# VENTURE CAPITAL I PRIVATE EQUITY ULAGANJA NA PODRUČJU ZAPADNOG BALKANA

**Kotromanović, Lucija**

**Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni**

**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://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:767541

*Rights / Prava:* In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-03-29**

*Repository / Repozitorij:*

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

**SVEUČILIŠTE U SPLITU**
**EKONOMSKI FAKULTET**

**ZAVRŠNI RAD**

# VENTURE CAPITAL I PRIVATE EQUITY ULAGANJA NA PODRUČJU ZAPADNOG BALKANA

**Mentor:**
**dr. sc. Marija Šimić Šarić**

**Student:**
**bacc. oec. Lucija Kotromanović,**
**5140188**

**Split, rujan 2016.**

# SADRŽAJ:


**1. UVOD ..... 3**

**1.1. Definiranje problema i predmet istraživanja ..... 3**

**1.2. Ciljevi rada ..... 3**

**1.3. Metode rada ..... 3**

**1.4. Doprinos istraživanju ..... 4**

**1.5. Struktura rada ..... 4**

**2. POVIJEST I PROCES PRIVATE EQITY ULAGANJA ..... 6**

**2.1. Pojava i razvoj private equity ulaganja ..... 6**

**2.2. Private equity ulaganje ..... 7**

**2.3. Oblici private equity kapitala ..... 7**

**2.4. Rizični kapital (eng. Venture Capital) ..... 9**

**2.5. Pet osnovnih karakteristika rizičnog kapitala, faze ulaganja i struktura financiranja rizičnog kapitala ..... 11**

**2.6. Proces ulaganja u private equity ..... 13**

**2.7. Private equity i venture capital u svijetu ..... 17**

**2.8. Private equity i venture capital na Zapadnom Balkanu ..... 19**

**3. OPĆE GOSPODARSKO STANJE ZAPADNOG BALKANA ..... 21**

**4. ANALIZA ATRAKTIVNOSTI ULAGANJA U ZAPADNI BALKAN 26**

**4.1. VCPE indeks ..... 26**

**4.2. VCPE Zapadnog Balkana vs VCPE zemalja u svijetu ..... 27**

**4.3. Analiza atraktivnosti ulaganja u Zapadni Balkan ..... 29**

4.3.1. Ekonomska aktivnost ..... 29

4.3.2. Dubina tržišta kapitala ..... 30

4.3.3. Oporezivanje ..... 31

4.3.4. Zaštita ulagača ..... 32

4.3.5. Socijalno okruženje ..... 33

4.3.6. Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti ..... 34

**4.4. VCPE indeks atraktivnosti Zapadnog Balkana danas ..... 35**

**5. ZAKLJUČAK ..... 39**

**LITERATURA ..... 41**

**POPIS SLIKA** ..... **46**
**POPIS TABLICA** ..... **47**
**POPIS GRAFOVA** ..... **48**
**SAŽETAK** ..... **49**
**SUMMARY** ..... **50**

# 1. UVOD

Private equity prema Investopedii (2016.) može se definirati kao oblik ulaganja kojim prvenstveno institucionalni investitori, ulažu svoj kapital u privatna poduzeća koja ne kotiraju na burzi. Venture capital (rizični kapital) prema Hrvatskoj Private equity i Venture Capital Asocijaciji – HVCA (2016) je vrsta private equity ulaganja u mlada start-up poduzeća kojim se poduzetnicima pruža potreban kapital i stručno znanje u pokretanju posla.

## 1.1. Definiranje problema i predmet istraživanja

Zapadni Balkan je manje razvijen od zemalja Srednje Europe. Isti se bori s brojnim problemima kao što su loše gospodarstvo i visoka stopa kriminala što utječe na manju atraktivnost regije za privlačenjem ulagača private equity i rizičnog kapitala. Navedeno predstavlja problem istraživanja. Predmet istraživanja ovog završnog rada je atraktivnost Zapadnog Balkana u privlačenju private equity ulaganja.

