

Dr. sc. Miroslav Ilić

## ODREDNICE MEĐUNARODNIH TOKOVA ULAGANJA I INVESTICIJA FONDOVA PRIVATNIH VLASNIČKIH ULAGANJA I POTHVATNOG KAPITALA

### DETERMINANTS OF INTERNATIONAL INVESTMENT AND CAPITAL FLOWS OF PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL FUNDS

---

**SAŽETAK:** U ovome radu istražuju se odrednice i faktori međunarodnih tokova fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala. Ovi fondovi predstavljaju nezaobilaznu kategoriju ulaganja na suvremenim financijskim tržištima. Obujam ulaganja u radu razmatranih fondova je u velikoj mjeri determiniran međunarodnim tokovima kapitala, posebice u Europi. Fondovi privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala ostvaruju važne poveznice i integraciju s realnom ekonomijom i financijskim sustavom, te su u značajnome porastu zbog diversifikacije ulaganja i mogućnosti ostvarenja prinosa. Odrednice tih tokova predstavljaju važno znanstveno pitanje, posebice u suvremeno doba porasta alternativnih investicija. U radu se razrađuju bitni faktori koji utječu na tokove tih fondova i time na konkurentnost zemalja u tim tokovima investicija. Analiza obuhvaća važne faktore međunarodne konkurentnosti za prihvaćanje međunarodnog privatnog vlasničkog kapitala kao i tradicijske razloge u ekonomskom sustavu koji uvjetuju razlike u prihvaćenosti investicija uz empirijsku analizu. Rad daje dodatan znanstveni doprinos manje istraženome području međunarodnih tokova alternativnog kapitala. Investicije alternativnih fondova mogu imati značajne pozitivne ekonomske učinke što ukazuje na potrebu boljega razumijevanja njihovih tokova i konkurentnosti na svim razinama radi ostvarenja gospodarskoga razvoja, posebice u kontekstu promjena u okruženju i financijskome sustavu.

**KLJUČNE RIJEČI:** Alternativni investicijski fondovi, private equity, venture capital, tokovi kapitala, gospodarski rast.

**ABSTRACT:** Determinants and factors of international flows of private equity and venture funds are investigated in this paper. Alternative investments represent an essential category of investments on modern financial markets. The volume of alternative investments is largely determined by international capital flows, particularly in Europe. Private equity and venture capital investments have important links and integration with the real economy and the financial system, and are in a significant rise due to the diversification of the investments and the possibility of achieving yield. Determinants of these flows represent

an important scientific question, especially in the modern era of the increase in alternative investments. The paper sets out the essential factors influencing the flows of private equity and venture capital investments and thus on the competitiveness of countries in the flows of private investments. The analysis covers the important factors of international competitiveness for the acceptance of international private equity capital and traditional reasons in the economic system that determine differences in acceptance of the investments with empirical analysis. The paper provides additional scientific contribution to less explored area of international flows of alternative capital. Alternative investment funds can have a significant positive economic effects what points to the need of better understanding of their flows and competitiveness at all levels to achieve economic development. Especially in the context of changes in the environment and the financial system.

**KEY WORDS:** alternative investment funds, private equity, venture capital, capital flows, economic growth.

---

## 1. UVOD

U užem smislu privatna vlasnička ulaganja (eng. *Private equity, buyout funds*) predstavljaju poseban oblik ulaganja pri čemu se poslovni udjeli u poduzeću privatno drže. Pri tome se ulagačka glavnica kombinira s posuđenim sredstvima te se uz korištenje učinka financijske poluge ostvaruje ulaganje. Ti se fondovi još mogu nazivati fondovi privatne vlasničke glavnice i privatnoga otkupa poduzeća. Fondovi pothvatnog kapitala (eng. *Venture capital*) predstavljaju poseban oblik rizičnih ulaganja u nova inovativna i rastuća poduzeća koja još nemaju dovoljno kapitala niti obujam poslovanja. Fondovi pothvatnog kapitala se dijele i po fazama ulaganja u rani pothvatni kapital (eng. *Seed capital*) te u kasnije faze rasta poduzeća. U širem smislu alternativni fondovi (Strömberg, 2008., Cornelius, 2011.) mogu obuhvaćati fondove privatnih vlasničkih ulaganja (eng. *Private equity*), fondove pothvatnog kapitala (eng. *Venture capital*), hedge fondove, fondove od fondova za pojedine kategorije ulaganja (eng. *Fund of funds*) te fondove za ulaganja u manje likvidne dugove u restrukturiranju, izvedenice, robna ulaganja. Alternativne investicije predstavljaju ulaganja izvan tradicionalnih kategorija ulaganja, kao što su primjerice dionice i obveznice. Bitno obilježje alternativnih investicija je smanjena preglednost ulaganja, ranijih rezultata i povezanih okolnosti, ograničenje na veće kvalificirane investitore, privatno držanje, skuplji proces ulaganja te ograničena likvidnost. Početak globalne aktivnosti alternativnih fondova bio je vezan uz SAD i kasnije uz Veliku Britaniju i nordijske zemlje, te se aktivnost alternativnih fondova širi po cijelome svijetu (Meggiuson, 2004., Strömberg, 2008.), posebice sukladno mogućnostima i motivima ulaganja alternativnih fondova. U radu se ponajprije razmatraju dvije vrste alternativnih fondova odnosno privatnog kapitala – fondovi pothvatnog kapitala i privatnih vlasničkih ulaganja.

Faktori konkurentnosti pojedinih zemalja za ulaganja pothvatnog kapitala (Gompers i Lerner, 1998.) kao i postojanje odgovarajućih ulagačkih prilika su presudni za obujam ulaganja fondova pothvatnog kapitala u ekonomijama. Globalni sustav fondova privatnih ulaganja kapitala je u velikoj mjeri određen međunarodnim tokovima ulaganja (Strömberg, 2008.). Međunarodna kretanja razmatranih alternativnih investicija su, između ostaloga, uvjetovana razinom prikupljenoga kapitala u pojedinim zemljama i ulagačkim preferenci-

jama za ulaganjem u alternativne investicije pri čemu postoje znatne razlike između pojedinih europskih zemalja. Regionalne razlike u razini ulaganja i dalje su značajne. U novije doba do određene mjere dobivaju na značaju privatna vlasnička ulaganja na tržištima u razvoju (Groh, 2009.), ponajprije zbog očekivanoga rasta (Cornelius, 2011.), ali uz lokalna ograničenja. Obujam investicija fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala se znatno razlikuje između zemalja (Wright et al., 2005.). Također, post-tranzicijske se zemlje znatno razlikuju prema konkurentnosti za privlačenje privatnoga vlasničkog kapitala (Farag et al., 2004.), ponajprije po uvjetima poslovanja i broju mogućih pogodnih poduzeća za ulaganje. Razdoblje nakon posljednje financijske krize je utjecalo na znatno smanjenje aktivnosti alternativnih fondova koje nije bilo jednako u svim zemljama. U ovome radu se analiziraju faktori koji utječu na obujam te konkurentnost i razlike u međunarodnome obujmu aktivnosti fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala. Ti faktori mogu biti značajni za cijeli segment alternativnih investicija. Rad je strukturiran s uvodom, prikazom dosadašnjih istraživanja i literature, razmatranjem važnih grupa faktora koji utječu na aktivnost fondova, empirijskoga istraživanja s interpretacijom rezultata te na kraju zaključka s razmatranjima spoznaja.

