

## **Investiranje u investicijske fondove rizičnog kapitala u zemljama Srednje i Istočne Europe**

### **Investing in venture capital funds in the countries of Central and Eastern Europe**

KARMEN PRTENJAČA MAŽER

Odjel za ekonomiju  
Sveučilište u Zadru  
Splitska 1, 23000 Zadar  
Republika Hrvatska  
karmenprtenjaca@yahoo.com

Pregledni rad/ *Review*

UDK / UDC: 330.32:336.714>(4-11) (4-191.2)

Primljeno / Received: 26. svibnja 2019. / May 26<sup>th</sup>, 2019.

Prihvaćeno za objavu / Accepted for publishing: 09. srpnja 2019. / July 9<sup>th</sup>, 2019.

**Sažetak:** Investicijski fondovi rizičnog kapitala važan su dio financijskog sustava s obzirom na to da osiguravaju kapital tvrtkama koje nemaju dovoljno vlastitog kapitala i ne mogu sklopiti optimalne financijske aranžmane s drugim financijskim posrednicima. Za osnivanje investicijskog fonda rizičnog kapitala potrebna su financijska sredstva prikupljena iz različitih izvora. Cilj rada je prikazati investiranje u fondove rizičnog kapitala u zemljama srednje i istočne Europe (CEE) koje znatno zaostaje u odnosu na ostatak Europe. Problem s kojim se susreću fondovi rizičnog kapitala u zemljama CEE-a je to što investitori ne ulažu u fondove rizičnog kapitala zbog visoke razine korupcije, straha od nesređenih imovinsko-pravnih odnosa, kao i zbog nedovoljnog znanja lokalnih poduzetnika koje dovodi do lošeg korporativnog upravljanja. Rezultati su pokazali da strani investitori još uvijek ne pokazuju dovoljan interes za ulaganje u investicijske fondove rizičnog kapitala u zemljama CEE-a. S obzirom na to da nedostaje sredstava za investiranje u fondove rizičnog kapitala, oni se ne razvijaju kao u ostatku Europe. Time je i potražnja za takvom vrstom financiranja od poduzetnika u zemljama CEE-a ograničena.

**Ključne riječi:** investiranje, indeks korupcija, zakonska ograničenja, investicijski fondovi rizičnog kapitala, srednja i istočna Europa, Hrvatska

**Abstract:** Venture capital investment funds are an important part of the financial system since they provide capital to companies that do not have enough equity and cannot stipulate optimal financial arrangements with other financial intermediaries. Setting up a venture capital investment fund requires funding raised from a variety of sources. The aim of the paper is to present investment in venture capital funds in the countries of Central and Eastern Europe (CEE), which is significantly behind the rest of Europe. The problem faced by venture capital funds in CEE countries is that investors do not invest in venture capital funds because of the high level of corruption, fear of unsettled property law aspects, and lack of knowledge of local entrepreneurs leading to poor corporate governance. The achieved results show that foreign investors still do not show sufficient interest in investing in venture capital funds in CEE countries. Given the lack of funds to invest in venture capital funds, they are not developing as in the rest of Europe and thus the demand for this type of financing by entrepreneurs in CEE countries is limited.

**Keywords:** investment, corruption index, legal restrictions, venture capital investment funds, Central and Eastern Europe, Croatia

## 1 Uvod

Ulaganje u rizični kapital smatralo se investiranjem velikog rizika, ali i velike zarade. Ulagачi su direktno ulagali svoja sredstva, bez posrednika, te su tako imali veću kontrolu nad uloženim sredstvima za razliku od ulaganja u mirovinske fondove. Ulaganje u rizični kapital neke tvrtke dugoročna je investicija, koja sa sobom nosi uglavnom veliki povrat, ali i veliki rizik što nije karakteristika ulaganja u mirovinske fondove. Upravo zbog velikog rizika od povrata investicije, ulaganje mirovinskih fondova je zabranjeno ili ograničeno.

U Sjedinjenim Američkim Državama (SAD) 1979. godine donesen je *prudent man rule* – amandman kojim su mirovinskim fondovima ukinute restrikcije ulaganja u investicijske fondove rizičnog kapitala. Stoga oni postaju njihovi najvažniji investitori, što su ostali do danas. U SAD-u se bilježi porast udjela mirovinskih fondova i zaklada kao investitora, te pad udjela osiguravajućih društava i banaka. Pravilo *prudent man* prihvatile su, nakon SAD-a, i druge zemlje, da bi konačno zaživjelo i u europskom zakonodavstvu u direktivi 2003/41/EC, poznatoj pod nazivom *European Pension Fund Directive*. Unatoč spomenutoj direktivi, mirovinski fondovi još uvijek ne ulažu dovoljno sredstava u investicijske fondove rizičnog kapitala u zemljama srednje i istočne Europe (CEE).

Zaklade kao investitori investicijskih fondova rizičnog kapitala prisutne su uglavnom u SAD-u, a manje u ostatku svijeta. Usprkos konzervativnim načelima ulaganja sredstava, osiguravajuća društva bila su i ostaju jedan od važnijih investitora u rizični kapital. U interesu zaštite njihovih klijenata osiguranika, zakoni svih zemalja propisuju ograničenja ulaganja u postocima, što se vrlo strogo kontrolira putem nadzornih državnih agencija. S obzirom na to da su mirovinski fondovi pod kontrolom državnih agencija, bilo kakvo financiranje koje u sebi sadrži viši stupanj rizika, bez obzira na količinu povrata, je zabranjeno jer su sredstva mirovinskih fondova u vlasništvu građana pojedinačno, nastala dugogodišnjom štednjom građana, stoga je važnija sigurnost investicija nego eventualno veći rizik koji bi donosio i veći povrat.

Upravo je to jedan od problema za razvoj ulaganja u rizični kapital CEE-a. Velike količine novca zarobljene su u institucijama koje su u državnom vlasništvu, u ovom slučaju mirovinskim fondovima, koji su ili u vlasništvu države ili su pod kontrolom države.

