

MREŽE POSLOVNIH ANĐELA U EUROPI I SAD-u

Vladović, Luka

Undergraduate thesis / Završni rad

2016

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:331237>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-05-07**

Repository / Repozitorij:

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



UNIVERSITY OF SPLIT



SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD
MREŽE POSLOVNIH ANĐELA U EUROPI I
SAD-u

Mentor:

dr. sc. Marija Šimić Šarić

Student:

Luka Vladović

Split, rujan, 2016.

SADRŽAJ

1.UVOD	3
1.1. Definiranje problema istraživanja	3
1.2. Ciljevi rada	3
1.3. Metode rada	3
1.4. Struktura završnog rada	4
2. TRŽIŠTE RIZIČNOG KAPITALA	5
2.1. Definiranje private equityja i rizičnog kapitala	5
2.2. Akteri na tržištu rizičnog kapitala	6
2.2.1. Fondovi rizičnog kapitala	6
2.2.2. Korporativni rizični kapital	8
2.2.3. Poslovni anđeli	9
2.3. Područja investiranja, aktivnosti i kriteriji za privlačenje rizičnog kapitala	10
3. POSLOVNI ANĐELI	13
3.1. Povijesni razvoj i pojmovno određenje poslovnih anđela	13
3.2. Vrste poslovnih anđela	15
3.3. Motivacija poslovnih anđela	18
3.4. Uloga poslovnih anđela u gospodarstvu	18
3.5. Sindikati vs mreže poslovnih anđela	19
3.6. Razlika poslovnih anđela u odnosu na fondove rizičnog kapitala	22
4. USPOREDBA ULAGANJA U SAD-u I EUROPI	25
4.1. Ukupne investicije poslovnih anđela u SAD-u i Europi	26
4.2. Ukupan broj poslovnih anđela u SAD-u i Europi	30
4.3. Ukupan broj poduzeća u koji su uložili poslovni anđeli	31
4.4. Stvorena radna mjesta	32
4.5. Investicije poslovnih anđela po sektorima u Europi i SAD-u u 2015. Godini	33
5.ZAKLJUČAK	35
LITERATURA	37
POPIS SLIKA	40
POPIS TABLICA	41
SAŽETAK	42
SUMMARY	43

1.UVOD

1.1. Definiranje problema istraživanja

Poslovni anđeli kao izvori financiranja poduzeća mogu pozitivno utjecati na razvoj mladih, tek osnovanih poduzeća. Pored toga što mladim poduzetnicima i njihovim poduzećima osiguravaju izvore financiranja, poslovni anđeli često pružaju i prijeko potrebnu mentorsku pomoć i podršku čime stvaraju temelje za dugoročni razvoj poduzeća. Osim navedenog utjecaja poslovnih anđela na pojedinačno poduzeće (mikro aspekt), njihovo djelovanje odražava se i na čitavo gospodarstvo (makro aspekt). Taj utjecaj u prvom se redu odražava kroz povećanje radnih mjesta u gospodarstvu određene zemlje, ali i kroz doprinos poslovnih anđela u razvoju inovacija i stvaranju poduzetničkog duha.

Problem istraživanja ovog rada proizlazi iz činjenice što unatoč povećanom značaju poslovnih anđela kao aktera na tržištu rizičnog kapitala, njihove strategije, karakteristike, veličine ulaganja i dalje ostaju latentne. Razlog tomu nalazi se u velikom značaju nevidljivog tržišta poslovnih anđela te nemogućnosti pouzdanog mjerenja takvih investicija.

1.2. Ciljevi rada

Cilj rada je pozicionirati poslovne anđele kao aktere na tržištu rizičnog kapitala, analizirati različite vrste poslovnih anđela, prikazati različite strategije (u vidu količine uložених sredstava, njihove participacije u poduzeću u koju su investirali sredstva te ostalih kriterija koje očekuju da poduzetnici ispune) i motive njihovih ulaganja. Dodatno, cilj je i prikazati i usporediti ulaganja mreža poslovnih anđela u Europi i SAD-u.

1.3. Metode rada

U teorijskom dijelu rada korištene su metode analize, sinteze deskripcije i klasifikacije, dok su u empirijskom dijelu rada korištene metode komparacije, tablično i grafičko prikazivanje podataka. Podatci o usporedbi ulaganja poslovnih anđela su prikupljeni s web stranica CVR-a

(engl. Centre for Venture Research) i EBAN-a (engl. European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early Stage Market Players)

1.4. Struktura završnog rada

Rad se sastoji od 5 poglavlja.

U prvom poglavlju, odnosno uvodu, definiran je problem istraživanja, navedeni su ciljevi i metode rada te je prikazana struktura rada.

U slijedećem poglavlju, poglavlju dva, prikazano je tržište rizičnog kapitala, odnosno definirani su pojmovi private equitya i rizičnog kapitala, navedena su temeljna obilježja rizičnog kapitala, prikazani su glavni akteri na tržištu rizičnog kapitala te su na kraju navedeni kriteriji koje moraju ispuniti poduzeća kako bi privukla investitore rizičnog kapitala.

Treće poglavlje obuhvaća opće odrednice poslovnih anđela poput definicije i povijesnog razvoja poslovnih anđela, motiva koji pokreću poslovne anđele na ulaganje, njihove uloge u gospodarstvu. Također su prikazane različite vrste poslovnih anđela, udruženja poslovnih anđela (mreže poslovnih anđela i sindikati poslovnih anđela) i napravljeno je razgraničenje između poslovnih anđela i fondova rizičnog kapitala.

U četvrtom poglavlju su navedeni uzroci teškoća u prikupljanju podataka o poslovnim anđelima te je dana usporedba aktivnosti poslovnih anđela u Europi i SAD-u.

Posljednje poglavlje odnosi se na zaključak.

2. TRŽIŠTE RIZIČNOG KAPITALA

2.1. Definiranje private equityja i rizičnog kapitala

Prema definiciji Europske private equity i venture capital asocijacije (EVCA, 2007) private equity predstavlja vlasničko ulaganje u poduzeća koja ne kotiraju na burzi te koja imaju veliki potencijal rasta. Za razliku od private equityja, rizični kapital (engl. venture capital) se odnosi na vlasničko ulaganje u poduzeća u ranoj fazi razvoja i ekspanzije. Rizični kapital predstavlja dio private equityja. Pored rizičnog kapitala private equity se sastoji i od mezzanin financiranja, otkupa poduzeća (engl. buyout) te investiranja u poduzeća koja se nalaze u problemima (engl. distress investing).

Mlada poduzeća se nakon što iskoriste sredstva obitelji i prijatelja često susreću s nedostatkom izvora financiranja za potrebe rasta i razvoja. U toj eksperimentalnoj, odnosno sjemenskoj fazi razvoja, bankovni krediti nisu im dostupni budući da takva poduzeća nemaju dovoljno vrijedne kolaterale kojim bi se banke mogle osigurati od eventualnih gubitaka (Šimić, 2014.). Dodatni problem koji ograničava mlada poduzeća u pribavljanju vanjskih izvora financiranja je i problem asimetričnosti informacija (Mishkin i Eakins, 2005). Činjenica nedostupnosti izvora financiranja za poduzeća u sjemenskoj fazi njihovog razvoja predstavlja jedan od glavnih uzroka razvoja tržišta rizičnog kapitala. S ciljem premošćivanja navedenog financijskog jaza pojavljuju se poslovni anđeli kao neformalni ulagači rizičnog kapitala, ali i fondovi rizičnog kapitala kao institucionalni ulagači rizičnog kapitala.

Začetak današnje industrije rizičnog kapitala datira iz 1946. godine, kada je američki general Georges Doriot zajedno s Karlom Comptomom i Ralphom Flendersom prepoznao potrebu za rizičnim kapitalom te osnovao American Research and Development Corporation (ARD). Svrha osnivanja ARD-a bilo je prikupljanje sredstava od bogatih pojedinaca i sveučilišnih zaklada za investiranje u poduzetničke „start-up“ tvrtke tehnološki orijentirane proizvodnje. (Šimić, 2010). Rizični kapital je nekoliko desetaka godina nakon toga postao veoma važan izvor financiranja poduzeća. Tome u prilog govori činjenica kako su neka od najvećih poduzeća danas s tržišnom kapitalizacijom od preko 350 milijardi dolara (Apple, Google, Microsoft) u određenoj fazi svoga razvoja koristila sredstva različitih aktera na tržištu rizičnog kapitala (NVCA, 2016.).

2.2. Akteri na tržištu rizičnog kapitala

Aktere na tržištu rizičnog kapitala moguće je klasificirati u tri skupine. Glavni akteri su:

- fondovi rizičnog kapitala (institucionalni rizični kapital)
- poslovni anđeli (neformalni rizični kapital)
- korporativni rizični capital

