom, s tim u vezi, to obično nije problem za rastuće dioničke tvrtke, budući da su ta ulaganja usmjerena na brzo rastuće tvrtke koje već napreduju. Stoga je manja potreba za preuzimanjem kontrole i promjenom smjera tvrtke, kako bi se ostvarili povrati.

2.2.3. Leveraged buyout (LBO)

Leveraged buyout (LBO) je akvizicija druge tvrtke korištenjem značajne količine posuđenog novca (obveznice ili zajmovi) kako bi se pokrili troškovi akvizicije. Imovina poduzeća koje se preuzima često se koristi kao kolateral za zajmove, zajedno s imovinom poduzeća preuzimatelja. Današnje investicijske tvrtke za LBO općenito se nazivaju private equity tvrtkama. U tipičnoj LBO transakciji PE tvrtka kupuje većinski nadzor nad postojećim poduzećem i to je glavna razlika u odnosu na VC tvrtke koje obično ulažu u mlade tvrtke ili tvrtke u nastajanju i obično ne dobivaju većinsku kontrolu (Kaplan & Strömberg, 2009). Omjer duga i kapitala općenito je oko 90 % naspram 10 %, što znači niži kreditni rejting za obveznice izdane u otkupu. Zajednička karakteristika LBO transakcija je da ponuditelj financira stjecanje kontrolnoga paketa dionica nekoga ciljnog društva sredstvima koja je stekao zaduživanjem. Kao izvor financiranja "preuzimanja", pod kojim se podrazumijeva postupak stjecanja kontrole nad ciljnim društvom, služi imovina ciljnog društva, odnosno ciljno je društvo to koje će iz svoje imovine otplaćivati preuzeti dug. Stoga se ti otkupi i nazivaju "kreditirani otkupi". LBO su privlačni svojim sponzorima jer zahtijevaju da mali dio obveza poprimi oblik kapitala. Ukoliko je kupac

u mogućnosti otplatiti dug i pravovremeno izaći iz investicije (što je moguće napraviti putem privatne prodaje ili javne ponude) to će generirati visoku stopu povrata prilagođenu riziku. Nadalje, kratki investicijski period ulaganja od pet do sedam godina omogućava brzi oporavak kapitala, pružajući investitorima priliku da preraspodjele kapital u druge atraktivne investicije. Očekivane stope povrata koje LBO kupci ostvaruju se kreću između 15-35 % ovisno o industriji u kojoj ciljana tvrtka posluje. Otkupi putem financijske poluge često se smatraju predatorskom poslovnom taktikom jer ciljana tvrtka ima malu kontrolu nad odobravanjem posla, a njezina se vlastita imovina može koristiti kao financijska poluga protiv nje (Kenton, 2023). U teoriji postoje različite vrste Leveraged Buyout transakcija. Ovisno o ulozi kupca ili stjecatelja dionica ciljnog društva, razlikuju se nekoliko vrsta transakcija:

- Management Buyout - u ovom slučaju direktori ili menadžeri postojećeg ciljnog društva stječu dionice tvrtke. To znači da članovi uprave samog ciljnog društva postaju vlasnici.
- Employee Buyout- u ovom slučaju, zaposlenici ciljnog društva stječu dionice tvrtke, odnosno zaposlenici postaju vlasnici dijela ili cjelokupne tvrtke.
- Management Buy-in - ovdje članovi uprave drugog društva stječu dionice ciljnog društva. To se događa kada vanjski menadžeri ili investitori dolaze izvan ciljnog društva kako bi preuzeli vlasništvo.
- Corporate Buyout - ova vrsta LBO transakcije javlja se kada drugo društvo stječe dionice ciljnog društva. To može biti strateška akvizicija koja se odvija između dvije neovisne tvrtke.
- Institutional Buyout - ova vrsta LBO transakcije odnosi se na stjecanje dionica ciljnog društva od strane institucionalnih ulagača, kao što su fondovi rizičnog kapitala, mirovinski fondovi ili investicijske banke.

Svaka od ovih vrsta LBO transakcija ima specifične karakteristike ovisno o ulozi i vrsti stjecatelja dionica ciljnog društva (Prelič & Zubović, 2018).

Leveraged buyout je strategija ulaganja vlasničkog kapitala koja se koristi kao dio transakcije u kojoj se tvrtka, dio tvrtke ili imovina kupuju od postojećih dioničara, obično koristeći financijsku polugu. Financijska struktura LBO transakcija posebno je privlačna ulagačima u fondove rizičnog kapitala jer im omogućava ostvarivanje koristi (zarade) od korištenja te financijske poluge uz ograničenje regresa na ulagatelja. Ovaj oblik financijske strukture donosi koristi financijskom sponzoru LBO transakcije na dva načina: prvo, ulagač mora osigurati samo dio ukupno potrebnog kapitala iz vlastitih sredstava, a drugo, povrat na ulaganje će se povećavati sve dok je povrat na uloženi kapital veći od troška zaduživanja (HGK, 2020).

2.2.4. Mezzanine kapital

Mezzanine financiranje je hibridni instrument koji je kombinacija financiranja dugom i vlasničkim kapitalom. Slično kao i bankarski kredit, mezzanine se otplaćuje uz ugovorenu kamatnu stopu, a financirano društvo koristi svoje udjele u društvu kao kolateral. U slučaju da kompanija ne može ispunjavati ugovorom definirane obveze, dug se pretvara u dionički udio u financiranom društvu. Mezzanine kapital je jeftiniji način financiranja od vlasničkog kapitala i također ne dovodi do razvodnjavanja postojećih imatelja dionica. Prednosti zajmodavca su da za razliku od dionica koje ne jamče isplatu dividende, mezzanine investitor ima ugovorno pravo na isplatu kamata mjesečno, tromjesečno ili godišnje. Stoga su povрати dosljedniji, a rizik negativnih posljedica sveden je na minimum. Mezzanine financiranje ima najčešće rok dospeljeća pet godina i duže (Robinson i sur. 2013). Nadalje, mezzanine financiranje, s obzirom na strukturu plaćanja, nalazi se u podređenom položaju u odnosu na obveze prema kreditorima, ali ima povlašten položaj u odnosu na dioničare. To znači da će, u slučaju stečaja društva, prvo biti isplaćeni kreditori, zatim kreditori mezzanine financiranja, a tek potom dioničari društva. Zbog nepovoljnog položaja u odnosu na bankarske kredite u slučaju bankrota, mezzanine financiranje zahtijeva i veću kamatnu stopu koja se u pravilu kreće od 12% do 20% (Alpha Capitalis, 2023).

Mezzanine kapital koriste kompanije koje ostvaruju pozitivan novčani tijek kako bi financirale daljnji rast kroz projekte ekspanzije kao što su akvizicije, dokapitalizacija i LBO. Start-upovi i mlada društva rjeđe ulaze u ovu vrstu financiranja upravo zbog nepovoljnih i visokih kamata koje bi značajno opteretilo novčane tokove društva. U najvećem broju slučajeva mezzanine financiranje se koristi prilikom: financiranja preuzimanja (buyout), preuzimanja s financijskom polugom ili kao izvor razvojnog kapitala. Mezzanine investitori ostvaruju stopa povrat između 15% i 20%, što je veći povrat nego što se ostvaruje preko tradicionalnih oblika financiranja kao što su obveznice s visokim prinosom i bankovni zajmovi (CFI, 2023).

Ima nekoliko prednosti zašto se kompanije odlučuju za mezzanine financiranje. Mezzanine zajmovi osiguravaju vlasniku kontrolu nad kompanijom i njegovim strateškim usmjerenjem. Odnosno društvo koje se financira mezzanine kapitalom ne odriče se vlasničkih udjela. Mezzanine financiranje je privlačan oblik financiranja za mala i srednja poduzeća zbog fleksibilnosti aranžmana zajma te manjka "due diligence-a". Mala i srednja poduzeća planiraju financirati iznenadne projekte te je njima u interesu pribaviti kapital u što kraćem vremenskom periodu, a manjak dubinskog snimanja im upravo to omogućava. Mezzanine financiranje je jeftinija varijanta prikupljanja kapitala od prodaje dionica investitorima. Ovim načinom financiranja društva mogu prikupiti 3 do 4 puta veći iznos kapitala nego li je ostvaren novčani tok. Također, prednost mezzanine financiranja se ogleda i u strateškoj pomoći

ulagača koji su najčešće dugoročni ulagači velikog profesionalnog iskustva. Također, uz sve pozitivne karakteristike mezzanine financiranja, ono ima i neakve nedostatke. U ugovore se često uključuju različite restriktivne mjere koje zajmoprimac mora poštivati. To može uključivati dogovore o tome da se zajmoprimac ne smije dodatno zaduživati unutar određenog razdoblja otplate te da se što prije refinancira glavnicu iz tradicionalnih kredita. Uz to društva mogu pratkički biti prisiljena da ulažu sredstva u određena područja koja nisu bila dio njihovog strateškog plana, a sve kako bi se zadovoljili zahtjevi iz ugovora. Uz veće kamate od bankovnih zajmova, mezzanine financiranje može naštetiti financijsku poziciju kompanije ukoliko se sredstva ne iskoriste učinkovito. Ako zajmoprimac daje jamstva zajmodavcu, dopuštajući sudjelovanje u kapitalu, trošak kapitala može bitno narasti kada kompanija premaši svoje projekcije rasta. Iako mezzanine financiranje ne zahtijeva tradicionalne oblike kolaterala, u slučaju da društvo ne ispuni svoje obveze, ono će se morati odreći udjela u društvu kako bi se dugovanja podmirila (Bean, 2007).

Dakle, nakon što su definirani pojmovi rizičnog kapitala zaključuje se da je private equity zapravo sinonim za rizična ulaganja odnosno privatna ulaganja u poduzeća čijim se dionicama ne trguje javno. Razlikuje se od ostalih oblika rizičnog ulaganja prema stadiju ulaganja, veličini ulaganja, vlasništvu i strategijama izlaska.

2.3. Prednosti i nedostaci financiranja fondovima rizičnog kapitala

Prednosti partnerstva s fondovima rizičnog kapitala su brojne, prema HGK (2020) sama prisutnost fonda rizičnog kapitala u vlasničkoj strukturi financiranog društva može rezultirati s poboljšanim odnosima s dobavljačima, bankarima i klijentima. Menadžeri fondova rizičnog kapitala, osim kapitala financiranom društvu osiguravaju i strateško i operativno znanje kako bi poduzetnici brže postigli ciljeve. Upravo iskustvo i operativno znanje se može pokazati ključnim za poslovanje društva ako dođe do krize ili preokreta u poslovanju. Fondu je u interesu da društvo ostvari dobre rezultate, jer u slučaju loših oni mogu izgubiti cijelo ili dio ulaganja jer su rangirani usporedno s drugim dioničarima, ali nakon banaka i drugih vjerovnika. Fondovi inzistiraju na većim standardima vezanim uz kontrolu budžeta, što dovodi do boljih financijskih rezultata, također fondovi su često posljednja stepenica prema inicijalnoj javnoj ponudi u kojoj fondovi mogu pomoći pripremiti poduzeće za uspješno uvrštenje na burzu. Partnerstvo s fondovima rizičnog kapitala nosi i nedostatke poput gubitka neovisnosti poduzetnika u procesu donošenja odluka, budući da se za većinu značajnih odluka obično zahtijeva suglasnost fondova rizičnog kapitala. Financiranje putem fondova rizičnog kapitala oblik je investicije za koju je potrebno više vremena nego što je to slučaj kod tradicionalnih načina financiranja,

npr. bankovni kredit iz razloga što fond provodi detaljno tržišno, financijsko i upravno dubinsko snimanje društva, što može potrajati i nekoliko mjeseci prije nego se odluče na ulaganje.

2.4. Proces ulaganja fondova rizičnog kapitala

Fondove rizičnog kapitala još nazivamo i private equity fondovima. Fondovi rizičnog kapitala se odlikuju time što ulažu sredstva koja su prikupljena od kvalificiranih ulagatelja, kao što su institucionalni investitori, velike kompanije i ponekad fizičke osobe koje ispunjavaju kriterije za kvalificirane ulagatelje u projekte koji najčešće nemaju alternativnih izvora financiranja. Najjednostavnije rečeno fondovi povezuju višak sredstava na tržištu kapitala s poduzećima koje nemaju izravan pristup investitorima putem uređenih tržišta kao što je npr. burza, u situaciji kada vlasnici tvrtke ne mogu osigurati sredstva za poslovanje bilo u bankama ili putem otvorenih investicijskih fondova. Uobičajeno se ulaže u društva čije dionice nisu javno dostupne za trgovanje na uređenim tržištima, odakle i dolazi naziv private u imenu. Informacije o tim ulaganjima nisu javno dostupne kao što je to slučaj kod listanih društava, te nema obveza za objavljivanje podataka o takvim ulaganjima s aspekta transparentnosti (Derenčinović Ruk, 2020).

PE fondovi nemaju pravnu osobnost nego istim upravlja društvo za upravljanje. Prosječno vrijeme trajanja investicije je od 3 – 7 godina. Fondovi s ulaganjem postaju suvlasnici u trgovačkom društvu stjecanjem vlasničkog udjela od postojećih vlasnika ili putem dokapitalizacije, na taj način fond od dana ulaska u vlasničku strukturu dijeli sudbinu tog društva. Zbog činjenice da fond dijeli sudbinu društva kojeg financira, njima je u interesu da aktivno sudjeluju u poslovanju istog kako bi doprinijeli rastu i razvoju društva u svim segmentima. Fondovi se najčešće osnivaju na rok od 10 godina, u tom razdoblju društvo koje upravlja fondom mora uložiti sredstva i dezinvestirati uložena sredstva te ih, uvećano za prinos vratiti svojim investitorima. Zbog vremenske ograničenosti odnosno limitiranosti fondovi moraju imati mogućnost upravljanja svojim ulaganjima i potrebno je da imaju određene mehanizme kontrole i odlučivanja, kako bi mogli utjecati da se ulaganjem zaista i kreira dodatna vrijednost koja će povećati vrijednost društva i na taj način donijeti zaradu kod izlaza fonda iz vlasničke strukture (Makek, 2011). Investitori očekuju povrat na svoju investiciju, a on najčešće dolazi kroz naknade, kamate, dividende ili pak od kapitalnog dobitka kada se društvo čija je vrijednost porasla proda. Želje i poticaji većine PE investitora su usmjereni na ostvarivanje kapitalnih dobitaka, odnosno općenito im je cilj postići rast kapitala, a ne prihoda. To je u suprotnosti s drugim ulagačima koji kupuju tvrtke s ciljem da ih zauvijek posjeduju i ostvaruju njihov povrat uzimanjem gotovine kroz dividende.