## 2. PREGLED LITERATURE

Dosadašnja istraživanja daju pregled potencijalnih faktora koji bi mogli utjecati na obujam investicija fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala s različitim rezultatima. Gompers i Lerner (1998.) istražuju panelom faktore koji utječu na prikupljanje sredstava za fondove pothvatnog kapitala, te nalaze razine poreza na kapitalnu dobit, ulaganja u istraživanje i razvoj te regulaciju ulagačke politike mirovinskih fondova kao važne, posebice u ranom razdoblju razvoja fondova pothvatnog kapitala. Također, i ugled fondova ima utjecaj. Jeng i Wells (2000.) panelom istražuju faktore koji utječu na aktivnost fondova pothvatnog kapitala te su prema istraživanju značajna razina novih izdanja na burzama (eng. *IPO*) kao izlazna mogućnost iz investicija, fleksibilnost tržišta rada je značajna za neke kategorije pothvatnog kapitala uz utjecaj povoljne ulagačke politike, rast BDP-a se nije pokazao kao značajan. Farag et al. (2004.) istražuju način ulaganja fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala u tranzicijskim srednjoeuropskim zemljama i uspoređuju ga s praksom u Njemačkoj. Autori nalaze razlike najviše u većem riziku u tranzicijskim zemljama i manjoj dostupnosti kapitala i mogućnosti izlaska iz investicija kao faktore koji uvjetuju manju aktivnost u srednjoj Europi. Prema istraživanju vođenje investicija kod mnogih poduzeća u srednjoj Europi nije lošije nego u Njemačkoj uz povećan upravljački rizik. Prema panel istraživanju Romain i van Pottelsberghe de la Potterie (2004.) stupanj tehnološke razvijenosti i prilika ima pozitivan utjecaj na ulaganja pothvatnog kapitala. Groh i Lichtenstein (2009.) istražuju faktore konkurentnosti srednjoeuropskih tranzicijskih zemalja za investicije fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala, između ostaloga, kao mjerilo za druge ekonomije u razvoju. Prema istraživanju, likvidnost i razvijenost tržišta kapitala ima utjecaj na obujam investicija fondova uz značaj faktora vezanih uz zaštitu ulagača i mogućnosti financiranja na financijskim tržištima te postojanje odgovarajućih financijskih posrednika. Bernoth et al. (2010.) istražuju u komparaciji faktore investicija fondova privatnih vlasničkih ulaganja u zapadnim i srednjoeuropskim tranzicijskim zemljama te nalaze da su kretanja na burzama, troškovi rada, mogućnost posudbe novca i

razine korporativnih poreza važne odrednice. Pri tome postoje razlike između zapadnih i tranzicijskih zemalja. Bonini i Alkan (2012.) panel metodom globalno istražuju političke i pravne odrednice razlika između zemalja u investicijama fondova pothvatnog kapitala. Prema istraživanju, postoji poseban značaj socioekonomske i poduzetničke atmosfere na razvoj investicija fondova pothvatnog kapitala. Prema autorima, taj faktor ima utjecaj na razlike u aktivnosti tih fondova između zemalja te ističe pomoć poduzetništvu zbog većeg broja aktivnih fondova pothvatnog kapitala. Taj aspekt je u velikoj mjeri određen dosadašnjom tradicijom ulaganja i prepoznavanjem alternativnih investicija na svim razinama u ekonomskome sustavu. Prema istraživanju Wang i Wang (2012.) stupanj ekonomskih sloboda u pojedinoj ekonomiji ima značajan utjecaj na investicije fondova pothvatnog kapitala. Imad'Eddine i Schvienbacher (2013.) analiziraju odnose investitora i njihovu spremnost na ulaganja u međunarodne fondove privatnih vlasničkih ulaganja. Prema istraživanju međunarodne financijske institucije s podružnicama u Europi imaju veću sklonost investirati izravno u europske fondove, kod mirovinskih fondova to nije toliko izraženo. Prema autorima je to povezano, između ostaloga, s transakcijskim troškovima. Nahata et al. (2014.) istražuju kulturološke i jezične zapreke pri transakcijama fondova pothvatnog kapitala koje prema istraživanju imaju značajnu ulogu pri međunarodnim tokovima pothvatnog kapitala te mogu otežati ulaganja fondova pothvatnog kapitala. Također, prema istraživanju kulturološka i geografska blizina zemalja ulaganja ima povoljan utjecaj na uspjeh investicije. Te zapreke smanjuju mogućnost praćenja poslovnog procesa i tekuće komunikacije te imaju utjecaj na način vođenja investicije. Pri tome postoje znatne razlike između pojedinih zemalja u sustavu vrijednosti u poslovanju i poslovnoj praksi u mnogim aspektima poslovanja. Da Gbadji et al. (2015.) istražuju faktore programa korporativnog pothvatnog kapitala globalnih tvrtki te zaključuju da će ti programi biti prisutniji u zemljama gdje već postoje znatne investicije pothvatnog kapitala. Pri tome nema razlike između europskih i američkih korporacija.

Istraživanje u ovome članku obuhvaća značajne potencijalne faktore uz empirijsku analizu koji određuju obujam aktivnosti fondova privatnih vlasničkih ulaganja u novijem razdoblju. S time se može s obzirom na razvoj djelatnosti i promjene u ekonomskome okruženju dati dodatan doprinos literaturi u ovome području. Istraživanje u ovome članku daje dodatan doprinos s obzirom na mali dosadašnji broj istraživanja vezanih uz privatna vlasnička ulaganja.

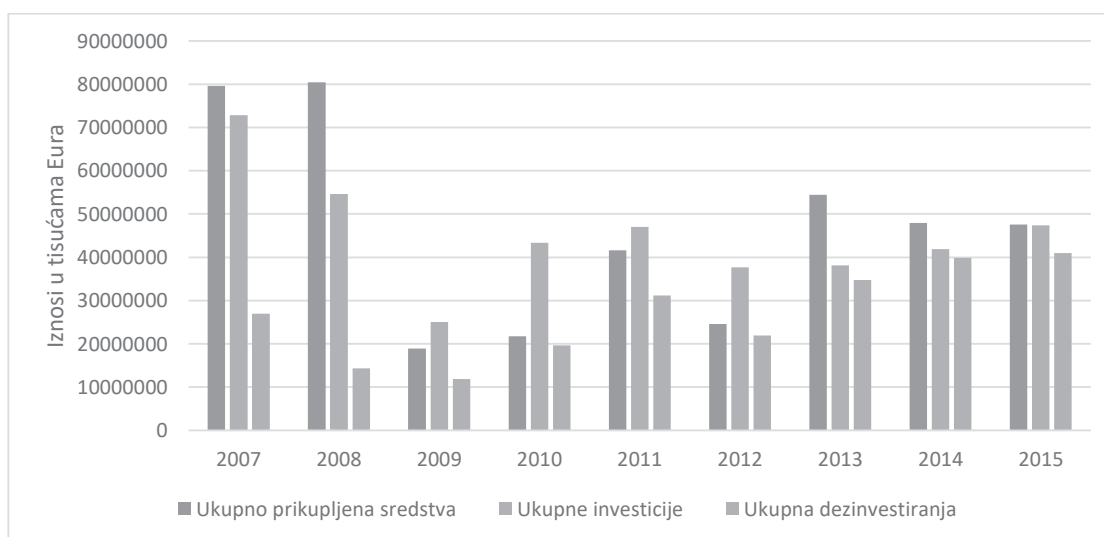
### **3. ODREDNICE KOJE UTJEČU NA INVESTICIJE FONDOVA PRIVATNIH VLASNIČKIH ULAGANJA I POTHVATNOG KAPITALA**

#### **3.1. Faktori financijskih tržišta**

Tradicijski razlozi na financijskim tržištima imaju velik značaj za međunarodne razlike u prihvaćenosti u obujmu alternativnih investicija. Ekonomije s relativno visokom razinom privatnih vlasničkih ulaganja imaju dugačku tradiciju takvih ulaganja i što je vrlo važno odgovarajuću prihvaćenost (Sapienza et al., 1996., Da Gbadji et al., 2014.). U širem i manje formalnome smislu na financijskim tržištima kod svih sudionika može postojati veća

ili manja ulagačka preferencija prema alternativnim investicijama. Važan faktor alternativnih investicija je postojanje poslovne infrastrukture u zemljama ulaganja potrebne za praćenje takvih investicija. Tu se u značajnoj mjeri radi o postojanju odgovarajućih finansijskih institucija i tržišta koja prate alternativno financiranje kao i specijaliziranih posrednika te drugih vanjskih pružatelja usluga potrebnih za zaključenje transakcija fondova. Dubina i razvijenost finansijskih tržišta su posebno bitni za fondove pothvatnog kapitala (Gompers i Lerner, 1998., Black i Gilson, 1998., Farag et al., 2004.) kao i za fondove privatnih vlasničkih ulaganja (Soloma, 2013.) kao faktor financiranja njihovih transakcija kroz odgovarajuće kredite, obveznice i druge hibridne i specijalizirane instrumente.

