

Dr. sc. Marija Šimić

Viša asistentica
Ekonomski fakultet
Sveučilište u Splitu
E-mail: msimic@efst.hr

ATRAKTIVNOST HRVATSKE U PRIVLAČENJU ULAGAČA RIZIČNOG KAPITALA

UDK / UDC: 330.322(497.5)

JEL klasifikacija / JEL classification: G11, G24, G32

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 23. ožujka 2015. / March 23, 2015

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 1. lipnja 2015. / June 1, 2015

Sažetak

Rizični kapital je ključan za poticanje inovacija i gospodarskog rasta. Ulaganje istog danas se smatra međunarodnim poslom. Donošenje odluke od strane institucionalnog ulagača u koju zemlju uložiti sredstva izrazito je složen, skup i dugotrajan posao. Dodatno ga komplicira nepostojanje jedinstvene definicije private equity i rizičnog kapitala (PE i VC), različite metodologije prikupljanja podataka i nedostatak baza podataka.

U ovom radu istražuje se atraktivnost Hrvatske u privlačenju ulagača PE/VC te i uspoređuje se sa zemljama srednjoistočne Europe. Stvorena je baza podataka o ulaganjima u CEE zemlje, analizirana problematika definicije PE/VC, metodologija prikupljanja podataka te način utvrđivanja indeksa atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja.

Rezultati istraživanja pokazuju kako je, prema ukupnim ulaganjima PE i omjeru ulaganja PE i BDP-a, Hrvatska ispodprosječno atraktivna zemlja za privlačenje ulagača PE/VC za razdoblje od 2003. do 2013. godine u odnosu prema CEE zemljama.

Ključne riječi: private equity i rizični kapital, indeks atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja, srednjoistočna Europa, Hrvatska

1. UVOD

Uspješnost rizičnog kapitala i poduzetničkog sektora od ključne je važnosti za gospodarski rast i inovacije u zemljama širom svijeta (Cumming, 2003.). Danas se prikupljanje sredstava te ulaganje rizičnog kapitala i *private equityja* smatra međunarodnim poslom, jer opći partneri prikupljaju sredstva za svoje fondove u inozemstvu te ulažu u poduzeća koja se nalaze u inozemstvu (Groh et al., 2012.).

Od 1990-ih do danas zabilježen je značajan rast *private equity* industrije u Americi (Lerner et al., 2012.), za razliku od Europe (Bottazzi i Da Rin, 2002.). Sato (2011.) ističe kako bi Azija mogla postati druga regija po veličini prikupljenih i uloženi sredstava *private equityja* i rizičnog kapitala, odnosno preuzeti tu poziciju od Europe.

Prema Groh et al. (2013.) u zadnjih nekoliko godina dolazi do velikog pomaka fokusa s tradicionalnih i zrelih PE/VC tržišta prema novim regijama, odnosno tržištima u nastajanju i razvoju. Zemlje u razvoju privlače ulagače svojim rastućim ekonomskim prilikama. Rastuće ekonomske prilike nisu jedini čimbenik koji čini zemlju atraktivnom za PE/VC ulaganja, već je potrebno i postojanje infrastrukture koja će poticati razvoj PE/VC tržišta, kao i povoljna investicijska klima. To za sobom povlači ispunjenje velikog broja socioekonomskih i institucionalnih pretpostavki.

Ulagач ne može donijeti racionalnu odluku o ulaganju *private equityja* i rizičnog kapitala u međunarodnoj perspektivi bez poznavanja socioekonomskog okruženja zemlje u koju želi ulagati. Ulagāči savladavaju potencijalni deficit poznavanja zemlje prikupljajući različite podatke kako bi analizirali odrednice koje smatraju važnima prije donošenja odluke o ulaganju. Međutim, dubinsko snimanje (eng. *due diligence*) svake pojedine zemlje je dugotrajan i skup proces. Stoga indeks atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja (eng. *VCPE Country Attractiveness Index*) predstavlja vodič za ulagače (Groh et al., 2013.). On im nudi rješenje problema gdje alocirati kapital jer sumira i pruža potrebne informacije za donošenje odluke o međunarodnom ulaganju PE/VC.

Postoji cijeli niz empirijskih istraživanja Groh et al. (2008), Groh i Liechtenstein (2012.), Klonowski (2005., 2011.), Karsai (2009.), Soloma (2013.) i Avots et al. (2013.) koja se bave problematikom ulaganja PE i VC u zemljama srednjoistočne Europe. Međutim, pokrivenost spomenute teme još uvijek je slaba, kao i razumijevanje procesa razvoja industrije PE/VC u spomenutim tržištima (Klonowski, 2011.).

Rizični kapital, kao izvor financiranja, hrvatsko gospodarstvo je tek počelo prepoznavati. Kada je riječ o investicijama rizičnog kapitala u Hrvatskoj, može se istaknuti kako su one prisutne već dulje vrijeme, i to od kraja devedesetih godina prošlog stoljeća (Ognjenović, 2007.). Tržišta su stvorena, iako su još uvijek u začetku, mala i fragmentirana.

Nepostojanje obveze javne objave podataka o ulaganjima PE/VC otežava praćenje i usporedbu razvoja spomenutog tržišta u CEE zemljama, prvenstveno u Hrvatskoj, jer je većina podataka nedostupna, odnosno raspršena u različitim publikacijama.

Zbog toga će se u ovom radu prikupiti i sistematizirati podaci o ulaganjima PE/VC za zemlje srednjoistočne Europe, odnosno stvoriti jedinstvena baza podataka za razdoblje od 2003. do 2013. godine. Analizirat će se razina ulaganja PE/VC za spomenute zemlje te utvrditi stupanj atraktivnosti Hrvatske za privlačenjem ovakvog tipa kapitala te napraviti usporedbu s odabranim zemljama. Nadalje, dat će se pregled definicija PE i VC, metodologije prikupljanja podataka i objasniti način utvrđivanja indeksa atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja.

U istraživanju su korišteni sekundarni izvori podataka koji su obrađeni primjenom relevantnih znanstveno istraživačkih metoda od kojih se kao najvažnije spominju metoda indukcije i dedukcije, metoda kompilacije i komparacije, dok su podaci prikupljeni putem europske PE/VC asocijacije (EVCA) i publikacija o globalnom indeksu atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja (*VCPE Country Attractiveness Index*).

Članak pruža važan doprinos znanstvenicima u istraživanju razine ulaganja i atraktivnosti zemlje u privlačenju rizičnog kapitala jer je stvorena jedinstvena baza podataka o ulaganjima u zemlje srednjoistočne Europe u razdoblju od 2003. do 2013. godine. Temeljem analize podataka pokazano je kako je Hrvatska ispodprosječno atraktivna zemlja za privlačenje ulagača VC i PE, promatrano u razdoblju od 2003. do 2013. godine, u odnosu prema zemljama srednjoistočne Europe. To pokazuje omjer ulaganja PE i bruto domaćeg proizvoda koji je za Hrvatsku u prosjeku iznosio 0,034%, što je značajno manje u odnosu prema prosjeku srednjoistočne Europe koji je iznosio 0,147%. Dobiveni rezultati služe kao vrijedna podloga koja će u budućem radu omogućiti provedbu komparativne analize s razvijenim zemljama u području analize ulaganja PE i VC te atraktivnosti zemlje za PE i VC ulaganja.

2. USPOREDIVOST PODATAKA ULAGANJA PRIVATE EQUITY-A I RIZIČNOG KAPITALA U MEĐUNARODNOJ PERSPEKTIVI

2.1. Pojmovno određenje *private equityja* i rizičnog kapitala

U investicijskom svijetu postoji nekoliko široko poznatih izraza, kao što su *private equity* i rizični kapital. Ipak, definicije spomenutih pojmova su nejasne, te nema međunarodno priznate definicije koja razlikuje rizični kapital od *private equityja* (Araghy i Björkman, 2009.), odnosno terminologija je jedna od nekoliko zbunjujućih stvari *private equityja* (Lerner et al., 2012.). *Private equity* kao vrstu

imovine teško je definirati, odnosno često je pogrešno shvaćena (Fraser-Sampson, 2010.) što u konačnici otežava usporedbu podataka o *private equityju* i rizičnom kapitalu među pojedinim zemljama.

Prema Europskoj *private equity* i *venture* kapital asocijaciji (eng. *European Private Equity and Venture Capital Association*, EVCA, 2015.) *private equity* je oblik vlasničkog (dioničkog) ulaganja u privatna poduzeća koja nisu uvrštena na tržište kapitala (burzu), dok je rizični kapital (eng. *Venture Capital*) vrsta *private equityja*, odnosno vlasničko (dioničko) ulaganje u *start-up* poduzeća.

Private equity kao vrsta ulaganja obuhvaća *venture* kapital ulaganja i dodatno preuzimanje, odnosno predstavlja širi pojam od *venture* kapitala. *Venture* kapital predstavlja uži pojam od *private equityja* i odnosi se na financiranje poduzeća u ranoj fazi razvoja i ekspanzije (Hrvatska *private equity* i *venture* kapital asocijacija,)¹.