Rizici za investitore kod PE ulaganja su dugoročne, neopozive obveze financiranja nepoznatih budućih ulaganja. Investitori i sami fond menadžeri ne znaju u koje će tvrtke ulagati kada se fond osnuje. PE fondovi kontroliraju svoja ulaganja na način da fond menadžeri upravljaju s društvom tako da: imaju svog člana u odboru društva, u ugovorima su navedene stavke koja ograničavaju donošenje odluka društva bez da to prethodno ne odobre fond menadžeri te imaju potpuni uvid u sve informacije (Gilligan i Wright, 2014).

Prednosti financiranja poduzeća putem PE fondova su višestruke, a možda i najvažnije od njih je da PE fondovi često u društvo koje financiraju dovedu stručnjake i profesionalce kako bi maksimizirali vrijednost društva. Oni osiguravaju dostupnost ljudskih resursa koji imaju potrebite menadžerske vještine. Nadalje, važan aspekt je i networking, društva koja upravljaju fondovima zapošljavaju profesionalce čije iskustvo i poznanstva mogu biti ključni i odlučujući faktor za željeni poslovni rast. Također, najvažniji aspekt za investitore je da su PE fondovi dokazani subjekti u stvaranju vrijednosti za društva koja preuzimaju, prosječni rast na godišnjoj razini bili su oko 20%. Negativni aspekti financiranja putem PE fondova, odnose se na društva koja se za dani kapital moraju nečega i odreći. Najčešće je to gubitak vlasništva. Također, PE fondovi mogu zahtijevati i da se smanji uloga vlasnika u vidu odlučivanja jer oni samostalno žele upravljati društvom.

Tržište rizičnog kapitala ima značajnu ulogu u osiguravanju kapitala širokom spektru poduzeća. Međutim, visoke stope odbijanja investicija u ranoj fazi pothvata potiču potrebu za boljim razumijevanjem investicijskog procesa i investicijskih kriterija koje investitori koriste u donošenju odluka. Bolje razumijevanje doprinijeti će vlasnicima poslovanja da povećaju svoje šanse za privlačenje interesa investitora za njihove tvrtke (Klonowski, 2010). Isto će biti objašnjeno u narednim poglavljima.

2.5. Kako privući ulaganja rizičnog kapitala

Najteži zadatak za poduzetnike je da se istaknu među mnoštvom konkurenata i da pridobiju pažnju ulagača rizičnog kapitala. Razumijevanje načina na koji investitori rizičnog kapitala donose investicijske odluke može pomoći vlasnicima tvrtki da povećaju šanse za privlačenje interesa investitora. Osim samog razumijevanja investicijskog procesa, važnu ulogu igraju i investicijski kriteriji investitora te indeks atraktivnosti. Privlačenje rizičnog kapitala je izazovan zadatak za tvrtke, ali tvrtke s dobro razvijenim poslovnim planom koji jasno opisuje tržišnu priliku, konkurenciju, poslovni model i predviđene prihode i troškove u prednosti su nad onim konkurentima koji nemaju dobro poslovanje i poslovni plan. Važnu ulogu igra i kvalitetan tim, jer investitori u rizični kapital najčešće traže poduzeća

s jakim i iskusnim timom. Nadalje, poduzeća koja su već razvila prototip, testirala proizvod ili uslugu na tržištu su u znatnoj prednosti u odnosu na poduzeća koja trenutno posjeduju samo inicijalnu ideju. No, osim samih karakteristika poduzetnika, investitorima je još važnije gospodarsko okruženje u kojem ciljane tvrtka posluje.

Prije nego što investitori donesu odluku o ulaganju u pojedinu tvrtku oni prikupljaju podatke iz različitih segmenata kako bi mogli racionalno donijeti odluku, odnosno moraju napraviti dubinsku analizu zemlje u kojoj ciljane tvrtka posluje. Analiza iziskuje dosta vremena i novca no investitor ne može donijeti odluke o PE/VC ulaganjima bez poznavanja socioekonomskog okruženja zemlje u koju želi ulagati. Kako bi investitorima olakšali donošenje odluka Groh i sur. (2011) su kreirali indeks atraktivnosti. Njihov indeks sažima čimbenike koji oblikuju nacionalna VC i PE tržišta u jednu jedinstvenu kombinaciju mjera. Oni su izdvojili šest ključnih čimbenika koji se koriste za izračun indeksa atraktivnosti:

1. **ekonomska aktivnost** – veličina gospodarstva i razina zaposlenosti pokazatelj su blagostanja, broja i raznolikosti kompanija te općenito poduzetničkog djelovanja, a time i očekivanog toka poslova u području VC i PE. Broj novih poduzeća koja se kvalificiraju za VC ulaganja povezan je s društvenm bogatstvom, ne samo zbog općenito boljeg pristupa financiranju, već i zbog većeg dohotka potencijalnih kupaca na domaćem tržištu.
2. **dubina tržišta kapitala** – razvijena tržišta kapitala koja omogućavaju generalnim partnerima izlazak putem IPO-a, ključna su za uspostavu PE/VC tržišta. Bankocentrična tržišta manje su sposobna stvoriti učinkovitu infrastrukturu institucija za potporu PE/VC ulaganjima. Veličina IPO tržišta ukazuje na potencijal za preferirani izlazni kanal, a IPO-i također potiču poduzetnički duh jer nagrađuju poduzetnike. U zemljama sa snažnim tržištem kapitala, M&A i bankarskom aktivnošću također nalazimo profesionalne institucije poput investicijskih banaka, računovođa, odvjetika i savjetnika za M&A koji su ključni za uspješno PE/VC poslovanje.
3. **oporezivanje** – ne postoji izravna poveznica između oporezivanja i PE/VC ulaganja jer postoje zemlje s relativno visokim stopama poreza na dobit, ali i vrlo velikim ulaganjima u VC i PE u isto vrijeme, dok s druge strane postoji mnogo zemalja s niskim poreznima stopama koje ne bilježe značajna PE/VC ulaganja. U ovom segmentu veći naglasak je na VC ulaganjima gdje porezni režimi s niskim administrativnim teretima igraju važnu ulogu prilikom osnivanja tvrtki.

4. **zaštita ulagača i korporativno upravljanje** – zakonodavni okvir (pravni okvir) značajno utječe na atraktivnost tržišta ulaganja rizičnog kapitala. Kvaliteta pravnog sustava važna je za bilo koju tvrtku, ali je posebno važna za PE/VC investicije koje se temelje na dugoročnim odnosima sa institucionalnim ulagačima, ako ulagači nisu sigurni da su njihova potraživanja dobro zaštićena u nekoj zemlji, oni se neće upuštati u takve investicije.
5. **socijalno okruženje** – obrazovanje igra važnu ulogu u poticanju rastućeg tržišta rizičnog kapitala. Najveće prepreke u razvoju start-upova su povezane s korupcijom, kriminalnom, većom neregistriranom ekonomijom i birokratskim kašnjenjem. Ovaj argument je posebno važan u zemljama u razvoju s visokim percepcijama korupcije.
6. **poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti** - pristup održivim ulaganjima vjerojatno je najvažniji faktor za odluke o alokaciji rizičnog kapitala na međunarodnoj razini. Tehnološke prilike, broj patenata i broj zaposlenih u R&D pozitivno utječu na PE/VC aktivnosti.

Tablica 3. Vrijednost indeksa atraktivnosti zemlje za PE/VC ulaganja i rang zemalja od 2013. – 2021.

Godina	5 zemalja s najvećim indeksom atraktivnosti	5 zemalja s najmanjim indeksom atraktivnosti	Hrvatska i zemlje u regiji
2013.	1. SAD (100) 2. Kanada (97.8) 3. UK (95.4) 4. Japan (92.9) 5. Singapur (92.8)	114. Madagaskar (18.8) 115. Lesoto(117.8) 116. Angola (14.8) 117. Čad (12.8) 118. Burundi (10.3)	42. Mađarska (59.9) 45. Slovenija (58.6) 65. Hrvatska (48.8) 73. Bosna i Hercegovina (45) 82. Srbija (41.4) 86. Crna Gora (38)
2016.	1. SAD (100) 2. UK (95,5) 3.Kanada (94,3) 4. Singapur (93,3) 5. Hong Kong (92,7)	121. Sirija (17,3) 122. Mauritanija (15,3) 123. Burundi (15) 124. Čad (13,4) 125. Angola (11,5)	47. Mađarska (60.1) 50. Slovenija (59,1) 77. Srbija (46,1) 80. Hrvatska (46) 82. Crna Gora (44,8) 98. Bosna i Hercegovina (32)
2021.	1. SAD (100) 2. UK (90,3) 3. Japan (87,4) 4. Njemačka (87,3) 5. Kanada (87,2)	121. Mauritanija 122. Angola (15,1) 123. Čad (12,8) 124. Burundi (12,1) 125. Venezuela (5,2)	42. Mađarska (58.8) 49. Slovenija (56,5) 57. Hrvatska (53,1) 65. Srbija (50) 77. Crna Gora (43,9) 91. Bosna i Hercegovina (32)

Izvor: Izrada autora prema The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index godišnjim publikacijama (2013, 2016, 2021)

Prema podacima iz tablice 3. vidljivo je da Hrvatska 2021. godine zauzima 57. mjesto od ukupno 125 zemalja koje su uključene u izračun. U usporedbi sa susjednim zemljama Hrvatska u pravilu ostvaruje

veći indeks atraktivnosti izuzev Slovenije i Mađarske. No, usporedimo li Hrvatsku s drugim zemljama članicama Europske Unije ona je na samom začelju po veličini indeksa atraktivnosti. Najniže ocijenjeni čimbenik je oporezivanje, česte promjene poreznih stopa, kao i velik broj sati potrebnih za pripremu, obračun i plaćanje osnovnih poreza, stvaraju negativnu sliku poslovanja u Hrvatskoj. Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti su sljedeća najlošije rangirana varijabla. Inovacije, istraživanje i razvoj, te broj patenata pozitivno utječu na privlačenje PE/VC, dok složeni postupak pokretanja i zatvaranja poslovnih subjekata ima negativan učinak. Često se ističe prisutnost prekomjerne birokracije i neučinkovite administracije, dok s druge strane, upravitelji fondova upozoravaju na nedostatak odgovarajućih investicijskih prilika. Također, važno ograničenje za veća ulaganja u Hrvatskoj je i dubina tržišta kapitala. Ulagači rizičnog kapitala preferiraju izlazne mogućnosti putem inicijalne javne ponude (IPO), što zahtijeva dobro razvijeno tržište kapitala.

Međutim, hrvatski PE/VC fondovi preferiraju izlazak iz ciljanog društva putem prodaje strateškom partneru ili partneru u projektu, odnosno u Hrvatskoj još nisu zabilježeni slučajevi da se iz PE ulaganja izašlo putem inicijalne javne ponude (IPO) što je dodatna potvrda o nerazvijenosti tržišta kapitala. Derenčinović Ruk (2020) je u zborniku istražila iskustva hrvatskih PE društava, od negativnih iskustava izdvojila je tvrdoglavost "obiteljskog poduzetnika" da dio udjela prepusti PE fondu, zatim transakcije s povezanim osobama, neodgovarajuće utvrđena pravila korporativnog upravljanja, sukobi interesa te netransparentnost. Prema podjeli indeksa atraktivnosti navedena iskustva bi svrstali u socijalno okruženje te poduzetničku kulturu i poslovne mogućnosti.

3. INVESTICIJSKI KRITERIJI RIZIČNOG KAPITALA

3.1. Prikaz investicijskog procesa

Investicijski proces fondova rizičnog kapitala se sastoji od sljedećih faza (Klonowski, 2010):

1. **Preliminarna analiza** – U preliminarnoj analizi, istražuje se ciljana kompanija te tržište industrije u kojoj ona posluje. Procjenjuje se veličina i perspektiva tržišta na kojem ciljana kompanija posluje. Također, u ovoj fazi se analiziraju povijesni financijski izvještaji, procjenjuje se sadašnja vrijednost kompanije te njena sposobnost da kontinuirano stvara dodanu vrijednost. Na temelju analiziranih izvještaja fond procjenjuje koliko su realne projekcije poslovanja. Nadalje, u ovoj fazi će fond kroz razgovore s upravljačkim timom steći dojam o njihovoj kompetentnosti da nastave voditi kompaniju.

2. **Dubinsko snimanje (due dilligence)** – U ovoj fazi će stručnjaci i savjetnici koji surađuju s fondom detaljno analizirati financijske izvještaje i poslovne procese ciljane tvrtke, a poseban naglasak se stavlja i na novčane tokove koje generira poslovanje. Fond će nastojati identificirati prilike za operativna poboljšanja, kao što su nabava, kanali prodaje i marketinška strategija. Nadalje, u ovoj fazi provodi se dubinsko snimanje menadžmenta i mogućnosti buduće suradnje. Također, naglasak se stavlja i na analizu s pravnog aspekta gdje se provjerava postoje li obaveze po sudskim sporovima, porezne obaveze ili bilo kakvi rizici koji nisu prikazani u bilanci ciljane kompanije. U ovoj fazi fond će procijeniti i mogućnosti izlaska iz investicije u budućnosti (Vild & Zeisberger, 2014)

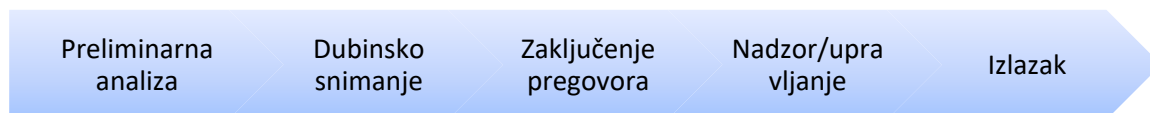
3. **Zaključenje pregovora** – Nakon provedenog dubinskog snimanja kupac i prodavatelj sklapaju kupoprodajni ugovor u kojem se detaljno definiraju svi uvjeti transakcije. U ovoj fazi se izrađuju svi pravni dokumenti (ugovori dioničara, statut, prospekt).