## 1.2. Ciljevi rada

Ovaj rad ima za cilj objasniti pojam rizičnog kapitala, vrste i proces ulaganja u rizični kapital te analizirati razvijenost ulaganja rizičnog kapitala na području Zapadnog Balkana pomoću indeksa atraktivnosti (Engl. The Venture Capital & Private Equty Country Attractiveness Index VCPE).[1]

## 1.3. Metode rada

Pri pisanju ovog rada koristit će se deskriptivna metoda, povijesna, komparativna metoda, metoda analize i sinteze te indukcije i dedukcije.
Deskriptivna metoda – postupak opisivanja činjenica i procesa.
Povijesna metoda – postupak analiziranja prošlih događaja na temelju raznovrsnih dokumenata.

[1] Za The Venture Capital & Private Equty Country Attractiveness Index dalje u tekstu će biti korištena skraćenica VCPE.

Komparativna metoda – postupak utvrđivanja sličnosti ili razlike usporedbom istih postupaka i činjenica.
Metoda analize – proces raščlanjivanja složenih cjelina na dijelove.
Metoda sinteze – proces spajanja pojava ili procesa u cjelinu.
Metoda indukcije – postupak kojim se do općih podataka dolazi na temelju pojedinačnog zapažanja.
Metoda dedukcije – postupak kojim se iz općih stavova izvode pojedinačni.

Također će se koristiti tablično i grafičko prikazivanje podataka.

### 1.4. Doprinos istraživanju

Istraživanje procesa ulaganja u private equity i analiziranje VCPE indeksa doprinijelo bi boljem razumijevanju slabe zastupljenosti ovog oblika ulaganja na Zapadnom Balkanu. Analiza VCPE indeksa dala bi uvid u probleme s kojima se bori Zapadni Balkan te razloge koji demotiviraju investitore na ulaganja u Zapadni Balkan što u konačnici vodi ka slabijem gospodarstvu.

### 1.5. Struktura rada

Rad je strukturiran u pet poglavlja.

Prvi dio se odnosi na uvod. U uvodu će biti difiniran problem i predmet istraživanja, ciljevi i metode rada, doprinos istraživanju te struktura rada.
U drugom dijelu rada biti će opisana povijest private equity-a, detaljnije će biti definiran pojam private equity-a i rizičnog kapitala te proces ulaganja. Također će biti izneseni podaci o razvijenosti ovih oblika ulaganja u pojedinim dijelovima svijeta.
Treći dio rada odnosit će se na opće gospodarsko stanje Zapadnog Balkana gdje će biti opisani problemi s kojima se bori Zapadni Balkan te koji su ujedeno i razlog slabe zastupljenosti private equity ulaganja.
Četvrti dio odnosit će se na VCPE indeks atraktivnosti gdje će biti definiran pojam VCPE indeksa, njegovi elementi te će biti napravljena analiza atraktivnosti ulaganja u zemlje Zapadnog Balkana na temelju VCPE indeksa atraktivnosti, te će zemlje biti uspoređene s nekom drugom državom Europe.

Peti dio rada odnosit će se na zaključak gdje će biti iznesen konačan uvid u situaciju te ponuđeno moguće rješenje.

# 2. POVIJEST I PROCES PRIVATE EQITY ULAGANJA

## 2.1. Pojava i razvoj private equity ulaganja

Aktivnosti vezane uz private equity i rizični kapital, prema Hungarian Private Equity and Venture Capital Association – HVCA (2016.), počele su se razvijati tijekom 30.-tih godina prošlog stoljeća u Sjedinjenim Američkim Državama (SAD-u) za vrijeme industrijske revolucije. Tada se javljaju prva ulaganja u poduzeća privatnog vlasništva i stjecanje udjela u njima.

Prema Gordon (2012.), u članku kojeg prenosi The Wall Street Journal, J.P. Morgan & Co. 1901. godine financira izgradnju željezničkih pruga i druge industrijske tvrtke diljem SAD-a, te potom od Andrew Carnegiea otkupljuje njegovu tvrtku čelika za 480 milijuna dolara te tako stvara tada najveću tvrtku United States Steel. Kada je Andrew Carnegie prihvatio ponudu za prodaju tvrtke, J.P. Morgan mu je čestitao što je „postao najbogatiji čovjek na svijetu". Ujedno, to je tada bio prvi pravi veliki otkup. Unatoč tome, private equity financiranje ostaje u rukama bogatih obitelji i pojedinaca sve do drugog svjetskog rata.