Prema Nacionalnoj *venture* kapital asocijaciji – Sjedinjenje Američke Države (eng. *National Venture Capital Association*, NVCA) *private equity* je vlasničko ulaganje u poduzeća koja nisu javna (ne kotiraju na burzi). Često je definirano kao ulaganje od strane fondova rizičnog kapitala i *buyout* fondova. Ponekad se partneri iz područja nekretnina, nafte i plina uključuju u definiciju. Rizični kapital je segment *private equity* industrije, koji je usmjeren na ulaganja u nova poduzeća s visokim potencijalom rasta i s pratećim visokim rizikom (Thomson Reuters, 2014.) .

Private equity (u kasnoj fazi) predstavlja ulaganje u poduzeća koja se nalaze u kasnijim fazama razvoja, kao i ulaganje u poduzeća koja ostvaruju slabije rezultate. Ta poduzeća još posluju, rizici su visoki i ulagači imaju izlazne strategije s ciljem ostvarenja povrata uglavnom kroz kapital dobitak (eng. *Capital gain*). Rizični kapital predstavlja visoko rizični vlasnički kapital (eng. *Private equity*) za tipično mlada, inovativna ili brzo rastuća poduzeća koja ne kotiraju na burzi. Ovo ulaganje je kratkoročnog ili srednjoročnog vijeka s definiranom izlaznom strategijom pri čemu se protežira ostvarenje kapital dobitak u odnosu prema ostvarenju redovitih prihoda (*Australian Bureau of Statistics*, 2015.) .

Prema Sass Rubin (2010.) *private equity* ulaganje je svako vlasničko ulaganje, odnosno plasman vlastitog kapitala, u poduzeće koje ne kotira na tržištu kapitala (burzi). Riječ je obliku financiranja koji je alternativan klasičnim bankovnim kreditnim instrumentima i izravnom financiranju putem tržišta kapitala. *Private equity* predstavlja dugoročan i nelikvidan oblik ulaganja kojim se sredstva stavljaju na raspolaganje za financiranje razvoja novih poduzeća,

¹Potrebno je istaknuti kako se u hrvatskom zakonodavstvu ne ističe razlika između fondova *private equityja* i rizičnog kapitala, te se tek donošenjem Zakona o investicijskim fondovima (NN 150/05) krajem 2005. godine uvodi pojam rizični kapital definirajući fondove rizičnog kapitala kao „Otvorene investicijske fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom“. Danas se na industriji rizičnog kapitala primjenjuje Zakon o alternativnim investicijskim fondovima.

razvoja novih proizvoda i procesa, te restrukturiranje postojećih poduzeća, uključujući preuzimanja i spajanja poduzeća. *Private equity* pružanje kapitala kombinira s aktivnim upravljanjem i praćenjem ostvarivanja rezultata (Šimić i Ćurak, 2012.).

U tablici 1 dan je prikaz definicija *private equityja* i rizičnog kapitala od strane različitih asocijacija *private equityja* i rizičnog kapitala diljem svijeta. Definicije *private equityju* dosta su slične, dok se u definiraju rizičnog kapitala mogu uočiti razlike koje se prvenstveno odnose na tip ulaganja koji se svrstava pod čisti rizični kapital. Razlike su manje izražene u europskim zemljama, u odnosu prema SAD-u i Australiji.

Budući da je industrija rizičnog kapitala napredovala daleko izvan okvira poduzetničkih *start-up* tvrtki i zbog širokog spektra poslova koji su sadržani u literaturi rizičnog kapitala, izrazom *private equity* sve se više koristi (Milner i Vos, 2003.). Promatrajući *private equity* u tom svjetlu, on obuhvaća ne samo brojne faze rizičnog kapitala, već i upravljanje *buyoutom* i mezanin financiranjem.

Tablica 1.

Definicije *Private Equityja* i rizičnog kapitala

Izvor	<i>Private equity</i>	Rizični kapital
Europska <i>private equity</i> i <i>venture</i> kapital asocijacija (eng. <i>European Private Equity and Venture Capital Association</i> , EVCA)	<i>Private equity</i> je oblik vlasničkog (dioničkog) ulaganja u privatna poduzeća koja nisu uvrštena na tržište kapitala (burzu).	Rizični kapital je vrsta <i>private equity</i> , odnosno vlasničkog (dioničkog) ulaganja u start-up poduzeća.
Nacionalna <i>venture</i> kapital asocijacija – Sjedinjene Američke Države (eng. <i>National Venture Capital Association</i> , NVCA)	<i>Private equity</i> je vlasničko ulaganje u poduzeća koja nisu javna (ne kotiraju na burzi), često definirano kao ulaganje poduzeto od strane fondova rizičnog kapitala i <i>buyout</i> fondova. Ponekad se partneri iz područja nekretnina, nafte i plina uključuju u definiciju.	Rizični kapital je segment <i>private equity</i> industrije, koji je usmjeren na ulaganja u nova poduzeća s visokim potencijalom rasta i s pratećim visokim rizikom.
Australski ured za statistiku (eng. <i>Australian Bureau of Statistics</i> , ABS)	<i>Private equity</i> (u kasnoj fazi) predstavlja ulaganje u poduzeća koja se nalaze u kasnijim fazama razvoja, kao i ulaganje u poduzeća koja ostvaruju slabije rezultate. Ta poduzeća još posluju, rizici su visoki i ulagači imaju izlazne strategije s ciljem ostvarenja povrata uglavnom kroz kapital dobitak (eng. <i>Capital gain</i>).	Rizični kapital predstavlja visoko rizični vlasnički kapital (eng. <i>Private equity</i>) za tipično mlada, inovativna ili brzo rastuća poduzeća koja ne kotiraju na burzi. Ovo ulaganje je kratkoročnog ili srednjoročnog vijeka s definiranom izlaznom strategijom, pri čemu se protežira ostvarenje kapitala dobitka u odnosu prema ostvarenju redovitih prihoda.

<p>Češka <i>private equity</i> i <i>venture capital</i> asocijacija (<i>Czech Private Equity and Venture Capital Association</i>)</p>	<p><i>Private equity</i> odnosi se na srednjoročno i dugoročno ulaganje (financiranje) u zamjenu za stjecanje dijela vlasničke (dioničke) glavnice poduzeća čijim se dionicama ne trguje na nijednoj burzi. Sredstva se ulažu u poduzeća koja imaju potencijal stvaranja vrijednosti, povećanja tržišnog udjela, te čiji poslovni plan rezultira s proizvodnjom i ponudom visoko inovativnih proizvoda, usluga, procesa ili tehnologije. <i>Private equity</i> obuhvaća menadžment <i>buyout</i>, menadžment <i>buy-in</i>, kao i rizični kapital.</p>	<p>Rizični kapital predstavlja kapital uložen u poduzeće u sjemenskoj, start-up fazi i kasnijoj fazi razvoja. Riječ je o srednjoročnom ili dugoročnom ulaganju u vidu stjecanja vlasničkog udjela u poduzeću.</p>
<p>Hrvatska <i>private equity</i> i <i>venture</i> kapital asocijacija (HVCA) (eng. <i>Croatian Private Equity and Venture Capital Association</i>, CVCA)</p>	<p><i>Private equity</i> kao vrsta ulaganja obuhvaća <i>Venture</i> kapital ulaganja i dodatno preuzimanje, odnosno predstavlja širi pojam od <i>venture</i> kapitala.</p>	<p><i>Venture</i> kapital predstavlja uži pojam od <i>private equity</i>ja i odnosi se na financiranje poduzeća u ranoj fazi razvoja i fazi ekspanzije. Osim aktivnog sudjelovanja u menadžmentu kompanije, ulaganje rizičnog kapitala obuhvaća i restrukturiranje financiranja, dokapitalizaciju, promjenu menadžmenta, strategije poslovanja i slično.</p>
<p>Mađarska <i>private equity</i> i <i>venture</i> kapital asocijacija (eng. <i>Hungarian Private Equity and Venture Capital Association</i>, HVCA)</p>	<p><i>Private equity</i> pruža vlasnički kapital poduzećima koja ne kotiraju na burzi. <i>Private equity</i> se može koristiti za razvoj novih proizvoda i tehnologije (rizični kapital), povećanje radnog kapitala, preuzimanja ili u svrhu jačanja bilance poduzeća.</p>	<p>Rizični kapital je podvrsta <i>private equity</i>ja. Predstavlja profesionalno ulaganje u suradnji s poduzetnikom u svrhu financiranja poduzeća u ranoj fazi razvoja (sjemenska i <i>start-up</i> faza) ili fazi ekspanzije. Ovako ulaganje nosi visoke rizike, ali se očekuju i iznadprosječni povrati na uloženo.</p>
<p>Poljska <i>private equity</i> i <i>venture</i> kapital asocijacija (<i>Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitalowych</i>, PSIK)</p>	<p><i>Private equity</i> pruža vlasnički kapital poduzećima koja ne kotiraju na burzi. <i>Private equity</i> se može koristiti za razvoj novih proizvoda i tehnologije (rizični kapital), povećanje radnog kapitala, preuzimanja ili u svrhu jačanja bilance poduzeća.</p>	<p>Rizični kapital je podvrsta <i>private equity</i>ja i odnosi se na vlasnička ulaganja poduzeta u svrhu pokretanja posla, ulaganja u ranoj fazi razvoja ili ekspanzije poduzeće.</p>

Izvor: Kompilacija autorice prema različitim izvorima

Različiti tipovi *private equityja* ciljaju na različite faze. Tako prema Fraser-Sampsonu, (2010) možemo navesti sljedeću podjelu:

- **Rizični kapital** (eng. *Venture Capital*) cilja na ulaznu fazu životnog ciklusa proizvoda. Poduzeća koja privlače kapital su u vrlo ranoj životnoj fazi, ili možda potpuni *start-upovi* koji su osmišljeni, ali još nisu rođeni. Pitanje hoće li preživjeti do punoljetnosti je konstantno pitanje koje visi nad svakim od njih, s obzirom na izrazito visoku stopu smrtnosti u ranoj fazi.
- **Rastući kapital** (eng. *Growth Capital*) u žarištu ima rastuću fazu životnog ciklusa proizvoda. Rastuća poduzeća karakterizira potreba podizanja prodaje u vrlo kratkom vremenu kako bi bili u poziciji barem čvrsto održati svoj udio na brzo rastućem tržištu. Kao i u *Venture companies*, gotovinski tijek je negativan zbog visokih troškova promocije i razvoja poduzeća.
- Razvojnu fazu i fazu opadanja ciljaju **buyout i razvojni kapital**. Pri razlikovanju ova dva tipa ulaganja nije toliko bitna vrsta ciljanog poduzeća, već način na koji se provodi investicija. *Buyout* uključuje uzimanje većinskog udjela, dok razvojni fondovi uzimaju manjinski udio u poduzeću.