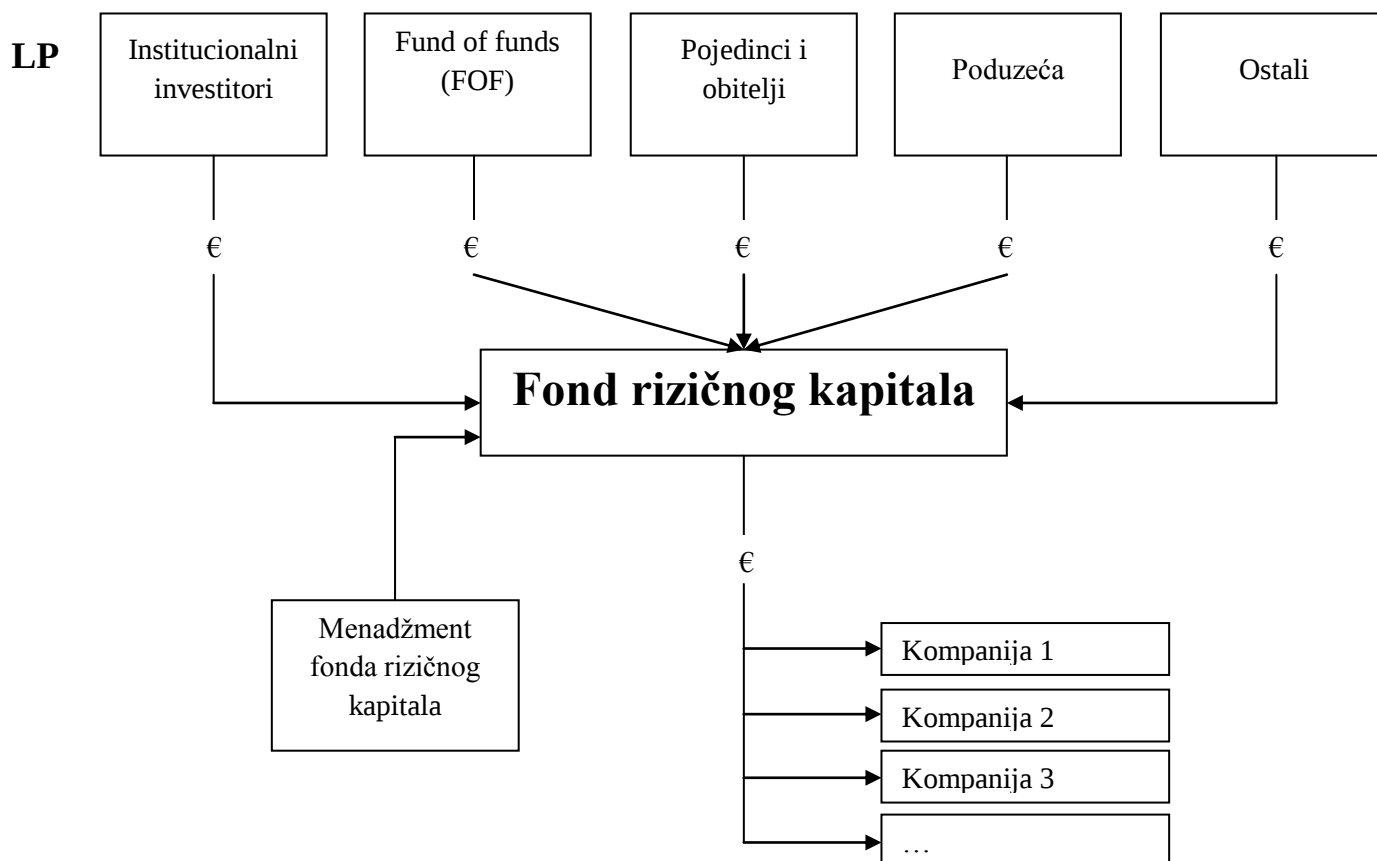
2.2.1. Fondovi rizičnog kapitala

Alternativnim investicijskim fondom se prema Zakonu o alternativnim investicijskim fondovima (NN, br.16/13) smatra investicijski fond osnovan sa svrhom i namjenom prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom te ulaganja tih sredstava u različite vrste imovine u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja alternativnog investicijskog fonda, a isključivo u korist imatelja udjela tog alternativnog investicijskog fonda.

Kao što slika 1 pokazuje društvo za upravljanje fondom rizičnog kapitala sredstva za fond prikuplja od različitih institucionalnih ulagača koji predstavljaju partnera s ograničenom odgovornošću (engl. limited partners). To mogu biti: institucionalni investitori poput mirovinskih fondova i društava za osiguranje, funds of funds¹ (FOF), pojedinci i obitelji te ostali. Partneri s ograničenom odgovornošću moraju biti svjesni kako je ulaganje u fond rizičnog kapitala dugoročno i nelikvidno ulaganje, odnosno kako će svoje povrate moći ostvariti kroz vremenski period koji se najčešće kreće u rasponu od 7 do 10 godina. Ukupan iznos kapitala prikupljen tijekom životnog vijeka fonda naziva se obvezujući kapital (engl. committed capital), te se često nakon što je prikupljena potrebna razina obvezujućeg kapitala kaže da je fond zatvoren i spreman za investiranje. Svoje investicije kao što smo već naglasili fond usmjerava k poduzećima koja se nalaze u ranoj fazi razvoja te koja imaju veliki potencijal rasta. Kako bi smanjili rizik potencijalnih gubitaka i ostvarili diverzifikacijski učinak, fondovi rizičnog kapitala investiraju sredstva u veći broj manjih tvrtki (Metrick, Yasuda, 2011).

¹ Fund of funds je naziv za financijske posrednike koji prikupljaju novac od pojedinaca i manjih poduzeća koji nemaju dovoljno sredstava za inicijalno ulaganje u fond rizičnog kapitala te koji prikupljeni novac transferiraju u navedeni fond

Fond rizičnog kapitala uobičajeno se osniva na ograničeni broj godina (najčešće 10 godina) s mogućnošću produženja od nekoliko godina. Navedenim fondom upravlja generalni partner, odnosno menadžment fonda rizičnog kapitala. Prema Šimić (2010) zadaća menadžmenta je snimanje, nadgledanje, savjetovanje, pomoć pri investiranju, upravljanje asimetrijom informacija i agencijskim troškovima pružajući svojim investitorima uvid u investicijske mogućnosti koje oni inače sami ne bi prepoznali ili poduzeli zbog nedostatka znanja i opreme.



Slika 1: Poslovni model fonda rizičnog kapitala

Izvor: Prikaz autora prema EVCA (2007), Guide on Private Equity and Venture Capital for entrepreneurs

Menadžment kompanija koja upravlja fondom rizičnog kapitala kao kompenzaciju ostvaruje:

- menadžersku naknadu i
- carry kamatu (engl. carry interest)

Prema Metrick i Yasuda (2011) menadžerska naknada računa u odnosu na obvezujući kapital te se u prosjeku kreće u iznosu od 2% obvezujućeg kapitala. Ponekad iznos menadžerske naknade ostane isti kroz cijeli životni vijek fonda, ali se ipak u većem broju slučajeva ona smanji nakon određenog broja godina (najčešće pet).

Carry predstavlja udio dobiti fonda koji pripada generalnom partneru. Omogućavanjem carry kamate generalni partneri imaju veću motivaciju za ostvarivanje boljih performansi fonda. U pravilu kod većine fondova rizičnog kapitala se kreće u iznosu od 20% svih profita fonda.

Fondovi rizičnog kapitala se prema Hisrich et al. (2011) susreću sa sve više pritiska od strane svojih ulagača, ograničenih partnera, koji inzistiraju na sigurnijim ulaganjima. Posljedično sve više ulažu u poduzeća u kasnijim fazama njihova razvoja, zbog toga što ulaganja u toj fazi podrazumijevaju nižu razinu rizika, brže povrate te manje zadiranje u menadžment. Tome u prilog ide i činjenica da je prema podacima Nacionalne venture capital asocijacije (NVCA, 2016) najviše investicija rizičnog kapitala, odnosno 37% od ukupnog broja investicija rizičnog kapitala usmjereno k poduzećima koja se već nalaze u fazi ekspanzije.

2.2.2. Korporativni rizični kapital

Korporativni rizični kapital predstavlja oblik rizičnog kapitala pri kojem nefinancijska poduzeća najčešće osnivaju podružnice, koje koriste za investiranje u poduzeća s velikim potencijalom rasta (Chemmanur et al., 2013) Neki od primjera korporativnog rizičnog kapitala su Google Ventures, Intel Capital, Microsoft Ventures, Johnson & Johnson Innovation,...

Chemmanur et al. (2013) ističu tri razlike između korporativnog i institucionalnog (fondovi rizičnog kapitala) rizičnog kapitala:

1. Fondovi korporativnog rizičnog kapitala osnovani su kao podružnice korporacija, dok su fondovi institucionalnog rizičnog kapitala organizirani na principu limitiranog partnerstva i ugovorom su ograničeni na određeni broj godina (često na 10 godina). Ova činjenica nam ukazuje kako fondovi korporativnog rizičnog kapitala imaju duži investicijski horizont.
2. Fondovi korporativnog rizičnog kapitala nastoje ostvariti strateške i financijske ciljeve, dok fondovi institucionalnog rizičnog kapitala isključivo u vidu imaju ostvarenje što većeg financijskog povrata. Strateški ciljevi fondova korporativnog rizičnog kapitala mogu biti: formiranje novih partnerstva, razvoj novih komplementarnih tehnologija, stvaranje inovativnih proizvoda itd.

3. Menadžeri fondova rizičnog kapitala ostvaruje novčane kompenzacije u vidu fiksne plaće i korporacijskih bonusa koji su vezani uz performanse matičnog društva. Za razliku od njih menadžeri fondova institucionalnog rizičnog kapitala ostvaruju kompenzacije kroz carry kamatu i menadžersku naknadu.

Prednost fondova korporativnog rizičnog kapitala u odnosu na institucionalni rizični kapital je u njihovom boljem poznavanju industrije i tehnologije koju koristi poduzeće u koje je investiran novac. Također fondovi korporativnog rizičnog kapitala mogu onim poduzećima u koja su investirali pružiti značajnu logističku potporu i na takav im način olakšati pristup potencijalnim korisnicima. Zbog svega navedenog može se zaključiti kako fondovi korporativnog rizičnog kapitala mogu biti skloniji eksperimentiranju i povremenim gubitcima u odnosu na fondove institucionalnog rizičnog kapitala.

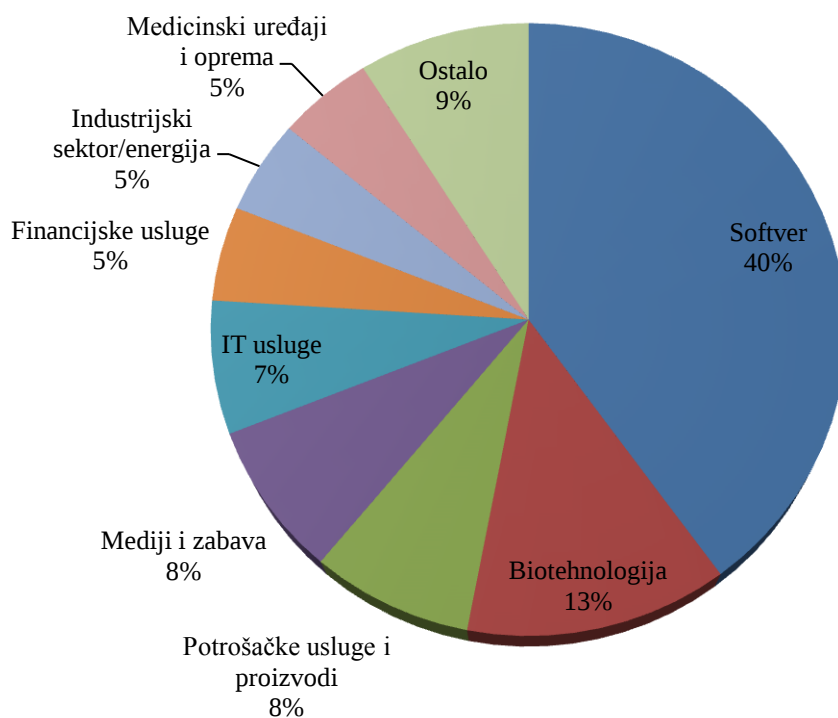
2.2.3. Poslovni anđeli

Poslovni anđeli predstavljaju neformalni rizični kapital. Takvi investitori prema Metrick i Yasuda (2011) ne predstavljaju financijske posrednike čime ne zadovoljavaju jednu od karakteristika rizičnog kapitala. Poslovni anđeli ne prikupljaju novac od različitih subjekata, već koriste vlastite izvore sredstava. Ta činjenica rezultira s tim da poslovni anđeli imaju značajno manji trošak kapitala i da sav povrat od investicije mogu zadržati u svom posjedu. Također za razliku od fondova rizičnog kapitala, poslovni anđeli ulažu manje iznose novca u veći broj poduzeća te najčešće financiraju poduzeća u njihovoj najranijoj fazi (sjemenska faza).