U razvijenim gospodarstvima ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital (PE/VC) element je financijskog tržišta koji može znatno pridonijeti razvitku onoga dijela gospodarstva kojem je financiranje zaduživanjem ili emisijom dionica nedostupno ili teško dostupno. To su ponajprije nove tvrtke, inovativne brzorastuće tvrtke, tvrtke u procesu restrukturiranja i sl.

U Hrvatskoj je, međutim, domaća industrija privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala još razmjerno nerazvijena, a strani ulagači u privatni vlasnički i rizični kapital također nisu pronašli dovoljan razlog da svoja ulaganja usmjere u Hrvatsku.<sup>6</sup>

Zbog slabe razvijenosti rizičnog kapitala u CEE-u u usporedbi s Europom i ostatkom svijeta, u ovome radu iznosi se problematika prikupljanja sredstava za investiranje u investicijske fondove rizičnog kapitala u zemljama CEE-a s osvrtom na Hrvatsku. Mnogo je razloga zašto zemlje CEE-a nisu atraktivne za strane investitore, a kao najznačajnije iznosi se visok stupanj korupcije, zakonska ograničenja koja onemogućuju ili ograničavaju investiranje sredstava u fondove rizičnog kapitala, nesređeni imovinsko-pravni odnosi i loše korporativno upravljanje.

## 2 Pregled dosadašnjih istraživanja

Mnogo je radova napisano na temu razvoja fondova rizičnog kapitala u zemljama CEE-a, no investiranje u fondove nije pokriveno značajnom literaturom. Groh i suradnici (2008) u radu pod nazivom: „The Attractiveness of Central Eastern European Countries for Venture Capital and Private

<sup>6</sup> Đurđica Ognjenović: Hrvatska industrija rizičnog kapitala – realna i neiskorištena opcija financiranja tvrtki u razvoju. Sažetak predavanja polaznicima doktorskog studija za financije na Sveučilištu u Trstu, u sklopu suradnje ZSEM-a i Škole za financije, Sveučilišta Trstu

Equity Investors“ osvrću se na privlačnost zemalja CEE-a za ulagače u fondove rizičnog kapitala izgradnjom složenog indeksa. U radu su identificirali šest skupina atraktivnosti za zemlje CEE-a. Usporedili su indeks sa stvarnim aktivnostima prikupljanja sredstava u pojedinim zemljama i otkrili razumnu korelaciju obje brojke. Rezultati su istaknuli prednosti i slabosti pojedinih gospodarstava i dali smjernice za poboljšanja politike. Atraktivnost svake zemlje ovisi o očekivanjima institucionalnih investitora iz lokalnih PE i VC fondova, tj. njihovoj sposobnosti da naprave dovoljan broj investicija sa zadovoljavajućim rizikom i povratom, tj. privlačnost pojedine regije ovisi o adekvatnim mogućnostima ulaganja.

Groh i suradnici (2008) u drugom radu pod nazivom „International allocation determinants of institutional investments in venture capital and private equity limited partnerships“ ispitali su odrednice o alokaciji međunarodnog kapitala u fondove rizičnog kapitala. Analiza je provedena upitnikom namijenjenom potencijalnim investitorima, privatnim poduzetnicima širom svijeta.

Preko upitnika ispitanici su pokazali koji su kriteriji za međunarodnu raspodjelu sredstava. Osnovni kriterij je zaštita imovinskih prava, slijedi potreba za pronalaženjem kvalitetnih lokalnih partnera, kao i kvaliteta upravljanja investicijom te vještine lokalnih poduzetnika, dok se ulagači najviše boje podmićivanja i korupcije. Javno financiranje i subvencije ne igraju nikakvu ulogu u procesu međunarodne dodjele. Dakle, privatni novac ne prati javni novac.

Isti su autori 2008. godine u radu pod nazivom „Limited partners perceptions of Central Eastern European venture Capital and Private Equity market“ analizirali ograničenja koja dovode do slabog investiranja u fondove rizičnog kapitala u zemljama CEE-a. Autori su i u ovome radu primijenili metodu upitnika. Dobivene rezultate su obradili i zaključili da se privatni poduzetnici u ovome dijelu Europe najviše boje rizika gubitka zaštite svojih prava prilikom ulaganja u fondove rizičnog kapitala, slijedi strah od nedovoljnog znanja lokalnih investitora, kao i od nedovoljno razvijenog tržišta kapitala. Unatoč tome privatni poduzetnici su zadovoljni povijesnim podacima o omjeru rizika i povrata od investicije u ovim zemljama. Općenito, regija je vrlo povoljno rangirana u usporedbi s drugim regijama u nastajanju, a posebice s obzirom na svoju gospodarsku i poduzetničku aktivnost.

Diacounu (2017) u svojem radu pod nazivom „Private equity market developments in Central and Eastern Europe“ dolazi do zaključka i da je glavni razlog nedostatka investiranja u fondove rizičnog kapitala niz ograničenja specifičnih za regiju CEE-a, posebice nedostatak lokalnih investitora, visok rizik koji strani ulagači doživljavaju i nedovoljno financiranje zajmom za transakcije s privatnim kapitalom. Ulagači se često žale na spore pravne i regulatorne procese, na neiskusno i nedovoljno stručno pravosuđe i birokraciju. Uobičajene prepreke koje sprječavaju domaći kapital da ulaže u privatne dioničke fondove su birokracija, nedostatak tržišnih prilika, slabi stečajni okvir i prepreke za pokretanje poslovanja. U nekim zemljama taj popis uključuje i grabežljive dužnosnike, zlouporabu dioničara, slabu licencu i neizvjesnu provedbu zakona. Donositelji politika diljem regije još uvijek moraju posvećivati više pozornosti specifičnim potrebama privatnog sektora kapitala i rješavati prepreke njegovu razvoju

### **3 Metode istraživanja primijenjene u radu**

Postoji niz radova o razvoju fondova rizičnog kapitala u zemljama CEE-a, a ovaj rad govori o investiranju, tj. prikupljanju sredstava za investiranje u fondove rizičnog kapitala. U radu se analizira investiranje u fondove rizičnog kapitala u zemljama CEE-a i Hrvatskoj od 2014. do 2017. godine, koje nije dovoljno pokriveno u trenutačnim istraživanjima.