2.2. Metode prikupljanja podataka o rizičnom kapitalu

Private equity i *venture* kapital asocijacije su primarni izvor informacija o kretanju i trendovima u industriji *private equityja* i rizičnog kapitala pojedinih zemljama diljem svijeta. Međutim, svaka od pojedinih asocijacija ima svoju metodologiju prikupljanja podataka. Ovisno o primijenjenoj metodologiji razlikovat će se prikazane statistike o veličini industrije rizičnog kapitala. Korištenje različite metodologije dovodi i do problema usporedbe pojedinih statističkih podataka o industriji rizičnog kapitala zemalja u svijetu.

U nastavku će se prikazati način prikupljanja podataka za Europu i SAD.

Europska asocijacija *private equityja* i rizičnog kapitala (EVCA) glas je industrije *private equityja* u Europi, odnosno ona predstavlja primaran izvor podataka o *private equity* aktivnostima u Europi. Podaci se prikupljaju od preko 1800 *private equity* društava u Europi (identificiranih od strane EVCA i partnerskih asocijacija) pri čemu svi članovi EVCA-e moraju odgovoriti na anketu koju provodi PEREP_Analytics². Prikupljeni podaci nadopunjuju se s javno dostupnim podacima (npr. web stranice PE i VC društava, web stranice poduzeća u koje je uloženo, mediji i slično).

²Riječ je o centraliziranoj, ne komercijalnoj pan-europskoj *private equity* bazom podataka (prema: <https://www.perepanalytics.eu/>).

Nacionalna *venture* kapital asocijacija – Sjedinjene Američke Države (NVCA) primarni je pružatelj informacija o zajednici rizičnog kapitala Sjedinjenih Američkih država. NVCA zajedno u suradnji s *PricewaterhouseCoopers* (PwC) izdaje *MoneyTree*TM izvješće. To je kvartalna studija o aktivnostima rizičnog kapitala u SAD-u koja se temelji na podacima prikupljenim od strane Thomson Reuters³. Podaci se nadopunjuju s drugim privatnim i javnim izvorima, te svi prikupljeni podaci podliježu provjeri od strane poduzeća (društva za upravljanje) rizičnog kapitala i/ili poduzeća u koje je uložen rizični kapital (eng. *investee companies*).

3. ATRAKTIVNOSTI ZEMLJE U PRIVLAČENJU ULAGAČA PRIVATE EQUITY-A I RIZIČNOG KAPITALA

3.1. Indeks atraktivnosti

Institucionalni ulagač ne može donijeti racionalnu odluku o ulaganju *private equityja* i rizičnog kapitala u međunarodnoj perspektivi bez poznavanja socioekonomskog okruženja zemlje u koju želi ulagati (Groh et. al., 2013.).

Soloma (2013.) u svojem radu ističe kako institucionalni ulagači, prilikom donošenja odluke o alokaciji svojih sredstava, analiziraju nekolicinu ekonomskih parametara kao što su: lokalna poduzetnička aktivnost, veličina gospodarstva, očekivani rast gospodarstva, zakonsko okruženje i slično.

Prema Groh et al. (2008.) atraktivnost pojedine zemlje određena je i očekivanjima institucionalnih ulagača o mogućnostima lokalnih PE i VC fondova da poduzmu dovoljan broj ulaganja sa zadovoljavajućim rizikom i povratom, odnosno atraktivnost pojedine regije ovisi o adekvatnim investicijskim mogućnostima. Iste su prvenstveno determinirane lokalnim poduzetničkim aktivnostima i s njima povezanim inovacijama i poduzetničkim duhom ljudi.

Na temelju analize pojedinih parametara procjenjuje se pojedinačna atraktivnost zemlje. Međutim, dubinsko snimanje (eng. *due diligence*) svake pojedine zemlje dugotrajan je i skup proces. Stoga indeks atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja (engl. *VCPE Country Attractiveness Index*) predstavlja jedan od vodiča za institucionalne ulagače. Prema Groh et al. 2013 prilikom izračuna indeksa atraktivnosti zemlje za privlačenjem VC/PE kapitala, promatrano u međunarodnoj perspektivi, uzima se obzir sljedećih **šest ključnih elemenata**:

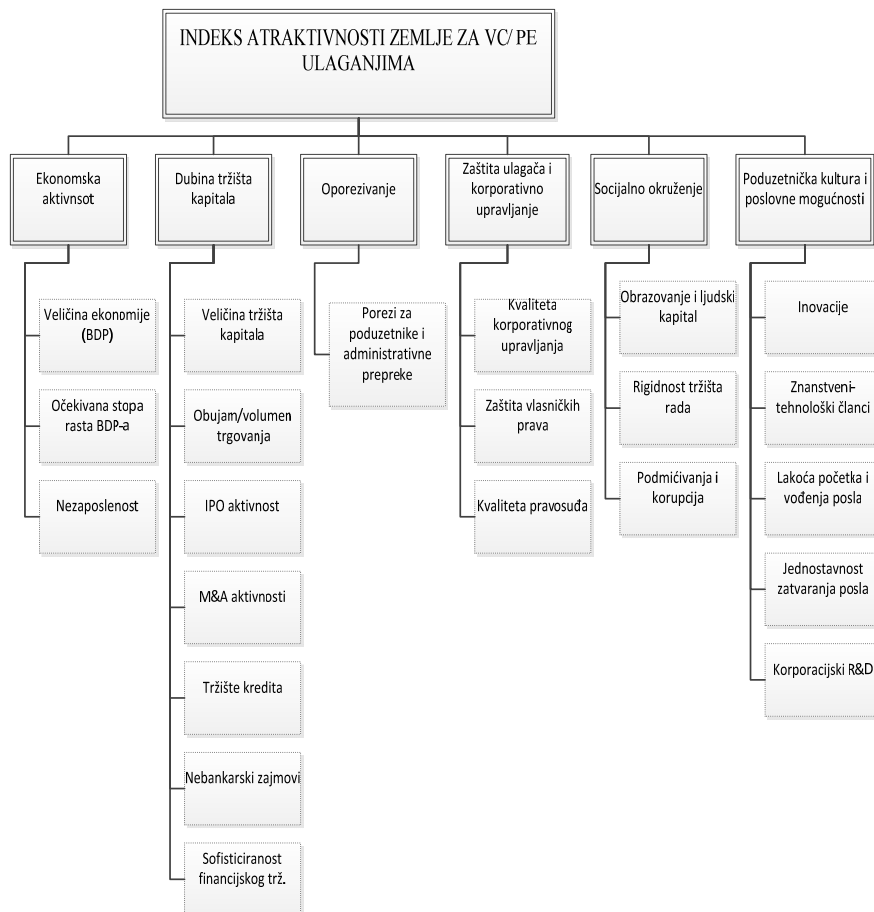
1. **ekonomska aktivnost** - veličina gospodarstva/ekonomije i razina zaposlenosti su pokazatelji prosperiteta, blagostanja, broja i različitosti

³Je vodeći svjetski izvor inteligentnih informacija za tvrtke i profesionalce (prema : <http://thomsonreuters.com/about-us/>)

poduzeća i općenito poduzetničke aktivnosti pa samim time imaju i utjecaj na očekivani tijek PE/VC ulaganja.