Detaljnije objašnjenje poslovnih anđela bit će ponuđeno u nastavku ovoga rada.

2.3. Područja investiranja, aktivnosti i kriteriji za privlačenje rizičnog kapitala

Investitori rizičnog kapitala ulažu u ona mlada poduzeća, koja imaju potencijal da u vremenskom periodu od najčešće 5 do 7 godina, nakon početne investicije postanu velika poduzeća. Takav brzi rast se ne može postići u svakoj djelatnosti stoga se investitori rizičnog kapitala fokusiraju na industrije visoke tehnologije te one industrije čiji bi se proizvodi mogli etablirati na velikim tržištima. Prema podacima Nacionalne venture capital asocijacije u SAD-u (NVCA, 2016) najveći dio ulaganja rizičnog kapitala u 2015. godini usmjeren je prema industrijama koje se bave softverom, biotehnologijom te potrošačkim proizvodima i uslugama.



Slika 2: Investicije rizičnog kapitala po industrijama u SAD-u u 2015. godini

Izvor: Prikaz autora prema National Venture Capital Association Yearbook, 2016.

Metrick i Yasuda (2011) navode pet glavnih karakteristika rizičnog kapitala:

1. Rizični kapital predstavlja financijsko posredništvo
2. Fond rizičnog kapitala ulaže u privatna poduzeća, odnosno u ona poduzeća koja ne kotiraju na burzi

3. Investitor rizičnog kapitala zauzima aktivnu ulogu u nadziranju i pomaganju poduzećima u koja je investirao
4. Primarni cilj investitora rizičnog kapitala je maksimizacija profita, koja se ostvaruje kroz izlaznu strategiju
5. Ulagatelj rizičnog kapitala ulaže sredstva u interni rast kompanije

Makek (2011) ističe kako rizični kapital ima i važnu socio-ekonomsku funkciju, budući da kapital čini dostupnim onim konkurentnim poduzećima, progresivnim idejama i projektima koji inače nemaju (dostatan) pristup uređenim tržištima kapitala i samostalno nikada ne bi bili realizirani.

Prema Metrick i Yasuda (2011) osnovne aktivnosti investitora rizičnog kapitala mogu biti podijeljene u tri grupe, a to su: investiranje, nadgledanje i izlazak kroz različite izlazne strategije.

Faza investiranja započinje s istraživanjem nove prilike i traje sve do potpisivanja ugovora, nakon kojeg investitor rizičnog kapitala ulaže u poduzeće. U toj fazi, investitor rizičnog kapitala razmatra tisuće različitih poduzeća te mora izabrati jedno ili nekoliko koji su vrijedni njegove pažnje. Nakon što je izabrano poduzeće u koje će se investirati, sastavlja se inicijalni dokument koji sadrži osnovne uvjete poslovnog dogovora (engl. term sheet) i investitor rizičnog kapitala pristupa detaljnom analiziranju svih aspekata poslovanja izabranog poduzeća (engl. due diligence). Ukoliko je investitor rizičnog kapitala zadovoljan rezultatima dubinskog snimanja (engl. due diligence) sklapa se konačni ugovor te se pristupa drugoj fazi.

U fazi nadgledanja prema Makek (2011) investitor rizičnog kapitala, mora imati mogućnost aktivnog upravljanja svojih ulaganjima i imati određene mehanizme kontrole kako bi bio siguran da se ulaganjem u poduzeće doista kreira dodana vrijednost koja će povećati vrijednost poduzeća (i time generirati zaradu kod različitih izlaznih opcija). Kako bi nadgledao poslovanje poduzeća u koje je investirao sredstva investitor rizičnog kapitala će zauzeti barem jedno mjesto u upravnom odboru, ali će i pomoći menadžmentu u pogledu svojih stručnih savjeta. Jedan od najučinkovitijih načina za kontrolu je i doziranje sredstava financiranja u skladu s pokazanim napretkom u ostvarivanju postavljenog cilja. Odnosno investitori rizičnog kapitala u slučaju da tvrtka zaostaje u svom planiranom razvitku mogu uskratiti sredstva i na taj način umanjiti svoj gubitak (Mishkin i Eakins, 2005).

Budući da su investitori (fondovi) rizičnog kapitala financijski posrednici, koji svojim investitorima moraju vratiti dani kapital, oni posežu za različitim izlaznim strategijama. Poduzimanje izlazne strategije zahtijeva stručna znanja i prema Cvijanović et al.(2008) najčešće se ostvaruje kroz:

- inicijalnu javnu ponudu (u suradnji s investicijskim bankama)
- prodaju strateškom partneru
- prodaju menadžment timu poduzeća
- prodaju nekom drugom subjektu

Prema Hisrich et al. (2011) investitori rizičnog kapitala od kompanije u koju žele investirati očekuju ispunjenje tri opća kriterija:

1. Jaki menadžerski tim

Investitori očekuju tim koji je sastavljen od pojedinaca koji imaju radno iskustvo te koji poznaju industriju u kojoj posluju. Također očekuju da su menadžeri predani kompaniji i stručni u području svog djelovanja. Jedna od činjenica koja može biti vrlo značajna za uspjeh poduzete investicije je i obiteljska potpora, budući da pokretanje i razvijanje poduzeća za menadžere iziskuje puno vremena provedenog na radnom mjestu. Ističe se kako će investitori rizičnog kapitala radije ulagati u prvoklasne menadžerske timove te drugorazredne proizvode nego obratno.

2. Proizvod ili tržišna prilika moraju biti jedinstveni

Ovaj kriterij se odnosi na činjenicu da poduzeće mora imati određenu diferencijacijsku prednost na većem tržištu. Osiguravanje jedinstvene tržišne niše neophodno je, jer poduzeće odnosno njegov proizvod tijekom ulagačkog razdoblja mora imati priliku za rast.

3. Poslovna prilika mora moći povećati kapital

Investicija rizičnog kapitala mora biti u mogućnosti povratiti uložena sredstva investitora rizičnog kapitala uvećana za određenu stopu povrata, jer u suprotnom investitor rizičnog kapitala ne bi uzeo u razmatranje investiranje u dano poduzeće. Ovaj kriterij je u skladu s karakteristikom rizičnog kapitala koja govori kako je prioritetni cilj investitora rizičnog kapitala maksimizacija profita kroz izlaznu strategiju.

3. POSLOVNI ANĐELI

3.1. Povijesni razvoj i pojmovno određenje poslovnih anđela

Morrisette (2007) navodi kako je Marco Polo u 13. stoljeću bio financiran od strane poslovnog anđela. Putovanje Kristofora Kolumba je također financirano od strane kraljice Izabele u 15. stoljeću. Navedena ulaganja smatraju se pretečom ulaganja poslovnih anđela. Prema Ramadani (2008) termin poslovni anđeo potječe s Broadwaya. Naime, krajem 19. stoljeća su bogati pojedinci osiguravali sredstva za izvođenje novih predstava i mjuzikala. Njihova motivacija nije bila isključivo ostvarenje novčanog povrata, već se sagledavala kroz ljubav prema kazalištu i prilici da upoznaju i da se druže s poznatim glumcima i redateljima. Kroz povijest su i velikani poput Henrya Forda i Alexandra Grahama Bella bili financirani od strane poslovnih anđela. 1874. godine Alexander Graham Bell bio je potpomognut sredstvima poslovnih anđela kako bi osnovao Bell Telephone Company. U 1903. godini su petorica poslovnih anđela uložila 41 500\$ u kompaniju Henrya Forda, njihovo ulaganje 15 godina nakon bilo je vrijedno oko 145 milijuna dolara. I današnja najveća poduzeća su u svojim počecima bila financirana od strane poslovnih anđela. Neki od primjera su Apple (1977. godine poslovni anđeo uložio je 91 000\$) i Amazon.

Prema Europskoj komisiji (engl. European Commision, 2015) poslovni anđeli su pojedinci (vrlo često bogati) koji posjeduju poslovno iskustvo, stručnost i utjecajnu mrežu kontakata. Nadalje, poslovni anđeli direktno investiraju dio svoje imovine u nova i rastuća poduzeća koja još ne kotiraju na burzi u nadi da ostvare financijski povrat. Iz navedene definicije mogu se prikazati neke od temeljnih karakteristika poslovnih anđela (Mason, 2005):

- Bogati pojedinci

Posjedovanje bogatstva u novčanom smislu jedan je od ključnih uvjeta za postati poslovni anđeo. Poslovni anđeli u svom portfelju mogu imati nekoliko investicija, a vrijednost tih investicija može biti različita, odnosno može se kretati od 10 000 € pa sve do nekoliko stotina tisuća eura. Budući da ulaganja u ovakva poduzeća podrazumijevaju visoki rizik poslovni anđeli u ovakav oblik investiranja prosječno alociraju od 5 do 15% svoje ukupne imovine.

- Poslovni anđeli ulažu svoj vlastiti novac

Ova činjenica razlikuje poslovne anđele od fondova rizičnog kapitala. Poslovni anđeli nisu primorani investirati novac ukoliko za to nisu pronašli odgovarajuću priliku, dok fondovi rizičnog kapitala moraju uložiti sredstva te ih svojim investitorima moraju vratiti kroz određeni vremenski period. Dodatno, zbog toga što ulažu vlastiti novac poslovni anđeli mogu brže donositi poslovne odluke i mogu provoditi manje profesionalno dubinsko snimanje te time imaju manje troškove kod investiranja.

- Direktno investiranje

Poslovni anđeli samostalno donose odluku o investiranju. Ovo podrazumijeva da poslovni anđeli moraju imati kontakte koji će im omogućiti priljev novih investicijskih prilika, ali i da trebaju posjedovati analitičke vještine kako bi bili sposobni procijeniti u koja mlada poduzeća i poduzetničke ideje treba investirati.

- Stručnost i iskustvo

Poslovni anđeli su često ljudi koji posjeduju značajno iskustvo i stručnost koje su stekli ili u razvijanju vlastitog pothvata u prošlosti ili kao menadžeri. Na temelju stečenog iskustva, poslovni anđeli često pružaju potporu onim poduzetnicima u čije poduzeće su investirali. Ta potpora može uključivati direktno uključivanje u poslovanje poduzeća, mentorstvo, pružanje mreže kontakata, i sl. Na ovakav način poslovni anđeli smanjuju rizik povezan s asimetrijom informacija i moralnim hazardom.

- Ulaganje u poduzeća koja ne kotiraju na burzi

Kao alternativa ulaganju u mlada i poduzeća s velikim potencijalnom rasta javlja se ulaganje u ona poduzeća koja kotiraju na burzi kroz kupnju njihovih financijskih instrumenata. Ovakva situacija predstavlja pasivni način ulaganja, dok su ulaganja poslovnih anđela aktivna jer su investitori svakodnevno uključeni u rad poduzeća te svojim radom utječu na rast i prosperitet poduzeća.