Hipoteza rada je da prikupljanje sredstava za investiranje u investicijske fondove rizičnog kapitala u zemljama CEE-a nije dovoljno razvijeno i zaostaje za ostatkom Europe.

Hipoteza rada obranjena je analizom sekundarnih izvorima podataka, primjenom relevantnih znanstvenih i istraživačkih metoda od kojih su najvažnije: indukcija, dedukcija, kompilacija i usporedba. Glavni izvor je baza podataka Invest Europe o ulaganjima u privatno vlasništvo CEE-a. Baza podataka je statistička platforma koja prati razvoj privatnog i rizičnog kapitala u dvadeset pet europskih zemalja. Opseg investiranja u privatni kapital u CEE-u i Hrvatskoj prikazani su analizama, grafikonima i usporedbama.

Uz ovu bazu podataka u radu se koristi statistička bazapodataka European Private Equity Activity 2018 Statistics Report. European data cooperative (EDC) je baza podataka koja prikuplja podatke iz 3300 tvrtki, 9000 fondova, 70 000 portfelj kompanija, 255 000 transakcija.

Autorica je prikupila i sistematizirala podatke o dinamici investiranja u fondove rizičnog kapitala u zemljama Europe, s posebnim naglaskom na zemlje CEE-a i Hrvatsku od 2014. do 2017. godine. U članku se razmatra visina investiranja u fondove rizičnog kapitala te se pokušava utvrditi čimbenike koji negativno utječu na investiranje viška sredstava u fondove kako bi prikupljena sredstva plasirali u razvoj poduzeća.

U radu je primijenjen Pearsonov koeficijent korelacije i Spearmanova rang korelacija za ispitivanje povezanosti između indeksa korupcije i investicija zemalja Europe. T-Test i Mann-Whitneyjev U test upotrijebljeni su da bi se veličine indeksa korupcije i investicija u zemljama CEE-a usporedile s ostalim zemljama Europe za koje su bili dostupni isti navedeni podaci. Testovima je dokazana poveznica između indeksa korupcije i investicija i razlika u indeksima korupcije na investicije u zemljama EU-a i utjecaj na zemlje CEE-a.

### 3.1 Analiza investiranja u investicijske fondove rizičnog kapitala u zemljama CEE-a

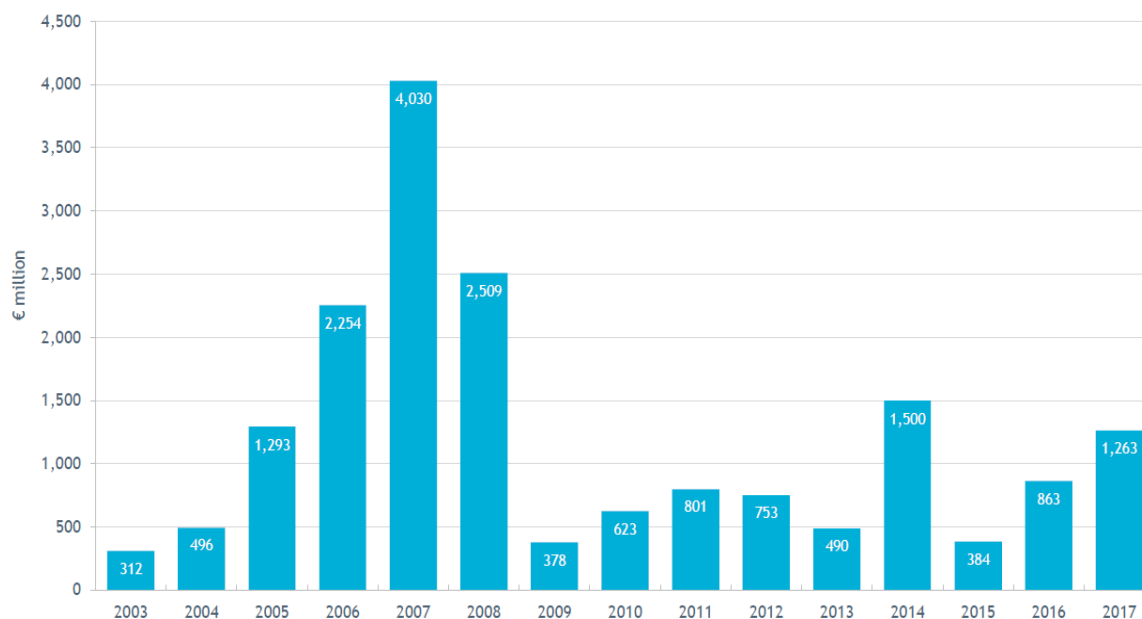
Ukupne investicije u fondove rizičnog kapitala u Europi 2019. godine dosegnule su 97,3 milijarde eura što je najveća razina investicija od 2006. godine. Broj fondova koji su prikupili novi kapital pao je za 5 % na 581. Unatoč tom padu ostvarili su 13 % bolji rezultat od godišnjeg prosjeka.

**Tablica 1.** Prikupljena sredstava u investicijske fondove rizičnog kapitala u 2018.  
Izvor: Izvještaj o aktivnostima fondova rizičnog kapitala u Europi (2018)

2018.	Svi fondovi rizičnog kapitala	Rizični kapital	Buyout	Rast
Prikupljena sredstva	97,3 mlrd eur	11,4 mlrd eur	66,5 mlrd eur	7,8 mlrd eur
Broj fondova	581	229	108	110
Zatvaranje-kumulativni iznos	89,1 mlrd eur	8,6 mlrd eur	72 mlrd eur	3,4 mlrd eur
Zatvaranje-broj fondova	199	93	57	27

Mirovinski fondovi u Europi najznačajniji su ulagači u fondove rizičnog kapitala. U 2018. godini ukupno su investirali 31 % kapitala, zatim su sudjelovali privatni fondovi rizičnog kapitala s 18 %, privatni poduzetnici i individualni investitori s 11 %, osiguravajuće kuće s 11 %, državni fondovi sa 7 %, ostali s 22 %.