Do porasta ulaganja u private equity i profesionalnog upravljanja, prema Powers (2012.), dolazi 1946. godine kada se osnivaju prve tvrtke rizičnog kapitala, American Research and Development Corporation (ARDC) i JH Whitney & Company, s ciljem pružanja financijske pomoći za nove i mlade poduzetnike. Tijekom svoga postojanja ARD je investirao u brojna poduzeća bazirana na visokoj tehnologiji.

Nadalje, u Wikipediji (2016.a) stoji kako je za vrijeme hladnog rata, u želji da se ostvari uspjeh i tehnološki napredak protiv SSSR-a, američki predsjednik Eisenhower 1958. godine donosi Zakon o Small Business Investment-u kada se čini prvi veliki korak prema profesionalnom upravljanju rizičnim kapitalom tako što se zakonom omogućava financiranje i upravljanje malim poduzetničkim tvrtkama.

Šimić Šarić (2016.) navodi kako je rizični kapital postao oblik financijske intermedijacije vezan najviše za „start-up" poduzetnike u industrijama kao što su: informacijska tehnologija, e-commerce, kompjuterski softveri i hardveri, telekomunikacije i zdravstvena zaštita. Neka od

poduzeća koja su privukla rizični kapital u početnoj fazi svog života, a danas su još uvijek uspješna su: Aplle, Cisco, Microsoft, Intel, Federal Express, Srarbucks, e-Buy i sl.

Prema Nexus Private Equity Partner društvu (2016.) private equity se u posljednja dva desetljeća etablirao na razvijenim tržištima kao alternativa ulaganja u tradicionalne vrijednosne papire, a danas je postao nezaobilazna komponenta imovine institucionalnih investitora.

## 2.2. Private equity ulaganje

British Private Equity i Venture Capital Association (2016.) definira **private equity** kao investicijski kapital u slabe tvrtke koje imaju visoki potencijal za rast. Nexus Private Equity Partner društvo (2016.) definira private equity kao ulaganje kapitala putem private equity fondova u temeljni kapital društva s ciljem ostvarivanja visoke stope rasta te ostvarivanja stope povrata.

Nadalje navodi kako se private equity fondovi uglavnom uspostavljaju s rokom trajanja od 10 godina, pri čemu postoji mogućnost, ukoliko to bude potrebno, da se taj rok produlji kako bi se mogao osigurati izlaz iz investicije.

Moon (2005.) navodi kako private equity investitori uglavnom ulažu strateški, prilikom ulaganja pokušavaju razumjeti probleme kojima je izloženo društvo u koje ulažu i njegov operativni plan, te su u dubokoj komunikacijskoj vezi s tvrtkama u koje ulažu. Također, private equity investitori su bolje informirani jer rade zajedno s menadžmentom, više su pouzdani te su u prilici bolje prepoznati pojedine probleme kojima je izložena tvrtka. Zbog bolje informiranosti više su motivirani za bližu suradnju te su otvoreni za rasprave.

## 2.3. Oblici private equity kapitala

Prema Makek et al. (2011.) private equity ima različite konotacije u različitim državama, te postoji širok spektar oblika i tipova private equity ulaganja, tako se neki od osnovnih oblika mogu podijeliti na:

- **Venture capital** je oblik private equity ulaganja koja se odnosi na ulaganje u mlade tvrtke kojima je potreban kapital za pokretanje i razvoj. U odnosu na fazu razvoja društva, venture kapital se dijeli i na podkategorije, od kapitala u ranim fazama koji omogućava pokretanje poslovanja te do kapitala za rast postojećeg poslovanja kojim se ostvaruju prihodi, ali ipak ne dovoljno da bi tvrtka bila profitabilna i mogla se financirati budući rast.
- **Growth capital** je oblik ulaganja u vlasničke vrijednosne papire, a ulaže se u tvrtke kojima je potreban kapital za ulazak na nova tržišta i širenje, to jest za poduzeća koja se već nalaze u zrelijoj fazi životnog ciklusa.
- **Leveraged** buyout odnosi se na ulaganje vrijednosne papire s pravom vlasništva kao dijela transakcije u kojoj se aktivira drugo društvo postojećih vlasnika uz korištenje financijske poluge. U ovakvim transakcijama uglavnom sudjeluju zrelije tvrtke koje generiraju operativne novčane tokove.