- Financijski povrat

Kao i kod svakog ulaganja jedan od temeljnih motiva je ostvarenje povrata od uložених sredstava, no kod ulaganja poslovnih anđela javljaju se i neki drugi ne isključivo novčani motivi o kojima ćemo nešto više reći u nastavku rada. Poslovni anđeli prema Rončević (2008) do financijskog povrata mogu doći na jedan od sljedećih načina: ponudom osnivaču da otkupi njihov udjel, prodajom svog udjela nekom od fondova rizičnog kapitala ili otpisom

potraživanja ukoliko je investicija propala. Prema podacima EBAN-a (2016.), 60% poslovnih anđela ostvarilo je pozitivan povrat u 2014. godini, dok je u 2015. godini njih 67% ostvarilo pozitivan povrat.

3.2. Vrste poslovnih anđela

U tablici 1 prikazana je klasifikacija poslovnih anđela prema EBAN-u (2009). Za svaku od navedenih vrsta poslovnih anđela prikazana su neka temeljna obilježja poput njihovog bogatstva u novčanom smislu, količine investiranih sredstava, ciljeva od ulaganja, ali i kriterija koje poslovni anđeli zahtijevaju.

Tablica 1: Vrste poslovnih anđela

Vrsta	Karakteristike	Bogatstvo i količina investiranih sredstava	Ciljevi ulaganja	Glavni kriteriji za investiranje	Lokacija investicije	Ostali faktori
Poduzetnički anđeli	Najaktivniji i najiskusniji anđeli	Vrijedno više od 1,6 milijuna € s godišnjim prihodom od 167 tisuća €. Ulažu preko 837 tisuća €	Dominantno financijski povrat, ali i zabava i zadovoljstvo	Karakter osnivača poduzeća	Nije važno	Otvoreniji su k investiranju sredstava van tržišta kojeg poznaju
Korporativni anđeli	Kompanije koje poduzimaju investicije svojstvene poslovnim anđelima	Više od 40% istraživane grupe je uložilo preko 837 tisuća € u nove pothvate	Financijski povrat, ali on je često manje od zarade individualnih anđela	Karakter osnivača poduzeća ili menadžera	Preferiraju investirati blizu svog sjedišta	Bitno je vlastito iskustvo u industriji
Anđeli, tražitelji prihoda (engl. Income seeking angel)	Aktivni individualni investitori, ali s manjim brojem investicija od ostalih vrsta	30% istraživane grupe ima bogatstvo vrijedno manje od 167 tisuća €. Investiraju između 40 i 84 tisuća €	Financijski povrat i kreiranje posla za sebe	Karakter osnivača poduzeća ili menadžera	Nije važno	
Anđeli usmjereni na maksimiziranje	Pojedinci s nekoliko investicija u	80% grupe ima bogatstvo	Financijski povrat i kreiranje	Karakter osnivača poduzeća ili	Nije važno	Prilike za zajedničko investiranje;

bogatstva (engl. wealth maximising)	nove pothvate	veće od 837 tisuća €. Investiraju između 40 i 167 tisuća €	posla za sebe	menadžera		pristup znanju ostalih investitora
Latentni anđeli	Neaktivni u prošle tri godine, ali su napravili barem jednu investiciju prije toga	50% istraživane grupe ima preko 167 tisuća € dostupnih za investiranje	Visoki financijski povrat i kreiranje posla za sebe	Karakter osnivača poduzeća ili menadžera	Preferiraju investirati u poduzeća blizu svog prebivališta	Jasno definirani načini izlaza
Nevini anđeli	Nisu poduzeli nijednu investiciju u nekotirana poduzeća	Imaju manje sredstava za investiranje od ostalih vrsta, ali to ne predstavlja ograničenje	Veći povrat u odnosu na povrat na tržištu dionica, kreiranje posla i ostvarivanje dohotka	Karakter osnivača poduzeća ili menadžera	Preferiraju investirati u poduzeća blizu svog prebivališta	25% istraživane grupe je reklo kako je vlastito poznavanje industrije važno

Izvor:EBAN (2009): Introduction to business angels and business angels network activities in Europe

Osim podjele poslovnih anđela po EBAN-u razlikujemo i podjelu po MIT Entrepreneurship Centru (2000).

Razlikujemo četiri kategorije poslovnih anđela, a to su:

- Anđele čuvare (engl. guardian angels)

Aktivni investitori koji vode i podučavaju menadžerski tim dajući im savjete koji će omogućiti rast poduzeća. Njihova pomoć reflektira se kroz regrutiranje novih članova uprave ili menadžerskog tima, kroz privlačenje novih investitora za ulaganje, ali i kroz pružanje pomoći u određenim poslovnim područjima koji su nepoznati za poduzetnike. Anđeli čuvari obično ulažu sredstva u 2-4 poduzeća godišnje, vrijednosti njihovih investicija je obično između 100 i 150 tisuća dolara po poduzeću. Kao kompenzaciju za uloženo znanje i novac, anđeli čuvari očekuju ostvariti financijski povrat te se pretpostavlja da se taj povrat kreće na razini većoj od 40%.

- profesionalni anđeli poduzetnici (engl. professional entrepreneur angels)

Ovi anđeli imaju poduzetničko iskustvo, ali često investiraju izvan područja u kojem su stručni i koje dobro poznaju. Posljedica njihovog investiranja izvan područja za kojeg imaju određeno iskustvo je ta da često slijede investicije vodećeg anđela (anđeli kojima vjeruju i čiju stručnost respektiraju) koji provodi dubinsko snimanje, pruža podršku mladim

poduzećima i nadzire napredak poduzeća u kojeg je investirao sredstva. Povrati ovih anđela se kreću između povrata anđela čuvara i financijskih anđela.

- anđeli s operativnim iskustvom (engl. operational expertise angels)

Anđeli s operativnim iskustvom kao što naziv govori posjeduju iskustvo rada u mladim poduzećima. Oni provode vlastito detaljno dubinsko snimanje te na temelju njega donose odluku o investiranju. Motivi koji ih pokreću pri ulaganju su financijske (ostvarenje financijskog povrata), ali i nefinancijske prirode. Ova vrsta poslovnih anđela, slično kao i anđeli čuvari pruža aktivnu podršku poduzetnicima u vidu zauzimanja mjesta u upravi, omogućavanja pristupa kupcima, pronalasku strateških partnera,... Investitori koji se javljaju u kasnijim fazama financiranja poduzeća pozitivno reagiraju na sudjelovanje ovih anđela u upravi poduzeća.

- financijski anđeli (engl. financial return angels)

Predstavljaju bogate pojedince, koji posjeduju veoma malo poduzetničko iskustvo i koji investiraju u industrije koje dobro ne poznaju. Investicije ovakvih anđela su najčešće manje od 50 000\$ po poduzeću. Razina uključenosti u rad poduzeća varira od anđela do anđela, ali financijski anđeli najčešće aktivno ne sudjeluju u vođenju poduzeća u kojeg su investirali sredstva. Oni anđeli koji su pak zainteresirani za uključivanje u rad poduzeća najčešće to čine kroz pružanje mreže kontakata poduzetnicima. Isključivi cilj financijskih anđela je ostvarenje financijskog povrata.

Poznavanje industrije	Visoko	Anđeli s operativnim iskustvom	Anđeli čuvari
	Nisko	Financijski anđeli	Profesionalni anđeli poduzetnici
		Nisko	Visoko
		Poduzetničko iskustvo	

Slika 3: Podjela poslovnih anđela prema MIT Entrepreneurship Centru

Izvor: MIT Entrepreneurship Centre (2000): Venture Support System Project: Angel Investors

3.3. Motivacija poslovnih anđela

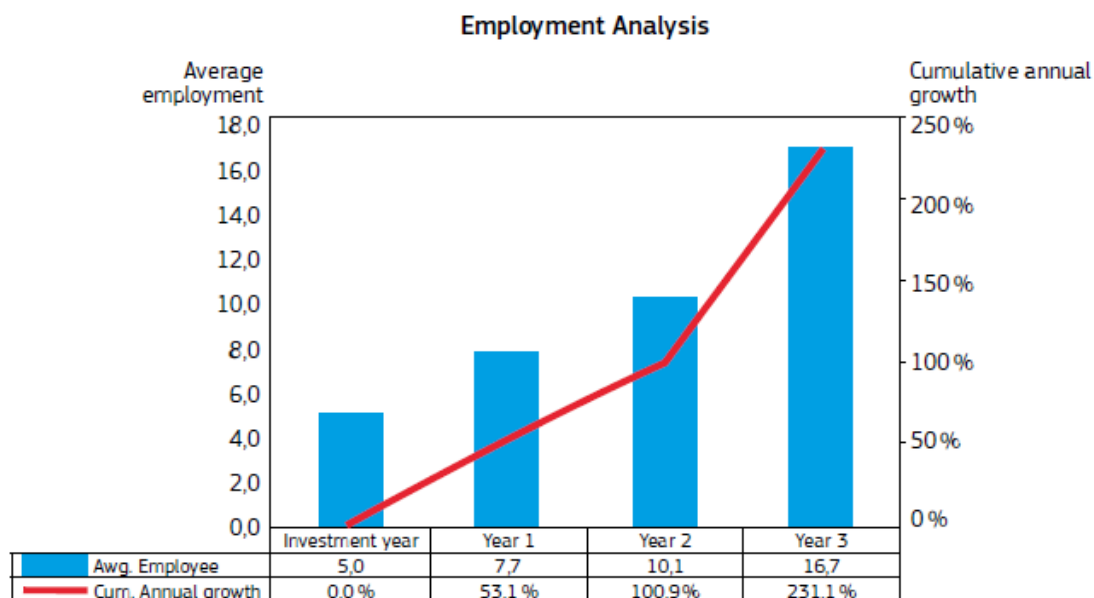
Prema Ramadani (2008) poslovni anđeli nisu filantropi i primaran motiv koji ih potiče na ulaganje je prilika da ostvare značajan financijski povrat. Osim navedenog financijskog motiva, poslovni anđeli mogu biti motivirani i različitim nefinancijskim motivima. Jedan od čestih nefinancijskih motiva zahvaljujući kojem poslovni anđeli ulažu sredstva je zabava i zadovoljstvo. Poslovni anđeli osjećaju zadovoljstvo kada poduzetnici prihvaćaju njihove savjete te kada poduzeća u koja su investirali ostvaruju sve bolje i bolje financijske rezultate. Dodatno jedan od nefinancijskih motiva je i potreba poslovnih anđela da stečeno znanje i iskustvo prenesu na mlade poduzetnike kako bi im pomogli stvoriti preduvjete za formiranje uspješnog poduzeća. Budući da su poslovni anđeli uglavnom u svojoj prošlosti bili na vodećim menadžerskim funkcijama ili su uspostavili vlastito poduzeće, oni na temelju svog iskustva mogu poduzetnicima pružiti čitav niz savjeta koji će im pomoći prebroditi mnoge poteškoće s kojima se susreću za vrijeme pokretanja poduzeća. Također se navodi kako je jedan od nefinancijskih razloga, koji može motivirati poslovne anđele na ulaganje, poticanje razvoja poduzetništva u regiji gdje žive.