U CEE-u je 2017. godine ukupno prikupljeno 1,26 milijardi eura sredstava za ulaganje u fondove rizičnog kapitala, snažan rezultat i povećanje od 46 % na godišnjoj razini. Za usporedbu, u 2017. godini prikupljanje sredstava za investicije poraslo je za 12 % u cijeloj Europi i dosegnulo je iznos od 91,9 milijardi eura.



**Grafikon 1.** Godišnje investicije u fondove rizičnog kapitala u CEE-u (2003. – 2017.)

Izvor: Invest Europe/EDC podaci za 2007. – 2017.

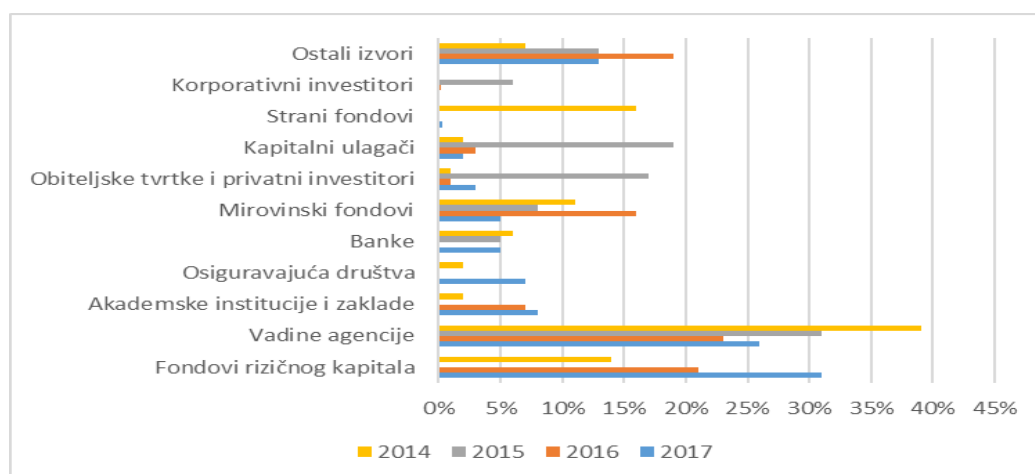
U 2017. godini glavni izvor sredstava prikupljen je od investitora izvan regije CEE-a. Njihov udjel u investicijama čini 38 % ukupnog prikupljenog kapitala. Od svih investitora izvan regije najviše kapitala pristiglo je od investitora izvan Europe (26 %) i to uglavnom iz SAD-a. Domaći izvori kapitala u CEE-u čine 24 % ukupno prikupljenih sredstava.

**Tablica 2.** Ukupno prikupljena sredstva u 2016. i 2017. godini u zemljama CEE-a

Izvor: Invest Europe/EDC podaci za 2016. i 2017. godinu

Fondovi rizičnog kapitala u zemljama CEE	Iznos (mil. €)	Broj fondova	Iznos (mil. €)	Broj fondova
Početna faza fonda	78,912	3	87,2	2
Kasnija faza fonda	0	0	0	0
Fondovi (sve faze)	60,63	2	47,619	1
<b>Ukupno fondovi</b>	<b>139,542</b>	<b>5</b>	<b>134,819</b>	<b>3</b>
Rastući kapital	30,5	1	0	0
Buyout	82	1	999,602	2
Mezzanine financiranje	0	0	0	0
Općenito	103,669	3	0	0
<b>Ukupan iznos prikupljenih sredstava</b>	<b>355,711</b>	<b>10</b>	<b>1,134,421</b>	<b>5</b>

Fondovi rizičnog kapitala bili su najveći izvor kapitala koji čine 31 % kapitala regije CEE-a 2017. godine, slijede vladine agencije (26 %), akademske institucije i zaklade (8 %), osiguravajuća društva (7 %) te ostali (28 %).



**Grafikon 2.** Izvori prikupljenog kapitala u zemljama CEE-a (2014.– 2017.) u postocima  
Izvor: Izvještaj o aktivnostima fondova rizičnog kapitala u Europi (2018)

### 3.2 Primjena statističkih metoda analize i rezultati

Indeks korupcije rangira 180 zemalja temeljem percipiranih razina korupcije u javnom sektoru pri čemu se koristi ljestvica od 0 do 100, gdje 0 predstavlja vrlo korumpiranu zemlju te vrijednost 100 zemlju bez korupcije. Prema izvještaju Transparency International za 2017. godinu, Novi Zeland i Danska zauzimaju najviše mjesto s ocjenama 89 i 88. Sirija, Južni Sudan i Somalija imaju najniži rang s ocjenama 14, 12 i 9. Najuspješnija regija je zapadna Europa i Europska unija s prosječnom ocjenom 66. Najgore su regije srednja i istočna Europa (43), Srednja Azija (prosječna ocjena 34), supsaharska Afrika (prosjek 32).

**Tablica 3.** Indeks korupcije zemalja CEE-a u 2017. godini.  
Izvor: Transparency International (2017)

Zemlja	ISO3	Regija	Indeks Korupcije; 2017	Rang	Odstupanja	Niski IK	Visoki IK	Izvor
Estonija	EST	WE/EU	71	21	2,21	67	75	10
Slovenija	SVN	WE/EU	61	34	2,78	56	66	10
Poljska	POL	WE/EU	60	36	1,36	58	62	10
Litva	LTU	WE/EU	59	38	2,21	55	63	9
Latvija	LVA	WE/EU	58	40	3,21	53	63	9
Češka	CZE	WE/EU	57	42	1,98	54	60	10
Slovačka	SVK	WE/EU	50	54	3,32	45	55	9
Hrvatska	HRV	WE/EU	49	57	2,64	45	53	10
Rumunjska	ROU	WE/EU	48	59	3,12	43	53	10
Mađarska	HUN	WE/EU	45	66	2,89	40	50	10
Bugarska	BGR	WE/EU	43	71	2,66	39	47	10
Srbija	SRB	ECA	41	77	2,8	36	46	8
Ukrajina	UKR	ECA	30	130	2,27	26	34	9
<b>SVJETSKI PROSJEK</b>			<b>43,07</b>					

Uzimajući u obzir važnost indeksa korupcije kojim se koriste strani investitori prilikom donošenja odluke o investiranju u pojedine zemlje, indeks korupcije u radu uzet je kao vrlo bitan čimbenik za usporedbu razine investicija u fondove rizičnog kapitala u Europi.