Nadalje, Makek et al. (2011.) navode kako su poduzetnicima sigurno najzanimljiviji Venture Capital i Growth Capital kao oblik vlasničkog ulaganja i financiranja poduzeća. Ovim oblicima private equity ulaganja poduzetnici pribavljaju potreban kapital za ostvarivanje poslovnog plana te dobiva poslovnog partnera koji mu može pomoći u operativnoj realizaciji poslovnog plana,a za uzvrat se mora odreći dijela vlasništva.

Nexus Private Equity Partner društvo (2016.) u private equity ulaganje uključuje još neke strategije kao što su:

- **„Distressed“** ili drugim riječima posebne situacije odnose se na situacije u kojima potencijalni investitori ulažu u vlasničke i dužničke vrijednosne papire onih tvrtki koje se nalaze u poteškoćama.
- **Mezanine kapital** predstavlja ulaganje u preferencijalne dionice koje su kao takve nadređene redovnim dionicama, te za tvrtke predstavlja skuplji način financiranja.
- **Nekretnine**
- **Sekundarna ulaganja** su ulaganja u već postojeću private equity imovinu, te su uobičajeno strukturirana kao fond fondova.
- **Infrastruktura je** oblik ulaganja različite vrste državnih, tj. javnih radova kao što su: autoceste, zračne luke, tuneli i sl.

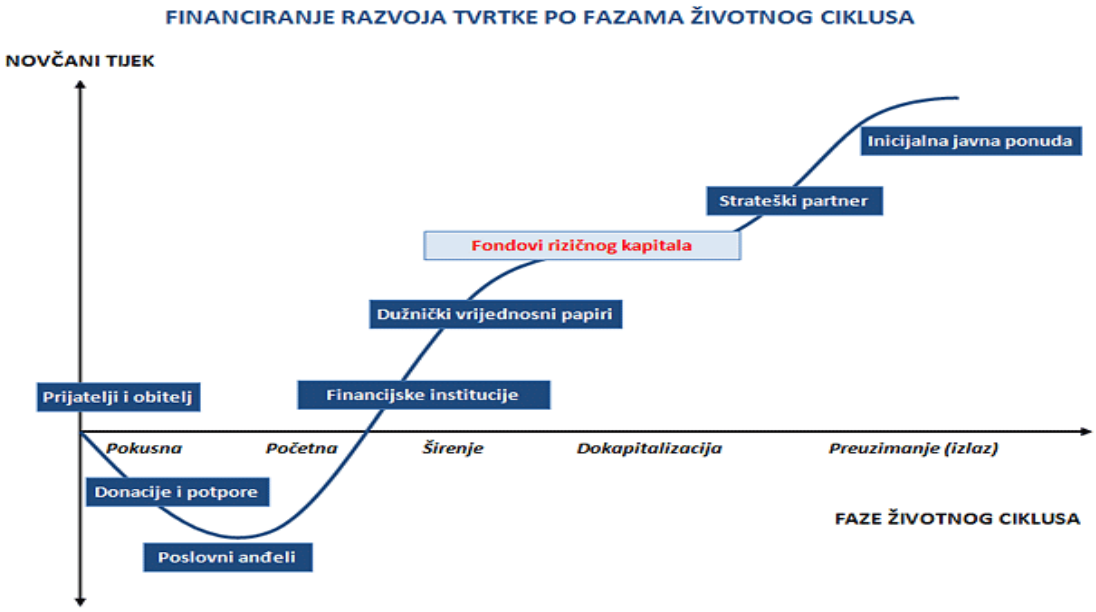
- **Energetika** je vrsta ulaganja koja se odnosi na ulaganja u različite tvrtke koje se bave proizvodnjom i isporukom energije, tj. električne struje.

## 2.4. Rizični kapital (eng. Venture Capital)

Prema Hrvatskoj Private Equity i Venture Capital Asocijaciji (2016.) **rizični kapital** ili **venture capital** može se definirati kao kapital private equity investicijskog društva koji pomaže u financiranju mladih, inovativnih i kreativnih poduzeća pri pokretanju posla i u ranoj fazi razvoja koja su izložena visokim rizicima. To je oblik srednjoročnog i dugoročnog ulaganja s ciljem stjecanja dionica ili udjela u poduzeću na temelju uloženih sredstava te ostvarivanja povrata kroz kapitalnu dobit.