4. **Nadzor/upravljanje** – Ključno pitanje koje postavljaju VC-isti tijekom faze nadzora je da li se investirana tvrtka razvija prema početnom proračunu. U ovoj fazi fond kroz različite mehanizme doprinosi povećanju vrijednosti ciljane tvrtke. Također, sudjeluje u definiranju strategije poslovanja kompanije, radi na poboljšanju financijskog upravljanja kompanijom te kvalitetno upravlja ljudskim resursima. Nadalje, u ovoj fazi fond pruža opsežnu podršku menadžmentu kroz svoju široku mrežu stručnjaka.

5. **Izlazne strategije fonda rizičnog kapitala** – Posljednja faza investicijskog procesa predstavlja sami izlazak fonda iz investicije. Nakon što su ostvarili svoje ciljeve i povećali vrijednost kompanije u koju su investirali, fond će tražiti načine za izaći iz investicije kako bi ostvarili najveći povrat za svoje ulagače.

Najčešći oblici izlaska iz investicije su: prodaja strateškom partneru, prodaja financijskom investitoru ili izlazak na burzu.

Grafički prikaz 1. Prikaz investicijskog procesa fondova rizičnog kapitala



Izvor: Izrada autora

Na grafičkom prikazu 1. prikazane su faze investicijskog procesa fondova rizičnog kapitala. Investicijski proces rizičnog kapitala važan je proces pomoću kojeg investitori rizičnog kapitala pronalaze odgovarajuće prilike za ulaganje. Investicije rizičnog kapitala su obično investicije s visokim rizikom, ali i visokim povratom, a rigorozni investicijski proces im pomaže u smanjenju rizika. Također, investicijski proces doprinosi i maksimiziranju povrata, a poznavanje investicijskog procesa doprinosi i samim poduzetnicima jer će se na taj način bolje pripremiti na pregovore s ulagačima.

3.2. Pregled empirijskih istraživanja o investicijskim kriterijima

Različiti investitori stavljaju naglasak na različite investicijske kriterije prilikom donošenja odluka o ulaganju. Poduzeća moraju biti upoznata s kriterijima i zahtjevima potencijalnih investitora kako bi mogli prilagoditi svoj poslovni plan (Šimić Šarić, 2015). Razumijevanje investicijskih kriterija omogućit će poduzetnicima jednostavniji pristup rizičnom kapitalu. Uz razumijevanje investicijskih kriterija jednako važno je i razumjeti investicijski proces ulaganja. Empirijska istraživanja ponašanja investitora rizičnog kapitala pri donošenju odluka sugeriraju da su karakteristike poduzetnika i menadžmenta od najveće važnosti. Temeljna studija Mac Millan-a i sur. (1985) predlaže da su pet od deset najvažnijih kriterija povezani s osobnošću ili iskustvom poduzetnika. Štoviše, ovi autori naglašavaju činjenicu da se kriteriji ulaganja obično svrstavaju u pet kategorija: osobnost poduzetnika, iskustvo i kvalifikacije poduzetnika, proizvod ili usluga, karakteristike tržišta i financijske karakteristike. Kollmann i Kuckertz su u svom istraživanju 2010. godine svakoj kategoriji pridodali još tri potkategorije pa tako nakon njihove dodatne podjele postoji 15 investicijskih kriterija rizičnog kapitala. Njihova podjela investicijskih kriterija prikazana je u tablici 4. Oni su proveli istraživanje u kojem su sudjelovali VC investicijski menadžeri iz Njemačke, Austrije i Švicarske, ukupno njih 81. Većina ispitanika je imala višegodišnje profesionalno iskustvo u prosjeku 13 godina, od kojih su u prosjeku 6.5 godina proveli u industriji rizičnog kapitala. Istraživanje je pokazalo da investitori preferiraju poduzeća koja posluju u sektoru digitalne ekonomije (komunikacijske tehnologije), a manje su zainteresirani za poduzeća koja posluju

na zasićenim tržištima kao što je sektor prodaje. U istraživanju su kombinirali investicijske kriterije, investicijski proces i nesigurnost procjene kako bi se objasnili mehanizmi odabira i procesa odlučivanja investitora rizičnog kapitala. Prema njima, poduzetnici bi trebali na samom početku procesa signalizirati njihovu spremnost i predanost prema navedenom pothvatu. Odgađanje davanja signala za kasniju fazu procesa povećava rizik da se ovaj dio procesa neće postići, jer će pregovori biti obustavljeni od strane VC investitora.

Tablica 4. Investicijski kriteriji rizičnog kapitala prema Kollmann i Kuckertz

Faktor	Investicijski kriterij	Dokaz o relevantnosti kriterija
Osobnost poduzetnika	"VC" karakter	Predtest (Kollmann i Kuckertz, 2010)
	Sposobnost vođenja	MacMillan et al. (1985), Robinson (1987)
	Predanost	Dixon (1991), Muzyka et al. (1996)
Iskustvo poduzetnika	Uspješnost	Flynn (1991)
	Tehnička osposobljenost	Shepard (1999b), Franke et al. (2006)
	Poslovna osposobljenost	Shepard (1999b), Franke et al. (2006)
Proizvod ili usluga	Inovativnost	MacMillan i sur. (1985) Mason i Stark (2002)
	Prava na patent	Tyebjee i Bruno (1984)
	Jedinstvenost proizvoda	MacMillan et al. (1985)
Karakteristike tržišta	Veličina tržišta	Mason i Stark (2002)
	Rast tržišta	Tyebjee i Bruno (1984); Mason i Stark (2002)
	Prihvaćenost tržišta	Tyebjee i Bruno (1984); Mason i Stark (2002)
Financijske karakteristike	Prikladnost investicijskoj strategiji	Muzyka i sur. (1996); Mason i Stark (2002)
	ROI – Povrat na investiciju	Tyebjee i Bruno (1984); MacMillan i sur. (1985)
	Mogućnosti izlaska iz investicije	Muzyka i sur. (1996); Mason i Stark (2002)

Izvor: Izrada autora prema Kollmann i Kuckertz, (2010)

Sličnu podjelu investicijskih kriterija su imali Zutshi i sur. (1999), oni su proveli istraživanje investicijskih kriterija rizičnog kapitala u Singapuru, koji je jedan od najvećih tržišta rizičnog kapitala na svijetu. U istraživanju su sudjelovala 31 glavna izvršna direktora VC društava u Singapuru. Ukupna vrijednost imovine pod upravljanjem fondova koji su sudjelovali u istraživanju iznosila je 3 milijarde dolara za vrijeme provođenja istraživanja 1999. godine. Zutshi i sur. (1999) su organizirali investicijske kriterije na osnovu MacMillanove (1985) klasifikacije s iznimkom da su kategorije osobnost poduzetnika i iskustvo poduzetnika spojene u jednu. Na osnovu toga nastale su četiri skupine kriterija: poduzetnik, tržište, financijski kriterij i karakteristike proizvoda. Rezultati istraživanja su pokazala kao i mnoga do sad da je poduzetnik glavni kriterij što se tiče donošenja odluke o investiranju rizičnog kapitala. Među

deset najvažnijih kriterija označenih od strane investitora, prvih pet se odnosi na poduzetnika. Ispitanici su kriterije ocjenjivali od 1 – nebitno, 2 – poželjno, 3 – važno, 4 – neophodno.

Tablica 5. Investicijski kriteriji fondova rizičnog kapitala u Singapuru

Investicijski kriterij	Ocjena	Kategorija
1. Poznavanje tržišta ciljanog proizvoda	3.61	Poduzetnik
2. Sposoban za kontinuirani intenzivan napor	3.58	Poduzetnik
3. Dokazana liderska sposobnost u prošlosti	3.52	Poduzetnik
4. Sposoban dobro procijeniti i reagirati na rizik	3.52	Poduzetnik
5. Iskustvo poduzetnika	3.39	Poduzetnik
6. Ciljano tržište ima značajnu stopu rasta	3.35	Tržište
7. Proizvod je dokazano prihvaćen na tržištu	3.10	Proizvod
8. Investicija koja se lako može pretvoriti u likvidna sredstva	3.00	Financije
9. Proizvod je razvijen do točke funkcionalnog prototipa	2.94	Proizvod
10. Povrat na investiciju 10x visina ulaganja kroz 10 godina	2.84	Financije

Izvor: Izrada autora prema Zutshi i sur. (1999)

Prema rezultatima iz tablice 5. vidljivo je da se prvih pet kriterija odnosi na poduzetnika, poznavanje tržišta ciljanog proizvoda, sposobnost za kontinuirani napor, dokazana liderska sposobnost u prošlosti, sposobnost dobre procijene i reakcije na rizik, te iskustvo poduzetnika. Među deset najvažnijih kriterija našla su se i dva financijska kriterija, a to su investicije koje se lako mogu pretvoriti u likvidna sredstva te investicije koje mogu ostvariti povrat visine ulaganja 10x kroz 10 godina. Jedini investicijski kriteriji koji se odnosi na tržište je da ciljano tržište ostvaruje značajnu stopu rasta našlo se na šestom mjestu najvažnijih kriterija. Iako se preferencije ulaganja razlikuju, kriteriji ulaganja su slični. Rezultati istraživanja otkrivaju da su kriteriji Singapurskih investitora rizičnog kapitala vrlo slični onima koje su usvojili investitori u drugim zemljama.

U svome istraživanju Muzyka i sur. (1996) nastojali su dati odgovor na pitanje: koji su ključni čimbenici koje koriste europski investitori rizičnog kapitala pri procijeni ulaganja. Za potrebe provedbe istraživanja, intervjuirali su nekoliko investitora rizičnog kapitala, te su uz pomoć ispitanika kreirali 35 kriterija koje investitori uzimaju u razmatranje prilikom donošenja odluka. Kriteriji su podijeljeni u 7 skupina:

- *financijski kriteriji* koji se odnose na financijske mogućnosti ulaganja,

- *kriteriji tržišta* koji se odnose na veličinu tržišta, zrelost i rast, kao i lokaciju tržišta i njegovu osjetljivost na ekonomske cikluse,
- *strateško-konkurentski kriteriji* koji se odnose na strateško pozicioniranje investicije na njihovom tržištu,
- *kriteriji fonda* koji se odnose na ograničenja investicijskog fonda i mogućnosti investitora da donose odluke odnosno da upravljaju,
- *kriteriji upravljačkog menadžmenta* koji se odnose na leaderski potencijal i dosadašnje rezultate poduzetnika i menadžerskog tima,
- *kriterij kompetencije menadžmenta* koji se odnose na kompetencije ili sposobnosti menadžmenta u važnim funkcionalnim područjima;
- kriterij koji se odnosi na *fazu* i prirodu investicijskog posla

Zatim su proveli istraživanje u kojem su sudjelovala 73 venture capitalista iz različitih europskih zemalja. Prema rezultatima istraživanja kriteriji proizvoda i tržišta su umjereno važni, a kriteriji koji se odnose na fazu i prirodu investicijskog posla te kriteriji fonda (ograničenja investicijskog fonda, odlučivanje) nalaze se na dnu ljestvice odnosno najmanje su važni. Najvažniji kriterij je kriterij upravljačkog menadžmenta, gdje su leaderska sposobnost poduzetnika i sposobnost menadžmenta označeni kao najvažniji kriteriji. Idući najvažniji kriteriji su: proizvod sa sposobnošću da održi konkurentnu tržišnu poziciju i tim koji je sposoban isporučiti takav proizvod na tržište. Financijski kriteriji kao što su mogućnost isplate, očekivana stopa povrata i vrijeme za povrat investicije su također u vrhu među najvažnijim kriterijima. Muzyka i sur. (1996) sugeriraju da će investitori naizgled raditi s većinom poslova, čak i ako se oni ne uklapaju osobito dobro u ostatak njihovog portfelja ili ako priroda financiranja nije prikladna za fond. Investitori rizičnog kapitala preferiraju investicije koje nude kvalitetan menadžment i razumne financijske i karakteristike tržišta proizvoda čak i ako ta investicija ne zadovoljava u potpunosti zahtjeve fonda. Bez kvalitetnog tima i dobre poslovne ideje, dobri financijski kriteriji čine se beznačajni jer oni neće biti ostvareni. Nadalje, Feeney i sur. (1999) su proveli istraživanje PE investicijskih kriterija u Ujedinjenom Kraljevstvu. U istraživanju su sudjelovala ukupno 194 investitora. Istraživanje se provodilo putem telefonske ankete gdje su ispitanicima postavljena unaprijed pripremljena pitanja. Istraživanje je otkrilo da se najčešći nedostaci poslovnih prilika koje su ispitanici nedavno pregledali mogu podijeliti u dvije kategorije: osobine vlasnika i osobine poslovne prilike. Osobine vlasnika zbog kojih su investitori najčešće odustajali od ulaganja su: *nedostatak znanja o upravljanju, nedostatak realnih očekivanja* i *osobne kvalitete*. Osobine poslovne prilike koje su označene kao najčešći razlog zbog kojeg bi investitori odustajali od investicije su: *loš menadžerski tim, potencijalno slab profit s obzirom na razinu rizika, loša usklađenost, nedostatak likvidnosti, nejasan poslovni plan*. Daljnjom analizom izjava ispitanika kreirani su najpoželjniji investicijski kriteriji koji

najčešće dovode do uspješne poslovne suradnje, od osobina vlasnika izdvojeni su: *uspješnost upravljačkog tima, realizam* (prikazane realne procjene potencijala od strane vlasnika) te *integritet i otvorenost vlasnika*. Najpoželjnije karakteristike poslovne prilike su: *potencijal za visok profit, razumna strategija izlaska, sigurnost te uključenost investitora u upravljanje*.