U radu su primijenjene statističke metode, Pearsonov koeficijent korelacije, Spearmanova rang korelacija te Mann-Whitneyjev U test. Testovima je dokazana povezanost indeksa korupcije i investicija, te usporedba indeksa korupcije i investicija u fondove rizičnog kapitala u zemljama CEE s ostatkom Europe. T-testom uspoređivani su indeksi korupcije zemalja CEE-a i ostatka Europe (Tablica 4.). Usporednim podacima dobivene su značajne razlike u indeksu korupcije između ovih dviju varijabli, odnosno da zemlje CEE-a imaju niži indeks korupcije u odnosu na ostatak zemalja Europe pri čemu 0 znači vrlo korumpiran, a 100 znači zemlja bez korupcije.

**Tablica 4.** Usporedba indeksa korupcije zemalja CEE-a i ostatka Europe  
Izvor: autor (2019)

Varijable	Ostale zemlje Europe	CEE	t	df	p	N (ostale zemlje)	N (CEE)	Std.Dev. (ostale zemlje)	Std.Dev. (CEE)	F-ratio	p
INDEKS KORUPCIJE u 2016.	M = 72,85	M = 51,69	4,53****	31	0,000	20	13	14,4123	10,719	1,80781	0,29543
INDEKS KORUPCIJE u 2017.	M = 72,8	M = 51,69	4,89****	31	0,000	20	13	12,9233	10,719	1,45356	0,51287

Napomena: \*\*\* $p < .001$

Nakon što su ustanovljene značajne razlike u indeksu korupcije između zemalja, u radu se uvrstila kao dodatna varijabla za analizu razlike u iznos investicija u fondove rizičnog kapitala. Mann-Whitneyjevim U testom provedena je usporedba prikupljenih sredstava za investiranje u fondove rizičnog kapitala (Tablica 5.). Usporedba je obuhvatila posebno zemlje CEE-a u odnosu na zemlje u ostatku Europe. Pri usporedbi uzete su u obzir zemlje za koje su bili dostupni podaci o investiranjima za 2016. i 2017. godinu. Uočene su značajne razlike u iznosu prikupljenih sredstava u drugim državama Europe u odnosu na zemlje CEE-a u 2017. godini, ali ne i u 2016. godini. U 2017. godini prikupljena su sredstva viša u ostalim zemljama u odnosu na zemlje CEE-a.

**Tablica 5.** Rezultati Mann-Whitneyjeva U testa za usporedbu prikupljenih sredstava u zemljama CEE-a i ostatku Europe u 2016. i 2017. godini  
Izvor: autor (2019)

Varijable	Suma rangova	Suma rangova	U	Z	p-value	Z	p-value	Valid N	Valid N	Dvosmjerni
U milijunima EUR	drugi	CEE				korigirani		drugi	CEE	točan p
Prikupljena sredstva na milijun stanovnika 2016.	80	151	44	-0,54316	0,587023	-0,54316	0,587023	8	13	0,595066
Prikupljena sredstva na milijun stanovnika 2017.	227	124	33	2,615385**	0,008913	2,615385**	0,008913	13	13	0,007244

Napomena: \*\* $p < .01$

Povezanost indeksa korupcije i investicija u fondove rizičnog kapitala na milijun stanovnika prikazan je Pearsonovim koeficijentom korelacije (zbog velikog odstupanja u iznosu investicija isključen je Island u 2016. godini i Luksemburg u 2017. godini). Uočene su značajne korelacije na razini  $p < .01$  za 2017. godinu te dobiveni rezultati upućuju na to da što je u zemljama viši indeks korupcije, viši je i udio prikupljenih sredstava za investiranje u fondove rizičnog kapitala (Tablica 6.).

**Tablica 6.** Pearsonovi koeficijenti korelacije između indeksa korupcije i prikupljenih sredstava u 2016. i 2017. godini  
Izvor: autor (2019)

	INDEKS KORUPCIJE u 2016.	INDEKS KORUPCIJE u 2017.
Prikupljena sredstva u 2016. bez ISLANDA	0,1922	0,2167
	$p = ,417$	$p = ,359$
Prikupljena sredstva u 2017. bez LUKSEMBURGA	0,5848**	0,584**
	$p = ,007$	$p = ,007$

Napomena: \*\* $p < .01$

Dodatnom analizom Spearmanova koeficijenta rang korelacije (uključene su sve zemlje u 2016. i 2017. godini) dobivene su značajne korelacije kao kod Pearsonova koeficijenta korelacije, odnosno potvrđeno je da zemlje u kojim je indeks korupcije viši, ujedno imaju viši udio prikupljenih sredstava za investiranje u fondove rizičnog kapitala.

**Tablica 7.** Odnos korupcije i prikupljenih sredstava u 2016. i 2017. godini  
Izvor: autor (2019)

Varijable	Valid N	Spearman R	t(df = N-2)	p
Prikupljena sredstva na milijun stanovnika i Indeks korupcije u 2016. godini	21	0,190383	0,845323	0,40845
Prikupljena sredstva na milijun stanovnika 2016. godini i Indeks korupcije u 2017. godini	21	0,202729	0,902414	0,378135
Prikupljena sredstva na milijun stanovnika u 2017. godini i Indeks korupcije u 2016. godini	26	0,699059	4,789331***	0,000071
Prikupljena sredstva na milijun stanovnika i Indeks korupcije u 2017. godini	26	0,72385	5,139624***	0,000029

Napomena: \*\*\* $p < .001$

#### 4 Investicijski fondovi rizičnog kapitala u Hrvatskoj

Private equity (PE) i Venture capital (VC) fondovi u hrvatskom zakonodavstvu nazivaju se otvorenim investicijskim fondovima rizičnog kapitala s privatnom ponudom. Iako sami fondovi nemaju pravnu osobnost (njima upravljaju društva za upravljanje), obično se upravo njih ističe kao „igračke“ koji upravljaju znatnom količinom kapitala. Ulažu u perspektivna poduzeća s visokim potencijalom rasta na srednji i dugi rok (prosječno pet godina) s jasno definiranom izlaznom strategijom.