Razvijenost burzi i finansijskih tržišta je važna za fondove pothvatnog kapitala i privatnih vlasničkih ulaganja (Black i Gilson, 1998., Jeng i Wells, 2000., Kaplan i Schoar, 2005., Cumming, 2006.) zbog kasnije mogućnosti izlaska iz investicije i mogućnosti financiranja. S obzirom da je razvijenost finansijskih tržišta već poznata pri procesu investiranja i formiranja fondova taj faktor utječe na odluke ulagača u fondove kao i planiranje investicija. Pri prodaji novih dionica kao i kod plasmana poslovnih udjela na burzu (Bonini i Alkan, 2012.) od strane fondova pothvatnog kapitala pri izlasku iz investicije na burzi je značajna transparentnost novoga plasmana i prezentiranih poslovnih pokazatelja i postojanje burzovnog tržišta koje će odgovarajuće vrednovati investiciju prema njenim pokazateljima. Ti faktori su koncentrirani u razvijenim zemljama s visokom razinom gospodarske aktivnosti i investicija. Proces vrednovanja imovine u drugim državama može biti otežan zbog različitih pristupa (Guler i Guillen, 2007.). To je važno u kontekstu točnog izvještavanja o imovini fonda u drugoj državi i stvaranja pouzdanih procjena rizika, što su sve vrlo važni faktori za ulagače u alternativne fondove. Na razvijenim tržištima postoje vanjski posrednici koji mogu ulagače pratiti u procesu analize investicija i investiranja te time povećati pouzdanosti tih procesa zbog svojeg ugleda na tržištu. U mnogim europskim zemljama nije razvijen sustav alternativnih investicija kao u zemljama koje su među prvima počele s tim ulaganjima, što je određeno tradicijskim razlozima i preferencijom ulagača za ulaganjem u ne-tradicionalnu i rizičnu imovinu. Slika 1. prikazuje dinamiku europskih fondova privat-



Slika 1. Dinamika aktivnosti europskih fondova privatnoga kapitala 2007. - 2015.

nih vlasničkih ulaganja s aspekta prikupljanja sredstva investiranja i izlaska iz investicija. Može se zapaziti stagnacija aktivnosti fondova privatnih vlasničkih ulaganja nakon financijske krize uz znatan oporavak. Može se zapaziti znatno variranje relativnih omjera prikupljenih sredstava, investicija i izlazaka iz investicija. To je izravno uvjetovano situacijom na financijskim tržištima, stavom ulagača i postojanjem ulagačkih prilika.

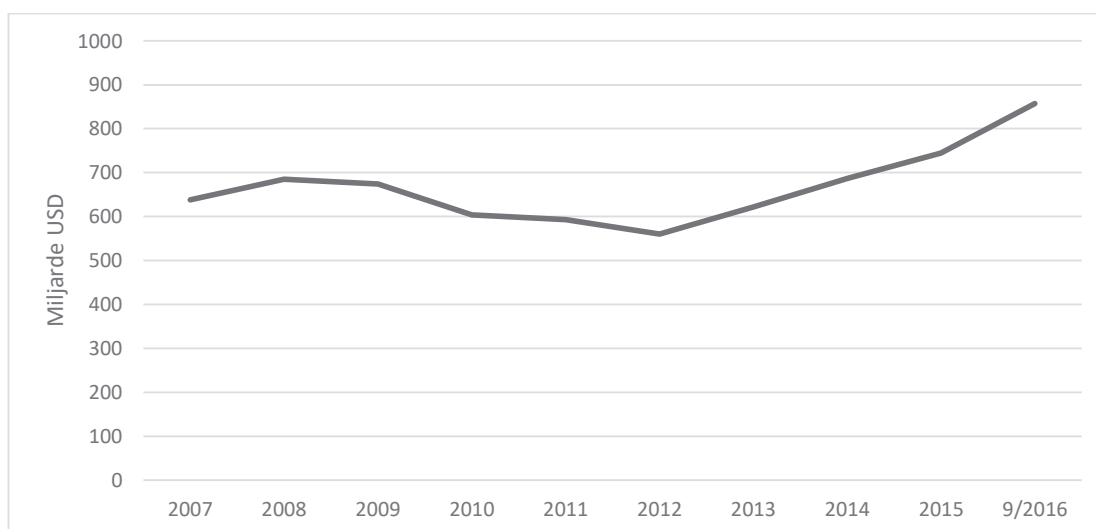
**Tablica 1.** Razdioba ukupnih ulaganja europskih fondova za privatna vlasnička ulaganja i pothvatni kapital po zemljama (iznosi u milijunima eura)

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Austrija	905,5	326,2	178,3	703,0	321,8	282,3	554,5	288,6	1084,5
Baltičke zemlje	217,0	88,0	6,7	33,5	53,4	29,6	65,4	118,0	102,3
Belgija	2323,3	700,8	1168,2	972,4	977,3	1408,4	1056,2	978,1	1380,1
Bugarska	179,0	91,6	185,2	82,2	7,2	84,2	11,1	2,3	28,0
Češka	181,1	423,0	1358,0	228,8	143,9	105,9	134,4	296,0	13,8
Danska	1835,2	1207,4	479,0	385,7	880,6	861,6	1868,2	1250,3	1683,3
Finska	1069,0	659,6	677,2	589,9	846,3	606,4	791,0	713,6	1028,9
Francuska	12149,3	8919,5	3142,2	6646,0	9612,1	5274,9	6418,2	8295,4	8215,3
Njemačka	10448,0	9583,7	3023,8	4894,9	6666,9	6626,0	5054,8	7133,3	6598,9
Grčka	151,0	283,5	152,5	39,1	10,1	35,6	4,8	0,2	250,0
Madžarska	222,7	464,0	213,6	65,0	194,8	103,0	56,3	169,9	158,3
Irska	528,9	313,1	510,5	751,6	314,3	265,5	174,5	507,8	655,1
Italija	3520,8	5350,2	1893,5	1609,1	2221,0	1339,2	1791,7	1827,6	2529,8
Luksemburg	687,4	829,4	912,4	92,0	313,6	68,0	157,5	21,0	649,2
Nizozemska	4626,1	2784,9	885,5	2055,1	2885,3	1379,9	2371,1	3251,9	3302,5
Norveška	1178,5	1124,7	709,2	1886,7	905,1	966,7	1681,0	2354,0	1591,1
Ostale CEE	163,8	82,5	128,3	47,1	38,9	138,0	49,4	395,7	261,5
Poljska	434,2	635,7	274,6	652,7	678,4	473,0	380,0	251,4	803,5
Portugal	213,0	358,8	303,4	192,3	531,9	228,3	339,1	264,9	152,1
Rumunjska	212,4	294,0	220,9	119,1	65,9	27,6	70,3	79,7	144,3
Španjolska	3697,1	2199,1	1114,3	2945,9	2349,8	2012,6	1972,1	1594,7	1526,5
Švedska	3085,3	2288,3	1112,1	2766,5	3354,3	2527,3	813,9	1427,5	1690,2
Švicarska	1522,6	876,6	582,7	1345,0	1185,0	1840,2	889,4	987,0	1287,2
Ukrajina	261,7	353,7	38,2	96,2	63,3	43,3	19,7	4,3	17,4
Velika Britanija	20028,3	13127,5	5037,9	12718,4	10248,7	10024,9	9597,0	9574,8	12284,9
Europa ukupno	69841,2	53365,7	24308,4	41918,5	44870,1	36752,3	36321,7	41788,1	47438,9

Izvor: prema podacima Invest Europe/EVCA.