Prema Khanin i sur. (2008) u literaturi se vodila značajna rasprava o tome koji tip čimbenika: upravljačke sposobnosti, karakteristike tržišta/proizvoda ili razina zaštite od konkurencije predstavlja najistaknutiji kriterij donošenja odluke za rizični kapital. Intrigantno je da su neki autori u različitim studijama izrazili različita mišljenja o tom pitanju. Stoga je MacMillan (1985.) ustvrdio da karakteristike poduzetnika/menadžmenta ("džokeja") više utječu na investicijske odluke VC nego kvaliteta proizvoda, tehnologija, poslovni plan ("konja"), dok je MacMillan (1987) tvrdio suprotno. Sandberg (1986) je izjavio da venture kapitalisti radije financiraju kvalificiraniju osobu A s lošijim projektom B, nego manje kvalificiranu osobu B s boljim projektom A. Dva desetljeća kasnije sličnu metaforu za poduzetnika i za proizvod upotrijebili su Kaplan i sur. (2007) u istraživanju "Should Investors bet on the Jockey or the Horse?" U njihovom istraživanju koje je obuhvatilo pedeset venture kapital tvrtki koje su financirane od rane faze poslovanja odnosno od početnog poslovnog plana pa dok nisu izašle javno kroz inicijalnu javnu ponudu. Rezultati istraživanja su pokazala da tvrtke koje su izašle javno rijetko provodile značajne promjene poslovnog modela/koncepta u odnosu na početnu poslovnu ideju. Prema Kaplan i sur. (2009) snažna poslovna ideja možda nije dovoljna, ali čini se da je nužna za uspjeh tvrtke, dok s druge pak strane uobičajeno je da tvrtke zamijene osnivače i početne menadžere, a ipak uspiju javno kotirati.

Šimić Šarić (2015) je napravila pregled dosadašnjih istraživanja investicijskih kriterija rizičnog kapitala. Autorica je uz pet osnovnih kategorija: karakteristike poduzetnika/menadžmenta, karakteristike proizvoda/usluga, karakteristike tržišta, financijske karakteristike i druge karakteristike predložila i jednu novu kategoriju investicijskih kriterija, a to je *investicijska spremnost* poduzetnika. Poduzetnici su spremni za ulaganje ako su svjesni koje uvjete moraju ispuniti u kojoj fazi pregovora. Stoga Šimić Šarić u okviru kategorije investicijska spremnost poduzetnika predlaže slijedeće investicijske kriterije: spremnost poduzetnika da se odrekne vlasništva, spremnost za promjenu menadžmenta, spremnost za dijalog, spremnost za postizanje postavljenih ciljeva te osobna simpatija prema upravi. Nadalje, Zinecker i Bolf (2015) proveli su istraživanje investicijskih kriterija rizičnog kapitala u zemljama Srednje i Istočne Europe (CEE). Cilj istraživanja bio je bolje razumijevanje tržišta rizičnog kapitala u CEE zemljama. Istraživanje je provedeno putem anketnog upitnika koji je obuhvatio 17 evaluacijskih kriterija podijeljenih u 4 kategorije: proizvod, menadžment, financijski kriterij i tržišni kriterij. U istraživanju su sudjelovala 35 venture kapitalista. Prema rezultatima istraživanja, najvažniji kriterij u

kategoriji proizvoda bili su konkurentna prednost proizvoda i globalni potencijal proizvoda. Reputacija menadžmenta i iskusno i stručno vođenje pokazali su se kao najvažniji kriteriji u kategoriji menadžmenta. Potencijalno visok povrat i niski troškovi nadzora i administracije pokazali su se kao najvažnijim kriterijima u financijskoj kategoriji, dok su u kategoriji tržišta najvažniji kriteriji bili veličina tržišta i njegov rast te potražnja za proizvodom.

Prema Gompers i sur. (2016) fondovi rizičnog kapitala započinju s nekoliko stotina potencijalnih prilika i sužavaju ih kako bi napravili vrlo mali broj investicija. U svom istraživanju oni su analizirali čimbenike u njihovom procesu odabira investicija. Ispitanici su identificirali najvažnije kriterije te su ih rangirali prema važnosti. Prema rezultatima u tablici 6. vidljivo je da je 95% ispitanika navelo menadžment (džokej) kao važan kriterij, a njih 47% kao najvažniji kriterij prilikom donošenja odluke o investiranju. Kriteriji povezani s poslovanjem (konj) su također navedeni kao važan faktor: poslovni plan (83%), proizvod (74%), tržište (68%), te industrija (31%). Sveukupno kriterije povezane s poslovanjem je najvažnijim označilo samo 37% ispitanika. Usklađenost s fondom je označena važnim kod polovine ispitanika, a kao najvažnijim kriterijem je označilo samo 14% ispitanih. Vrijednost i sposobnost VC-a da stvore vrijednost su kod polovine ispitanika navedene kao važan kriterij, dok je manje od 3% ispitanih tvrdilo da su to najvažniji kriteriji. Gompers i sur. (2016) tvrde da je menadžment puno važniji kod fondova koji investiraju u tvrtke koje se nalaze u ranoj fazi razvoja poslovanja, dok fondovi koji investiraju u tvrtke koje se nalaze u kasnoj fazi razvoja više pozornosti obraćaju na poslovno povezane kriterije kao što su: poslovni plan, tržište, proizvod, industrija. Nadalje, ustanovili su da je vrijednost tvrtke važnija kod fondova koji ulažu u tvrtke u kasnoj fazi razvoja. Veliki private equity fondovi više brinu o vrijednosti tvrtke i proizvoda, a manje o usklađenosti tvrtke ili sposobnosti da stvore vrijednost.

Tablica 6. Prikaz investicijskih kriterija prema važnosti

Kriterij	Važan kriterij	Rana faza	Kasna faza	Najvažniji kriterij	Rana faza	Kasna faza
1. Menadžment	95	96	93	47	53	39
2. Poslovni plan	83	84	86	10	7	19
3. Proizvod	74	81	60	13	12	8
4. Tržište	68	74	69	8	7	11
5. Industrija	31	30	37	6	6	4
6. Vrijednost tvrtke	56	47	74	1	0	3
7. Sposobnost za rast	46	44	54	2	2	2
8. Usklađenost	50	48	54	13	13	13

Izvor: Izrada autora prema podacima Gompers i sur. (2016)

Gompers i sur. (2016) su u istraživanju ustanovili da je menadžment najvažniji kriterij prilikom donošenja odluke o investiranju, no i njegova važnost ovisi o vrsti ulaganja i o fazi razvoja u kojem se ciljana tvrtka nalazi. Nadalje, istim istraživanjem definirani su najpoželjniji investicijski kriteriji koje bi menadžment trebao imati, a to su: sposobnost, iskustvo u industriji, strast, poduzetničko iskustvo te timski rad. U svome istraživanju Block i sur. (2019) usporedili su proces donošenja odluka među različitim vrstama investitora, podatke su dobili ispitujući 749 stručnjaka za investiranje putem platforme Pitchbook. U istraživanju su koristili nekoliko investicijskih kriterija: 1) profitabilnost, 2) rast prihoda, 3) uspješnost upravljačkog tima, 4) reputacija trenutnih investitora, 5) poslovni model, 6) dodana vrijednost proizvoda/usluge 7) međunarodna skalabilnost. Svaki sudionik eksperimenta morao je procijeniti nekoliko tvrtki koje se razlikuju prema gore navedenim kriterijima, odnosno provedena je conjoint analiza gdje su ispitanici trebali rangirati investicijske kriterije prema njihovoj važnosti. Prilikom donošenja odluka o investiranju PE investitori procjenjuju višestruke kriterije istovremeno, a to uključuje donošenje odluka o prioritetima između različitih kriterija. Prema rezultatima analize sveukupno najvažniji investicijski kriterij prilikom donošenja odluka o ulaganju u ciljano društvo je rast prihoda, prema istraživanju društvo koje je ostvarilo godišnju stopu rasta prihoda od 100% ima 4.86 puta veću šansu da bude izabrano u odnosu na društvo koje je ostvarilo godišnju stopu rasta prihoda od 10%. Drugi najvažniji kriteriji je dodana vrijednost proizvoda ili usluge, a prema istraživanju društvo koje posjeduje proizvod/uslugu s dodanom vrijednosti ima 4.25 puta veću šansu da bude izabrano od PE investitora u odnosu na društvo koje ne posjeduje proizvod/uslugu s takvim karakteristikama. Treći najvažniji investicijski kriterij je uspješnost upravljačkog tima/menadžmenta kod kojeg je ustanovljeno da društva s uspješnim upravljačkim timom imaju 3.25 puta veću šansu da budu izabrani od strane investitora u odnosu na društva koja ne posjeduju dokazan i uspješan upravljački tim. Kao četvrti najvažniji kriterij izabrana je međunarodna skalabilnost, zatim na petom mjestu je profitabilnost, potom poslovni model i na posljednjem mjestu kao najmanje bitan kriterij je označena reputacija trenutnih investitora. U tablici 7. vidimo prikaz investicijskih kriterija prema relativnoj važnosti.

Tablica 7. Prikaz investicijskih kriterija prema relativnoj važnosti

Rang	Investicijski kriteriji	Relativna važnost
1.	Rast prihoda	23.4 %
2.	Dodana vrijednost proizvoda ili usluge	20.4 %
3.	Uspješnost upravljačkog tima	15.7 %
4.	Međunarodna skalabilnost	13 %
5.	Profitabilnost	11.8 %
6.	Poslovni model	8.3 %
7.	Reputacija trenutnih investitora	7.3 %

Izvor: Izrada autora prema Block i sur. (2019)

Morawczyński (2020) se u svom istraživanju fokusirao na najvažnije investicijske kriterije VC tvrtki u Poljskoj. Podaci su prikupljeni putem osobnih intervjua s 26 venture kapitalista. Kriteriji su podijeljeni u šest kategorija, od kojih su tri predstavljale karakteristike poduzetnika: strast poduzetnika, iskustvo poduzetnika te sposobnost menadžmenta, a preostale tri kategorije su se odnosile na poslovnu priliku: spremnost proizvoda, tržišna stopa rasta te inovativnost projekta. Istraživanje je pokazalo da je spremnost proizvoda najvažniji kriterij, zatim iskustvo poduzetnika i sposobnost menadžmenta. Na četvrtom mjestu je kriterij tržišne stope rasta, zatim inovativnost cijelog projekta te kao najmanje važan kriterij je označeno iskustvo poduzetnika u industriji. Prema Zaccone i Pedrini (2020) sve veći broj Private Equity tvrtki prepoznaje važnost ESG (okolišno, društveno i korporativno upravljanje) faktora pri donošenju investicijskih odluka. Prema rezultatima njihovog istraživanja većina PE tvrtki integrira ESG kriterije zbog pritiska ulagača, a uzimanje u obzir ESG kriterija pomaže PE tvrtkama u upravljanju rizika, na taj način oni mogu procijeniti održivost i otpornost svojih ulaganja te smanjiti rizik negativnih financijskih i reputacijskih utjecaja.

Nadalje, Ferrati i Muffato (2021) su u svom istraživanju napravili sustavan pregled literature o investicijskim kriterijima korištenim od strane fondova rizičnog kapitala. Cilj njihovog istraživanja je sintetizirati i reorganizirati dostupno znanje o investicijskim kriterijima koje koriste ulagači rizičnog kapitala prilikom procjene ciljanih tvrtki. Za potrebe istraživanja detaljno su analizirali 53 članka, a taj proces ih je u konačnici doveo do 208 investicijskih kriterija, koje su podijelili u četiri glavne kategorije: kriteriji specifični za ciljanu tvrtku, kriteriji specifični za investitora, kriteriji koji se odnose na okolinu i kriteriji procjene rizika. Od 208 kriterija njih 76% se odnosilo na sami pothvat, 14.9% kriterija se odnosilo na investitora, 3.4% kriterija se odnosilo na okolinu, a 5.8% kriterija se odnosilo na čimbenike procjene rizika. Na grafičkom prikazu broj 2. vidljiv je poredak kriterija koji su najčešće spominjani u literaturi. Na prvom mjestu se nalazi stopa rasta tržišta sa 69.8% odnosno taj kriterij je spomenut u 37/53 promatrana članka. Na drugom mjestu je iskustvo poduzetnika s 58.5%, zatim slijede zahtijevana stopa povrata i poznavanje tržišta od strane poduzetnika s 56.6%. Na petom mjestu je kriterij mogućnosti izlaska s 52.8%, potom slijedi stadij razvoja proizvoda s 39.62%. Na sedmom i osmom mjestu nalaze se poznavanje tržišta od strane investitora i sposobnost menadžment s 37.7%. Na posljednja dva mjesta nalaze se kompatibilnost poduzetnika i investitora te sposobnost poduzetnika da dobro procijeni rizik s 35.8%. Prema ovim rezultatima zaključuje se da je među deset najvažnijih razmatranih kriterija pet povezano s karakteristikama poduzetnika odnosno menadžmenta, tri su povezana s kriterijima koji se odnose na investitora, jedan kriterij se odnosi na

tržište, te se jedan kriterij odnosi na karakteristike proizvoda ili usluge. Također, zaključuje se da je upravljački tim kategorija s najviše istraživanja, no kriterij koji je najčešće citiran odnosi se na tržište.

Grafički prikaz 2. Poredak 10 najvažnijih kriterija prema broju članaka u kojima su spomenuti



Izvor: Izrada autora prema Ferrati i Muffato (2021)

Kim i Lee (2022) su u svom istraživanju pokušali utvrditi kada iskustvo poduzetnika igra ključnu ulogu u investicijskim odlukama koje donose fondovi rizičnog kapitala. U istraživanju su sudjelovala 263 južnokorejska VC-a. Oni su zaključili da su najvažniji kriteriji za donošenje investicijskih odluka obrazovanje poduzetnika te iskustvo poduzetnika u industriji. Međutim, u nesigurnom okruženju kada ciljana tvrtka ima relativno nov proizvod/uslugu obrazovanje poduzetnika postaje manje važno, a veći se naglasak stavlja na upravljačko iskustvo poduzetnika.