2. **dubina tržišta kapitala** - dobro razvijeno tržište kapitala, koje omogućava generalnom partneru izlaz putem IPO, od ključne su važnosti za uspostavu vitalnog PE/VC tržišta. Bankocentrični sustavi su manje sposobni stvoriti učinkovitu infrastrukturu institucija za potporu PE/VC ulaganjima. U zemljama koje imaju jako tržište kapitala, M&A i bankovne aktivnosti, nalaze se i profesionalne institucije, kao što su investicijske banke, računovođe, odvjetnici, M&A savjetnici koji su važni za uspješno provođenje PE/VC posla.
3. **Oporezivanje** – porezni režimi igraju važnu ulogu prilikom donošenja odluke o pokretanju i/ ili izlazu iz određenog posla. Direktni i indirektni porezi utječu na poduzetničku aktivnost. Teško je pronaći poveznicu između oporezivanja i PE/VC ulaganja, jer neke zemlje koje imaju relativno visoke stope poreza za poduzetnike istovremeno imaju i velika PE/VC ulaganja, dok s druge strane pojedine zemlje u razvoju imaju male porezne stope za poduzetnike i zanemariva PE/VC ulaganja. Na temelju spomenutog može se zaključiti kako razina poreza sama po sebi nema veliki utjecaj na PE/VC ulaganja.
4. **zaštita ulagača i korporativno upravljanje** - kvaliteta zakonodavnog okvira zemlje jako je važna, jer je poslovanja skupo bez odgovarajuće pravne zaštite. Ako ulagači nisu sigurno da su njihova potraživanja dobro zaštićena u nekoj zemlji, oni će odbiti alociranje kapitala.
5. **socijalno okruženje** - kako bi se potakao razvoj industrije rizičnog kapitala obrazovanje igra značajnu ulogu. Rigidne politike tržišta rada negativno utječu na razvoj PE/VC tržišta, kao i postojanje korupcije, kriminala, te birokratskih kašnjenja.
6. **poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti** - pristup održivim investicijama je vjerojatno najvažniji čimbenik za međunarodna PE/VC ulaganjima. Broj, kako zaposlenih u R&D, tako i patenata, pozitivno utječe na PE/VC aktivnosti.

Shema 1 daje prikaz pojedinih parametara koji se uzimaju u obzir prilikom izračuna njihovih vrijednosti te u konačnici, ovisno o ponderima svake pojedine varijable, utvrđuje se konačna vrijednost indeksa atraktivnosti pojedine zemlje za VC/PE ulaganja.



Shema 1. Varijable koji se koriste za izračun indeksa

Izvor: Groh et al. (2013.)

3.2. Private equity i rizični kapital u srednjoistočnoj Europi

U odnosu prema Sjevernoj Americi i zapadnoj Europi, tržište rizičnog kapitala u srednjoistočnoj Europi je manje razvijeno (Avots et al., 2013.). Neke od prepreka koje su ograničile razvoj tržišta rizičnog kapitala u srednjoistočnoj Europi prema Karsai (2009.) su:

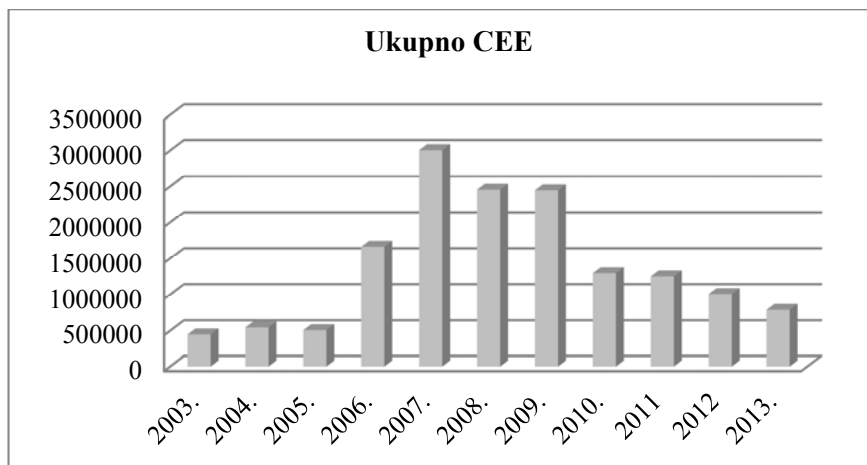
- nedostatak kvalitetnog menadžment tima u poduzećima u koja je uloženo;

- jako mali broj ulaganja u ranijim fazama razvoja što može biti posljedica ograničenog broja visoko kvalitetnih projekata, visokih transakcijskih troškova ili nedostatak prateće infrastrukture za ovakav tip ulaganja;
- ograničena dostupnost kreditnih linija.

Prema Klonowskom (2011.) unutar tržišta u nastajanju dolazi do rasta *private equityja*, a čvrsti temelji za aktivnu i rastuću PE industriju proizašli su iz jakog ekonomskog rasta, pogodnog poslovnog izgleda i poboljšanog regulatornog okvira.

Campbell i Kraeußl (2005.) u svojem istraživanju o industriji rizičnog kapitala u osam bivših komunističkih zemalja srednjoistočne Europe (eng. CEE), koje su 2004. postale članice Europske unije, zaključili su kako glavni otežavajući čimbenik razvoja industrije rizičnog kapitala nije nedostatak ponude rizičnog kapitala, nego potražnja za istim, odnosno nedostatak poduzetničkog duha. Zemlje srednjoistočne Europe još se nalaze u fazi tranzicije. Aktivnost tržišta rizičnog kapitala je vrlo niska u odnosu prema drugim europskim ekonomijama, a financijska i ekonomska kriza jače su se odrazile na tržište VC/PE zemalja srednjoistočne Europe nego drugih zemalja u regiji (Groh et al., 2010.). Institucionalni investitori zemlje srednjoistočne Europe smatraju pogodnim područjem za ulaganjem, kao i Indiju. Zemlje koje su im najatraktivnije su Poljska, Češka i Mađarska (Groh et al., 2010.).

Na grafikonu 1 dan je prikaz ulaganja PE za područje srednjoistočne Europe u razdoblju od 2003. do 2013. godine. Vrhunac ulaganja PE u zemljama srednjoistočne Europe ostvaren je u 2007. godini (oko 3 milijarde eura) nakon čega prvenstveno od 2009. godine slijedi drastičan pad ulaganja što je rezultat prvenstveno svjetske financijske krize. U 2013. godini ukupna vrijednost ulaganja je oko 783 milijuna eura, što je samo 26% vrijednosti ulaganja u odnosu prema 2007. godini.



Grafikon 1. Ukupna PE ulaganja za srednjoistočnu Europu⁴(CEE zemlje) od 2003. do 2013. godine u tisućama eura (tržišna statistika)

Izvor: Izrada autorice na temelju podataka EVCA Special Paper, Central and Eastern Statistics, 2005., 2007., 2009., 2011., 2013. i 2014.

Stvorena baza podataka o ukupnim ulaganjima PE/VC po zemljama srednjoistočne Europe pojedinačno za razdoblje od 2003. do 2013. (tablica 2) omogućuje provođenje analize, usporedbu podataka, te donošenje zaključaka o veličini ulaganja i značaju pojedinih tržišta. Iz tablice 2 može se uočiti kako Poljska u svim promatranim godinama ima visoka i stabilna ulaganja. Zatim slijede Češka, Rumunjska, Mađarska i Bugarska. Poljska je u 2013. godini ostvarila 49% od ukupnih PE ulaganja u srednjoistočnoj Europi (EVCA- CEE, 2013.). Slijede Češka sa 17%, Rumunjska s 9% i Mađarska sa 7%, dok na sve preostale zemlje otpada 18%. Podaci su u skladu s prethodnom spomenutim preferencijama institucionalnih ulagača.

Prema Bernoth et al. (2010.) razina *private equity* ulaganja značajno je porasla u Europi u zadnjem desetljeću, ali je potrebno istaknuti kako postoje velike razlike u stopi rasta između pojedinih zemalja, posebno između zapadnih i zemalja srednjoistočne Europe (CEE zemlje). Ukupna PE ulaganja u CEE zemljama, za 2013. godinu, čine samo 2,2% otpada na ulaganja u Francusku, zemlje Beneluksa, Ujedinjeno Kraljevstvo i Irsku (EVCA 2013 *European PE Activity*).

⁴Zemlje srednjoistočne Europe obuhvaćaju (2013.): Bosnu i Hercegovinu, Bugarsku, Crnu Goru, Češku, Estoniju, Hrvatsku, Latviju, Litvu, Mađarsku, Makedoniju, Poljsku, Rumunjsku, Slovačku, Sloveniju, Srbiju i Ukrajinu.

Tablica 2.
 Ukupna PE ulaganja za zemlje srednjoistočne Europe od 2003. do 2013. godine u tisućama eura (tržišna statistika)

Zemlja	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Bosna i Hercegovina	-	-	9.974	5.328	754	4.208	6.267	0	0	0	0
Bugarska	18.043	215.976	-	35812	555.653	90.477	185.165	82.238	7.225	84.164	11.098
Hrvatska	2.799	4.021	756	12.033	17.244	10.875	28.154	12.500	15.625	32.299	19.195
Češka	39.422	16.074	108.952	354.208	170.250	441.435	1.385.776	193.211	143.933	105.874	134.399
Estonija	1.661	365	12.652	4.031	51.690	13.972	4.507	25.461	6.508	18630	27.554
Mađarska	110.755	121.562	147.247	734.360	491.367	476.604	213.637	65.046	194.841	101.455	56.827
Latvija	2.692	13.261	8.719	-	159.211	63.084	997	5.280	20.222	3.802	15.300
Litva	5.647	1.182	14.359	18.103	158.821	0	1.183	1.604	26.671	7.651	17.550
Makedonija	-	-	-	-	9.058	0	14.388	0	0	0	7.675
Moldavija	-	-	-	-	-	-	0	0	975	0	2.099
Crna Gora	-	-	-	-	-	19.077	0	0	0	0	0
Poljska	177.213	134.437	107.818	303.621	683.518	627.957	266.994	656.754	678.436	477.615	380.033
Rumunjska	82.020	32.543	70.000	109.956	475.861	273.089	220.881	119.138	65.918	26.506	70.099
Srbija	-	-	6.367	31.501	161.610	8.402	0	13.208	0	4.350	16.076
Slovačka	4.479	7.059	19.467	19.348	23.460	31.145	1.739	14.473	9.149	97.848	2.050
Slovenija	3.714	-	2.009	38.712	46.663	3.750	79.130	6.945	14.089	3.508	43.55
Ukrajina	-	-	-	-	-	301.535	38.219	95.827	63.309	43.314	18.933
Ukupno CEE	448.445	546.480	508.320	1.667.013	3.005.160	2.455.610	2.447.037	1.291.685	1.246.901	1.007.016	783.243

Izvor: Izrada autorice na temelju podataka EVCA Special Paper, Central and Eastern Statistics, 2005., 2007., 2009., 2011., 2013. i 2014.