Poznato je da alternativni fondovi, posebice privatni fondovi vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala imaju važnu funkciju opskrbe financijskih tržišta rizičnim kapitalom i kapitalom koji je dio restrukturiranja poduzeća. Segment fondova pothvatnog kapitala je posebno važan zbog pružanja kapitala za nova i rastuća poduzeća koja nisu pogodna za klasično financiranje jer nemaju kolateralu i predvidivih novčanih tokova. Većina svjetskih visokotehnoloških poduzeća je osnovana uz poduzetničku inicijativu i uz pomoć fondova pothvatnog kapitala. Time ekonomije koje nemaju razvijen sustav fondova pothvatnog kapitala i koje imaju bankocentričan financijski sustav (Black i Gilson, 1998., Greene, 1998.) imaju znatno smanjene mogućnosti razvoja novih perspektivnih poduzeća. Faktor se može relativizirati uz utjecaj drugih čimbenika ekonomske razvijenosti te postojanje ulagačkih prilika uopće. Ulaganja fondova privatnih vlasničkih ulaganja ponajprije traže poduzeća sa stabilnim novčanim tokovima i uhodanom poslovnom aktivnošću koja ima predvidljiv okvir te postojanje značajnoga potencijala za restrukturiranja poduzeća uz povoljne ekonomske uvjete. Između ostaloga, ti faktori uvjetuju znatne razlike u obujmu aktivnosti alternativnih fondova između pojedinih zemalja. Taj faktor je u većoj mjeri zastupljen na razvijenim financijskim tržištima gdje je koncentrirana većina investicija. Tablica 1. prikazuje ukupna ulaganja europskih fondova za privatna vlasnička ulaganja i pothvatni kapital. Može se zapaziti dominacija razvijenih zemalja.

Reforme mirovinskih fondova i promjene njihovoga ulagačkog okvira omogućile su povećanje alokacije njihovih sredstava prema privatnim investicijama (Cornelius, 2011.) uz određena ograničenja. U novije doba dolazi do reformi, ponajprije u SAD-u, koje omogućavaju financiranje rizičnih ulaganja u nova poduzeća kroz širi krug ulagača. Državne potpore investicijama pothvatnog kapitala, posebice u Velikoj Britaniji mogu biti usmjerene prema smanjenju porezne osnovice na osobnoj razini za reinvestiranje u određene poslovne strukture koje ulažu u rizična poduzeća. Kod investicija fondova pothvatnog kapitala državni poticaji su važni radi davanja dodatne podrške rastućim poduzećima s ograničenim resursima. Time se ograničena sredstva poduzeća mogu bolje usmjeriti drugim troškovima



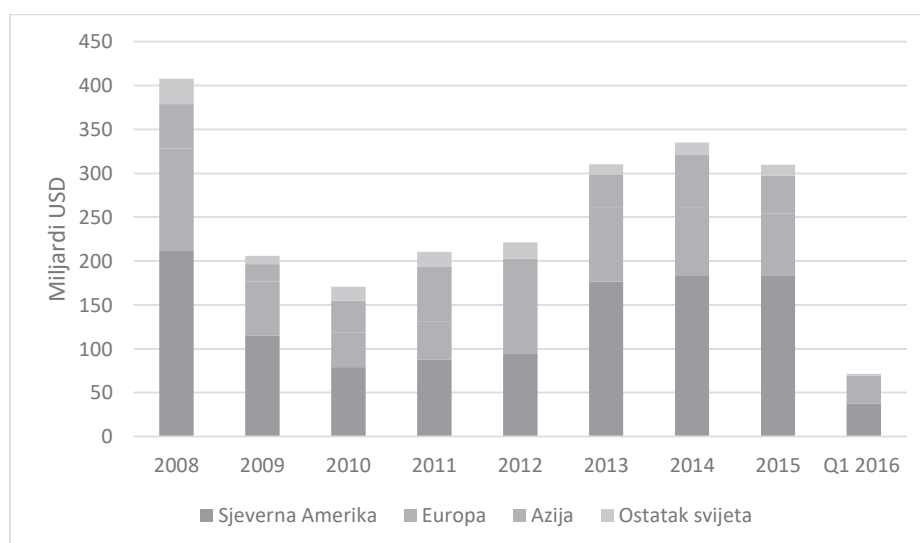
**Slika 2.** Globalni neiskorišteni kapital fondova privatnih vlasničkih ulaganja (iskazan u prosincu tekuće godine) – iznosi u milijardama USD

razvoja poduzeća i povećati ulagačka osnova. Ta mogućnost je vrlo važna u kontekstu međunarodnih ulaganja fondova pothvatnog kapitala koji doprinose gospodarskome razvoju i razmatraju konkurentnosti ekonomija pri privlačenju fondova pothvatnog kapitala upravo po spremnosti da ga neizravno podrže. Time ekonomije mogu uz relativno manji poticaj razmatranim alternativnim investicijama poboljšati vlastiti gospodarski rast. U kontinentalnoj Europi model potpora je ponajprije vezan uz specijalizirane banke i fondove neizravno vezane uz državu. Slika 2. prikazuje neiskorišteni kapital globalnih fondova za privatna vlasnička ulaganja. On je relativno narastao s obzirom na nedostatak ulagačkih prilika. Neiskorišteni kapital fondova privatnih vlasničkih ulaganja je uglavnom globalno mobilan što ukazuje na potrebnu konkurentnost za njegovim privlačenjem.

Transakcijski troškovi razmatranih alternativnih investicija predstavljaju važan faktor pri donošenju ulagačkih odluka, oni se relativiziraju prema ukupnoj vrijednosti transakcije. U kontekstu transakcija fondova pothvatnog kapitala ti troškovi mogu biti značajni (Da Gbadji et al., 2015.) u odnosu na vrijednost transakcije. Time se ukupno naglašava značaj niskih ulagačkih troškova kao faktora konkurentnosti za ulaganja u međunarodnoj konkurenciji.

### 3.2. Faktori ekonomskoga i poslovnoga okruženja

U suvremeno doba brojni su fondovi privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala već pri samome formiranju regionalno i sektorski određeni kao dio procesa predstavljanja novih fondova ulagačima pri prikupljanju sredstava. To je važno u europskome kontekstu fondova privatnih vlasničkih ulaganja (Imad'Eddine i Schwienbacher, 2013.). Prema fokusu ulaganja ulagači i drugi kasniji sudionici u ulaganjima razmatraju alternativne fondove i kasnije perspektive za ostvarenjem poslovnoga rezultata. Takav pristup je uvjetovan spremnošću ulagača da ulažu u nekom području gdje ima perspektive za ostvarenje povrata i gdje je moguće ostvariti dobre uvjete ulaganja. Ti faktori su podložni promjenama uz



Slika 3. Regionalna usmjerenost fondova privatnih vlasničkih ulaganja pri procesu skupljanja sredstava

Izvor: izrada autora prema podacima PREQIN Q1/2016.



dugotrajno povoljan status ekonomija gdje su već ranije postojale razmjerno visoke razine alternativnih investicija. Pri tome je vrlo važna konkurentnost za te tokove kapitala kao i postojanje odgovarajućih ulagačkih prilika (Gompers i Lerner, 1998.). Fondovi korporativnog pothvatnog kapitala predstavljaju značajan razvojni faktor i njihova ulaganja su usmjerena prema zemljama gdje već postoje takve investicije (Da Gbadji et al., 2015.). Slika 3. prikazuje regionalno određenje fondova privatnih vlasničkih ulaganja pri prikupljanju sredstava. Može se zapaziti pretežna usmjerenost prema Sjevernoj Americi s oscilacijama tijekom financijske krize.