Prosperus-Invest društvo (2011.) definira ulaganje rizičnog kapitala kao financiranje društava koja ne kotiraju na burzi te imaju potencijal ostvarivanja visoke stope rasta, talent i strategiju kako bi ojačala i povećala vrijednost. Ulaganje rizičnog kapitala i ostvarivanje stope povrata vremenski je ograničeno te se uglavnom odnosi na ulaganje u razdoblju tri do sedam godina.

Nadalje, Prosperus-Invest društvo navodi kako ulaganje u rizični kapital ne zahtijeva nikakvu kamatu ili dividendu na ulaganje pa stoga ne opterećuje novčani tijek. U praksi se pokazalo da su tvrtke, koje su bile financirane ulaganjem rizičnog kapitala, rasle brže od drugih tvrtki.




**Slika 1: Financiranje razvoja tvrtke po fazama životnog ciklusa**

Izvor: PROSPERUS INVEST d.o.o. (2011): Rizični kapital, raspoloživo na http://www.prosperus-invest.hr/content/rizicni-kapital (4. rujna 2016.)

Iz slike 1 vidljivo je kako poduzećima na raspolaganju stoje brojni izvori i načini financiranja. Ovisno o vrsti početnog kapitala, poduzeća se mogu financirati vlastitom uštedevinom, pozajmicama obitelji i prijatelja, donacijama, poslovnim anđelima, bankarskim kreditima, državnim poticajima te fondovima rizičnog kapitala. Iako je za poduzeća najbolji oblik financiranja vlastita ušteđevina i kapital, u praksi se još uvijek najviše poduzeća financira bankarskim kreditima. Tijekom svih faza životnog ciklusa poduzeća se mogu prijaviti za dobivanje državnog poticaja uz uvjet ispunjavanja određenih kriterija koje je definirala država.

Prema Prosperus Invest društvu (2011.) rizični kapital uz financijska sredstva donosi također i određene vještine menadžmenta te se u njihovoj praksi poslovanja pokazalo kako rizični kapital uvodi najbolje prakse i standarde u upravljanju tvrtkama u portfelju te tvrtke u prosjeku ostvaruju više stope rasta od konkurencije.

Fondovi rizičnog kapitala, prema Makek et al. (2011.) su financijski posrednici koji imaju važnu ulogu u financiranju putem rizičnog kapitala. Fondovi prikupljaju kapital od potencijalnih investitora te ga ulažu u privatna poduzeća koja nemaju dovoljno vlastitog kapitala, u svrhu ostvarivanja povrata u trenutku izlaska. Fondovi rizičnog kapitala povezuju

investitore s poduzećima koja ne posluju na burzi te im tako nemaju otvoren pristup za ulaganje. Ulaganjem vlasničkog kapitala fond postaje suvlasnik u društvu u koje ulaže te od toga trenutka aktivno sudjeluje u poslovanju i snosi poslovnu sudbinu društva.

Kod fondova rizičnog kapitala, prema Poslovno-inovacijskom centru Vukovar (2015.)[2], investitori su uključeni u poslovanje tijekom cijelog razdoblja te za svoje ulaganje ne zahtijevaju nikakvu garanciju za povrat uloženih sredstava.
Prema tome, BIC (2015.) razlikuje sljedeće investitore u rizični kapital:

- strateški – investitori koji žele sudjelovati u cjelokupnom poslovanju te traže većinske udjele u poduzeću u koje ulažu,
- financijski – glavni cilj investitora je ostvarivanje povrata na ulaganje, ne traži većinske udjele u poduzeću ali ima mehanizam kojim preuzima kontrolu u poduzeću ukoliko njegova investicija bude ugrožena

Nadalje, uloga rizičnog kapitala u financiranju mladih poduzeća, tzv. start-up poduzeća prema BIC-u (2015.) ogleda se u:

- pružanju financiranja i strateških savjeta kako u kritičnim fazama razvoja kako bi što više mladih poduzeća moglo ostvariti svoj plan rasta
- osiguravanju dugoročnog kapitala koji im omogućava rast, razvoj te poslovni uspjeh
- predstavlja opciju proširenja poslovanja poduzeća te kupnje dijela poduzeća