3.3. Private equity i rizični kapital u Hrvatskoj

Početak razvoja tržišta rizičnog kapitala u Hrvatskoj vezuje se uz djelovanje stranih PE/VC fondova koji su bili organizirani kao lokalne konzultantske kompanije stranih PE/VC menadžment kompanija. To su: *SEAF Croatia*, *Horizonte Venture Mangement*, *Copernicus Capital*, *Vienna Capital Partners*. Neka od poduzeća u koja su uložili su: Medifarm, Bello, Klik Multimedija, Uzgoj, Vimi, GlobalNet, Electronic CATV, Adriatic kabel IVB itd. (Cvijanović et al., 2008., Ognjenović, 2007.).

Prva hrvatska menadžment kompanija (društvo za upravljanje⁵) za upravljanje fondom rizičnog kapitala osnovana je 2003. godine, pod nazivom ***Quaestus Private Equity d.o.o.*** Kompanija upravlja prvim hrvatskim fondom rizičnog kapitala s privatnom ponudom naziva ***Quaestus Private Equity Kapital***. U 2006. godini društvo je registrirano u skladu s novim Zakonom o investicijskim fondovima (Zakon o investicijskim fondovima, br. 01-081-05-3654/2., 2005.), jer do tada poslovanje fondova rizičnog kapitala nije bilo zakonski regulirano (Ognjenović, 2007.).

Druga menadžment kompanija ***Nexus Private Equity Partneri*** osnovana je početkom 2008. godine. Kompanija upravlja otvorenim fondom rizičnog kapitala s privatnom ponudom, ***Nexus ALPHA***, osnovanim u listopadu 2008. godine, a iznos prikupljenih sredstava je 36 milijuna eura.

Danas na tržištu rizičnog kapitala djeluje sedam fondova rizičnog kapitala. Prema Zakonu o alternativnim investicijskim fondovima riječ je Otvorenim investicijskim fondovima rizičnog kapitala s privatnom ponudom. Dva su privatna fonda: ***Quaestus Private Equity Kapital i Nexus ALPHA***, dok ostalih pet predstavljaju fondove za gospodarsku suradnju: ***Quaestus Private Equity II (FGS)***, ***Nexus FGS***, ***HONESTAS(FGS)***, ***ALTERNATIVE PRIVATE EQUITY FGS i Prosperus FGS***.

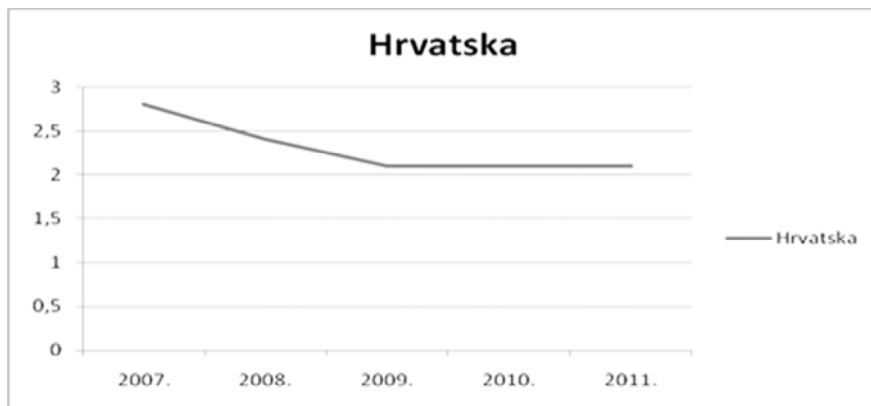
Iako prisutan, rizični kapital u Hrvatskoj još uvijek ne igra značajnu ulogu kao u nekim razvijenim zemljama. Neki od razloga su:

- tržište rizičnog kapitala zasad je još plitko i nerazvijeno,
- poduzetnici nisu upoznati s cjelokupnim investicijskim procesom rizičnog kapitala,
- poduzetnici nisu investicijski spremni za privlačenje ovakvog oblika kapitala,
- poduzetnici nisu sigurni koje su prednosti, a koji nedostaci ovog oblika kapitala,

⁵ Prema Zakonu o investicijskim fondovima, društvo za upravljanje je dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, koje je dobilo odobrenje Nadzornog tijela za obavljanje poslova osnivanja i upravljanja investicijskim fondovima.

- ❖ poduzetnici ne znaju što nudi, a što traži ovaj oblik kapitala, te
- ❖ poduzetnici nisu spremni na odricanje od vlasništva.

Osim gore istaknutog, iz grafikona 2 je vidljivo kako sami poduzetnici dostupnost rizičnog kapitala u Hrvatskoj ocjenjuju niskom. Ocjena dostupnosti od 2007. do 2011. godine je u konstantnom padu i za 2011. godinu iznosi samo 2,1, što pokazuje potrebu povećanja dostupnosti rizičnog kapitala kao alternativnog načina financiranja poduzetnicima.



Grafikon 2. Ocjena dostupnosti ulaganja rizičnog kapitala od strane poduzetnika od 2007. do 2011. godine za Hrvatsku (1- nemoguće, 7- vrlo dostupno)

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka Svjetskog ekonomskog foruma (eng. World Economic Forum, WEF) od 2008. do 2012. godine

4. EMPIRIJSKA ANALIZA ULAGANJA PE I VC, TE ATRAKTIVNOSTI ZEMLJE U PRIVLAČENJU ULAGAČA RIZIČNOG KAPITALA

4.1. Metodologija istraživanja

Primarna svrha i ciljevi ovog istraživanja su utvrđivanje atraktivnosti Hrvatske u privlačenju ulagača PE/VC te usporedba iste u odnosu prema zemljama srednjoistočne Europe na temelju stvorene baze podataka za razdoblje od 2003. do 2013. godine. Istraživanje atraktivnosti vrši se analizom ukupnih ulaganja PE/VC u Hrvatskoj i zemljama srednjoistočne Europe, udjelom ulaganja PE/VC u BDP-u i primjenom indeksa atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja (za odabrane zemlje u razdoblju od 2011. do 2013.). Dobivene vrijednosti su

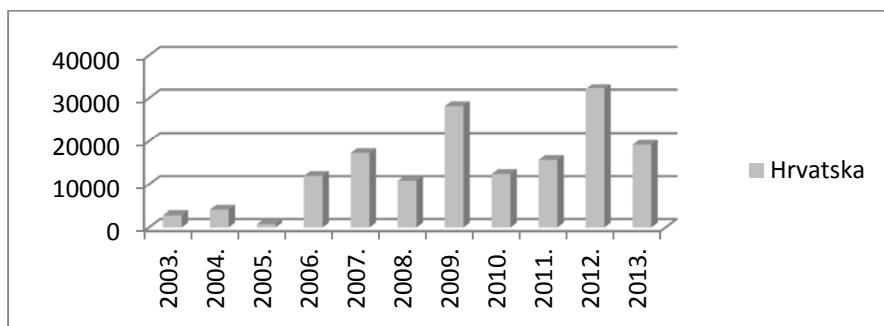
uspoređene u odnosu prema zemljama srednjoistočne Europe. Istraživanje obuhvaća razdoblje od 2003. do 2013. godine.

Podaci potrebni za provođenje istraživanja preuzeti su iz javno dostupnih godišnjaka europske PE/VC asocijacije/*PEREP_Analytics* za razdoblje od 2007. do 2013. godine (EVCA), iz EVCA *special paper* za srednjoistočnu Europu i publikacija o globalnom indeksu atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja (*VCPE Country Attractiveness Index*). Nadalje, korišteni su i podaci iz godišnjaka⁶ za zemlje bivše Jugoslavije i baltičke zemlje za razdoblje od 2007. do 2013. godine. Podaci prikupljeni istraživanjem obrađeni su metodama deskriptivne statistike.

4.2. Rezultati istraživanja

Na temelju podataka iz prethodno spomenutih izvještaja i publikacija, prikupljeni su i sistematizirani podaci o iznosima ulaganja VC i PE za Hrvatsku i zemlje srednjoistočne Europe te je u nastavku dan prikaz ukupnih ulaganja za Hrvatsku, usporedba ulaganja u Hrvatsku i zemlje srednjoistočne Europe, te je izvršena usporedba s odabranim zemljama srednjoistočne Europe.

Grafikon 3 daje prikaz ukupnih PE ulaganja za Hrvatsku u razdoblju od 2003. do 2013. godine u 000 eura, dok grafikon 4 prikazuje ulaganja u Hrvatsku i zemlje srednjoistočne Europe. Provedena analiza pokazuje kako je najviša razina ulaganja u Hrvatskoj ostvarena u 2012. godini i to oko 32 milijuna eura, što se većim dijelom može pripisati ulaganjima fondova za gospodarsku suradnju osnovanih u 2010. godini.