Do stupanja na snagu novog Zakona o investicijskim fondovima, poslovanje fondova rizičnog kapitala u Hrvatskoj nije bilo zakonom regulirano. Fondovi su do stupanja Zakona (početak 2006. godine) djelovali iz inozemstva, a u Hrvatskoj su poslovali posredstvom neke domaće tvrtke koja je tražila potencijalne kandidate za investiranje i obavljala transakcije vezane za ulaganja.

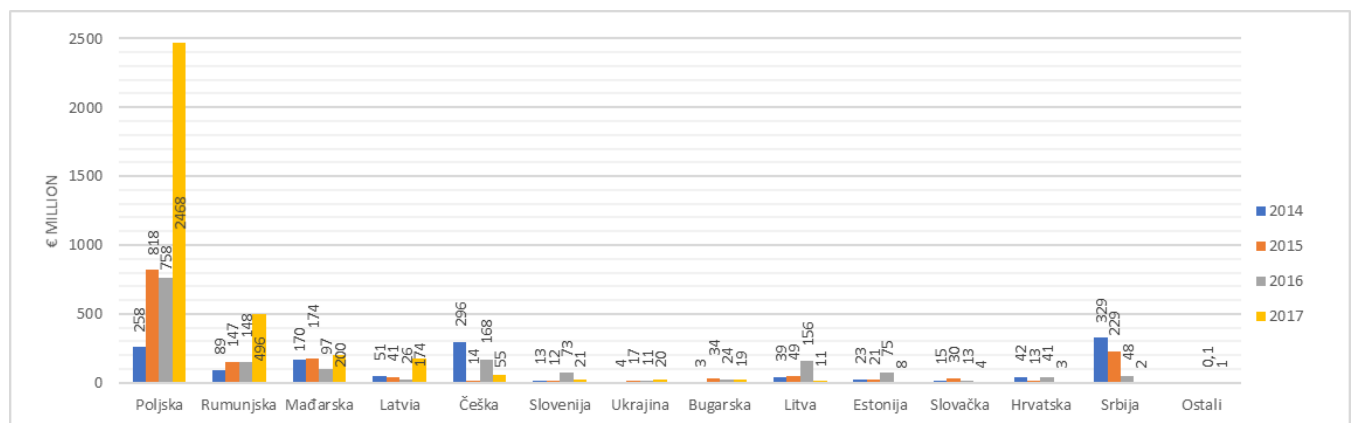
Prvi domaći fond rizičnog kapitala Quaestus PE Partners osnovan je 2003. godine kada su investitori devet renomiranih hrvatskih tvrtki u fond uložili 35 mil. eura. Quaestus PE Partners u početku je djelovao na načelu klasičnoga ugovornog zajedničkog pothvata, ali to je u praksi podrazumijevalo brojne probleme pri donošenju odluka, potpisivanja specijalnih punomoći i sl.

Od 2003. godine do danas nije se razvio ni jedan značajniji fond rizičnog kapitala. Većina investicija putem fondova rizičnog kapitala završila je neuspješno.

Zakon o investicijskim fondovima regulirao je ovu vrstu financiranja kao otvorene investicijske fondove rizičnog kapitala s privatnom ponudom koji se osnivaju na određeni rok, minimalno deset godina. Veličina fonda propisana je u iznosu od minimalno 75 mil. kuna. Udjele u fondu rizičnog kapitala mogu kupovati isključivo kvalificirani ulagači čija je neto vrijednost imovine barem 20 mil. kuna, ne smije ih biti više od 20, a minimalan iznos njihova ulaganja u fond je 10 mil. kuna.

Zbog većeg rizika ulaganja u odnosu na rizik koji preuzimaju drugi investicijski fondovi, mirovinski fondovi, banke i osiguravajuća društva, kao investitori u ovakve fondove mogu se pojaviti isključivo kvalificirani ulagači. Privatni investitori koji žele uložiti sredstva u fond moraju imati najmanje 20 mil. kuna neto imovine i koji za potrebe ulaganja u određeni investicijski fond raspolažu novcem u iznosu od najmanje 10 mil. kuna gotovine. U roku od pet godina nakon osnivanja fonda, fond mora napraviti minimalno pet investicija u različite udjele ili dionice s tim da udjeli ili dionice jednog izdatelja ne smiju prelaziti 33 % veličine fonda, a ulaganje u jedan gospodarski subjekt ne može iznositi više od 40 % veličine fonda. Fond je odgovoran nadzornom tijelu koje odlučuje o daljnjim ulaganjima sredstava fonda. Zabranjeno je bilo kakvo javno oglašavanje i reklamiranje fondova. To ograničava poslovanje fondova u Hrvatskoj i destimulira njihov razvoj.

U usporedbi s drugim tranzicijskim zemljama Hrvatska znatno zaostaje po broju fondova, broju ulaganja i veličini investiranja, dok među postojećim fondovima rizičnog kapitala nije prepoznata kao zemlja koja ima velik potencijal razvoja ove vrste industrije.



**Grafikon 3.** Godišnje investicije u zemljama CEE-a (2014. – 2017.)

Izvor: Invest Europe/EDC – podaci za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Problemi su malo nerazvijeno tržište, nerazumijevanje poduzetnika i pravna ograničenja. Od sto potencijalnih investicija samo se jedna investicija na kraju i realizira. Poduzetnici uglavnom percipiraju fondove rizičnog kapitala kao neku vrstu zajmova poslovnih banaka.