Slični motivi koji pokreću poslovne anđele na ulaganje zabilježeni su i u istraživanju EBAN-a u 2008. godini. Rezultati istraživanja ukazuju na to da su razlozi zbog kojih poslovni anđeli ulažu sredstva: financijski povrat, osobna satisfakcija, diverzifikacija portfelja, ekonomski razvoj i samozapošljavanje.

3.4. Uloga poslovnih anđela u gospodarstvu

Održivi gospodarski rast zahtijeva inovacije, a upravo poslovni anđeli financiranjem i pružanjem mentorske pomoći mladim poduzećima tijekom najriskantnije faze njihovog razvoja podupiru inovacije. Dakle poslovni anđeli imaju važan doprinos u razvoju gospodarstva i tehnološkom napretku zbog toga što osiguravaju rizični kapital u situacijama nedostupnosti bankovnih kredita i nedovoljnih ulaganja fondova rizičnog kapitala (zbog sve većeg usmjerenja na financiranje poduzeća u kasnijim fazama njihovog razvoja). Istraživanja su također utvrdila pozitivan utjecaj investicija poslovnih anđela na zaposlenost. Rezultati

ukazuju na to da kod inicijalne investicije poslovnog anđela poduzeća u prosjeku imaju 5 zaposlenih, no taj se broj povećava za 3 puta kroz vremensko razdoblje od tri godine.



Slika 4: Utjecaj investicija poslovnih anđela na zaposlenost

Izvor: European Commission (2015): Fostering business angel activities in support of SME growth

Zbog pozitivnih utjecaja investicija poslovnih anđela na razvoj gospodarstva mnoge države omogućavaju poslovnim anđelima različite fiskalne olakšice. Cilj olakšica je smanjiti trošak investiranja sredstava za poslovne anđele, kako bi se djelovalo na povećanje broja investicija. Prema podacima EBAN-a, BAE, BOFIDI (2015) fiskalne olakšice koriste se u 13 europskih zemalja i to u Belgiji, Finskoj, Francuskoj, Irskoj, Italiji, Njemačkoj, Litvi, Luksemburgu, Portugalu, Sloveniji, Španjolskoj, Turskoj i Ujedinjenom Kraljevstvu. Neki od najpoznatijih programa fiskalnih olakšica su primjerice Enterprise Investment Scheme (EIS) i SEED Enterprise Investment Scheme (SEIS) u Ujedinjenom Kraljevstvu.

3.5. Sindikati vs mreže poslovnih anđela

U slučaju poduzimanja većih investicija poslovni anđeli mogu formirati sindikat poslovnih anđela. Prema Etula (2015) sindikat poslovnih anđela predstavlja zajedničko investiranje

nekoliko investitora pri kojem grupu predstavlja jedna osoba. Formiranjem sindikata omogućuje se diverzifikacija portfelja, bolje upravljanje rizikom, udruživanje znanja, kontakata, iskustva i povećava se kvaliteta dubinskog snimanja. Sindikati poslovnih anđela postaju sve značajniji te mogu imati veliki utjecaj na razvoj poduzetništva zbog svojih prednosti.

Prednosti sindikata poslovnih anđela prema Masonu (2005)

1. Reduciraju izvore neefikasnosti na tržištu poslovnih anđela, jer se na takav način povećava vidljivost tržišta poslovnih anđela i olakšava se pristup poduzetnicima
2. Stimuliraju ponudu na tržištu poslovnih anđela (udruživanjem novčanih resursa, znanja, kontakata, omogućavajući priliku za diverzifikaciju portfelja)
3. Popunjavaju jaz u financiranju (već smo vidjeli kako fondovi rizičnog kapitala sve više ulažu u kasnijim fazama razvoja poduzeća te sindikati poslovnih anđela popunjavaju jaz u financiranju između obitelji, prijatelja i poslovnih anđela s jedne strane i fondova rizičnog kapitala s druge strane)
4. Bolja mogućnost investiranja dodatnih sredstava nakon inicijalne investicije
5. Veća sposobnost kreiranja dodatne vrijednosti za poduzeće
6. Bolji kredibilitet kod fondova rizičnog kapitala (fondovi rizičnog kapitala često imaju lošu sliku o poslovnim anđelima jer poslovni znaju precijeniti svoje investicije čime otežavaju konačni dogovor prilikom preuzimanja poduzeća)

Sindikati poslovnih anđela imaju i određene nedostatke, a to su prema EBAN (2009) prije svega:

1. Podcjenjivanje rizika
2. Činjenica da pothvati postaju kompleksniji, formaliziraniji zbog većeg broja investitora
3. Više vremena je potrebno za donošenje odluke
4. Mogućnost pojave teškoća u radu s osobama drugačije osobnosti
5. Poteškoće s voditeljima sindikata

Prema Europskoj komisiji (2015) mreže poslovnih anđela predstavljaju organizacije čiji je cilj olakšati spajanje poduzetnika i poslovnih anđela. Suština mreža poslovnih anđela je u tome da omoguće poduzetnicima (koji traže izvore financiranja svojih pothvata) da privuku pozornost

poslovnih anđela i da istodobno omoguće poslovnim anđelima dobivanje informacije o investicijskim prilikama koje će biti u skladu s njihovim investicijskim preferencijama (Mason, 2005). Mreže poslovnih anđela su uglavnom sastavljene od 10 do 150 poslovnih anđela te su formirane kao privatne inicijative uz podršku javnog sektora. Prema Rončević (2008) razlikuju se dva načina upravljanja mrežama poslovnih anđela. Jedan je da se zaposle profesionalci, a drugi je organiziran na način da članovi grupe obavljaju određene poslove. Kako bi se pokrili administrativni i specifični troškovi (dubinsko snimanje, profesionalne usluge) mreža poslovnih anđela, poslovni anđeli uplaćuju članarine (od nekoliko stotina do nekoliko tisuća američkih dolara).

U tablici 2 prikazane su koristi koje poduzetnici i investitori mogu imati od mreža poslovnih anđela. Zahvaljujući postojanju mreža poslovnih anđela, poduzetničke ideje postaju vidljivije potencijalnim investitorima, te na taj način poduzetnici imaju veću vjerojatnost za realizaciju svoga pothvata. Dodatno, mreže poslovnih anđela olakšavaju uspostavljanje kontakta poslovnog anđela s poduzetnikom te također mogu poduzetnicima pružiti znatan broj kvalitetnih informacija (u vidu financijskih savjeta ili informacija potrebnih za daljnje prikupljanje sredstava). S druge strane, koristi koje poslovni anđeli imaju od mreža poslovnih anđela odnose se u prvom redu na kvalitetniju bazu podataka o dobrim projektima, ali i na puno veći priljev poduzetničkih ideja. Veća kvaliteta podataka o dobrim projektima je posljedica organizacije različitih investicijskih foruma, ali i objavljivanja informacija u obliku biltena i časopisa čime se dobivaju znatno kvalitetnije i ažurnije informacije o poduzetničkim idejama i njihovom razvoju.

Tablica 2: Uloga mreža poslovnih anđela s aspekta poduzetnika i investitora

S aspekta poduzetnika	S aspekta poslovnog anđela
Identifikacija potencijalnih investitora	Organizacija investicijskih foruma
Uspostavljanje kontakta s poslovnim anđelom	Informacije u obliku biltena, časopisa
Financijsko savjetovanje	Baza podataka o dobrim projektima
Vidljivost	Pristup regionalnom priljevu pothvata
Pomoć prilikom pronalaska potencijalnog investitora	Olakšavanje upoznavanja s poduzetnikom
Informacije za daljnje prikupljanje sredstava	Mogućnost zajedničkog financiranja s ostalim poslovnim anđelima
	Veza s drugim mrežama poslovnih anđela

Izvor:EBAN (2009): Introduction to business angels and business angels network activities in Europe

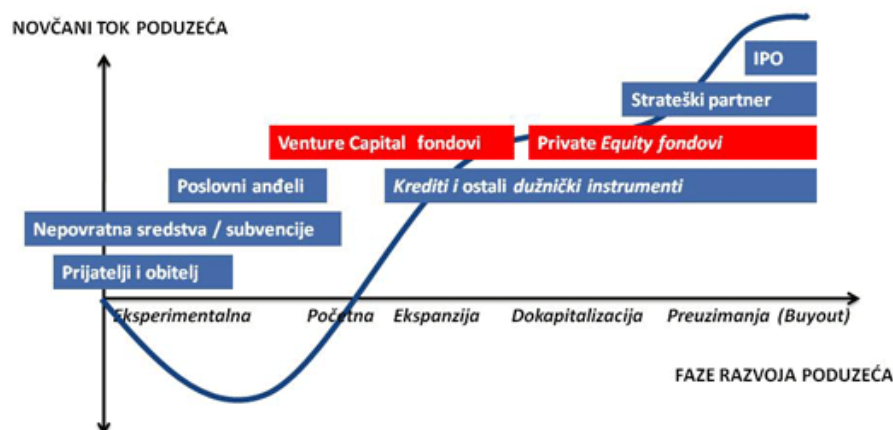
Nedostatci mreža poslovnih anđela prema EBAN (2009) su:

- Mogu biti geografski ograničeni
- Mnogi poslovni anđeli su neovisni i ne žele postati dio mreže poslovnih anđela

- Ovisne su o kvaliteti menadžera
- Financiranje mreže poslovnih anđela može zahtijevati javnu podršku
- Mreže poslovnih anđela moraju biti neovisne (službenici mreže poslovnih anđela ne bi smjeli davati savjete ili preporuke)

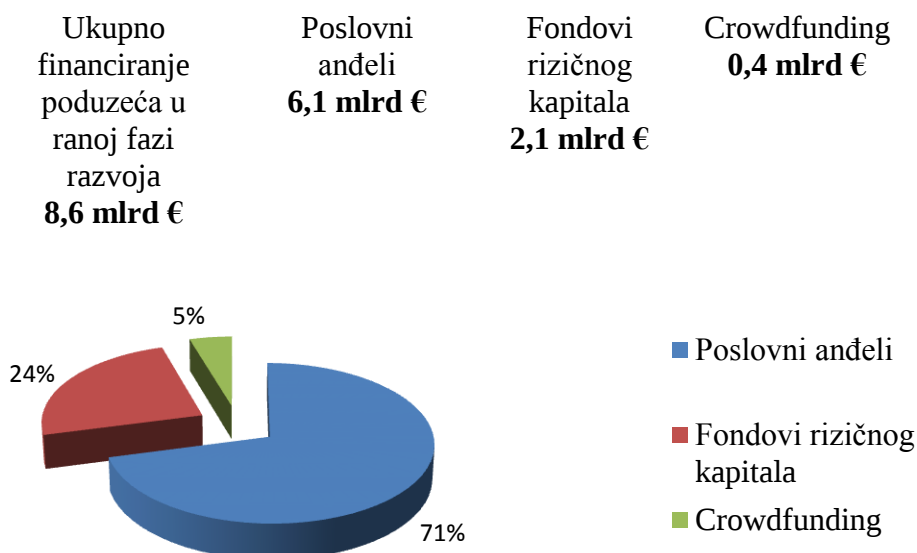
3.6. Razlika poslovnih anđela u odnosu na fondove rizičnog kapitala

Iz slike 5 možemo vidjeti kako poduzeća pristupaju sredstvima poslovnih anđela tek nakon što iskoriste izvore financiranja prikupljene od obitelji i prijatelja. Drugim riječima sredstva poslovnih anđela koriste se u ranoj ili sjemenskoj fazi razvoja poduzeća. Tome u prilog govore podatci EBAN-a za 2015. godinu prikazani na Slici 6. Ti podatci govore kako je u poduzeća u ranoj fazi razvoja u 2015. godini uloženo 8,6 milijardi eura, od toga se 71% (6,1 milijarda eura) sredstava odnosi na sredstva poslovnih anđela, 24% (2,1 milijarda eura) sredstava se odnosi na fondove rizičnog kapitala i 5% (0,4 milijarde eura) se odnosi na crowdfunding.