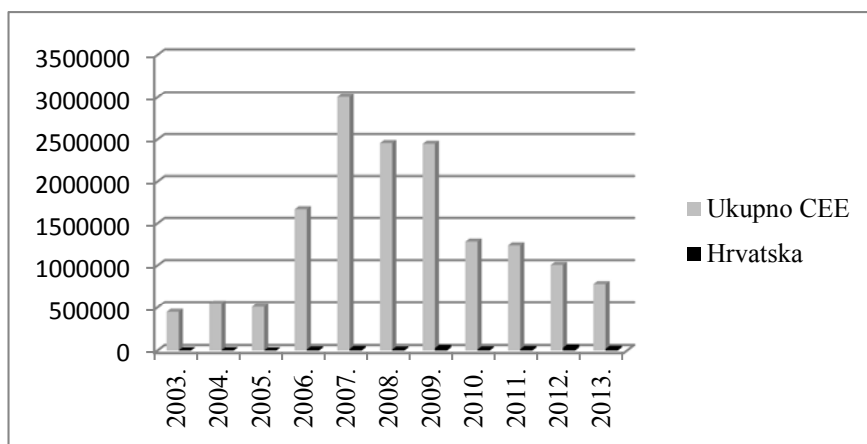


Grafikon 3. Ukupna PE ulaganja za Hrvatsku od 2003. do 2013. godine u 000 eura (tržišna statistika)

Izvor: Analiza autorice na temelju EVCA yearbook 2007.-2013. godine za Baltic and Ex-Y countries.

⁶ Godišnjak dostavljen na upit odgovorne osobe iz EVCA. Podaci nisu javno dostupni.

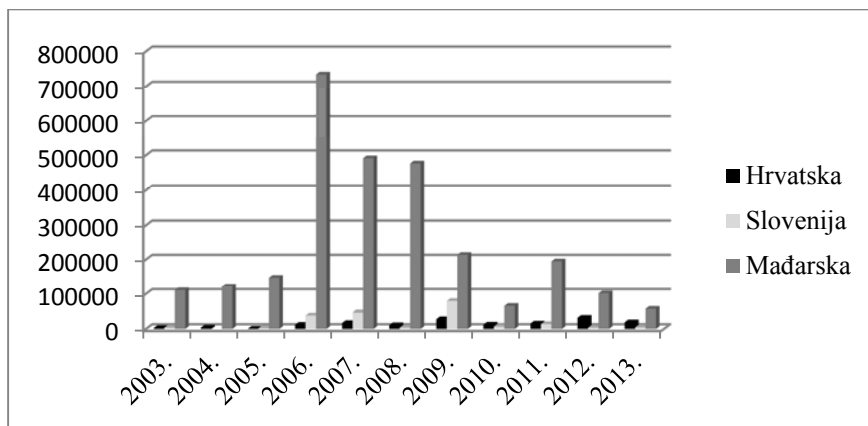
Ulaganja za 2013. godinu iznosila su oko 19 milijuna eura, što čini samo 2,4% od ukupnih ulaganja u zemljama srednjoistočne Europe za 2013. godinu, te 0,053% ukupnih PE ulaganja u Europi. Rezultati istraživanja pokazuju kako je u promatranom jedanaestogodišnjem razdoblju u Hrvatsku uloženo oko 155 milijuna eura na ime PE ulaganja što čini samo 1% od svih PE ulaganja u zemlje srednjoistočne Europe.



Grafikon 4. Ukupna PE ulaganja za Hrvatsku i zemlje srednjoistočne Europe od 2003. do 2013. godine u 000 eura (tržišna statistika)

Izvor: Izrada autorice na temelju podataka EVCA Special Paper, Central and Eastern Statistics, 2005., 2007., 2009., 2011., 2013. i 2014.

Uzimajući u obzir ulaganje PE u susjednim zemljama, Mađarskoj i Sloveniji, rezultati analize pokazuju kako je Mađarska u 2006., 2007. i 2008. godini daleko, po vrijednosti ulaganja PE, iza sebe ostavila Hrvatsku i Sloveniju. U ostalim godinama razlike su manje, ali je Mađarska i u tim godinama dominantna po vrijednosti ostvarenih PE ulaganja. Uspoređujući Hrvatsku i Sloveniju, Slovenija je u pet od spomenutih jedanaest godina ostvarila veća ulaganja od Hrvatske, dok Hrvatska od 2010. godine, a značajnije u zadnje dvije godine, po ulaganju premašuje Sloveniju (grafikon 5). Međutim, analiza pokazuje kako je Hrvatska za promatrano razdoblje privukla samo 5,7% vrijednosti ostvarenih ulaganja u Mađarskoj te 76,6% vrijednosti ulaganja u Sloveniju.



Grafikon 5. Ukupna PE ulaganja za Hrvatsku, Sloveniju i Mađarsku (tržišna statistika)

Izvor: Izrada autorice na temelju EVCA Special Paper, Central and Eastern Statistics, 2005., 2007., 2009., 2011., 2013. i 2014.

Osim ukupne razine ulaganja PE u pojedinu zemlju, važan pokazatelj privlačnosti zemlje je i postotak ulaganja u odnosu prema bruto domaćem proizvodu. Usporedba spomenutog pokazatelja (omjera) upozorava na stupanj rasta tržišta zemlje (Soloma, 2013.). U promatranom razdoblju, za srednjoistočnu Europu, postotak ulaganja PE u odnosu prema BDP-u u prosjeku je iznosio 0,147%. Najmanji postotak bilježi se u 2013. godini u vrijednosti 0,063%, a najveći od 0,241% u 2009. godini. Prosječna vrijednost ulaganja PE u odnosu BDP u Hrvatskoj za promatrano razdoblje iznosila je 0,034%. Najmanji postotak bilježi se u 2005. i 2008. godini i to 0,002%, dok je najviša zabilježena vrijednost 0,073% u 2013. godini. S obzirom na spomenute vrijednosti, Hrvatska je daleko od prosjeka srednjoistočne Europe, što upozorava na prostor koji je potrebno iskoristiti. Vrijednosti za sve ostale zemlje srednjoistočne Europe dane su u tablici 3.

Tablica 3.

Ulaganja *private equityja* kao postotak BDP-a za zemlje srednje i istočne Europe od 2003. do 2013. godine

	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Bosna i Hercegovina	-	-	0,123	0,055	0,007	0,034	0,052	0,000	0	0,000	0,000
Bugarska	0,101	1,110	0,000	0,143	1,923	0,265	0,530	0,228	0,019	0,211	0,028
Hrvatska	0,011	0,015	0,002	0,035	0,046	0,020	0,061	0,027	0,035	0,073	0,044
Češka	0,052	0,019	0,112	0,315	0,133	0,297	1,010	0,133	0,092	0,069	0,090
Estonija	0,022	0,004	0,120	0,031	0,332	0,088	0,033	0,176	0,041	0,109	0,149
Mađarska	0,154	0,150	0,167	0,883	0,487	0,423	0,223	0,068	0,194	0,103	0,058
Latvija	0,031	0,120	0,068	0,000	0,793	0,274	0,005	0,029	0,100	0,017	0,047
Litva	0,036	0,007	0,070	0,076	0,567	-	0,004	0,006	0,086	0,023	0,051
Makedonija	-	-	-	-	0,177	-	0,217	0,000	0,000	0,000	0,094
Moldavija	-	-	-	-	-	-	0,000	0,000	0,019	0,000	0,035
Crna Gora	-	-	-	-	-	0,582	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Poljska	0,098	0,069	0,045	0,118	0,222	0,165	0,089	0,192	0,183	0,125	0,098
Rumunjska	0,159	-	0,088	0,115	0,392	0,198	0,187	0,101	0,049	0,020	0,049
Srbija	-	-	0,030	0,150	0,548	0,025	0,000	0,104	0,000	0,014	0,049
Slovačka	0,016	0,021	0,052	0,045	0,043	0,046	0,003	0,022	0,013	0,137	0,003
Slovenija	0,015	-	0,007	0,130	0,139	0,010	0,224	0,019	0,039	0,010	0,012
Ukrajina	-	0,000	-	-	-	0,247	0,045	0,085	0,053	0,033	0,014
Ukupno CEE	0,088	0,096	0,073	0,218	0,325	0,209	0,241	0,119	0,104	0,082	0,063

Izvor: Izrada autžorice na temelju EVCA Special Paper, Central and Eastern Statistics, 2005., 2007., 2009., 2011., 2013. i 2014.

Istraživanje obuhvaća i utvrđivanje indeksa atraktivnosti Hrvatske za VC/PE ulaganja, te usporedbu s odabranim zemljama. U okviru istraživanja atraktivnosti zemlje u privlačenju *private equityja* i rizičnog kapitala zemlje su razvrstane u osam regija i to: Afriku, Aziju, Australiju, Istočnu Europu, Zapadnu Europu, Južnu Ameriku, Bliski Istok i Sjevernu Ameriku. Hrvatska je, zajedno s još 20 zemalja⁷, svrstana u regiju Istočna Europa.