Sva prethodna istraživanja su u razmatranje uzimala kriterije koji su PE i VC fondovi navodili kao najvažnijim, no Prohorvs i sur. (2018) su proveli istraživanje u kojem je fokus bio na poduzetnicima u ranoj fazi poslovanja odnosno fokus je bio na njihovim investicijskim kriterijima. Autori su analizirali 40 osnivača od kojih je 15 uspješno ostvarilo financiranje putem venture capital fondova. Na temelju provedene analize zaključeno je da tvrtke koje imaju veću vjerojatnost uspjeha u privlačenju početnog financiranja vode poduzetnici koji imaju prethodno iskustvo u vođenju poduzeća, koji imaju sposobnost da upravljaju timovima te menadžeri čije su vještine upravljanja na visokoj razini. Prema istraživanju poduzetnici su naveli još nekoliko kriterija koje smatraju iznimno važnim za uspješno privlačenje investicija: karakteristike proizvoda, veličina ciljanog tržišta, stopa rasta, konkurencija,

realnost osnivača. Eisenmann i sur. (2017) su proveli istraživanje nad 140 bivših studenata Harvard Business Schoola koji su osnovali tehnološke startupe. Otkrili su da je za privlačenje financiranja rizičnog kapitala od iznimne važnosti da poduzetnik posjeduje upravljačke vještine, kao i sposobnost formiranja osnivačkog tima te učinkovito vođenje nakon toga. Također, utvrđeno je da se vještine koje osnivač treba posjedovati mijenjaju kako tvrtka napreduje, stoga bi osnivači trebali prilagoditi svoj pristup ovisno o fazi razvoja. Najčešća prepreka prilikom privlačenja financiranja je nedostatak profesionalnosti u timu. Rezultati ovih istraživanja su u skladu s znanstvenom literaturom, te se može zaključiti da je menadžment najvažniji kriterij i s aspekta fondova rizičnog kapitala i s aspekta poduzetnika koji privlače investicije.

Nadalje, Šimić Šarić (2017) je provela empirijsko istraživanje koje je imalo za cilj ustanoviti najvažnije karakteristike menadžera/vlasnika malih i srednjih poduzeća (SME) koje su potrebne za uspješno privlačenje rizičnog kapitala. Istraživanje se temeljilo na podacima prikupljenim putem upitnika upućenih menadžerima odnosno vlasnicima 58 malih i srednjih hrvatskih tvrtki financiranih rizičnim kapitalom. Ukupno je primljeno 29 uporabljivih upitnika, što dovodi do stope odgovora od 50%. Prema rezultatima istraživanja Šimić Šarić je ustanovila da menadžer/vlasnik SME-a koji privlači rizični kapital je u pravilu muškarac, starosti između 35-44 godine, sa završenim preddiplomskim studijem. Također, ustanovila je da su s aspekta vlasnika najvažnije karakteristike menadžera ciljna orijentacija i marljiv rad, a zatim slijede inovacija i razumno preuzimanje rizika.

Odabir pothvata temelji se ne samo na kriterijima koji se odnose na sam pothvat, poput poduzetnika, tržišta ili proizvoda već i na unaprijed određenim preferencijama ili strategijama fondova. Da bi bili uspješni fondovi rizičnog kapitala razvijaju svoje investicijske strategije te donose svjesne odluke o tome gdje ulagati, u koje sektore, u kojoj fazi i u koje tehnologije. U pregledu empirijskih istraživanja vidljivo je da se najveća rasprava vodila oko dvije kategorije kriterija: džokej (menadžment) ili konj (poslovni plan, tržište, proizvod, industrija), no zaključuje se da ni jedna tvrtka ne može ostvariti uspješne poslovne rezultate ako oba kriterija nisu zadovoljena. Također, iz prethodno navedenog vidljivo je kako je većina istraživanja provedena na području Amerike, Azije te srednje Europe, dok je broj istraživanja u CEE zemljama, uključujući Hrvatsku ograničena. Stoga će se u nastavku analizirati investicijski kriteriji definirani od strane PE/VC fondova u Hrvatskoj.

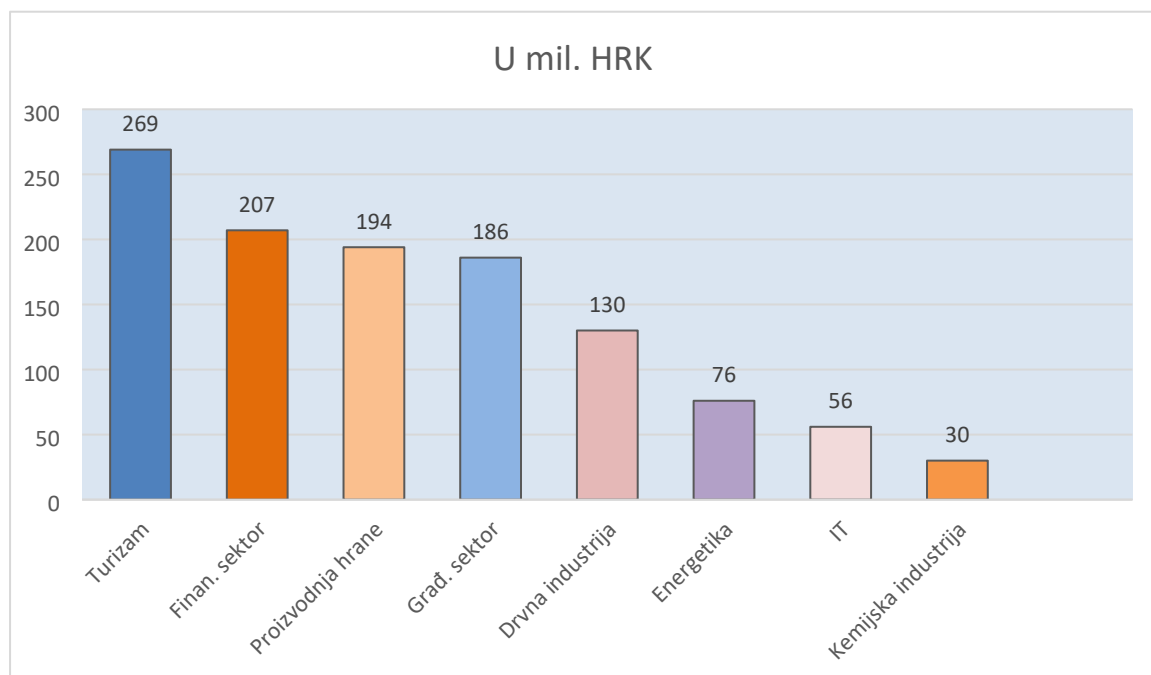
4. ANALIZA INVESTICIJSKIH KRITERIJA NA ODABRANIM FONDOVIMA

Prema Derenčinović Ruk (2020) početak razvoja private equity industrije u Hrvatskoj vezan je uz djelovanje stranih PE fondova koji su bili organizirani kao lokalne konzultantske kompanije stranih PE upravitelja kao što su SEAF Croatia, Horizonte Venture Management, Copernicus Capital i Vienna Capital Partners. Rizični kapital u hrvatski jezik je uveden 2006. godine s Zakonom o investicijskim fondovima, kada je prvi put prepoznat kao posebna klasa imovine. Prvi hrvatski fond rizičnog kapitala bio je Quaestus Private Equity Kapital, a istoimeno društvo Quaestus je prva hrvatska tvrtka za upravljanje fondovima rizičnog kapitala. Fond je osnovan 2006. na razdoblje od deset godina, a u prosincu 2016. produljeno je trajanje fonda za dvije godine. Fond je prikupio 35 milijuna eura kapitala, te je izvršio ukupno sedam ulaganja. Prosjek trajanja ulaganja odnosno ostanka u investiciji bio je osam godina. Sva ulaganja su bila u obliku direktnog vlasničkog ulaganja u postojeća trgovačka društva. Od sedam ulaganja samo je jedno ostvarilo pozitivnu internu stopu povrata. Dvije godina nakon, odnosno 2008. godine društvo Nexus private equity & partneri osniva PE fond Nexus Alpha. Fond je prikupio oko 270 milijuna kuna, a izvršio je ukupno tri ulaganja s prosjekom trajanja ulaganja više od šest godina. Sva su ulaganja bila izravna uz korištenu growth strategiju i isključivo putem vlasničkog kapitala. Fond je 2018. godine prestao s radom. Prodajom strateškim partnerima fond je izašao iz investicija, a ulagatelji u fond su ostvarili povrat investicije od 69% što znači da su za svaku uloženu kunu u konačnici dobili povrat od 69 lipa. Kao ključnim čimbenicima za ostvareni loš povrat upravitelji su istaknuli: nedostatak kontrole od strane društva za upravljanje, transakcije s povezanim osobama te neodgovarajuće utvrđena pravila korporativnog upravljanja (Derenčinović Ruk, 2020).

Industrija rizičnog kapitala u Hrvatskoj doživjela pravi procvat kada je na vladinu inicijativu osnovano pet fondova za gospodarsku suradnju (FGS) uz tri nova društva za upravljanje fondovima. FGS-ovi su osnovani kao alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom. Svrha osnivanja fondova za gospodarsku suradnju je premošćivanje teškoća u gospodarstvu i eliminiranje negativnih učinaka globalne krize na hrvatsko gospodarstvo. FGS-ovi su morali ulagati u trgovačka društva čije je sjedište u RH i koja glavninu svog poslovanja obavljaju na području RH. Također, neki od investicijskih kriterija s kojima su se vodila društva za upravljanje fondovima prilikom odabira društava u koja će uložiti sredstva bili su: nadprosječan potencijal rasta i razvoja, konkurentske prednosti, stručan i motiviran menadžment, razvijena tehnologija te da se društva nalaze u ranoj fazi poslovanja (HANFA, 2021). Također, jedan od uvjeta ulaganja je da se FGS-ovima jamči kontrola nad donošenjem strateških odluka putem predstavnika u trgovačkim društvima ili kroz odgovarajuće odredbe društvenog ugovora, međutim veličina udjela u preuzetom društvu nije bila presudna. Najmanja veličina FGS-a je 150 milijuna HRK, a minimalni udio privatnih ulagatelja u fond je iznosio 75 milijuna HRK. Uplate vlade

RH su ograničene na maksimalan iznos od 300 milijuna HRK u jedan FGS, a udio vlade RH nije mogao prijeći 50%. Svi fondovi su se osnovali na vrijeme od 10 godina uz mogućnost produljenja za dodatni rok od 2 godine. Povjerenički odbor FGS-a je tijelo koje zastupa ulagatelje u fondu prema društvu za upravljanje, ono potvrđuje odluku o izboru revizora poslovanja FGS-a, usvaja financijske izvještaje o poslovanju fonda, daje suglasnost na izmjene Pravila fonda te promjene članova uprave društva za upravljanje, donosi odluku o likvidaciji, te donosi odluku o produljenju trajanja fonda iznad roka od 10 godina. Prema podacima HANFA-e, FGS-ovi su u razdoblju od osnivanja ostvarili ukupno 22 investicije, s tim da postoji značajna razlika u broju ulaganja po pojedinačnom fondu, pa tako Honestas FGS ima samo jedno ulaganje, Quaestus FGS i Prosperus FGS II imaju po tri ulaganja, dok Prosperus FGS i Inspirio FGS imaju 6 ili više ulaganja. Nadalje, važno je primijetiti da više od polovice tih ulaganja (njih 13) nije ostvareno izravno, već putem društava posebne namjene (special purpose vehicle). Prema Derenčinović Ruk (2020) neki upravitelji smatraju da se korištenjem društava posebne namjene stvara složena struktura ulaganja koja povećava trošak upravljanja i otežava transparentno i izravno praćenje ulaganja.

Grafički prikaz 3. Prikaz ulaganja po sektorima Fondova za gospodarsku suradnju



Izvor: Izrada autora prema podacima iz Godišnjeg izvješća HANFA-e za 2021. godinu

Prema podacima na grafičkom prikazu 3. može se vidjeti da su fondovi najviše ulagali u sektor turizma, zatim financijski sektor, sektor proizvodnje hrane, građevinski sektor, drvnu industriju, energetiku, IT sektor i kemijsku industriju. Zbrojimo li investicije po svim sektorima, ukupan iznos ulaganja FGS-ova iznosi milijardu i 148 milijuna kuna. S obzirom na skori prestanak rada fondova, HANFA je tijekom 2019., 2020., i 2021. godine provodila pojačani nadzor nad društvima za upravljanje, a posebice se

naglasak stavio na izlazak iz ulaganja. Što se tiče izlaska iz ciljnog društva FGS-ovi preferiraju prodaju strateškom partneru ili partneru u projektu, u Hrvatskoj do sada nisu zabilježeni slučajevi da se iz PE ulaganja izašlo putem inicijalne javne ponude (IPO). Zaključeno je da nisu utvrđene nezakonitosti ili nepravilnosti u postupanju društava za upravljanje FGS-ovima. Nadalje, većina investicija nije završila s pozitivnim ishodom za ulagatelje.

Projekt fondova za gospodarsku suradnju rezultirao je s osnivanjem triju novih društava za upravljanje fondovima rizičnog kapitala, te ukupno pet FGS-ova. Iz navedenog je evidentno da su FGS-ovi dali ogroman poticaj za razvoj private equity industrije u Hrvatskoj. Međutim, uzevši u obzir snažan utjecaj ulagatelja na njihov rad i značajnu prisutnost države kao najvećeg pojedinačnog ulagatelja (50%) postavlja se pitanje je li usklađenost takvih karakteristika s općom idejom PE fondova, ako se zna da PE fondovi imaju visoku razinu autonomije i fleksibilnosti u donošenju investicijskih odluka.

Republika Hrvatska kao najmlađa članica Europske unije, ima slabije razvijeno tržište rizičnog kapitala u usporedbi s ostalim članicama. Nedostatak tržišta ogleda se i u nedovoljnom broju kvalificiranih ulagatelja koji su fokusirani na ulaganja u fondove rizičnog kapitala. Kako bi se osigurao kapital za rast poduzetničkih aktivnosti u RH, HBOR je u suradnji sa Europskim investicijskim fondom (EIF) pokrenula osnivanje VC Fil Rouge Capital fonda koji je osnovan 2019. godine. EIF je odabrao društvo FRC2 GP S.à.r.l. za upravljanje istoimenim fondom. Fond se sastoji od dva programa:

- Prvi program je akceleratori program namijenjen startup-ovima koji imaju samo poslovnu ideju ili prototip (akcelerator)
- Ulaganja namijenjena poduzećima koja već posluju, imaju prve kupce i koja su već prošla ranu fazu razvoja.