Pouzdanost pravnoga okvira je posebno značajna u kontekstu poštivanja ugovornih odredbi što daje ulagačima očekivanje da će poduzeća investicije moći zakonski poslovati te da će se ostvariti zaštita ulaganja. Ulagači vrlo često unaprijed imaju informacije o ulagačkoj zaštiti u pojedinim ekonomijama što ima utjecaj na alokacije i financiranje privatnih investicija (La Porta et al., 1997., Lerner i Schoar, 2005., Cumming, 2006.). Pouzdanost ugovaranja i pravna zaštita imaju ulogu za odobravanje financiranja s obzirom na potrebe davatelja financiranja za pouzdanim okvirom povrata posuđenih sredstava. S obzirom na te faktore u praksi postoji zajedničko financijsko i ulagačko tržište između razvijenih zemalja sa sličnim sustavom zaštite (Cumming i Johan, 2007.) i ugovaranja investicije. Pouzdanost pravnoga i regulatornoga okvira (Cumming et al., 2006.) je posebno značajna s obzirom na privatnu narav alternativnih ulaganja te kasnije mogućnosti plasmana poslovnih udjela na burzu. Pri investiranju ulagača važna je pouzdana mogućnost dubinskoga snimanja investicije i prikazivanja pouzdanih poslovnih pokazatelja. To je važno za transparentnost procesa investiranja i očuvanja investicije te je u visokoj povezanosti s razinom poslovnih standarda u nekoj ekonomiji. Pri tome ulagači zahtijevaju veliku razinu sigurnosti i prihvaćanje međunarodno priznatih poslovnih standarda. Važna odrednica međunarodnih investicija pothvatnog kapitala je poznavanje lokalnog ekonomskog konteksta te blizina za ulagače zbog veće preglednosti investicija (Lerner, 1995.) i donošenja investicijskih odluka uopće. Pri tome je važna pouzdanost pravnoga i drugih okvira neke ekonomije bez čestih ili čak retrogradnih izmjena propisa. To je važno ponajprije zbog pouzdanosti okvira planiranja i odlučivanja ulagača te opće ulagačke klime koja ima vrlo važan utjecaj na donošenje odluka investitora. Pri tome je značajno postojanje pouzdanoga pravnog okvira, upravljačkih i poslovnih standarda uz smanjenje moralnoga hazarda. Ta pitanja su dio poslovne kulture i tradicije zemlje o čemu pri međunarodnim tokovima aktivnog kapitala već postoji percepcija ulagača. Tek postojanjem većega kontinuiteta uspješnih ulaganja i poslovnih prilika može se poboljšati status zemlje u tokovima razmatranih vrsta fondova alternativnog kapitala. Pri tome je važno postojanje sposobnog menadžmenta u pojedinim zemljama koji može pratiti ulaganja fondova privatnih vlasničkih ulaganja (Farag et al., 2004.).

Državne potpore investicijama pothvatnog kapitala u pojedinim zemljama mogu dati značajan poticaj (Lerner, 1999., Cumming, 2007.). Potpore se u značajnoj mjeri sastoje od suulaganja države ili s državom povezanih specijaliziranih institucija u fondove alternativnog kapitala. Takva ulaganja su pretežno usmjerena prema fondovima pothvatnog kapitala. Pri tome je tendencija da državna potpora pokrije segmente i faze investicija koje bi se same teže ostvarile (Grilli i Murtinu, 2014.), primjerice na tržištu kapitala, a sve s ciljem postizanja gospodarskoga razvoja. Takva državna politika je često selektivna prema određenim sektorima gdje se očekuje gospodarski boljitak i gdje se može postići sukladnost s drugim ulaganjima u istraživanje i razvoj (Cumming, 2007.). Državne potpore ponajprije povećavaju raspoložive osnovice za financiranja određene kategorije investicija, što je važno za

ograničena sredstva dostupnoga pothvatnog kapitala u ranim fazama svake investicije. Državne potpore ne povećavaju uvijek produktivnost poduzeća (Alperovych, 2015.), ali mogu povećati raspoloživa sredstva za investicije.

Fleksibilnost tržišta rada je važna za investicije fondova pothvatnog kapitala (Black i Gilson, 1998., Jeng i Wells, 2000.) koje će zbog manje sigurnosti poslovanja i očekivanoga rasta teže moći ponuditi stabilna radna mjesta u promjenjivome obujmu poslovanja u fazama razvoja. Tržište rada je odrednica svih investicija pa i razmatranih alternativnih investicija te utječe na ukupnu konkurentnost investicije i njezine operativne troškove. Taj faktor se može relativizirati s obzirom na ukupni udio troškova rada u svakoj investiciji i potrebnu kadrovsku strukturu. Kao dio konkurentnosti za razmatrane investicije je značajno da na tržištu rada postoje odgovarajući kadrovi unutar planiranoga okvira cijene rada koliko je predviđeno prema investiciji. Fleksibilnost tržišta rada je dodatan faktor koji utječe na investicijske odluke, tu je ponajprije važna mogućnost fleksibilnijeg formiranja radnih odnosa i s lakšim raskidanjem po potrebi. Iznosi poreza i doprinosa na rad kao i mogućnosti državnih potpora imaju ulogu na ulagačke odluke. Suprotno nekim uvjerenjima, manja fleksibilnost i veća zaštita tržišta rada može rezultirati manjim gospodarskim rastom (Blanchard, 1997.). U slučaju fondova privatnih vlasničkih ulaganja faktor rada se posebno razmatra i teži se racionalizirati kao poseban čimbenik troškova u skladu s racionalizacijom troškova. Stope gospodarskoga rasta i faze ekonomskih ciklusa mogu utjecati na aktivnost fondova pothvatnog kapitala i stav ulagača (Gompers i Lerner, 1998.). To može biti značajno za investicije pothvatnih fondova s obzirom na njihovu složenost i veći broj ugrađenih rizika, ali se faktor može relativizirati s obzirom na planiranje i trajanje investicija neovisno o trenutnim ekonomskim ciklusima.

Regulatorni faktori imaju znatan utjecaj na obujam privatnih rizičnih investicija u pojedinoj zemlji (EC, 1998., Cumming i Zambelli, 2013.). U širem smislu na konkurentnost za alternativne investicije utječe koliko su regulatorni faktori poticajni za njih i postoje li nepotrebne zapreke ulaganjima. Postojanje manjih zapreka koje, primjerice ne bi postojale u drugoj zemlji, mogu znatno smanjiti konkurentnost. Regulatorni okvir može utjecati na porezni tretman investicija i način financiranja (Gompers i Lerner, 1998., Lerner i Schoar, 2005.) što je posebno značajno za konkurentnost investicija pothvatnog kapitala s gledišta ostvarenja povrata od kapitalnih dobitaka i dobiti kao i korištenja financijske poluge. Također, porezni aspekti su važni i radi ukupne cijene rada i drugih troškova poslovanja te posebice smanjenja raznih parafiskalnih troškova koji nisu u proporciji za potrebnim. Faktori konkurentnosti ekonomije za pothvatni kapital mogu se, između ostalog, vezati i uz faktore ekonomskih sloboda (Wang i Wang, 2012.) u pojedinim ekonomijama u kombinaciji s postignutim stupnjem gospodarskoga razvoja. Značaj poreznog tretmana alternativnih investicija se razlikuje za fondove pothvatnog kapitala i privatnih vlasničkih ulaganja. Za hedge fondove s obzirom na način ulaganja i izbor domicila porezni tretman nije toliko relevantan. Može se relativizirati da je značaj razvijenosti gospodarstva u planiranju takvih investicija veći od relativno manjih poreznih stopa s obzirom na veliku važnost postojanja ulagačkih prilika i razvijene ekonomije neovisno o razini poreza. Kod investicija fondova pothvatnog kapitala važan je porezni tretman kapitalnih dobitaka i plaća (Gompers i Lerner, 1998., Groh i Lichtenstein, 2009., Bonini i Alkan, 2012.). Za fondove privatnih vlasničkih ulaganja je značajan porezni tretman kamata zbog duga za preuzimanje poduzeća te kasnije stopa poreza na kapitalne dobitke. Za sve vrste investicija su značajne stope poreza na dobit zbog ostvarenja povrata na investicije i mogućega vrednovanja investicije.