Pregled odabranih zemalja i pripadajuća vrijednost indeksa atraktivnosti za ulaganje rizičnog kapitala u *private equityja*, kao i rang zemlje, od 2011. do 2013. godine dana je u tablici 4. Rezultati analize pokazuju kako vidljivo prvo mjesto čvrsto drži SAD, dok se Ujedinjeno Kraljevstvo (UK), Kanada, Japan i Singapur izmjenjuju na pozicijama od 2 do 5. Hrvatska je u 2011. godini bila na 52. mjestu od 80 zemalja, u 2012. na 57. mjestu od 116 zemalja, te u 2013. godini na 65. mjestu od 118 zemalja uključenih u istraživanje. To je svrstava u sredinu promatranog skupa za spomenute godine. Analiza nadalje pokazuje kako promatrajući odabrane zemlje u regiji, ispred Hrvatske je samo Slovenija što pokazuje dobar položaj Hrvatske u privlačenju ulagača rizičnog kapitala u regiji.

Uzimanje u obzir ukupne vrijednosti VCPE indeksa i samog ranga za pojedini zemlju nije dostatno za donošenje zaključka o pozitivnim i negativnim obilježjima same zemlje za privlačenje ulagača VCPE. Potrebno je analizirati svaku pojedinu varijablu zasebno.

⁷Albanija, Bjelorusija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Češka, Estonija, Gruzija, Mađarska, Latvija, Litva, Makedonija, Moldavija, Crna Gora, Poljska, Rumunjska, Slovačka, Slovenija, Turska, Ukrajina i Srbija.

Tablica 4.

Vrijednost indeksa atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganjima (eng. *VCPE Country Attractiveness Index*) i rang zemalja od 2011. do 2013.

Godina	5 zemalja s najvećom vrijednosti indeksa	5 zemalja s najmanjom vrijednosti indeksa	Hrvatska i zemlje u regiji
2011.	1. SAD (100) 2. UK (93,3) 3. Kanada (93,3) 4. Singapur (92,4) 5. Švicarska (91,8)	76. BiH (17,3) 77. Alžir (17,1) 78. Paragvaj (15,7) 79. Venezuela (15,2) 80. Kirgistan (14,4)	45. Slovenija (46,8) 52. Hrvatska (43,4) 73. Makedonija (19,3) 75. Albanija (17,8) 76. BiH (17,3)
2012.	1. SAD (100) 2. Kanada (97) 3. UK (95) 4. Japan (93) 5. Singapur (93)	112. Lesoto (17) 113. Mauretaniya (16) 114. Angola (13) 115. Čad (12) 116. Burundi (11)	45. Slovenija (58) 57. Hrvatska (53) 72. BiH (46) 77. Makedonija (43) 96. Albanija (26)
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 (17,8) 116. Angola (14,8) 117. Čad (12,8) 118. Burundi (10,3)	45. Slovenija (58,6) 65. Hrvatska (48,8) 73. BiH (45,4) 80. Makedonija (41,8) 108. Albanija (23,7)

Izvor: Izrada autorice prema Groh et al. (2011., 2012. i 2013.).

Promatrajući šest varijabli, koje se koriste za izračun VCPE indeksa, zasebno za Hrvatsku u razdoblju od 2011. do 2013. godine analiza pokazuje kako varijabla oporezivanje ima najveću vrijednost i najmanji rang (tablica 5). Međutim, u ovoj situaciji najmanji rang pokazuje jako lošu situaciju u Hrvatskoj, jer je ova varijabla negativno povezana s ulaganjem PE/VC od strane institucionalnih ulagača. Česte promjene poreznih stopa, te potreban veliki broj sati za pripremu, obračun i plaćanje osnovnih poreza daje negativnu sliku o poslovanju 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 složena procedura pokretanja i zatvaranja poslovnih subjekata utječe negativno. Sami poduzetnici nerijetko ističu postojanje prekomjerne birokracije i neučinkovite administracije, dok s druge strane fond menadžeri upozoravaju na nepostojanje prikladnih investicijskih mogućnosti. Još jedno veliko ograničenje većeg ulaganja u Hrvatskoj je dubina tržišta kapitala. Ulagači rizičnog kapitala preferiraju mogućnosti izlaska putem inicijalne javne ponude (eng. IPO) što zahtijeva dobro razvijeno tržište kapitala.

Tablica 5.

Vrijednosti i rang šest ključnih varijabli VC/PE indeksa za Hrvatsku od 2011. do 2013. godine

	2011.		2012.		2013.	
	Vrijednost	Rang	Vrijednost	Rang	Vrijednost	Rang
Ekonomska aktivnost	65,1	60	69,4	82	59	94
Dubina tržišta kapitala	28,4	55	44,3	61	37,8	66
Oporezivanje	118	2	107,2	4	106,5	21
Zaštita ulagača i korporativno upravljanje	40,4	66	52,7	76	52,1	80
Socijalno okruženje	47,7	54	53,0	61	46,0	73
Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti	49,5	38	52,0	45	53,3	49

Izvor: Izrada autorice prema Groh et al. (2011, 2012 i 2013.).

5. ZAKLJUČAK

Provedenim istraživanjem utvrđena je atraktivnost Hrvatske u privlačenju ulagača PE/VC te je napravljena usporedba iste u odnosu prema zemljama srednjoistočne Europe, odnosno utvrđen je njezin položaj u odnosu prema zemljama srednjoistočne Europe. Na temelju stvorene baze podataka o ulaganjima PE/VC u zemljama srednjoistočne Europe za razdoblje od 2003. do 2013. godine, istraživanje atraktivnosti izvršilo se analizom ukupnih ulaganja PE/VC u Hrvatskoj i zemljama srednjoistočne Europe, udjelom ulaganja PE/VC u BDP-u i primjenom indeksa atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja (za odabrane zemlje u razdoblju od 2011. do 2013.). Dobivene vrijednosti uspoređene su sa zemljama srednjoistočne Europe.

Također, dan je pregled definicija PE i VC, metodologija prikupljanja podataka, te način utvrđivanja indeksa atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja.

Kod praćenja *private equity* ulaganja prvi problem nastupa pri definiranju spomenutog pojma, jer se isti razlikuje od zemlje do zemlje. Općenito, može se zaključiti kako je riječ o svakom vlasničkom ulaganju kapitala u poduzeće koje ne kotira na tržištu kapitala. Postoje različite vrste *private equity* ulaganja. Vrste ulaganja kao što je rizični kapital (eng. *venture capital*) i *buyout*

najviše se ističu. Drugi problem koji se javlja je različita metodologija prikupljanja podataka. S obzirom na tajnost cijele industrije, podaci se najčešće prikupljaju putem različitih anketa te se zatim nadopunjuju podacima dostupnim putem različitih medija (web stranice fondova, poduzeća, članci u novinama i slično).

Prilikom izračuna indeksa atraktivnosti zemlje u privlačenju rizičnog kapitala i *private equityja* vodi se računa o šest varijabli. To su: ekonomska aktivnost zemlje, oporezivanje, zaštita ulagača i korporativno upravljanje, socijalno okruženje, te poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti.

Provedena analiza pokazuje kako je najviša razina ulaganja u Hrvatskoj ostvarena u 2012. godini i to oko 32 milijuna eura, dok su ukupna PE/VC ulaganja tijekom promatranog jedanaestogodišnjeg razdoblja iznosila 155 milijuna eura što čini samo 1% ukupnih ulaganja u zemlje srednjoistočne Europe. Promatrajući susjedne zemlje, Mađarsku i Sloveniju, dobiveni rezultati istraživanja pokazuju kako je Hrvatska, za promatrano razdoblje privukla samo 5,7% vrijednosti ostvarenih ulaganja u Mađarskoj, te 76,6% vrijednosti ulaganja u Sloveniju.

Gledajući ukupna ulaganja za zemlje srednjoistočne Europe pojedinačno, može se uočiti kako Poljska u svim promatranim godinama ima visoka i stabilna ulaganja. Slijede Češka, Rumunjska, Mađarska i Bugarska.

Važan pokazatelj rasta tržišta je i omjer ukupnih ulaganja PE i bruto domaćeg proizvoda zemlje. Ovo istraživanje pokazuje kako je u prosjeku, gledano za razdoblje od 2003. do 2013. godine, omjer ulaganja PE i BDP-a za Hrvatsku iznosio 0,034%, što je značajno manje u odnosu prema prosjeku srednjoistočne Europe koji je iznosio 0,147%.

Nadalje, ovo istraživanje također pokazuje kako se prema indeksu atraktivnosti zemlje za VC/PE ulaganja Hrvatska nalazi u sredini promatranog skupa zemalja za 2011., 2012. i 2013. godinu.

Na temelju prethodno istaknutog (ukupna razina ulaganja PE/VC, udio ulaganja u BDP-u te indeks atraktivnosti zemlje za PE/VC ulaganja) može se zaključiti kako je Hrvatska ispodprosječno atraktivna zemlja za privlačenje ulagača *private equity* i rizičnog kapitala u svijetu.

Dobiveni rezultati služe kao vrijedna podloga za provedbu komparativne analize s razvijenim zemljama u području analize ulaganja PE i VC te atraktivnosti zemlje za PE i VC ulaganja u nekim budućim radovima. Istraživanje percepcije menadžera PE/VC fondova u svijetu o atraktivnosti Hrvatske i zemalja u regiji za privlačenje PE/VC također predstavlja prostor za buduće istraživanje.

LITERATURA

Araghy, R., i Björkman, J. (2008), A Vicious Circle? A Study of the Investment and Fundraising Characteristics of Swedish Venture Capital Firm, Master Thesis, Linköping University, Faculty of Arts and Sciences.