Slika 5: Financiranje razvoja poduzeća

Izvor: <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina> (Pristupljeno 24.lipnja 2016. godine)



Slika 6: Investicije u poduzeća u ranoj fazi razvoja u Europi za 2015. godinu

Izvor: EBAN (2016); European Early Stage Market Statistics

Fondovi rizičnog kapitala za razliku od poslovnih anđela uglavnom ulažu u kasnijim fazama razvoja poduzeća. Prema Masonu (2005) razlog tome su transakcijski troškovi, odnosno njihov veliki udio u ukupnoj investiciji što tu investiciju čini neekonomičnom. Transakcijski troškovi uključuju vrijeme provedeno u poduzimanju evaluacije i sklapanja dogovora te troškove povezane s pružanjem profesionalne poslovne podrške nakon poduzimanja investicije. Poslovni anđeli se ne susreću s tim troškovima u tolikom obujmu, jer nemaju toliku potrebu za angažiranjem odvjetnika, analitičara, računovođa i različitih profesionalaca čija je svrha pružiti pomoć poduzetnicima i njihovim poduzećima.

Detaljnija razlika između poslovnih anđela i fondova rizičnog kapitala prikazana je u tablici 3.

Tablica 3: Razlika između poslovnih anđela i fondova rizičnog kapitala

	Poslovni anđeli	Fondovi rizičnog kapitala
Izvori financiranja	Vlastita sredstva poslovnog anđela	Investitori
Sklopljeni dogovori po godini	Jedna investicija u 2 godine	5-10 godišnje
Veličina investicije po poduzeću	25 000\$-250 000\$; u prosjeku od 50 000\$-75000\$	1-10 milijuna \$; u prosjeku 4 milijuna dolara
Faza razvoja poduzeća	Mala poduzeća, start-up, poduzeća u ranoj fazi razvoja	Velika poduzeća; u fazi ekspanzije
Geografski fokus	Obično blizu prebivališta	Na razini države, nekad i regionalno
Industrijski fokus	Nema fokusa, preferiraju industrije	Fokusiraju se na jednu ili dvije

	koje poznaju	industrije
Izvor dogovora	Ostali anđeli, prijatelji, poslovni kontakti	Ostali fondovi rizičnog kapitala, podneseni zahtjevi
Karakteristike donosioca odluke	Poduzetnik s iskustvom individualno donosi odluku; 50 godina starosti	MBA odbori sastavljeni od profesionalaca; 40 godina starosti
Karakteristike dubinskog snimanja	Minimalno, subjektivno, neformalno	Opširno, analitičko, formalno
Struktura investicije	Jednostavna, dionice	Kompleksna, konvertibilne preferirane dionice
Uključenost investitora u poduzeće	Aktivna participacija	Strateško, zauzimanje pozicije u upravi
Investicijski horizont	Duži, 5 ili više godina	Kraći, 3-5 godina
Izlazna strategija	Manje važna	IPO ili prodaja poduzeća
Očekivanja povrata na investiciju	20-30%, ali nemaju unaprijed definirano očekivanje ROI-a	30-50% ROI

Izvor: Morrisette S. G.(2007): A Profile of Angel Investors

4. USPOREDBA ULAGANJA U SAD-u I EUROPI

Prema Šimić (2014) tržište poslovnih anđela može se podijeliti na:

- Vidljivo tržište poslovnih anđela

Odnosi se na ulaganja koja su poduzeta uz pomoć mreža ili grupa poslovnih anđela. Ovaj segment tržišta poslovnih anđela može se kvantificirati.

- Nevidljivo tržište poslovnih anđela

Odnosi se na ona ulaganja poslovnih anđela koja su nevidljiva, jer je riječ uglavnom o privatnim ulaganjima pa su informacije o njima nedostupne. Sukladno navedenom, nevidljivo tržište poslovnih anđela za razliku od njegovog vidljivog segmenta veoma je teško kvantificirati.

Podatci EBAN-a dostupni u njihovim publikacijama iz 2014. i 2016. godine pokazuju kako se udio vidljivog tržišta poslovnih anđela u ukupnim investicijama poslovnih anđela kreće na razini od oko 10% za prethodne četiri godine.

Upravo zbog velikog značaja nevidljivog segmenta tržišta poslovnih anđela se javljaju određene teškoće u prikupljanju podataka. Prema Mason (2005) veoma je teško biti precizan u prikazivanju podataka o broju poslovnih anđela, o broju investicija i ukupnoj količini investiranih sredstava. Stoga se veliki broj pokazatelja razvijenosti tržišta neformalnog rizičnog kapitala temelji na procjenama. Teškoće proizlaze kao posljedica činjenice da poslovni anđeli nemaju nikakvu obvezu registrirati sebe ili svoju investiciju. Pored toga, veliki broj anđela nastoji sačuvati svoju anonimnost kako bi se zaštitili od velikog broja upita za financiranjem određene investicije ili pružanjem nekog drugog oblika pomoći.

4.1. Ukupne investicije poslovnih anđela u SAD-u i Europi

Podatci prikazani u tablici 4 pokazuju kako su se ulaganja poslovnih anđela u SAD-u u 2015. godini povećala u odnosu na 2011. godinu za 9,33%, međutim u promatranom periodu nije se dosegla najveća razinu investicija poslovnih anđela zabilježena u 2007. godini. Naime u 2007. godini zabilježene su ukupne investicije poslovnih anđela u vrijednosti od 26 milijardi dolara. Jedina godina u kojoj nije zabilježen rast ukupnih investicija poslovnih anđela je 2014. godina, u toj godini su se ukupne investicije smanjile za 2,82% u odnosu na 2013. godinu.

Što se tiče ulaganja poslovnih anđela u Europi, iz prikazanih podataka u Tablici 4 možemo vidjeti kako se njihova ulaganja konstantno povećavaju te su u 2015. godini dosegli razinu od 6,069 milijardi eura. Najveći rast u promatranom razdoblju zabilježen je u 2013. godini, odnosno ulaganja u 2013. godini su bila 8,71% veća u odnosu na ulaganja u 2012. godinu.

Iz posljednjeg stupca tablice možemo vidjeti kako je tržište poslovnih anđela značajno razvijenije u SAD-u u odnosu na Europu. Udio ukupnih ulaganja poslovnih anđela u Europi u odnosu na SAD se u navedenom periodu u prosjeku iznosi 28,67%.

Tablica 4: Ukupne investicije poslovnih anđela u Europi i SAD-u

Godina	Ulaganja poslovnih anđela u Europi u milijardama €	Ulaganja poslovnih anđela u SAD-u u milijardama €* 	Udio ulaganja poslovnih anđela u Europi u odnosu na SAD
2011.	4,745	17,36	27,33%
2012.	5,099	17,37	29,36%
2013.	5,543	18	30,79%
2014.	5,781	19,90	29,05%
2015.	6,069	22,65	26,80%

*za preračunavanje ulaganja poslovnih anđela u SAD-u u eure korišten je tečaj formiran na posljednji dan svake od navedenih godina (31. prosinca)

Izvor: Prikaz autora prema Sohl, J. (2012., 2013., 2014., 2015., 2016.), EBAN Statistics Compendium (2014.) i EBAN European Early Stage Market Statistics 2015 (2016.)

Iz tablice 5 možemo vidjeti kako prema ukupno uloženim sredstvima poslovnih anđela i prema broju investicija u Europi u 2015. godini dominira Ujedinjeno Kraljevstvo s 96 milijuna eura investiranih sredstava, odnosno s poduzetnih 567 investicija. Dodatno, možemo

vidjeti kako Francuska ima najveći broj mreža poslovnih anđela, dok po ukupnom broju poslovnih anđela tek malo zaostaje za Ujedinjenim Kraljevstvom. Promatramo li kretanje ukupnih investicija poslovnih anđela, uočiti ćemo kako je najznačajniji rast zabilježen u Turskoj (52% u 2014. i 38% u 2015. godini), Portugalu (čak 102% u 2014. godini u odnosu na 2013. godinu, dok je u 2015. godini zabilježeno smanjenje od 16%) i Danskoj (68% u 2014. godini te 16% u 2015. godini), dok je Rusija jedina zemlja u kojoj je zabilježen uzastopni pad ukupnih investicija poslovnih anđela. Također iz tablice možemo vidjeti kako je u 2015. godini prosječna investicija po poslovnom anđelu, ali i po mreži poslovnih anđela najveća u Danskoj (106 977 € po poslovnom anđelu, odnosno 5,75 milijuna eura po mreži poslovnih anđela)

Tablica 5: 10 europskih zemalja s najviše investicija poslovnih anđela

Zemlja	Broj mreža poslovnih anđela	Broj poslovnih anđela	Broj investicija	Ukupne investicije poslovnih anđela u 2015. godini (u milijunima eura)	Promjena u odnosu na prethodnu godinu	Ukupne investicije poslovnih anđela u 2014. godini (u milijunima eura)	Promjena u odnosu na prethodnu godinu	Ukupne investicije poslovnih anđela u 2013. godini (u milijunima eura)	Prosječna investicija po poslovnom anđelu u 2015. godini (u tisućama eura)	Prosječna investicija po mreži poslovnih anđela u 2015. godini (u milijunima eura)
Ujedinjeno Kraljevstvo	44	4738	567	96	10%	87	3%	84,4	20 262	2,18
Španjolska	52	2732	232	55	5%	52,63	-9%	57,6	20 132	1,06
Njemačka	32	1930	178	44	19%	37	5%	35,1	22 798	1,38
Francuska	78	4621	292	42	11%	38	-8%	41,1	9 089	0,54
Finska	11	550	434	36,5	6%	34,5	31%	26,4	66 364	3,32
Turska	15	850	154	31	38%	22,4	52%	14,7	36 471	2,07
Rusija	15	290	54	29,2	-4%	30,36	-27%	41,8	100 690	1,95
Portugal	17	624	58	23,4	-16%	27,85	102%	13,8	37 500	1,38
Danska	4	215	168	23	16%	19,8	68%	11,8	106 977	5,75
Švedska	12	809	91	21,8	6%	20,6	6%	19,4	26 947	1,82

Izvor: EBAN (2016): European Early Stage Market Statistics 2015

Jedan od pokazatelja razvijenosti tržišta poslovnih anđela koji ukazuje na razinu aktivnosti poslovnih anđela u pojedinoj zemlji je i odnos investiranih sredstava poslovnih anđela naspram BDP-u određene zemlje. Kao što slika 7 pokazuje, male zemlje poput Estonije, Finske i Portugala pokazuju veću aktivnost poslovnih anđela u odnosu na one zemlje koje su dominirale po količini investiranih sredstava poslovnih anđela.