U svrhu razvijanja tržišta kapitala, Zagrebačka burza je malim i srednjim poduzetnicima ponudila da preko specijalizirane trgovinske platforme Progress dođu do ulagača, ali još uvijek traje bezuspješna potraga za kompanijama koje bi se izlistale.

Ni ulagačko tržište nije razvijeno; malo je aktivnih i domaćih i stranih fondova rizičnog kapitala ili otvorenih investicijskih fondova rizičnog kapitala s privatnom ponudom, kako ih je opisalo domaće zakonodavstvo. Recesija im je smanjila i broj prilika i raspoložive izvore kapitala. Jedan od najstarijih

fondova Quaestus (dosad dva fonda s ukupnim kapitalom pod upravljanjem od 80 mil. eura), a ove su godine negativnu pažnju privukli javno-privatni Nexus FGS-ovi kojima je upravljalo jedno od najvećih domaćih društava, Nexus Private Equity Partneri, jer su bili među prikrivenim kreditorima Agrokora. Upravljanje nad tim fondovima preuzeli su Prosperus Invest i Inspire Investments.

Nerazumijevanje poduzetnika očituje se uvelike i u tome što poduzetnici ne žele izgubiti kontrolu nad svojom tvrtkom, niti žele omogućiti promjenu menadžmenta te prihvatiti uvjete ponuđenog partnerstva. Većina hrvatskih poduzetnika sredstva za početak rada poduzeća osiguravaju iz vlastitih izvora.

Budući da je razvoj fondova rizičnog kapitala u Hrvatskoj u silaznoj putanji, a kako bi potaknuli razvoj ovakvog načina financiranja u Hrvatskoj, uključio se i Europski investicijski fond (EIF) koji poput Svjetske banke ima zadaću pomagati MSP-e i početnike. EIB je financijska institucija Europske unije čije su države članice njezini dioničari. EIB posuđuje novac na financijskim tržištima i onda daje zajmove koji su usmjereni na ispunjavanje zacrtanih ciljeva Europske unije.

Europski investicijski fond (EIF) i Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR) u siječnju 2019. potpisali su ugovor kojim je pokrenut CROGIP (*Croatian Growth Investment Programme*) – inicijativa koja će potaknuti ulaganja u mala i srednja poduzeća u vrijednosti od najmanje 70 mil. eura. Potpisani ugovor preduvjet je za zajedničko ulaganje sredstava EIF-a i HBOR-a, od kojih će svaki uložiti po 35 mil. eura u fondove rizičnog kapitala kojima će upravljati društva koja odabere EIF u skladu sa svojim metodologijama.

Prema riječima Michaela Kedzija, partnera u Enterprise Investorsu (EI), jednom od najstarijih društava za upravljanje fondovima rizičnog kapitala u CEE-u, Hrvatska ima golem potencijal za razvoj fondova rizičnog kapitala: „Gospodarstvo se značajno promijenilo. U očima menadžera rizičnog fonda izgledamo privlačno i zdravije, a očekuje se nastavak gospodarskog rasta i potrošnje iznad prosjeka eurozone. S poslovne je strane zanimljivo i to koliko 'nabubrilo' u ljetnoj turističkoj sezoni, to je dobar potencijal za biznise koje oni snimaju u potrošačkom segmentu.“

## 5 Rasprava

U 2017. godini u zemljama CEE-a prikupljeno je samo 1,26 mlrd. eura, dok je pak u ostatku Europe u istoj godini prikupljeno 91,9 mlrd. eura. Zbog visokog indeksa korupcije (43), nerazvijenosti tržišta kapitala, komplicirane administracije, kompleksnosti zakona i zakonskih ograničenja, ulaganje stranih investitora u zemlje CEE-a je ograničeno. Provedenim statističkim testovima dokazana je povezanost indeksa korupcije i investicija u svim zemljama Europe, kao i razlika indeksa korupcije na investicije u fondove rizičnog kapitala u zemljama CEE-a u usporedbi s ostatkom Europe.

Općenito gledano, samo pet posto ulaganja PE fondova bilo je 2017. godine usmjereno na kompanije u CEE-u; trećina je završila u Francuskoj i zemljama Beneluxa te 26 % u Velikoj Britaniji i Irskoj. Uobičajene prepreke koje sprječavaju domaći kapital da ulaže u privatne dioničke fondove su birokracija, nedostatak tržišnih prilika, slabi stečajni okvir i prepreke za pokretanje poslovanja. U nekim zemljama taj popis uključuje i grabežljive dužnosnike, zlouporabu dioničara i neizvjesnu provedbu zakona. Kreatori politike u cijeloj regiji još uvijek moraju posvetiti više pozornosti specifičnim potrebama privatnog sektora kapitala i rješavati prepreke njegovu razvoju (EBRD, 2006).

Mađarska i Poljska izvrstan su primjer kako vlada svojim mjerama može potaknuti strane investitore na ulaganje u domaće fondove rizičnog kapitala. Karsai (2013) pokazuje kako je Mađarska postala drugo najrazvijenije tržište rizičnog kapitala i privatnog kapitala (VC&PE) u CEE-u. To upućuje na snažnu povezanost između prikupljanja sredstava za investiranje, investiranja i toka kapitala na Budimpeštanskoj burzi. U 2010. godini Mađarska vlada osnovala je fond Jeremie. Vlada je, osim svojih izravnih ulaganja u investicijske fondove rizičnog kapitala, namjeravala neizravno sudjelovati u investicijama putem hibridnih fondova, što je bila provjerena shema na međunarodnim tržištima. U svojoj prvoj godini poslovanja fondovi Jeremie dosegli su sličan udjel na tržištu, kao i ulaganja privatnog sektora.

Hrvatska je jedna od zemalja s najnižom razinom privatnih vlasničkih ulaganja, osobito u ranim fazama. Skroman udio inovativnih malih i srednjih poduzeća, smanjena potrošnja za istraživanje i razvoj, kako u privatnom tako i u javnom sektoru, dominacija tržišta stabiliziranim tvrtkama utječe na

sve zahtjeve za rizičnim kapitalom, što zauzvrat smanjuje ponudu kapitala. Također, nedostatak pojedinih investitora i povoljne mogućnosti dezinvestiranja utječu na opskrbu novčanim sredstvima.