Australian Bureau of Statistics. Dostupno na:
[http://www.abs.gov.au/Ausstats/abs@.nsf/Latestproducts/5678.0Explanatory%20Notes12013-14?opendocument&tabname=Notes&prodno=5678.0&issue=2013-14&num=&view=\[18.2.15.\]](http://www.abs.gov.au/Ausstats/abs@.nsf/Latestproducts/5678.0Explanatory%20Notes12013-14?opendocument&tabname=Notes&prodno=5678.0&issue=2013-14&num=&view=[18.2.15.])

Avots, K., Strenge, R., Paalzow, A. (2013), Public venture capital in Latvia, *Baltic Journal of Economics* 13 (1), p. 3-30

Bernoth, K., Colavecchio, R., Sass, M. (2010), Driver of Private Equity Investment in CEE and Western European Countries, Working paper, Project funded under the Socio-economic Sciences and Humanities, European Commission.

Bottazzi, L., Da Rin, M. (2002), Venture Capital in Europe and the financing of innovative companies, *European Venture Capital*, p 231-269. Dostupno na: <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118915435/PDFSTART>; [09.09.09.]

Campbel, R. A., Kraeussl, R. (2005), A survey of the venture capital industry in Central and Eastern Europe, p. 51-70. Dostupno na: <http://core.ac.uk/download/pdf/6527071.pdf> [18.2.15.]

Cumming, D. J. (2003), The Determinants of Venture Capital Portfolio size: Empirical Evidence. Dostupno na: <http://www.altassetshedgefunds.com/pdfs/determinants18-6-03.pdf>; [30.3.10.]

Cvijanović V., Marović M., Sruck B. (2008), *Financiranje malih i srednjih poduzeća*, GIPA d.o.o., Zagreb.

Czech Private Equity and Venture Capital Association (2015). Dostupno na: <http://www.cvca.cz/en/>[18.2.15.]

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), 2013 *European Private Equity Activity, Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*. Dostupno na: <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>, [18.2.15.]

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), 2005: *Central and Eastern Europe Statistics 2004.*, Special Paper, Ed. by the the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, October, 2005.

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), 2007, *Central and Eastern Europe Statistics 2006.*, An EVCA Special Paper, Ed. by the the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, October, 2007.

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), 2009: Central and Eastern Europe Statisticis 2008., An EVCA Special Paper, Ed. by the the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July, 2009.

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), 2011, Central and Eastern Europe Statisticis 2010., An EVCA Special Paper, Ed. by the the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July, 2011.

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), 2013, Central and Eastern Europe Statisticis 2012., An EVCA Special Paper, Ed. by the the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July, 2013.

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), 2014, Central and Eastern Europe Statisticis 2013., An EVCA Special Paper, Ed. by the the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, August, 2014.

EVCA: Yearbook 2014., Baltic and Ex-Y by Country

European Private Equity and Venture Capital Associaton (EVCA), 2015
Dostupno na:
<http://www.evca.eu/about-private-equity/private-equity-explained/> [18.2.15.]
<http://www.evca.eu/research/about-research/> [19.2.15.]

Fraser-Sampson, G., 2010, Private Equity as an Asset Class, John Wiley&Sons.

Groh, P. A., Liechtenstein, V. H., Canela, M., 2010, Limited Partners' Perceptions of the Central Eastern European Venture Capital and Private Equity Market, The Journal of Alternative Investments, p. 96-112.

Groh, P. A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2011), The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, 2011 Annual, IESE Business School University of Navarra. Dostupno na: <http://www.iese.edu/research/pdfs/ESTUDIO-143-E.pdf>, [9.2.15.]

Groh, P. A., Liechtenstein, H., Lieser, K., 2012, The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, 2012 Annual. IESE Business School University of Navarra. Dostupno na: <http://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2012/07/Complete-IESE-VCPE-Index-2012-Annual-Including-2-Pagers.pdf>, [9.2.15.]

Groh, P. A., Liechtenstein, H., Lieser, K., 2013, The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, 2013 Annual. IESE Business School University of Navarra. Dostupno na: <http://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2013/08/VCPE-Index-2013-Annual-HD.pdf>, [9.2.15.]

Groh, P. A., Liechtenstein, H., Lieser, K., 2008, The Attractiveness of Central Eastern European Countries for Venture Capital and Private Equity Investors, (March 2008). IESE Business School Working Paper No. D/677; EFA 2008 Athens Meetings Paper. Dostupno na SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960505 [25.2.15.]

Groh, P. A., Liechtenstein, H., 2012, Assessing Country Attractiveness in the Venture Capital and Private Equity Landscape in Emerging Markets. Dostupno na SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2021987>

Hrvatska Private Equity and Venture Capital Asocijacija (HVCA). Dostupno na: <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-terminal/18.2.15.>

Hungarian Private Equity and Venture Capital Association. Dostupno na: <http://www.hvca.hu/glossary/private-equity/> [18.2.15.]
Dostupno na : <http://www.hvca.hu/glossary/venture-capital/> [18.2.15.]

Karsai, J., 2009, "The End of the Golden Age" The Developments of the Venture Capital and Private Equity Industry in Central and Eastern Europe. Hungarian Academy of Sciences Institute of Economics. Hungarian Academy of Science, Discussion paper.

Klonowski, D., 2005, The Evolution of the Venture Capital Industry in Transition Economies: The Case of Poland, Post-Communist Economies, Vol. 17, No. 3, p. 331-348

Klonowski, D., 2011, Private equity in Poland after two decades of development: evolution, industry drives, and returns, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, Vol. 13, No. 4, p. 295-311

Lerner, J., Leamon, A., Hardyman, F., 2012, Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship, John Wiley & Sons, Inc.

Milner, F., Vos, E., 2003, Private Equity: A Portfolio Approach, Journal of Alternative Investments, Vol. 5 No4, p 51-65.

National Venture Capital Association Yearbook 2014. Dostupno na: <file:///C:/Users/msimic/Downloads/2014-NVCA-Yearbook.pdf> [18.2.15.]

Ognjenović Đ., 2007, Hrvatska industrija rizičnog kapitala - realna i neiskorištena opcija financiranja tvrtki u razvoju, Banka br 8. Dostupno na: http://www.ognjenoviclovergrove.com/publikacija/Private_equity_u_Hrvatskoj.pdf; [26.01.09.]

Polish Private Equity and Venture Capital Association (PSIK). Dostupno na: <http://www.psic.org.pl/glossary.html> [18.2.15.]

PEREP Analytics. Dostupno na: <https://www.perepanalytics.eu/> [19.2.15.]

Sass Rubin, J., 2010, Venture Capital and Underserved Communities, Urban Affairs Review, July 2010; vol. 45, 6: pp. 821-835.

Sato, A., 2011, Private Equity Investment in Central and Eastern Europe, International Journal of Management Cases, p. 199-206.

Soloma, A., 2013, The Importance of the Depth of the Capital market on International Venture Capital and Private Equity allocation decision: The case of Poland, Economics and Management.

Šimić, M., Ćurak, M., 2012, Private equity ulaganja i moderna portfelj teorija, Mala i srednja poduzeća, Financijska politika i ekonomsko-financijski okvir podrške, EFST, Split.

Thomson Reuters. Dostupno na: <http://thomsonreuters.com/about-us/> [19.2.15.]

Thomson Reuters: National Venture Capital Association Yearbook 2014, March 2014.

World Economic Forum (WEF), 2008: The Global Competitiveness Report 2008-2009, Geneva, Switzerland.

World Economic Forum(WEF), 2009, The Global Competitiveness Report 2009-2010, Geneva, Switzerland.

World Economic Forum (WEF), 2010, The Global Competitiveness Report 2010-2011, World Economic Forum, Geneva, Switzerland.

World Economic Forum(WEF), 2011, The Global Competitiveness Report 2011-2012, World Economic Forum, Geneva, Switzerland.

World Economic Forum (WEF), 2012, The Global Competitiveness Report 2012-2013, World Economic Forum, Geneva, Switzerland.

Narodne novine, br. 150/05: Zakon o investicijskim fondovima, br. 01-081-05-3654/2, 2005.

Narodne novine, br. 16/13, 143/14: Zakon o alternativnim investicijskim fondovima

Marija Šimić, Ph. D.

Senior assistant
Faculty of Economics
University of Split
E-mail: msimic@efst.hr

THE ATTRACTIVENESS OF CROATIA IN TERMS OF ATTRACTING VC INVESTORS

Abstract

Venture capital is crucial for stimulating innovation and economic growth. VC investment is now considered to be an international business. The institutional investors' decision in which country to invest is an extremely complex, expensive and time-consuming task. It gets additionally complicated by the lack of a uniform definition of private equity and venture capital (PE/VC), by various data collection methodologies and lack of databases.

This paper examines the attractiveness of Croatia in attracting PE/VC investors, and also a comparison with CEE countries is made. The database of investments in CEE has been created, the issue of the PE/VC definition is analysed, as well as the methodology of data collecting and determining the VC/PE Index.

The research results show that, in terms of a total PE investments and the ratio of PE and GDP, Croatia is below average regarding its attractiveness for PE/VC investors for the period from 2003 to 2013, as compared to the CEE countries.

Keywords: Private equity and Venture Capital, VC/ PE Country Attractiveness Index, CEE, Croatia

JEL classification: G11, G24, G32