Slika 7: Odnos investiranih sredstava poslovnih anđela prema BDP-u

Izvor: EBAN (2016): European Early Stage Market Statistics 2015

4.2. Ukupan broj poslovnih anđela u SAD-u i Europi

Broj poslovnih anđela se u Europi iz godine u godinu povećava te je u Europi u 2015. godini bilo prisutno 303 650 poslovnih anđela, što je za 25,76% više u odnosu na 2011. godinu. Nešto veće oscilacije s brojem poslovnih anđela dogodile su se u SAD-u, u 2012. godini se broj poslovnih anđela smanjio za 15,80% u odnosu na 2011. godinu, odnosno pao je na razinu od 268 160 poslovnih anđela. No, već u 2013. i 2014. godini dolazi do oporavka i rasta broja poslovnih anđela, da bi u 2015. godini ponovo došlo do pada te je u navedenoj godini u SAD-u zabilježeno 304 930 poslovnih anđela.

Tablica 6: Broj poslovnih anđela u Europi i SAD-u

Godina	Broj poslovnih anđela u Europi	Broj poslovnih anđela u SAD-u
2011.	241 444	318 480
2012.	261 430	268 160
2013.	271 000	298 800
2014.	288 900	316 600
2015.	303 650	304 930

Izvor: Prikaz autora prema Sohl, J. (2012., 2013., 2014., 2015., 2016.), EBAN Statistics Compendium (2014.) i EBAN European Early Stage Market Statistics 2015 (2016.)

4.3. Ukupan broj poduzeća u koji su uložili poslovni anđeli

Podatci pokazuju kako je u SAD-u znatno veći broj poduzeća privukao investicije poslovnih anđela, no to je u skladu s konstatacijom veće razvijenosti tržišta poslovnih anđela u SAD-u.

U Europi je broj poduzeća koji su privukli investicije poslovnih anđela rastao do 2013. godine, no u posljednje dvije godine zabilježen je mali pad od 0,93% (u 2014. godini) i 0,54% (u 2015. godini). Sličan trend kretanja ima i pokazatelj broja poduzeća koji su privukli investicije poslovnih anđela u SAD-u. Također je vrijednost tog pokazatelja rasla kroz promatrani period, da bi u 2015. godini, bio zabilježen pad od 3,12%, odnosno procjenjuje se da je u 2015. godini 71 110 poduzeća privuklo investicije poslovnih anđela.

Tablica 7: Ukupan broj poduzeća koji su privukli investicije poslovnih anđela u Europi i SAD-u

Godina	Broj poduzeća koji su privukli investicije poslovnih anđela u Europi	Broj poduzeća koji su privukli investicije poslovnih anđela u SAD-u
2011.	26 158	66 230
2012.	29 130	67 030
2013.	33 430	70 730
2014.	33 120	73 400
2015.	32 940	71 110

Izvor: Prikaz autora prema Sohl, J. (2012., 2013., 2014., 2015., 2016.), EBAN Statistics Compendium (2014.) i EBAN European Early Stage Market Statistics 2015 (2016.)

4.4. Stvorena radna mjesta

Zbog nedostupnosti podataka nisu prikazani podatci o kreiranim radnim mjestima u Europi za 2014. i 2015. godinu. Iz tablice 8 je vidljivo kako su investicije poslovnih anđela u SAD-u, stvorile veći broj radnih mjesta nego što je to slučaj s Europom, što je posljedica već spomenute činjenice o razvijenijem tržištu poslovnih anđela u SAD-u. Iz dostupnih podataka može se uočiti kako je broj kreiranih radnih mjesta u Europi bio u porastu pri čemu je značajniji porast bio zabilježen u 2012. godini kada se povećao broj radnih mjesta za 15,66%. S druge strane u SAD-u, investicije poslovnih anđela u svim godinama osim u 2014. su rezultirali povećanjem broja radnih mjesta te se procjenjuje kako je u 2015. godini zahvaljujući poslovnim anđelima stvoreno 270 200 radnih mjesta.

Ovakvi rezultati potvrđuju činjenicu da investicije poslovnih anđela pozitivno djeluju na otvaranje radnih mjesta, pa samim tim posljedično i na gospodarski rast.

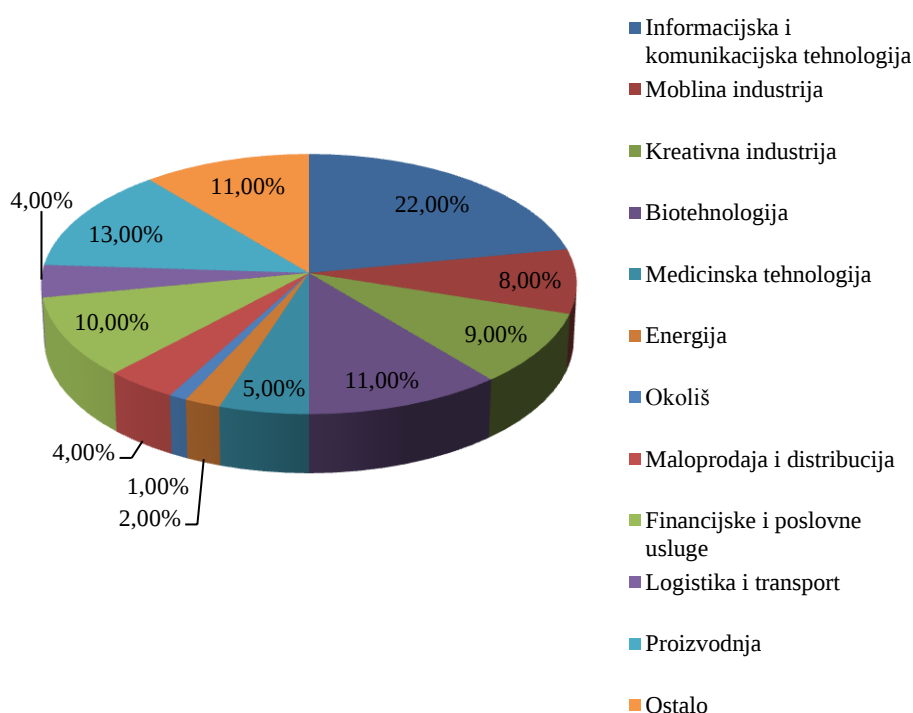
Tablica 8: Broj kreiranih radnih mjesta kao posljedica investicija poslovnih anđela u Europi i SAD-u

Godine	Kreirana radna mjesta u Europi	Kreirana radna mjesta u SAD-u
2011.	154 597	165 600
2012.	178 813	274 800
2013.	184 170	290 020
2014.	/	264 200
2015.	/	270 200

Izvor: Prikaz autora prema Sohl, J. (2012., 2013., 2014., 2015., 2016.), EBAN Statistics Compendium (2014.) i EBAN European Early Stage Market Statistics 2015 (2016.)

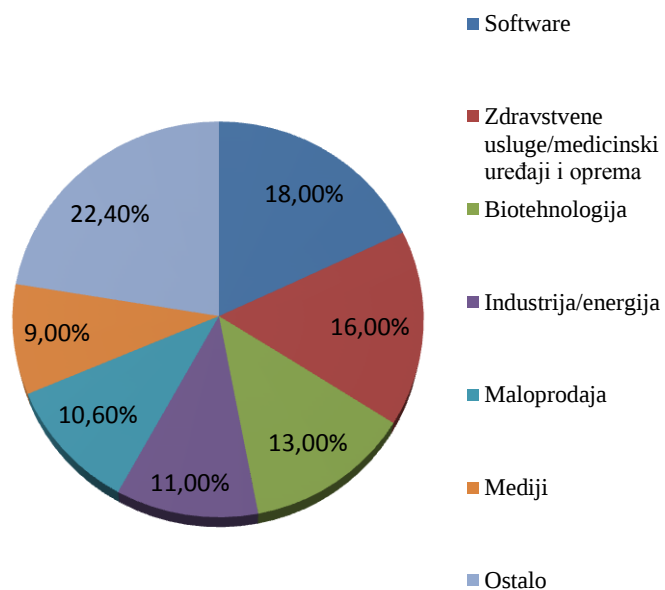
4.5. Investicije poslovnih anđela po sektorima u Europi i SAD-u u 2015. Godini

Iz slike 8 i slike 9 možemo vidjeti kako poslovni anđeli u Europi i SAD-u ulažu u slične sektore u gospodarstvu. U Europi je najveći dio ulaganja poslovnih anđela usmjeren u ICT (informacijska i komunikacijska tehnologija), proizvodnju, biotehnologiju, financijske i poslovne usluge, maloprodaju i distribuciju i mobilnu industriju. S druge strane, u SAD-u dominiraju ulaganja u softversku industriju, u zdravstvene usluge i medicinske uređaje i opremu te u biotehnologiju.



Slika 8: Investicije poslovnih anđela po sektorima u 2015. godini u Europi

Izvor: Prikaz autora prema EBAN (2016): European Early Stage Market Statistics 2015



Slika 9: Investicije poslovnih anđela po sektorima u 2015. godini u SAD-u

Izvor: Prikaz autora prema Sohl J. (2016): The Angel Investor Market in 2015: A Buyers Market, Center for Venture Research

5.ZAKLJUČAK

Poslovni anđeli predstavljaju neformalni rizični kapital, odnosno bogate pojedince koji posjeduju poslovno iskustvo, stručnost i utjecajnu mrežu kontakata. Poslovni anđeli direktno investiraju dio svoje imovine u nova i rastuća poduzeća koja još ne kotiraju na burzi u nadi da ostvare financijski povrat. Razlikujemo više vrsta poslovnih anđela. Glavni kriteriji na temelju koje se vrši podjela poslovnih anđela predstavljaju razlike između njihovog bogatstva, količine investiranih sredstava, aktivnosti nakon poduzimanja investicije, poduzetničkog iskustva, poznavanja industrije i ciljeva ulaganja. Poslovni anđeli nisu filantropi te je za većinu njih primarni motiv koji ih pokreće na poduzimanje investicije ostvarenje financijskog povrata. Financijski povrat mogu ostvariti ponudom osnivaču da otkupi njihov udjel, prodajom svog udjela nekom od fondova rizičnog kapitala ili otpisom potraživanja ukoliko je investicija propala. Procjenjuje se kako poslovni anđeli očekuju ROI od 30%. Pored financijskog povrata, poslovne anđele na ulaganje može motivirati i niz nefinancijskih razloga. Nefinancijski razlozi uključuju zabavu i zadovoljstvo koje poslovni anđeli osjećaju dok pružaju pomoć i podršku mladim poduzetnicima koji posjeduju inovativne ideje, potreba poslovnih anđela da stečeno znanje i iskustvo prenesu na mlađe generacije, osjećaj društvene odgovornosti, poticanje razvoja u regiji u kojoj žive i samozapošljavanje.