### 3.3. Faktori ekonomske i poslovne razvijenosti

Fondovi privatnih vlasničkih ulaganja traže na tržištu poduzeća za ulaganja koja već imaju stupanj razvijenosti poslovnih procesa koji se može dodatno razviti i optimizirati. Na tržištima u razvoju je relativno manji broj takvih poduzeća nego u razvijenim zemljama. Fondovi pothvatnog kapitala imaju smanjene mogućnosti u mnogim zemljama, posebice manje razvijenima, zbog niže tehnološke razine i manje spremnosti da se ulaže u inovaciju. Manja spremnost ulaganja u inovaciju u širem smislu utječe na samu mogućnost razvoja inovativnoga poduzeća u neke prosperitetnom sektoru, kao i na postojanje društvenih pretpostavki da se takvo ulaganje podrži. U širem smislu, ulagači ne samo u alternativne investicije imaju unaprijed percepciju o nekoj ekonomiji i kakve im se ulagačke mogućnosti i podrške pružaju na potrebnim razinama. Ulaganja u inovaciju kao i opće povećanje ulagačke konkurentnosti u gospodarstvu imaju dodatne pozitivne učinke vezane uz poboljš

**Tablica 2.** Razdioba europskih ulaganja fondova pothvatnog kapitala po zemljama (iznosi u milijunima eura)

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Austrija	79,88	50,76	75,89	43,56	93,75	42,54	63,17	61,81	110,79
Baltičke zemlje	15,27	12,82	2,89	6,32	7,81	11,77	16,58	22,75	20,21
Belgija	180,84	117,13	155,88	82,91	91,11	94,24	89,50	119,29	61,59
Bugarska	3,32	8,32	4,04	1,33	0,42	0,09	5,10	2,33	1,10
Češka	4,19	31,82	28,25	23,05	10,52	5,23	2,88	5,57	1,67
Danska	207,72	190,67	82,22	68,82	125,26	78,63	80,37	65,96	77,85
Finska	132,17	120,02	90,91	98,99	85,69	79,06	128,85	123,41	106,56
Francuska	1025,23	1092,06	843,60	751,45	631,64	566,42	682,21	620,84	683,33
Njemačka	816,53	1094,02	658,96	729,00	717,40	567,34	716,39	671,26	837,17
Grčka	19,03	32,72	16,68	5,00	9,83	0,00	4,83	0,20	0,00
Madžarska	10,50	12,84	1,26	17,90	40,02	65,49	16,71	32,15	24,95
Irska	86,29	91,99	76,17	46,19	56,23	92,15	113,49	90,47	75,77
Italija	130,94	111,44	63,42	73,34	69,15	79,09	60,80	33,37	46,28
Luksemburg	10,18	28,75	1,14	2,73	5,49	11,06	5,28	4,42	5,36
Nizozemska	280,49	300,40	170,54	146,83	170,40	180,87	195,07	194,26	162,75
Norveška	260,58	158,30	120,41	171,40	125,10	117,87	71,22	94,23	56,08
Ostale CEE*	24,37	9,37	2,03	3,50	7,93	4,30	10,50	7,50	11,91
Poljska	39,11	50,44	1,15	3,31	26,46	9,08	15,63	22,49	19,59
Portugal	102,58	61,27	34,12	55,13	11,89	16,71	37,96	49,32	58,68
Rumunjska	33,79	41,99	4,17	5,09	4,00	3,06	2,98	5,30	1,83
Španjolska	341,91	523,13	163,70	116,71	151,58	116,83	104,57	100,72	156,48
Švedska	412,09	382,80	215,92	255,64	248,12	223,55	231,24	289,60	163,05
Švicarska	277,18	170,15	225,24	181,74	201,64	181,69	183,61	168,92	260,84
Ukrajina	14,62	88,07	0,18	0,38	3,27	1,56	0,75	2,12	2,97
Velika Britanija	1502,09	1527,65	784,25	771,04	800,52	658,21	571,14	849,13	858,31
Europa ukupno	6010,93	6308,94	3823,00	3661,37	3695,23	3206,84	3410,84	3637,42	3805,12

Izvor: prema podacima Invest Europe/EVCA.

šanje ugleda kod ulagača i njihovu veću spremnost ulaganja u nekoj ekonomiji. Tablica 2. prikazuje razdiobu europskih ulaganja fondova pothvatnog kapitala po zemljama. Može se zapaziti koncentracija aktivnosti prema razvijenim zemljama s potrebnom infrastrukturom.

Dosadašnja ulaganja fondova pothvatnog kapitala i razvoj poduzetništva imaju utjecaj na odluke u poduzetništvu (Samila i Sorenson, 2011.). Prema autorima, osnivanje jednoga poduzeća može neizravno utjecati na osnivanje od jednoga do čak 11 novih poduzeća u istoj regiji. Taj faktor utječe na poboljšanje poduzetničke klime uopće i na davanje pozitivnoga poticaja drugima za poduzetništvo. Na taj faktor se trebaju nadovezati mogućnosti financiranja koje daju fondovi pothvatnog kapitala kao i koncentracija poduzetničkih aktivnosti u nekome području zbog tradicije poduzetništva i značajnih mogućnosti razvoja. Ti faktori u povijesti uvjetuju stvaranje poznatih poduzetničkih zona u nekome sektoru, kao primjerice poznate Silicijske doline. Pri tome je vrlo važna koncentracija kadrova, poslovnih mogućnosti i kulture na jednome mjestu. Razvoj poslovne kulture u ekonomiji i poznavanje značaja poduzetništva ima utjecaj i na obujam poslovanja fondova pothvatnog kapitala (Clarysse et al., 2009., Popov i Rosenboom, 2012.). To je važno u kontekstu osobne percepcije poduzetnika i poslovnih mogućnosti kao i društvene percepcije u vezi poduzetništva. Taj faktor je zbog individualne naravi poduzetništva više izražen za ulaganja fondova pothvatnog kapitala. Za investicije fondova privatnih vlasničkih ulaganja važno je poduzetničko ozračje u društvu u kontekstu prihvaćanja mogućnosti i potrebe da se kroz ulaganje fonda poduzeće poboljša i poveća poslovne pokazatelje. To je važno radi tendencije postizanja boljih poslovnih pokazatelja poduzeća i razvoja uopće neovisno o starijoj strukturi. U tome prednjače razvijenije zemlje s većim stupnjem ekonomskih sloboda.

Porast patentne aktivnosti imao je utjecaj na porast aktivnosti fondova pothvatnog kapitala poslije 1990. godine (Kortum i Lerner, 2000.). aktivnosti fondova pothvatnog kapitala pomažu razvoju patenata i inovacija (Popov i Roosenboom, 2012.), što ima i povratnu vezu između konkurentnosti za ulaganja i samih ulaganja. Faktor se može relativizirati u kontekstu postojanja poduzetničkih prilika i kulture u nekima regijama. Razina ulaganja u istraživanje i razvoj te patenti utječu na razvoj poduzetničke aktivnosti (Romain i von Pottelsberghe de la Potterie, 2004.) i obujam razmatranih alternativnih investicija, posebice fondova pothvatnog kapitala (Gompers i Lerner, 1998., Bonini i Alkan, 2012.). Razvijene ekonomije s tradicijom poduzetništva prednjače u tim faktorima, što je posebno važno i za korporativni pothvatni kapital (Da Gbadji et al., 2015.). Razvijenost obrazovnoga sustava može imati utjecaj na ulaganja u segmentu pothvatnog kapitala (Megginson, 2004.). To je značajno zbog očekivane više tehnološke razine mnogih poduzeća u koja ulažu fondovi pothvatnog kapitala te potrebne kadrovske strukture s primjerenom cijenom rada. Cijena rada kao i dinamika mogućih promjena cijena rada na tržištu ima utjecaj na investicije razmatranih alternativnih fondova, posebice zbog mogućnosti planiranja investicija.

#### **4. EMPIRIJSKA ANALIZA I INTERPRETACIJA**

Istraživanje je obuhvatilo izbor razvijenih i post-tranzicijskih europskih zemalja, ukupno 23 zemlje. Zemlje uključene u uzorak su: Austrija, Belgija, Bugarska, Češka, Danska, Finska, Francuska, Grčka, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Njemačka, Norveška, Mađarska, Poljska, Portugal, Rumunjska, Španjolska, Švedska, Švicarska, Ukrajina i Veli-

ka Britanija. Pri izboru uzorka i zemalja značajna je dostupnost podataka i vremenska dužina uzorka. Izabrani su i korišteni sljedeći podaci: razine BDP-a u apsolutnome iznosu i godišnja stopa rasta prema podacima World Bank, pojedinačno razina investicija fondova privatnih vlasničkih ulaganja, pothvatnog kapitala i ukupno te dvije kategorije ulaganja u apsolutnome iznosu prema podacima Invest Europe (EVCA), pri čemu je indirektno iz navedenih podataka izračunat udio izabranih kategorija investicija u BDP-u, jedinični trošak rada iz baze podataka OECD-a, podaci o tržišnoj kapitalizaciji prema podacima World Bank i Global Stock Markets Factbook, dugoročne kamatne stope prema podacima OECD-a i podaci o nezaposlenosti prema podacima World Bank i International Labour Organisation. Uzorak obuhvaća razdoblje od 2002. - 2014. godine. U sklopu istraživanja izrađena su tri panel modela s fiksnim učincima čiji su rezultati prikazani u tablici 3. Prikazani su procijenjeni parametri sa standardnim greškama i podacima značajnim za regresije.