## 2.5. Pet osnovnih karakteristika rizičnog kapitala, faze ulaganja i struktura financiranja rizičnog kapitala

Rizični kapital kao oblik ulaganja ima svoje osnovne karakteristike, pa tako Šimić Šarić (2016.) razlikuje 5 osnovnih karakteristika, a to su:

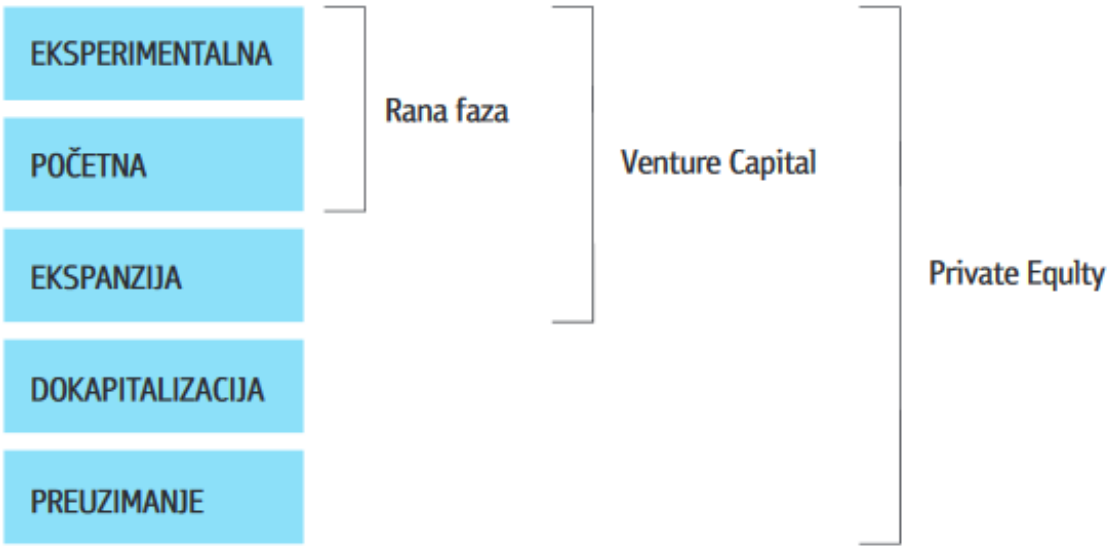
1. Ulagač rizičnog kapitala je financijski posrednik – fond rizičnog kapitala je posrednik koji prikuplja kapital (novac) od svojih ulagača te ga ulaže u start-up poduzeća.
2. Rizični kapital ulaže se samo u privatna poduzeća – ova karakteristika odnosi se na nemogućnost kotacije poduzeća na tržištu kapitala nakon što se poduzme investicija.

[2] Dalje u tekstu će se koristiti skraćenica BIC.

3. Ulaganjem rizičnog kapitala u poduzeće ulagač zahtijeva minimalno jedno mjesto u Upravnom odboru te na taj način ima mogućnost nadzora nad portfeljem poduzeća te pružanja savjeta u poslovanju poduzeća.
4. Ulagač rizičnog kapitala ulaže u poduzeće samo ako može predvidjeti ostvarivanje određenog financijskog rezultata, tj. ukoliko će ostvariti povrat na ulaganje.
5. Rizični kapital je način financiranja rasta poduzeća, stoga je cilj izgradnja novog poduzeća,a ne kupnja postojećeg.

Ulaganje rizičnog kapitala može se podijeliti u nekoliko faza, pa tako BIC (2015.) razlikuje sljedeće faze:

1. Sjemenska ili eksperimentalna faza – u ovoj fazi ulaže se u istraživanje i razvoj start-up poduzeća
2. Rana (početna) faza – u ranoj fazi potrebni su najveći izdaci za ulaganja u marketing te razvoj proizvoda
3. Faza ekspanzije – u kasnoj fazi rizični kapital se ulaže kako bi se poduzeću pružila potrebna financijska sredstva za ekspanziju i razvoj.
4. Faza dokapitalizacije
5. Faza preuzimanja - prodaja većinskog udjela poduzeća




**Slika 2: Ulaganje rizičnog kapitala prema fazama**

Izvor: Poslovno-inovacijski centar Vukovar (2015.): Izvori financiranja start up poduzeća, Vukovar

Prema Biggs i Ellis International LLP (2008.) za svaku kompaniju, ključna stavka u uspjehu je menadžment. Ukoliko kompanijom ne upravlja stabilan i kvalitetan menadžment, kompanija će biti suočena s mnogim problemima. Menadžment koji vodi kompaniju mora biti motiviran za rad kako bi ostvario željene rezultate. S obzirom da menadžment kompaniji osigurava izvore financiranja, ukoliko se kompanija financira rizičnim kapitalom vrlo je važno da postoje zajednički interesi poduzetnika i ulagatelja rizičnog kapitala.