## **6 Zaključak**

Nažalost, tijekom proteklog desetljeća regija CEE-a doživjela je skromnu razinu financiranja putem fondova rizičnog kapitala, koje je i dalje usmjereno zapadnoj Europi. Institucionalni kapital koji se upotrebljava u većini zemalja OECD-a za financiranje investicija u fondove rizičnog kapitala nije prisutan ili je smanjen angažman na tržištima CEE-a, a mnoge aktivne specijalizirane tvrtke u regiji djeluju kao strane podružnice. Gledano u cjelini, prikupljena i uložena sredstva u CEE-u pokazuju sličan trend u odnosu na ostale zemlje europskog prostora, ali su kapitalne veličine znatno niže. Promatrajući kontinuirani razvoj od svojega nastanka do danas, industrija privatnog kapitala (i poduzetničkog kapitala) još je uvijek mlada na ovom području.

Za hrvatsko gospodarstvo, kao i za gospodarstvo zemalja CEE-a, modeli financiranja putem fondova rizičnog kapitala mogli bi biti pokretačka snaga gospodarskog razvitka. Iako se na hrvatskom tržištu bilježe određeni pomaci, fondovi rizičnog kapitala najslabije su razvijeni segment hrvatskoga fondovskog tržišta. Vlada može utjecati na izmjene Zakona o investicijskim fondovima te poduzeti određene mjere za smanjenje korupcije. Transparentno gospodarstvo, otvoren pristup poduzetnika prema investitorima, pravna sigurnost, kao i suzbijanje mita i korupcije znatno utječe na privlačenje stranih ulagača za investiranje, kako u fondove rizičnog kapitala neke zemlje, tako i općenito u investiranje gospodarstva neke zemlje.

Iako je teško ili gotovo nemoguće uspoređivati tržište fondova rizičnog kapitala u CEE-u i Hrvatskoj s tržištem u SAD-u i/ili Velikoj Britaniji, bitno je naglasiti da američki tip financiranja fonda putem kojeg se sredstva temeljnog kapitala fonda pribavljaju isključivo preko privatnih investitora koji osiguravaju kapital za rizična ulaganja direktno u nova i rastuća poduzeća, pri tome zanemaruju ulogu države. Iako neki analitičari smatraju da država ne bi trebala imati nikakav utjecaj na razvoj fondova rizičnog kapitala, država bi različitim programima potpore, ali i poreznim olakšicama, mogla bitno utjecati na tržište rizičnog kapitala, što bi u slučaju da su programi kvalitetno postavljeni trebalo polučiti uspjehom, no treba svakako uvijek imati na umu da država svojim djelovanjem ne smije poremetiti tržišnu utakmicu stvarajući nepotrebne distorzije između raspoložive količine kapitala i njegove cijene.

Za buduća istraživanja treba uključiti bankarski sektor i udio banaka u financiranju visoke tehnologije. Razvoj poduzetništva zahtijeva primjenu visoke tehnologije koja je iznimno skupa. Da bi poduzetnik opstao u turbulentnom okruženju nužne su investicije u nove tehnologije. Poduzetnik će se u nedostatku vlastitih sredstava obratiti bankama. Zbog visokih investicijskih potreba i nedostatka vrijednih osiguranja (nekretnina) banke će biti ograničene u plasiranju visokorizičnih kredita. Poduzetnici će biti prisiljeni pronaći potrebna sredstva putem drugih izvora kapitala. Vlada će morati poduzeti mjere za prikupljanje sredstava za investiranje u fondove rizičnog kapitala ili putem ukidanja zakonskih ograničenja ili otvaranjem tržišta za strane investitore tako da smanji kompliciranu administraciju te sprječavanjem korupcije.

## **Literatura**

British Private Equity and Venture Capital Association (2017). BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2016.

British Private Equity and Venture Capital Association (2018). BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2017.

Bujan, I., Vugrinec, M. (2014). Specifičnosti financiranja SME sektora1 u Hrvatskoj u odnosu na zemlje Europske unije, *Zbornik Veleučilišta u Rijeci*, 2(1), 127-138.

Diaconu, M. (2017). Private equity market developments in central and Eastern Europe, *Theoretical and Applied Economics*, XXIV, 2(611), 131-146.

Dumitrescu, G. K. (2015). Central and Eastern European Countries Focus on the Silk Road Economic Belt, *Global Economic Observer*, 3(1), 186-197.

European Investment Fund (2011). The European Private Equity Market Outlook.

European Commission (2016). Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds, Oxford research, Strategy and Evaluation services.

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.

Groh, P. A., Liechtenstein, H., Canela, M. (2008). International Allocation Determinants of Institutional Investments in Venture Capital and Private Equity Limited Partnerships (Januar 2008), IESE Business School, University of Navarra, Working Paper No.726.

Groh, P. A., Liechtenstein, H., Canela, M. (2008). Limited Partners' Perceptions of the Central Eastern European Venture Capital and Private Equity Market, (August 1, 2009). IESE Business School Working Paper No. 727.

Invest Europe; Central and Eastern Europe Statistics (2017). Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2016.

Invest Europe; Central and Eastern Europe Statistics (2018). Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2017.

Invest Europe; Central and Eastern Europe Statistics (2017). European Private Equity Activity; Statistics and Fundraising, Investments & Divestments.

Karsai, J. (2010b). Private Pension Funds' Attitudes to Private Equity in Hungary. Budapest: Hungarian Venture Capital and Private Equity Association.

PitchBook (2019). Global Fund Performance Report 2018.

PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (2018). Private Equity Trend Report 2018, The Coming of Age, February 2018.

Raade, K., Dantas, M. C. (2008). Recent developments in the European private equity market, European economy, *Economic Papers* 319.

Šimić, M. (2015). Atraktivnost Hrvatske u privlačenju ulagača rizičnog kapitala, *Ekonomiska misao praksa dbk.*, XXIV(1), 267-294.

Zakon o investicijskim fondovima, *Narodne novine*, 150/05.