**Tablica 3.** Rezultati panel regresijskih analiza

Zavisna varijabla: udio kategorija alternativnih investicija u BDP-u			
Varijabla	Privatna vlasnička ulaganja	Pothvatni kapital	Ukupno obje kategorije investicija
Konstanta C	-0,054533 (0,050251)	0,099316*** (0,020911)	0,023707 (0,063543)
Stopa rasta BDP-a	0,001347 (0,002353)	0,001657 (0,001113)	0,002158 (0,002976)
Tržišna kapitalizacija na burzama	0,001178*** (0,000314)	0,000263* (0,000155)	0,001280*** (0,000397)
Dugoročne kamatne stope	0,006470** (0,003171)	0,002236 (0,001449)	0,007480** (0,004024)
Nezaposlenost	-0,000800 (0,002385)	-0,000972 (0,001009)	-0,001641 (0,003037)
Jedinični trošak rada	0,002340 (0,002277)	0,002322** (0,001103)	0,004264 (0,002884)
BDP po glavi stanovnika	1,52E-06* (8,75E-07)	-2,15E-06*** (3,33E-07)	7,62E-07 (1,11E-06)
AR(1)	0,345536*** (0,062602)	0,167187** (0,070960)	0,353111*** (0,063587)
R2	0,864695	0,720694	0,872436
Prilagođeni R2	0,844002	0,677977	0,852926
Broj opažanja	197	197	197
D-W statistika	2,0119	2,0801	1,9837
F-statistika	41,7855	16,8712	44,7177
Vjerojatnost F-statistike	0,0000	0,0000	0,0000
S. P. regresije	0,058043	0,027637	0,073509
Standardne razine signifikantnosti pojedinih parametara na razinama od 1 %, 5 % i 10 % su označene s ***, **, *. Svi modeli su procijenjeni s fiksnim učincima.			

Tržišna kapitalizacija je važna za ulaganja fondova pothvatnog kapitala i privatnih vlasničkih ulaganja u kontekstu razvijenosti financijskih tržišta i mogućnosti financiranja te izlaska iz investicija. Investicije tih fondova mogu biti podložne kretanjima na burzama u dužem razdoblju držanja investicija, ali je tijekom cijeloga procesa investiranja potrebna visoka razvijenost financijskih tržišta i povoljna kretanja na njima. Rast tržišne kapitalizacije na burzama, između ostaloga, znači veće vrednovanje poslovnih udjela u vlasništvu fondova kao i veće povjerenje ulagača u rast poduzeća i buduću ekonomsku situaciju. U ranijim konjunkturalnim razdobljima i razdobljima povećanja aktivnosti fondova privatnih vlasničkih ulaganja prije financijske krize su zabilježene relativno više dugoročne kamatne stope nego danas. Usprkos tome bilo je dostupno veće raspoloživo zaduženje za fondove i njihova preuzimanja. Unatoč smanjenju kamatnih stopa ulagači su ostali rezervirani prema razmatranim alternativnim investicijama zbog većega rizika nakon financijske krize. Fondovima pothvatnog kapitala nije toliko važno vanjsko financiranje i dug. Utjecaj dugoročnih kamatnih stopa na aktivnost alternativnih fondova nije toliko izravno značajan, koliko je povezan s dosadašnjim ciklusima rasta u ekonomiji i očekivanjima na financijskim tržištima. Financijska tržišta i burze su značajne za fondove privatnoga kapitala kao faktor alokacije sredstava ulagača i pokazatelj njihovoga očekivanja prema investicijama u realnu ekonomiju koje nose veći rizik od tradicionalno smatranih najsigurnijih ulaganja s najmanjim prinosom. Rast tržišne kapitalizacije također je često puta povezan s povećanjem likvidnosti financijskih tržišta, što može biti vrlo značajno za neka ulaganja. Kretanja na burzama su važna radi zaključenja cijeloga ulagačkog ciklusa fondova alternativnog kapitala i ostvarenja prinosa koji motivira ulagače. Kod investicija fondova pothvatnog kapitala uz burze su važne i druge privatne mogućnosti financiranja kao različiti stupnjevi pothvatnog kapitala mimo burzi koje će se nadovezati na početno ulaganje po fazama.

BDP po glavi stanovnika je važan kao pokazatelj razvijenosti ekonomije i postojanja povoljnih ulagačkih prilika koje su važne za fondove privatnih vlasničkih ulaganja. To je značajno i u kontekstu veće tehnološke i poslovne razvijenosti koja je važna za poduzeća viših tehnologija u koja često ulažu fondovi pothvatnog kapitala. Taj faktor je manje statistički izražen za privatna vlasnička ulaganja s obzirom na tendenciju da se njihova ulaganja koncentriraju u manjem broju zemalja koje imaju tradiciju ulaganja i uhodane povoljne ulagačke prilike. Jedinični trošak rada se pokazao značajnim u kontekstu fondova pothvatnog kapitala koji traže fleksibilni radni angažman, posebice u ranoj fazi razvoja poduzeća koje još nema novčane tokove. Kod razvijenih ulaganja fondova za privatna vlasnička ulaganja trošak rada je prihvaćen kao tržišno određen u postojećim gospodarskim subjektima koji već posluju po tržišnim uvjetima. Nezaposlenost se ne pokazuje kao značajna za investicije fondova pothvatnog kapitala niti privatnih vlasničkih ulaganja s obzirom da one duže traju od faza ekonomskih ciklusa. Težina različitih faktora se razlikuje između ulaganja fondova pothvatnog kapitala i privatnih vlasničkih ulaganja s obzirom na različitu narav i mehanizam njihovih ulaganja. Rezultati su uglavnom sukladni očekivanjima. Relativno razmatranje svih faktora koji utječu na obujam razmatranih investicija je otežano zbog trajanja investicija kroz više ekonomskih ciklusa kao i naravi ulaganja koja traži povoljne prilike. Pri tome je bitan dugoročni oporunitet neovisno o trenutnim ekonomskim uvjetima i trenutnome gospodarskom rastu uz postojanje dugoročne perspektive.

## 5. ZAKLJUČAK

U današnje doba postoji razmjerno visoka razina ulaganja fondova privatnih vlasničkih ulaganja u Europi koja raste s porastom interesa ulagača u ovu kategoriju imovine. Stope rasta razmatranih kategorija alternativnih investicija kao i njihova razina se znatno razlikuju između pojedinih zemalja pri čemu presudnu ulogu ima konkurentnost za tu vrstu investicija. Kao dio razvoja gospodarske konkurentnosti u ekonomiji vrlo je važno povećati konkurentnost za te investicije, posebice u kontekstu potencijala gospodarskoga razvoja. To je značajno istraživačko pitanje i čimbenik za ekonomsku politiku. Razvijene ekonomije pružaju najviše ulagačkih mogućnosti prema dosadašnjoj praksi i obujmu ulaganja fondova privatnih vlasničkih ulaganja. Neke ekonomije mogu pružiti povoljnije porezne i poslovne uvjete kao i druge faktore koji bi trebali povećati uspjeh alternativnih investicija. Unatoč tome nisu u svakoj ekonomiji postignute željene razine ulaganja. To je ponajprije povezano s kontinuitetom i prihvaćenošću takvih ulaganja, financijskim sustavom te najvažnije uz postojanje odgovarajućih ulagačkih prilika.