Nadalje, 2019. godine HBOR i EIF su pokrenuli Croatian Growth Investment Programme (CROGIP), a cilj programa je potaknuti ulaganja u mala i srednja te srednje kapitalizirana poduzeća. EIF i HBOR su zajednički uložili po 50 milijuna eura u fondove kojima upravljaju društva odabrana od strane EIF-a ili su se novci su-investirali u fondove koji već imaju uspostavljen odnos s EIF-om. Prema uvjetima CROGIP inicijative odabrana su tri fonda u koja će se sredstva iz programa uložiti: Adriatic Structured Equity Fund, Prosperus Growth Fund i Croatian Mezzanine Debt Fund. (HBOR – Godišnje financijsko izvješće 2022.)

Adriatic Structured Equity Fund, Prosperus Growth Fund započeli su s poslovanjem u 2020., a u 2021. su ostvarili prve investicije u hrvatska poduzeća. U 2022. godini je započeo s radom i posljednji Croatian Mezzanine Debt Fund koji je također proveo svoja prva ulaganja. Također, važno je spomenuti da je vlada RH 2020. donijela odluku o ulaganju u Investicijski fond inicijative triju mora.

Ovlastila je HBOR da u svoje ima, a za račun Vlade RH provede ulaganje u iznosu od 20 milijuna eura. U inicijativi surađuje 12 zemalja članica Europske unije na području triju mora (Jadransko, Baltičko i Crno more). Svrha inicijative je podrška zajedničkim prekograničnim projektima s naglaskom na energetska, prometna i digitalna povezanost regije. Veličina fonda na 31.12.2022. iznosila je 928,1 milijun eura.

Detaljnija analiza kriterija provest će se na odabranim fondovima i to: Prosperus Invest, Invera Equity Partners, Fil Rouge Capital, Quaestus Private Equity Kapital, Inspirio Fusion te Croatian Mezzanine Debt Fund.

4.1. Prosperus Invest

Prosperus invest društvo za upravljanje fondovima rizičnog kapitala osnovano je 2010. godine. Društvo je do sada pokrenulo tri fonda: Prosperus FGS, Prosperus FGS II. te Prosperus Growth fond. Po vrsti ulaganja sva tri fonda mogu se svrstati u private equity fondove. Fondovi za gospodarsku suradnju su likvidirani, odnosno njihov investicijski ciklus je završen, a posljednji osnovan Prosperus Growth još je u fazi investiranja. Društvo ulaže isključivo u poduzetnike koji već neko vrijeme posluju na tržištu odnosno imaju tržišnu poziciju, odnosno ulaže se u društva koja priželjkuju kapital za financiranje daljnje faze rasta. Odlukom investitora fondovima je zabranjeno da investiraju u venture capital i startup-ove. Fond ima obvezu uložiti najmanje 75 posto kapitala u tvrtke iz Hrvatske, a ostatak može uložiti u tvrtke iz regije. Fond će se usmjeriti na propulzivna poduzeća s jedinstvenim proizvodima pogodnim za održavanjem kompetitivne prednosti i stjecanjem značajnih tržišnih udjela.

Do sada je Prosperus Growth ostvario ulaganja u Neos i SV Group koji su oboje visokotehnološke IT kompanije, te u IntechOpen uspješnu hrvatsku kompaniju koja je svjetski lider na tržištu OpenAccess Book znanstvenih knjiga. Prosječne vrijednosti ulaganja se kreću od 3 do 10 milijuna eura ovisno o projektu. Najčešći problemi s kojima se fond susreće su poduzetnici koji nisu spremni odreći se svog suvereniteta, odnosno ne žele prihvatiti da fond uđe u vlasničku strukturu poduzeća. Također, vlasnici su često nerealni što se tiče vrednovanja poduzeća, zbog emotivne povezanosti s poduzećem često precjenjuju njegovu vrijednost. Nadalje, za traženje potencijalnih investicija fond koristi usluge vanjskih savjetnika kao i banaka s kojima fond surađuje. Poteškoće u pronalasku potencijalnih društava se javljaju zbog toga što je hrvatsko tržište malo tržište s malim brojem SME i velikih poduzeća u koja fond prvenstveno ulaže (Buković, 2022). Kao ključni kriterij kojim se vode u fondu prilikom donošenja odluke o investiranju je da potencijalno društvo ima sposoban menadžment koji razmišlja veliko te koji će znati upravljati s kapitalom koji im fond povjeri. Vlasnici i menadžment moraju imati

viziju i želju za rastom kako bi privukli pažnju fondova rizičnog kapitala. S obzirom na vremensku ograničenost društva moraju biti sposobna za akviziciju drugih društava, kako bi mogli ostvariti željeni rast koji bi inače samostalno vrlo teško ostvarili. Također, jedan od važnijih kriterija je posjedovanje usluge ili proizvoda koji je zanimljiv odnosno jedinstven na tržištu te koji se može razvijati međunarodno. Naglasak se stavlja i na poslovni plan, odnosno na projekciju poslovanja poduzeća za narednih pet godina koliko obično traje investicija (<https://www.prosperus-invest.hr/>).

4.2. Invera Equity Partners

Invera Equity Partneri d.o.o. društvo je za upravljanje fondovima rizičnog kapitala. Društvo je osnovano 2020. godine, a upravlja fondom u vrijednosti od 61,70 milijuna eura. Prema klasifikaciji riječ je o private equity fondovima, a raspon ulaganja varira od 3 do 12 milijuna eura ovisno o projektu. Ulagачi u fond su isključivo veliki institucionalni investitori poput Europskog investicijskog fonda, Europske banke za obnovu i razvoj te domaći mirovinski fondovi Raiffeisen, Erste i PBZ CO. Sjedište fonda je u Nizozemskoj. Većina kapitala se investira u tvrtke koje posluju na hrvatskom i slovenskom tržištu. Primarni cilj fonda je ostvariti partnerski odnos s vlasnicima i menadžerima tvrtki koji teže ostvarivanju potencijala rasta i razvoja poslovanja.

Ciljane tvrtke moraju imati dokazane i konkurentne proizvode ili usluge koje mogu proširiti svoje poslovanje i na međunarodna tržišta. Također, tvrtke moraju imati konsolidacijski potencijal u regiji jugoistočne Europe. Fond investira u tvrtke koje ostvaruju 1 ili više milijuna eura dobiti prije kamata, poreza i amortizacije odnosno u tvrtke koje ostvaruju minimalno 5 milijuna eura godišnjih prihoda. Nadalje, tvrtke moraju imati sposobnost da generiraju značajan novčani tok kao i značajan potencijal rasta na globalnom tržištu. Investicijski fokus je na malim i srednjim poduzećima sa malom i srednjom tržišnom kapitalizacijom. Ciljane tvrtke moraju imati snažan tržišni položaj. Također, prisutnost u industrijskoj niši važan je kriterij fonda prilikom donošenja odluka o investiranju (<https://www.inveraep.com/hr/poduzetnici/>).

Fond je imao nekoliko investicija, a jedna od zanimljivijih je investicija je u tvrtku Metamorfoza d.o.o. poznatijom pod imenom Muzej iluzija koja je ujedno i prva investicija rizičnog kapitala u segmentu industrije zabave. S tom investicijom Invera EP je stekla većinski udio od 65 posto u vlasništvu tvrtke, a sama investicija je bila vrijedna 3 milijuna eura.

4.3. Fil Rouge Capital

Fil Rouge Capital (FRC) je fond rizičnog kapitala, koji je pokrenut dijelom iz sredstava Europskog investicijskog fonda, a dijelom iz sredstava privatnih ulagatelja. Osnovan je 2019. godine, a prema vrsti svrstava se u venture capital fondove. Ukupan kapital s kojim fond raspolaže je 49 milijuna eura. Primarni cilj ulaganja je u poduzetnike, scale-up i start-up tvrtke čije je sjedište u RH. Karakteristično za venture capital fondove je veliki broj investicija i mala veličina ulaganja po pojedinom projektu. FRC ima tri programa ulaganja *incubate*, *accelerate*, *grow*.

Incubate program je namijenjen za poduzetnike koji posjeduju ideju odnosno viziju nekog proizvoda ili usluge. Tvrtkama u ovoj fazi je potreban profesionalni savjetodavni tim koji će društvo voditi do sljedeće faze razvoja. Incubate program je namijenjen tvrtkama koje posjeduju jedinstveni dio intelektualnog vlasništva, te imaju namjeru proširiti poslovanje međunarodno. Ciljane tvrtke moraju se baviti stvarnim problemima te njegovati inovativni pristup. U ovom programu tvrtke ostvaruju 10 tisuća eura ulaganja kako bi se pokrili početni troškovi poslovanja, također vlasnicima je omogućen pristup mentorima čiji su savjeti od ključne važnosti u ovoj fazi poslovanja. One tvrtke koje ostvare najveći rast u ovom programu, imaju privilegiran pristup accelerate programu.

Drugi program koji FRC nudi svojim tvrtkama naziva se accelerate, u njemu tvrtke mogu primiti do 50 tisuća eura ulaganja. Ulaže se u tvrtke kojima je potreban tim profesionalaca koji će društvu pomoći u ubrzanju razvoja. Ciljane tvrtke trebaju imati razvijen i uvjerljiv poslovni koncept. Premda način izlaska ciljanih društava još nije očit, one bi u ovoj fazi trebala znati jasnu izlaznu vrijednost. Također, investiciju mogu dobiti i tvrtke koje moraju razviti svoj proizvod ili tvrtke koje moraju razviti pristup tržištu koji će društvu pomoći u ubrzanju razvoja. Važan kriterij je i karakteristika vlasnika tvrtke, oni bi trebali biti predani i strastveni te odlučni u proširenju poslovanja međunarodno. Tvrtke moraju biti sposobnost da generiraju x20 rast vrijednosti. U ovom programu osim kapitala, tvrtke imaju pristup mentorima, suinvestitorima, sponzorima. Tvrtke koje budu najuspješnije u ovoj fazi imati će privilegiran pristup growth programu (<https://filrougecapital.com/>).

Posljednji program FRC zove se growth program, očekivano njega karakterizira najmanji broj ulaganja jer su iznosi koji se ulažu dosta veći nego u prethodna dva programa. Ukoliko tvrtke zadovolje investicijske kriterije fonda one bi mogle ostvariti do milijun eura ulaganja. Tvrtke koje konkuriraju za ova ulaganja moraju već biti dokazane na tržištu, ostvarivati određeni prihod, imati određeni broj zaposlenih. Najvažniji naglasak se stavlja na menadžment koji mora biti kohezivan, vjerodostojan i dovoljno snažan za daljnji iskorak na međunarodno tržište. Također, menadžment mora pokazivati poduzetničku sposobnost i želju za širenjem poslovanja međunarodno. Tvrtke moraju biti sposobne

generirati rast vrijednosti 10x. Moraju imati razvijen dobar poslovni plan za idućih pet godina koliko najčešće traje investicija odnosno partnerstvo fonda i tvrtke. U ovoj fazi ciljana društva trebaju imati minimalno održiv proizvod kao i jasnu indikaciju tržišne prihvaćenosti (Buković, 2019).

4.4. Quaestus Private Equity Kapital

Kao što je već ranije spomenuto prvo društvo koje se u Hrvatskoj počelo baviti djelatnošću upravljanjem PE fondova je Quaestus Private Equity d.o.o., koje je upravljalo s Quaestus Private Equity Kapital fondom.

HANFA je odobrila osnivanje fonda 02. Lipnja 2006. godine, a fond je osnovan na 10 godina. Ciljana veličina fonda je 35 milijuna eura.

Područje ulaganja odnosno investicijski kriteriji fonda su:

- ulaganje u srednje velika društva koja posluju na području Republike Hrvatske i susjednih zemalja
- ulaganja koja će fondu omogućiti utjecaj na upravljanje društvima u koja se ulaže
- visok stupanj kontrole strategije izlaza
- društva koja uživaju zaštitu od ulaska konkurenata na njihovo tržište
- društva koja imaju značajan i rastući udjel na domaćem tržištu
- društva koja imaju superioran menadžment
- jedan od kriterija je i utjecajna vlasnička pozicija (fond ima svoje predstavnike u društvu)

Tablica 8. Ulaganje fonda Quaestus Private Equity Kapital

QUAESTUS PRIVATE EQUITY KAPITAL					
Društvo	Sektor	Opis	Tip ulaganja	Datum ulaganja	Datum izlaska
Tele2 d.o.o.	Telekomunikacije	Mobilni operater	Vlasnički kapital	5/2005	6/2009
GFG Gustus d.o.o.	Uslužni sektor	Restorani brze hrane	Vlasnički kapital	9/2007	4/2011
Hlad d.o.o.	Proizvodnja hrane	Proizvodnja smrznutog voća	Vlasnički kapital	4/2007	4/2014
Vulić & Vulić d.o.o.	Proizvodnja hrane	Proizvodnja smrznutog voća	Vlasnički kapital	3/2008	7/2014
Metronet telekomunikacije d.d.	Zdravstvene usluge	Ortopedska bolnica	vlasnički kapital	4/2007	4/2017

Akromion d.o.o.	Zdravstvene usluge	Ortopedska bolnica	Vlasnički kapital	4/2007	4/2017
Hospitalija trgovina d.o.o.	Veleprodaja medicinskih proizvoda	Distribucija medicinskih proizvoda	Vlasnički kapital	9/2004	11/2017

Izvor: Društvo za upravljanje Quaestus Private Equity d.o.o.

Prema navedenim podacima u tablici 8. vidljivo je da je društvo izvršilo sedam ulaganja. Prosječno vrijeme trajanje ulaganja odnosno ostanka u investiciji je osam godina. Duljina ulaganja se razlikuje ovisno o sektoru u koje je vršeno ulaganje, pa je tako prosjek kod ulaganja u uslužni sektor i proizvodnju hrane 5 godina, a u sektoru zdravstvenih usluga i usluga povezanih s medicinskim proizvodima gotovo 10 godina. Sva su ulaganja izvršena izravno. Prema navodima društva za upravljanje bilo je i negativnih iskustava s ulaganjem u obiteljska društva, jer je "obiteljskog poduzetnika" teže uvjeriti da dio udjela prepusti PE fondu, za razliku od društava s raspršenijom vlasničkom strukturom. Nadalje, i kod izlaza iz ciljnih društava dolazilo je do razmimoilaženja interesa PE i partnera (<https://www.quaestus.hr/en/>).