Na temelju prikazanih podataka o aktivnosti poslovnih anđela u Europi i SAD-u, može se zaključiti kako je tržište poslovnih anđela, unatoč trendu rasta u Europi, daleko razvijenije u SAD-u. Tome svjedoče podatci o ukupno investiranim sredstvima poslovnih anđela, broju poslovnih anđela, broju poduzeća koja su privukle investicije poslovnih anđela te o kreiranim radnim mjestima u gospodarstvu koja su posljedica investicija poslovnih anđela. Procjenjuje se kako tržište poslovnih anđela u Europi prema ukupno investiranim sredstvima poslovnih anđela predstavlja tek 30% tržišta poslovnih anđela u SAD-u. Često se ističe kako su poslovni anđeli u SAD-u omogućili uvjete za razvoj poduzetničke ekonomije i stvorili pozitivno okruženje za poticanje investicija. Tome u prilog govori činjenica kako su neka od današnjih najvećih poduzeća u određenoj fazi svoga razvoja koristila sredstva poslovnih anđela. U Europi je tržište poslovnih anđela najrazvijenije u Ujedinjenom Kraljevstvu, dok iza njega slijede Španjolska, Njemačka i Francuska. Također sve veće stope rasta i sve više na važnosti dobivaju tržišta poslovnih anđela u manjim zemljama poput Estonije, Finske i Portugala.

Dodatno, podatci o sektorskoj raspršenosti ulaganja poslovnih anđela u Europi i SAD-u, ukazuju na ulaganja u slične gospodarske grane. Odnosno, dominiraju ulaganja u brzo rastuće industrije poput softverske, informacije i komunikacijske tehnologije, biotehnologije te medicinske tehnologije.

Glavno ograničenje istraživanja proizlazi iz velikog značaja nevidljivog segmenta tržišta poslovnih anđela. Zbog anonimnosti takvih investicija nemoguće je pouzdano izmjeriti i prikazati glavne karakteristike čitavog tržišta poslovnih anđela. Stoga se na temelju informacija o vidljivom tržištu poslovnih anđela (procjenjuje se da predstavlja oko 10% ukupnog tržišta poslovnih anđela) procjenjuje veličina čitavog tržišta. Upravo su u skladu s tom činjenicom izvedeni su zaključci ovog istraživanja.

LITERATURA

1. Chemmanaur T.Y., Loutschina E., Tian X., (2013): Corporate Venture Capital, Value Creation and Inovation, *Forthcoming, Review of Financial Studies, November*
2. Cvijanović V., Marović M., Sruk B., (2008): Financiranje malih i srednjih poduzeća, GIPA d.o.o., Zagreb
3. EBAN (2016): European Early Stage Market Statistics, *May*. Dostupno na: <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2016/06/Early-Stage-Market-Statistics-2015.pdf>
4. EBAN (2009): Introduction to business angels and business angels network activities in Europe, *June*. Dostupno na https://ec.europa.eu/research/industrial_technologies/pdf/eban-tool-kit_en.pdf
5. EBAN (2014): Statistics Compendium. Dostupno na: <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2014/09/13.-Statistics-Compendium-2014.pdf>
6. EBAN, BAE, Bofidi (2015): 2015 Compendium of fiscal incentives: Tax outlook in Europe, Business angels perspective. Dostupno na: http://www.eban.org/wp-content/uploads/2015/12/Compendium_FISCAL_2015-17-12-2015FinalV71.pdf
7. Etula S. (2015): Guide to finding an Angel Invesment, *April*
8. European Commission (2015): Fostering business angels activities in support of SME growth
- 9.EVCA (2007): Guide on Private Equity and Venture Capital for entrepreneurs, *November*. Dostupno na: <http://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>
10. Hisrich R.D., Peters M.P., Sheperd D.A. (2011): Poduzetništvo, MATE, Zagreb
11. Makek M. (2011): Što su fondovi rizičnog kapitala i da li je takav fond prikladan za financiranje vašeg poslovanja?, *Kako financirati poslovanje fondovima rizičnog kapitala?, HVCA*.

12. Mason C. (2005) Informal source of venture finance, *August*. Dostupno na <https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelGroupResearch/1d%20-%20Resources%20-%20Research/20%20Parker%20chapter%20WP%20version.pdf>
13. Metrick A., Yasuda A. (2011): Venture Capital and the finance of inovation, *second ed*, Wiley
14. Mishkin F.S., Eakins S.G. (2005): Financijska tržišta + institucije, MATE, Zagreb
15. MIT Entrepreneurship Center (2000): Venture Support Systems Project: Angel Investors. Dostupno na https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelGroupResearch/1d%20-%20Resources%20-%20Research/35%20Research_VentureSupportProject.pdf
16. Morrisette S. G. (2007): A profile of Angel Investors, *The Journal of Private Equity*
17. Narodne novine (2013): Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, *Narodne novine d.d., Zagreb, broj 16*.
18. NVCA (2016): National Venture Capital Association Yearbook, *March*
19. Ramadani V. (2008): Business Angels, Who they really are? Strategic Change: Briefings on Entrepreneurial Finance, Vol. 18, Nos. 7-8, pp. 249-258, Chichester: John Wiley and Sons, November 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1300422>
20. Rončević A. (2008): Poslovni anđeli kao izvori financiranja početnih faza poduzetničkog pothvata, *Financiranje malih i srednjih poduzeća, Cvijanović et al. str. 117-124*.
21. Sohl J. (2012) The Angel Investor Market in 2011: The Recovery Continues, *Centre for Venture Research, April*
22. Sohl J. (2013) The Angel Investor Market in 2012: A Moderating Recovery Continues, *Centre for Venture Research, April*
23. Sohl J. (2014) The Angel Investor Market in 2013: A Return to Seed Investing, *Centre for Venture Research, April*
24. Sohl J. (2015) The Angel Investor Market in 2014: A Market Correction in Deal Size, *Centre for Venture Research, May*

25. Sohl J. (2016) The Angel Investor Market in 2015: A Buyers Market, *Centre for Venture Research*, May
26. Šimić M. (2014): Latentni ulagači, *Financije nakon krize: forenzika, etika i održivost*, *Ekonomski fakultet Split*
27. Šimić, M. (2010): Riziko kapital u RH, *Financije danas: dijagnoze i terapije*, *Ekonomski fakultet Split*
28. <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina> (Pristupljeno 24. lipnja 2016. godine)

POPIS SLIKA

Slika 1: Poslovni model fonda rizičnog kapitala	7
Slika 2: Investicije rizičnog kapitala po industrijama u SAD-u u 2015. godini	10
Slika 3: Podjela poslovnih anđela prema MIT Entrepreneurship Centru	17
Slika 4: Utjecaj investicija poslovnih anđela na zaposlenost	19
Slika 5: Financiranje razvoja poduzeća	22
Slika 6: Investicije u poduzeća u ranoj razi razvoja u Europi za 2015. godinu	23
Slika 7: Odnos investiranih sredstava poslovnih anđela prema BDP-u	29
Slika 8: Investicije poslovnih anđela po sektorima u 2015. godini u Europi	33
Slika 9: Investicije poslovnih anđela po sektorima u 2015. godini u SAD-u	34

POPIS TABLICA

Tablica 1: Vrste poslovnih anđela	15
Tablica 2: Uloga mreža poslovnih anđela s aspekta poduzetnika i investitora	21
Tablica 3: Razlika između poslovnih anđela i fondova rizičnog kapitala	23
Tablica 4: Ukupne investicije poslovnih anđela u Europi i SAD-u	26
Tablica 5: 10 europskih zemalja s najviše investicija poslovnih anđela	28
Tablica 6: Broj poslovnih anđela u Europi i SAD-u	30
Tablica 7: Ukupan broj poduzeća koji su privukli investicije poslovnih anđela u Europi i SAD-u	31
Tablica 8: Broj kreiranih radnih mjesta kao posljedica investicija poslovnih anđela u Europi i SAD-u	32

SAŽETAK

Poslovni anđeli se javljaju kao alternativni izvor financiranja poduzeća u sjemenskoj, start-up i ranoj fazi razvoja poduzeća. Na takav način popunjavaju financijski jaz koji se javlja između vlastitih sredstava poduzetnika, obitelji i prijatelja s jedne strane i sredstava fondova rizičnog kapitala i bankarskih kredita s druge strane. Zbog težnje poslovnih anđela da zadrže anonimnost i zbog ne postojanja obveze da registriraju svoje investicije, 90% investicija poslovnih anđela se realizira na nevidljivom segmentu tržišta poslovnih anđela. Kao posljedica navedenog velikog značaja nevidljivog tržišta poslovnih anđela javljaju se problemi pri utvrđivanju pokazatelja razvijenosti tržišta poslovnih anđela u pojedinim zemljama. Kompariranjem podataka na temelju dostupnih informacija o ulaganjima poslovnih anđela u Europi i SAD-u, može se zaključiti kako je američko tržište poslovnih anđela daleko razvijenije od europskog. Pozitivna strana tržišta poslovnih anđela u Europi je što ono iz godine u godinu bilježi stope rasta. Sličnost između ulaganja poslovnih anđela u Europi i SAD-u se može pronaći u tome što investiraju sredstva u slične gospodarske grane, prije svega u softversku industriju, biotehnologiju i zdravstvenu tehnologiju.

Ključne riječi: tržište rizičnog kapitala, poslovni anđeli, financiranje razvoja mladih poduzeća

SUMMARY

Business angels appear as an alternative source of financing for companies in the seed, start-up and early stage of development. In this way, they fill the equity gap that occurs between the entrepreneurs own resources, families and friends on the one hand and the funds of venture capital and bank loans on the other. Because of the tendency of business angels to maintain their anonymity and the lack of obligation to register their investments, 90% of their investments are implemented on the invisible market segment of business angels. As a consequence of the stated importance of the invisible market of business angels, there are problems in identifying indicators of market development of business angels in different countries. By comparing data on the basis of available information on investments of business angels in Europe and the US, it can be concluded that the American market of business angels is far more developed than the Europe's. The positive side of the market of business angels in Europe is that it records growth. The similarity between the investments of business angels in Europe and the United States can be found in the fact that the funds are invested in similar industries, primarily in the software industry, biotechnology and medical technology.

Key words: venture capital market, business angels, early stage investment