U radu je izvršena analiza faktora koji utječu na međunarodne tokove ulaganja fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala. Prema istraživanju, kretanja tržišne kapitalizacije na burzama imaju važnu ulogu na ulaganja fondova pothvatnog kapitala i privatnih vlasničkih ulaganja. Manje razvijeno financijsko tržište je značajna zapreka za ulaganja fondova pothvatnog kapitala i privatnih vlasničkih ulaganja s obzirom da će u početnoj fazi smanjiti mogućnosti financiranja transakcija. Kasnije će zbog tog razloga biti manje izlazne mogućnosti što izarvno negativno utječe na potencijal povrata investicija. Razvijenost financijskih tržišta utječe neizravno i na obujam ulaganja u alternativne kategorije investicija. Prema istraživanju razina BDP-a ima utjecaj na obujam aktivnosti razmatranih fondova, ponajprije kao pokazatelj gospodarske razvijenosti iz koje proizlazi i ulagačka tradicija. Ciklični gospodarski pokazatelji ne pokazuju se kao značajni za obujam ulaganja razmatranih alternativnih fondova. Povoljna kretanja pokazatelja značajnih za ulagače u te fondove povećavaju njihovu ulagačku spremnost i utječu na očekivanja o ostvarenju poslovnoga rezultata. Razlike u rezultatu istraživanja između fondova pothvatnog kapitala i fondova privatnih vlasničkih ulaganja su u velikoj mjeri uvjetovane različitim obujmom te dinamikom financiranja kao i predvidljivošću novčanih tokova. Porast vrijednosti financijske imovine ima utjecaj na dinamiku fondova privatnih vlasničkih ulaganja i pothvatnog kapitala. Radi održanja razine ulaganja fondova potrebna je stabilnost i odgovarajuća razina razvojnih pokazatelja koji mogu pružiti potrebnu infrastrukturu za takva ulaganja. U rastućoj međunarodnoj konkurenciji međunarodni investitori u alternativne investicije rano odlučuju zaobići ekonomije koje nemaju odgovarajuće faktore konkurentnosti. Navedeno u istraživanju je značajno u kontekstu ekonomske i ulagačke politike za privlačenjem investicija u ovome vrlo važnome segmentu ulaganja.

## LITERATURA:

1. Alperovych Y., Hubner G. i Lobet F. (2015), How does governmental versus private venture capital backing affect a firm's efficiency? Evidence from Belgium, *Journal of Business Venturing*, 30 (4), str. 508–525.

2. Bernoth, K., Colavecchio R. i Sass M. (2010), Drivers of Private Equity investment in CEE and Western European countries, Working paper.
3. Black, B., Gilson, R. (1998), Venture Capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47 (3), str. 243–277.
4. Blanchard, O. (1997), The medium run, *Brookings Papers on Economic Activity*, 28 (2), str. 89–158.
5. Bonini, S. i Alkan S. (2012), The Macro and Political Determinants of Venture Capital Investments around the World, *Small Business Economics*, 39 (4), str. 997–1016.
6. Clarysse, B., Knockaert, M. i Wright, M. (2009), Benchmarking UK venture capital to the US and Israel: what lessons can be learned?, BVCA Working paper.
7. Cornelius, P. (2011), *International Investments in Private Equity: Asset Allocation, Markets, and Industry Structure*, Academic Press. London, UK.
8. Cumming, D., Fleming, G. i Schwienbacher A. (2006), Legality and venture capital exits, *Journal of Corporate Finance*, 12 (2), str. 214–245.
9. Cumming, D. (2007), Government Policy Towards Entrepreneurial Finance: Innovation Investment Funds, *Journal of Business Venturing*, 22 (2), str. 193–235.
10. Cumming, D. i Johan S. (2007), Regulatory harmonization and the development of private equity markets, *Journal of Banking and Finance*, 31 (10), str. 3218–3250.
11. Cumming, D. i Zambelli, S. (2013), Private Equity Performance Under Extreme Regulation, *Journal of Banking and Finance*, 37 (5), str. 1508–1523.
12. Da Gbadji, L., Gailly, B. i Schwienbacher, A. (2015), International Analysis of Venture Capital Programs of Large Companies and Financial Institutions, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39 (5), str. 1213–1245.
13. European Commission, (1998), *Risk Capital: A Key to Job Creation in the European Union*, Bruxelles.
14. Farag, H., Hommel U., Witt P. i Wright M. (2004), Contracting, monitoring, and exiting Venture Investments in Transitioning Economies: A Comparative Analysis of Eastern European and German Markets, *Venture Capital*, 6 (4), str. 257–282.
15. Greene, P. (1998), Dimensions of Perceived Entrepreneurial Obstacles, u P. Reynolds (ur.), *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson Park, MA - Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, str. 48–49.
16. Gompers, P. i Lerner J. (1998), What drives venture fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity*, *Microeconomics*, str. 149–192.
17. Grilli, L. i Murtinu, S. (2014), Government, Venture Capital and the Growth of European High-Tech Entrepreneurial Firms, *Research Policy*, 43 (9), str. 1523–1543.
18. Groh, A. (2009), Private Equity in Emerging Markets, IESE Business School Working Paper No. 779.
19. Groh, A. i Liechtenstein, H. (2009), How attractive is central Eastern Europe for risk capital investors?, *Journal of International Money and Finance*, 28 (4), str. 625–647.
20. Guler, I. i Guillen, M. (2007), Home-country networks, intangible assets, and foreign expansion, Working Paper, Boston University.



24. Imad'Eddine, G. i Schwienbacher, A. (2013), International Capital Flows into the European Private Equity Market, *European Financial Management*, 19 (2), str. 366–398.
25. Jeng, L. i Wells, P. (2000), The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries, *Journal of Corporate Finance*, 6 (3), str. 241–289.
26. Kaplan, S. i Schoar A. (2005), Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, *Journal of Finance*, 60 (4), str. 1791–1823.
27. Kortum, S. i Lerner J. (2000), Assessing the contribution of venture capital to innovation. *Rand Journal Economics*, 31 (4), str. 674–692.
28. La Porta, R., López-de-Silanes F., Shleifer A. i Vishny R. (1997), Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52 (3), str. 1131–1150.
29. Lerner, J. (1995), Venture capitalists and the oversight of private firms, *Journal of Finance*, 50 (1), str. 301–318.
30. Lerner, J. (1999), The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program, *Journal of Business*, 72 (3), str. 285–318.
31. Lerner, J. i Schoar A. (2005), Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, *Quarterly Journal of Economics*, 120 (1), str. 223–246.
32. Megginson, W. (2004), Toward a global model of venture capital?, *Journal of Applied Corporate Finance*, 16 (1), str. 89–107.
33. Nahata, R., Hazarika, S. i Tandon, K. (2014), Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter ?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49 (4), str. 1039–1070.
34. Popov, A. i Roosenboom P. (2012), Venture Capital and Patented Innovation: Evidence from Europe, *Economic Policy*, 27 (71), str. 447–482.
35. Romain, A. i van Pottelsberghe de la Potterie B. (2004), The determinants of venture capital: A panel analysis of 16 OECD countries, *Université Libre de Bruxelles Working Paper WP-CEB 04/015*.
36. Samila S. i Sorenson O. (2011), Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth, *The Review of Economics and Statistics*, 93 (1), str. 338–349.
37. Sapienza, H., Manigart S., i Vermeir W. (1996), Venture capitalist governance and value added in four countries, *Journal of Business Venturing*, 11 (6), str. 439–469.
38. Soloma, A. (2013), The importance of the depth of the capital market on international venture capital and private equity allocation decisions: case of Poland, *Economics and management* 2013. 18 (2), str. 237–245.
39. Strömberg, P. (2008), The new demography of private equity, *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*, World Economic Forum, Geneva, str. 3–26.
40. Wang, L. i Wang, S. (2012), Economic Freedom and Cross-Border Venture Capital Performance, *Journal of Empirical Finance*, 19 (1), str. 26–50.
41. Wright, M., Pruthi, S. i Lockett, A. (2005), International venture capital research: From cross-country comparisons to crossing borders, *International Journal of Management Reviews*, 7 (3), str. 135–165.