4.5. Inspirio Fusion

Društvo za upravljanje fondovima rizičnog kapitala Inspire Investments d.o.o. osnovalo je 2016. godine venture capital Inspirio Fusion fond. Fond je imao kratko razdoblje trajanja, on je likvidiran u listopadu 2018. godine. Glavni smisao fonda je postizanje rasta vrijednosti udjela u fondu, razmjerno preuzetom riziku. Društvo koje je upravljalo fondom težilo je ostvarenju apsolutnog prinosa alokacijom prikupljenih novčanih sredstava u sve vrste imovine.

Investicijski kriteriji Inspirio Fusion:

- ulaganje u društva koja su u početnoj fazi poslovanja
- ulaganja u društva koja su novoosnovana
- ulaganje u društva koja pokazuju potencijal za rast i širenje poslovanja
- ulaganja u društva s kojima se ne trguje na uređenom tržištu
- ulaganje u društva koja imaju manje od 250 zaposlenih
- ulaganje u društva koja ostvaruju manje od 400 milijuna kuna prihoda godišnje
- ulaganje u društva čija ukupna aktiva iznosi najviše 344 milijuna kuna
- ulaganje u društva koja nisu subjekti za zajednička ulaganja

- ulaganje u društva koja posjeduju razvijene inovativne tehnologije pomoću kojih mogu ostvariti značajne iskorake u smislu rasta poslovanja i profitabilnosti
- ulaganje u društva koja razvijaju nove i jedinstvene proizvode i usluge
- ulaganje u društva koja imaju sposobnost povećanja opsega poslovanja uz snižavanje fiksnih troškova
- ulaganje u društva koja razvijaju proizvode i usluge koje je moguće nuditi ciljanim skupinama klijenata
- ulaganje u društva kojima su potrebne nove menadžerske i stručne kompetencije
- ulaganje u društva kojima je potreban kapital za razvoj strukture financiranja

Tablica 9. Ulaganja fonda Inspirio Fusion

INSPIRIO FUSION					
Društvo	Sektor	Opis	Tip ulaganja	Datum ulaganja	Datum izlaska
Fleet rent-a-car d.o.o.	turizam	rent-a-car	65 % vlasnički kapital, 35 % akvizicijski kredit	7/2016	9/2017
Kompas d.d.	turizam	turizam	vlasnički kapital	3/2017	9/2017
*fond je likvidiran u 10/2018, više ne postoji					

Izvor: Društvo za upravljanje Inspire Investments d.o.o.

Prema navedenim podacima u tablici 9. vidljivo je da je društvo realiziralo dvije investicije, u kojima su ciljana društva bila obiteljska društva. Oba društva su obavljala poslovnu djelatnost u sektoru turizma, u kojem su vodeći na tržištu u pružanju usluga. Za ulaganje u Fleet-rent-a-car korištena je kombinacija vlasničkog kapitala (65%) i dužničkog financiranja (35%), dok je ulaganje u Kompas d.d. realizirano izravnim ulaganjem. Fond je imao jednog inicijalnog ulagatelja, koji je također imatelj kvalificiranog udjela u društvu za upravljanje i predsjednik uprave društva za upravljanje te je bio i član uprave preuzetih društava. Inspiro Fusion je po strukturi ulagatelja, upravljačkoj povezanosti i odredbama pravila koja su primjerenija fondovima koji ulažu u likvidne financijske instrumente više nalikovalo društvu posebne namjene (special purpose vehicle) negoli je riječ o institucionaliziranom pristupu ulaganja kroz fondove (<https://www.inspire.investments/>).

4.6. Croatia Mezzanine Debt Fund

Mezzanine Partners d.d. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima osnovalo je Zatvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala Croatia Mezzanine Debt Fund. Društvo je odobrenje od HANFA-e ishodilo 13. siječnja 2022. godine (<https://mezz-partners.hr/en>).

U lipnju 2022. Provedeno je završno zatvranje fonda, ukupno je prikupljeno 52 milijuna eura. Očekuje se da će fond realizirati 20-ak ulaganja u pojedinačnom iznosu od jedan do pet milijuna eura. Rok dospjeća investicije u pravilu će biti od 4 do 7 godina.

Investicijski kriteriji Croatia Mezzanine Debt Fund-a:

- društva spadaju u kategoriju malih, srednjih i Mid-Caps poduzeća
- poduzeća u privatnom vlasništvu koja su u fazi širenja ili rasta
- društvo je osnovano u RH, te ja RH glavna zemlja njegovog poslovanja
- društvo se nalazi u stadiju rasta i razvoja
- društvo se ne nalazi u svojoj ranoj razvojnoj fazi (tzv. *seed* ili *start up* fazi)
- društvo u koje se investira nije poduzetnik u poteškoćama
- društvo ne djeluje u gospodarskim sektorima koji se prema Pravilima Fonda smatraju nedopuštenim sektorima (financijski sektor i u sektoru nekretnina)
- društva s dobrim novčanim tokovima
- društva s jakim upravljačkim timovima (<https://mezz-partners.hr/blogs/newsdesk-1/poceo-s-radom-croatian-mezzanine-debt-fund>)

Tablica 10. Pregled investicijskih kriterija PE i VC fondova rizičnog kapitala u Hrvatskoj

FAKTOR	INVESTICIJSKI KRITERIJI PE FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA	INVESTICIJSKI KRITERIJI VC FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA
OSOBNOST I ISKUSTVO PODUZETNIKA	stručan i motiviran menadžment	njeguju inovativni pristup
	snažan upravljački tim	razmišljaju veliko
	superioran menadžment	predani i strastveni osnivači
	timovi koji razmišljaju ambiciozno	potrebne nove menadžerske i stručne kompetencije
	uspješnost upravljanjem poslovanjem i financijama društva	potreban profesionalni savjetodavni tim
	iskustvo poduzetnika	osnivači pokazuju poduzetničku sposobnost
PROIZVOD ILI USLUGA	razvijena tehnologija	razvijene inovativne tehnologije
	jedinstveni potencijal imovine/specifičnih proizvoda	društva koja razvijaju nove jedinstvene proizvode i usluge

	prava za generiranje snažnih poslovnih rezultata	proizvodi ili usluge koje je moguće nuditi ciljanim skupinama klijenata
	samoodrživ proizvod	minimalno održiv proizvod
	proizvod dokazano prihvaćen na tržištu	društva koja moraju razviti svoj proizvod
KARAKTERISTIKE TRŽIŠTA	zaštita od ulaska konkurenata na njihovo tržište	početna faza poslovanja
	značajan i rastući udjel na tržištu	новооснована društva
	prepoznatljive konkurentske prednosti	namjera širenja poslovanja međunarodno
	nadprosječan potencijal rasta i razvoja	društva koja moraju razviti pristup tržištu
	stadij rasta i razvoja poslovanja	jasna indikacija tržišne prihvaćenosti
FINANCIJSKE KARAKTERISTIKE	visok stupanj kontrole strategije izlaza	održiv poslovni model
	1 milijun eura dobiti, minimalno 5 milijuna eura godišnjih prihoda	mogu generirati 10x, 20x rast vrijednosti ovisno o fazi razvoja
	spособnost povećanja opsega poslovanja uz neznatno povećanje troškova; <i>scalability</i>	potreban kapital za razvoj strukture financiranja
	uredno i transparentno poslovanje, razvijen poslovni plan	jasna izlazna vrijednost

Izvor: Izrada autora na temelju analize odabranih fondova

Ono što je zajedničko fondovima rizičnog kapitala koji djeluju ili su djelovali na području Hrvatske je da isključivo investiraju u društva čije je sjedište u RH ili koja obavljaju glavninu poslovnu djelatnost u RH. U razmatranje je uključeno ukupno šest društava koja obavljaju ili su obavljala djelatnost upravljanja fondovima rizičnog kapitala na području RH. Pregledom web stranica, internetskih članaka i financijskih izvještaja izabrani su najvažniji kriteriji koji su korišteni prilikom donošenja odluke o investiranju. Kriteriji su grupirani u zajedničku tablicu br. 10, a podijeljeni su prema četiri faktora/segmenta: osobnost i iskustvo poduzetnika, proizvod ili usluga, karakteristike tržišta i financijske karakteristike. Podjela kriterija je napravljena nastavno na MacMillanovu (1985.) klasifikaciju, uz izmjenu da su kategorije osobnost i iskustvo poduzetnika spojene u jednu. Svakom od ovih faktora pridruženo je nekoliko kriterija koji su korišteni od strane fondova rizičnog kapitala prilikom donošenja odluka o investiranju.

Usporedbom kriterija korištenih od strane hrvatskih fondova i kriterija koji su u teoriji označeni kao najrelevantniji može se donijeti zaključak da su kriteriji korišteni od strane hrvatskih fondova u skladu sa ekonomskom teorijom. Bez obzira na različite faze investiranja, različite iznose ulaganja i ciljeve, PE i VC fondovi imaju zajednički najvažniji kriteriji, a to je sposobnost poduzetnika/menadžmenta da upravlja s kapitalom koji fond investira u tvrtku. Za Fil Rouge Capital tim prije svega treba biti kohezivan, vjerodostojan i strastven, dok za PE fondove poput Invera EP i Prosperus Invest timovi moraju imati viziju, želju i sposobnost za ostvarenjem daljnjeg rasta tvrtke. Druga najvažnija kategorija

je kategorija proizvoda odnosno usluge. Za VC fondove proizvod ili usluga prije svega mora biti inovativna i jedinstvena, odnosno nužno je da taj proizvod pokaže potencijal te da njegovo ciljano tržište nije malo i ograničeno. Za razliku od VC fondova, kod PE fondova proizvod ili usluga mora biti dokazano prihvaćena na tržištu, jedinstvena te mora imati mogućnost da se razvija međunarodno. Konkurentna prednost te zaštita od ulaska konkurenata na tržište najvažniji su kriteriji kod PE ulaganja koji se odnose na tržište, dok se kod venture capital ulaganja najveći naglasak stavlja na odlučnosti za širenje poslovanja međunarodno. Kada se govori o financijskim kriterijima i Invera EP i Prosperus Invest zahtijevaju da ciljane tvrtke ostvaruju minimalno pet milijuna eura godišnjih prihoda odnosno milijun eura dobiti prije kamata, poreza i amortizacije. Također, kod private equity ulaganja veliki se naglasak stavlja na poslovni plan koji mora biti uvjerljiv i dobro razvijen za narednih pet godina. Najvažniji financijski kriteriji kod venture capital ulaganja su jasna izlazna vijednost te održiv poslovni model.

5. ZAKLJUČAK

Ovim istraživanjem su definirani najvažniji pojmovi rizičnog kapitala, te su istaknute razlike između private equitya i rizičnog kapitala. Utvrđene su prednosti i nedostaci financiranjem rizičnim kapitalom te je definiran investicijski proces fondova rizičnog kapitala. Empirijskim pregledom istraživanja o investicijskim kriterijima fondova rizičnog kapitala utvrđeno je da su investicijski kriteriji koji se odnose na upravljački tim/menadžment ključni prilikom donošenja odluka o investiranju. U istraživanju su uz stavove upravitelja fondova rizičnog kapitala, uzeti i stavovi menadžera odnosno vlasnika poduzeća koji su aplicirali za financiranje rizičnim kapitalom, te se zaključuje da obje strane smatraju da poduzeća sa sposobnim i iskusnim timom imaju najviše šanse za privlačenje investicija rizičnog kapitala. Kriteriji kao što su: iskustvo poduzetnika, uspješnost upravljačkog tima, leaderska sposobnost, poznavanje tržišta ciljanog proizvoda te sposobnost procjene rizika igraju važnu ulogu i kod hrvatskih fondova rizičnog kapitala. Osim kriterija koji se odnose na menadžment, istraživači su istaknuli stopu rasta ciljanog tržišta, inovativnost proizvoda, tržišna prihvaćenost proizvoda, poslovni plan, sposobnost za rast, profitabilnost, zahtijevana stopa povrata itd. Uz menadžment, fondovi rizičnog kapitala u Hrvatskoj naglasak stavljaju na proizvod/uslugu koja mora biti inovativna, jedinstvena te mora pokazati potencijal odnosno njegovo ciljano tržište ne smije biti malo i ograničeno. Također, PE fondovi naglasak stavljaju i na konkurentsku prednost odnosno zaštitu od ulaska konkurenata na tržište, dok se kod VC ulaganja veći naglasak stavlja na odlučnosti za širenje poslovanja međunarodno. Poslovni plan je također važan kriterij, on mora biti uvjerljiv, dobro razvijen za narednih pet godina koliko najčešće traje investicija rizičnog kapitala. Istraživajući investicijske kriterije odabranih fondova rizičnog kapitala, zaključuje se da su oni u skladu s znanstvenom literaturom.

Industrija rizičnog kapitala je prisutna u Hrvatskoj, no ona nije na razini ostalih članica Europske unije. Ograničenja s kojim su se susreli fondovi rizičnog kapitala u Hrvatskoj su brojna, prije svega Hrvatsko tržište je malo tržište koje karakterizira veliki broj mikro i malih poduzeća, a mali broj srednje velikih i velikih poduzeća. Upravitelji fondova rizičnog kapitala su istaknuli da su najčešća negativna iskustva povezana s tvrdoglavošću poduzetnika, zatim transakcijama s povezanim osobama, neodgovarajuće utvrđenim pravilima korporativnog upravljanja te netransparentnošću. Prema Derenčinović Ruk (2020) neki od razloga su i plitko, slabo likvidno i nerazvijeno tržište kapitala, a to najbolje dokazuje činjenica da niti jedan izlazak iz investicije još nije ostvaren putem inicijalne javne ponude (IPO). Navedena ograničenja su se odrazila i na indeks atraktivnosti koji mjeri koliko je neka zemlja privlačna za investitore. Prema posljednjim dostupnim podacima za 2021. godinu Hrvatska je zauzela 57. poziciju, te je bolje rangirana u odnosu na susjedne zemlje, ali dosta lošije u odnosu na druge članice Europske Unije. Ni sami poduzetnici nisu dobro upoznati s cjelokupnim investicijskim procesom

fondova rizičnog kapitala odnosno nisu spremni za privlačenje takvog oblika financiranja. Poduzetnici često nisu spremni odreći se svog suvereniteta odnosno udjela u vlasništvu, a uz to imaju i nerealne procjene vrijednosti poduzeća zbog emotivne povezanosti. Zbog samog naziva, sama pomisao na financiranje rizičnim kapitalom često je poduzetnicima odbojna, iako je rizik najveći za sami fond koji u slučaju loše investicije na naplatu potraživanja dolazi posljednji iza banaka i ostalih vjerovnika.

LITERATURA

Knjige:

Klonowski, D. (2010). *The venture capital investment process*. Palgrave Macmillan.

Gilligan, J., & Wright, M. (2014). *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*.

Metrick, A., Yasuda, A. (2021) *Venture Capital and the Finance of Innovation*, (3rd edition). John Wiley & Sons, Inc.

Zelenika, R. (2000). *Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela*. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci.

Radovi u časopisima i zbornicima:

Bachher, J. S., & Guild, P. D. (1996). Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 996, str. 363-76.

Bean, L. (2007). Mezzanine Financing: Is It for You?. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 19(2), str. 33–35.

Block, J., Fisch, C., Vismara, S., Andres, R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of Corporate Finance*, 58, str. 329-352.

Cumming, D. (2008). Contract and Exits in Venture Capital Finance. *Review of Financial Studies* 21(5), str. 1947-1982.

Derenčinović Ruk, M. (2020). Private equity fondovi i hrvatsko iskustvo. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, 70 (6), str. 783-824.

Feeney, L., Haines, G.H., Riding, A.L. (1999). Private investors' investment criteria: Insights from qualitative data. *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(2), str. 121-145.

Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions?. *Journal of Financial Economics*, 135(1), str. 169-190.

Gompers, P., Kaplan, S.N., Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do?. *Journal of Financial Economics*, 121(3), str. 449-476.

Kaplan, S., Stromberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), str. 46-121.

- Kaplan, S.N., Sensoy, B.A., Stromberg, P. (2007). Should Investors Bet on the Jockey or the Horse?. *CRSP Working Paper*, 64(1), str. 75-115.
- Khanin, D., Baum J. R., Mahto, R. V., Heller, C. (2008). Venture Capitalists' Investment Criteria: 40 Years of Research. *Small Business Institute Research Review*, 35(1), str. 187-192.
- Kim, D., Lee, S.Y. (2022). When venture capitalists are attracted by the experienced. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 11(31), str. 1-18.
- Kollmann, T., Kuckertz, A. (2010). Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria. *Journal of Business Research*, 63(7), str. 741-747.
- MacMillan, I.C., Siegel, R., Subba Narasimha, P. N. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), str. 119-128.
- Morawczyński, R. (2020). Venture Capitalists' Investment Criteria in Poland: Entrepreneurial Opportunities, Entrepreneurs, and Founding Teams. *Administrative Sciences*, 10(4), str. 1-30.
- Muzyka, D., Birley, S., Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11(4), str. 273-287.
- Prelič, S. i Zubović, A. (2018). PRAVNO UREĐENJE KUPNJE DIONICA CILJNOG DRUŠTVA ZADUŽIVANJEM (LBO TRANSAKCIJE). *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 39 (1), str. 301-331.
- Prohorovs, A., Bistrova, J., Ten, D. (2018). Startup Success Factors in the Capital Attraction Stage: Founders' Perspective. *Journal of East-West Business*, 25(1), str. 1-26.
- Prtenjača Mažer, K. (2019). Investiranje u investicijske fondove rizičnog kapitala u zemljama Srednje i Istočne Europe. *Oeconomica Jadertina*, 9(2), str. 40-51.
- Vild, J., Zeisberger, C. (2014). Strategic Buyers vs. Private Equity Buyers in an Investment Process. *INSEAD Working Paper*, 2014/39.
- Šimić Šarić, M. (2015). Investment criteria set by venture capitalists. *Ekonomski Vjesnik/Econviews: Review of Contemporary Business, Entrepreneurship and Economic Issues*, 28(2), str. 457-479.
- Šimić Šarić, M. (2017). SMEs perspective on venture capital investment criteria-A study of Croatian SMEs. *Management-Journal of Contemporary Management Issues*, 22(1), str. 117-133.
- Zaccone, M. C., & Pedrini, M. (2020). ESG Factor Integration into Private Equity. *Sustainability*, 12(14), 5725.

Zinecker, M., Bolf, D. (2015). Venture capitalists' investment selection criteria in CEE countries and Russia. *Business: Theory and Practice*, 16(1), str. 94-103.

Zutshi, R.K., Tan, W.L., Allampalli, D.G. (1999). Singapore Venture Capitalists (VCs) Investment Evaluation Criteria: A Re-Examination. *Small Business Economics*, 13, str. 9-26.

Godišnji izvještaji i publikacije:

Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva [CEPOR]. (2020). Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj - 2019. raspoloživo na: <https://www.cepor.hr/izvjesce-o-malim-i-srednjim-poduzecima-u-hrvatskoj/>

Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva [CEPOR]. (2021). Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj - 2020. raspoloživo na: <https://www.cepor.hr/izvjesce-o-malim-i-srednjim-poduzecima-u-hrvatskoj/>

Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva [CEPOR]. (2022). Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj - 2021. raspoloživo na: <https://www.cepor.hr/objavljeno-izvjesce-o-malim-i-srednjim-poduzecima-u-hrvatskoj-2021/>

Dealroom (2022). Central and Eastern European startups 2022. raspoloživo na: <https://cvca.hr/dealroom-reports-for-cee-and-see-startups-and-venture-capital-ecosystem/>

Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013). The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, Annual. IESE Business School University of Navarra. Raspoloživo na: <https://media.iese.edu/research/pdfs/ST-0289-E>

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, raspoloživo na: <https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf>

Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2021). The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2021, IESE Business School University of Navarra, raspoloživo na: <https://blog.iese.edu/vcpeindex/downloads/>

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga razvoj [HANFA]. (2021). Godišnje izvješće 2021. raspoloživo na: <https://www.hanfa.hr/vijesti/godi%C5%A1nje-izvje%C5%A1%C4%87e-hanfe-za-2021-godinu/>

Hrvatska banka za obnovu i razvoj [HBOR]. (2022). Godišnje financijsko izvješće za 2022. godinu, raspoloživo na: <https://www.hbor.hr/naslovnica/hbor/financijska-izvjesca-pregled-preuzimanje/>

Makek, M., Puljiz, H., Banović, D., Zemlić, Z., Terzić, V., Marović, M. (2011): Kako financirati poslovanje fondovima rizičnog kapitala?. raspoloživo na: <https://cvca.hr/brochures>

Internet izvori:

Alpha Capitalis, raspoloživo na: <https://alphacapitalis.com/>, [20.04.2023.].

Buković, D. (2019, 12. rujna), Vrijeme je za gospodarstvo. *Poslovni FM*, raspoloživo na: <https://www.poslovnifm.com/podcast-emisija/tjedne-emisije/vrijeme-je-za-gospodarstvo/stevica-kuharski/>, [05.05.2023.].

Buković, D. (2022, 04. veljače), Vrijeme je za gospodarstvo. *Poslovni FM*, raspoloživo na: <https://www.poslovnifm.com/podcast-emisija/tjedne-emisije/vrijeme-je-za-gospodarstvo/ticic/>, [05.05.2023.].

Corporate Finance Institute [CFI]. (2022, 12. prosinca). Growth Equity, raspoloživo na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/growth-equity/>, [06.04.2023.].

Corporate Finance Institute [CFI]. (2023, 19. ožujak). Mezzanine Fund, raspoloživo na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/capital-markets/mezzanine-fund/>, [04.04.2023.].

Croatian Private Equity and Venture Capital Association [CVCA], raspoloživo na: <https://cvca.hr/>, [10.04.2023.].

Eisenmann, T., Howe, R., Altringer, B. (2017, 17. lipnja), What Does an Aspiring Founder Need to Know?. *Harvard Business Review*, raspoloživo na: <https://hbr.org/2017/06/what-does-an-aspiring-founder-need-to-know>, [15.05.2023.].

Espinosa, P. (2023, 8. svibnja), Growth Equity. *Moonfare*, raspoloživo na: <https://www.moonfare.com/pe-masterclass/growth-equity>, [10.05.2023.].

Fil Rouge Capital, raspoloživo na: <https://filrougecapital.com/>, [20.04.2023.].

Hayes, A. (2023, 22. travnja), Venture Capital: What is VC and How does it Work?. *Investopedia*, raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp>, [03.05.2023.].

HBOR (2022). Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS), raspoloživo na: <https://www.hbor.hr/fondovi-za-gospodarsku-suradnju-fgs/>, [09.09.2022.].

HBOR (2022). Investicijski fond Inicijative triju mora, raspoloživo na: <https://www.hbor.hr/investicijski-fond-inicijative-triju-mora/>, [09.09.2022.].

Hinckley, M. (2023), Growth Equity vs. Private Equity: Understanding Key Differences. *Growth Equity Interview Guide*, raspoloživo na: <https://growthequityinterviewguide.com/growth-equity-vs-private-equity>, [06.04.2023.].

Hrvatska gospodarska komora [HGK]. (2020). Kako financirati poslovanje private equity & venture capital fondovima?, raspoloživo na: <https://www.hgk.hr/documents/kako-financirati-poslovanje-pe-i-vc-fondovimamirna-marovic5e67b05427a9f.pdf>, [05.05.2023.].

Inspire Investments, raspoloživo na: <https://www.inspire.investments/>, [20.04.2023.].

Invera EP, raspoloživo na: <https://www.inveraep.com/>, [20.04.2023.].

Kenton, W. (2023, 31. ožujka), Leveraged Buyout (LBO) Definiton: How It Works, with Example, *Investopedia*, raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp>, [05.04.2023.].

Mezzanine Partners, raspoloživo na: <https://mezz-partners.hr/>, [20.04.2023.].

Poslovni dnevnik (2021), Vodič kroz fondove rizičnog kapitala - kako do novca za rast i razvoj poslovanja, raspoloživo na: <https://www.hbor.hr/wp-content/uploads/2021/09/Vodic-fondovi.pdf>, [02.09.2022.].

Prosperus Invest, raspoloživo na: <https://www.prosperus-invest.hr/>, [20.04.2023.].

Quaestus, raspoloživo na: <https://www.quaestus.hr/en/>, [20.04.2023.].

Robinson, A.D., Fert, I., Webb, D.N., Thacher, S. (2013), Mezzanine Finance: Overview, *Practical Law Company*, raspoloživo na: <https://www.stblaw.com/docs/default-source/cold-fusion-existing-content/publications/pub1580.pdf>, [05.05.2023.].

Zakoni:

Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, NN 21/18 (2018)

Zakon o izmjena i dopunama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima, NN 126/19, (2527) (2019)

Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o alternativnim investicijskim fondovima, NN 110/21, (1928) (2021)

POPIS GRAFIČKIH PRIKAZA I TABLICA

Grafički prikazi

Grafički prikaz 1. Prikaz investicijskog procesa fondova rizičnog kapitala

Grafički prikaz 2. Poredak 10 najvažnijih kriterija prema broju članaka u kojima su spomenuti

Grafički prikaz 3. Prikaz ulaganja po sektorima Fondova za gospodarsku suradnju

Tablice

Tablica 1. Aktivni fondovi rizičnog kapitala u Republici Hrvatskoj u 2020. godini

Tablica 2. Kapitalni zahtjevi UAIF-a u RH

Tablica 3. Vrijednost indeksa atraktivnosti zemlje za PE/VC ulaganja i rang zemalja od 2013. – 2021.

Tablica 4. Investicijski kriteriji rizičnog kapitala prema Kollmann i Kuckertz

Tablica 5. Investicijski kriteriji fondova rizičnog kapitala u Singapuru

Tablica 6. Prikaz investicijskih kriterija prema važnosti

Tablica 7. Prikaz investicijskih kriterija prema relativnoj važnosti

Tablica 8. Ulaganje fonda Quaestus Private Equity Kapital

Tablica 9. Ulaganja fonda Inspirio Fusion

Tablica 10. Pregled investicijskih kriterija PE i VC fondova rizičnog kapitala u Hrvatskoj

SAŽETAK

Rizični kapital predstavlja ulaganja društava za upravljanje fondovima u male, srednje i velike kompanije koje nisu u mogućnosti financirati svoje poslovanje tradicionalnim načinima financiranja. Razlikuju se private equity i venture capital fondovi rizičnog kapitala, a oni vrše svoja ulaganja putem growth capitala, leveraged buyout i mezzanine financiranja. Investicijski proces fondova rizičnog kapitala se sastoji od nekoliko faza: preliminarna analiza, dubinsko snimanje, zaključenje pregovora, nadzor/upravljanje, izlazak. Uz investicijski proces, poduzetnici moraju biti upoznati i s investicijskim kriterijima koje fondovi koriste prilikom donošenja odluke o ulaganju. Pregledom literature te analizom odabranih fondova utvrđeno je da su najvažniji kriteriji vezani uz poduzetnika odnosno menadžment. Također, utvrđeno je da se odabir ciljane tvrtke ne zasniva samo na kriterijima koji se odnose na sami pothvat već se odabir temelji i na unaprijed određenim preferencijama ili strategijama fondova.

Ključne riječi: private equity, venture capital, investicijski proces, investicijski kriteriji

SUMMARY

Venture capital represents investments made by fund management companies into small, medium, and large companies that are unable to finance their operations through traditional funding methods. There are two types of venture capital funds: private equity and venture capital funds. They make their investments through growth capital, leveraged buyouts, and mezzanine financing. The investment process of venture capital funds consists of several stages: preliminary analysis, due diligence, negotiation, monitoring/management, and exit. In addition to the investment process, entrepreneurs need to be familiar with the investment criteria used by funds when making investment decisions. Through a review of literature and analysis of selected funds, it has been determined that the most important criteria are related to the entrepreneur or management. It has also been argued that the selection of ventures is not entirely based on criteria related to the venture itself but also on predetermined preferences or strategies of the funds.

Keywords: private equity, venture capital, investment process, investment criteria