Da bi se financiralo poslovanje poduzeća menadžment kompanija mora osigurati određeni kapital, pa tako Šimić Šarić (2016.) razlikuje tri načina prikupljanja kapitala:

1. Institucionalni rizični kapital – rizični kapital kojim se financira kompanija prikupljen je od strane različitih financijskih institucija poput banaka, mirovinskih fondova, osiguravajućih društava i sl.
2. Korporativni rizični kapital – odnosi se na sredstva koja je menadžment kompanije prikupio od fonda nekog trgovačkog društva koje investira u mala i srednjih poduzeća s velikom potencijalom rasta.
3. Državne institucije – kompanija je financirana od strane državnih institucija.

## 2.6. Proces ulaganja u private equity

Prema Ostroški (2012.) poduzetnik i tim koji ga okružuju čine glavni faktor uspjeha, jer je poduzetnik taj koji stvara nove vrijednosti kroz poslovne prilike. No poduzetnik ne može uspjeti sam bez tima ljudi koji će dijeliti zajedničku viziju i bez potrebnog kapitala.
Biggs i Ellis International LLP (2008.) navode kako poduzetnici do potrebnog kapitala mogu doći posudbom od banaka, ali ovim načinom financiranja i profitom koji se ostvari poslovanjem prije poduzetnika se treba naplatiti banka, odnosno treba se podmiriti dugovanje što predstavlja svojevrstan rizik za poduzetnika. Stoga, kao prikladniji oblik financiranja za mala i javnosti još uvijek nepoznata poduzeća navode fondove za ulaganje rizičnog kapitala. Ulaganje rizičnog kapitala odnosi se na financiranje start-up poduzeća pružajući im prije svega financijsku pomoć, a zatim i stratešku. Financijska sredstva se ulažu samo u poduzeća koja ne kotiraju na burzi, stoga ne postoji javno tržište.
Da bi se prikupio potreban kapital za financiranje kompanije, prema Šimić Šarić (2016.) institucionalni investitori to osiguravaju na sljedeće načine:

- Ograničenim partnerstvom – ovaj model je najčešće korišten kao oblik financiranja. Institucionalne investitore koji ulažu kao partneri s ograničenom odgovornošću čine osiguravajuća društva, banke, mirovinski fondovi i sl. ovaj oblik ulaganja je strukturiran tako da omogućuje postojanje velikog broja ulagača, a na čelu je glavna menadžment kompanija koja poduzima sve potrebne akcije i strategije za uspjeh posla te ima neograničenu odgovornost. Životni vijek modela ograničenog partnerstva je uglavnom oko deset godina.
- Fond fondova – oblik ulaganja koji je pogodan za manje ulagače, karakterizira ga kupnja dionica većeg broja private equity fondova koji su po strukturnom obliku slični zajedničkom fondu.
- Izravno ulaganje – kod ovog modela ulaganja investitori samostalno ulažu kapital u ciljanu kompaniju

Prilikom ulaganja rizičnog kapitala, Šimić Šarić (2016.) razlikuje i nekoliko pojmova o kretanju kapitala, te tako postoji:

- Alocirani kapital – ovaj kapital predstavlja iznos sredstava koje bi investitor želio imati, tj. iznos koji bi želio uložiti u rizični kapital.
- Obećani kapital – kapital koji je investitor, potpisujući ugovor o ograničenom partnerstvu, obećao uložiti u rizični kapital.
- Povučeni kapital – ovaj kapital predstavlja iznos sredstava koji je stvarno i povučen iz obećanog kapitala. Služi za financiranje troškova i naknada, te za ulaganje u poduzeće.
- Uloženi kapital – dio kapitala koji je uložen u poduzeće.

Makek et al. (2011.) navode kako je od svih oblika financiranja koji postoje na tržištu, financiranje preko fondova rizičnog kapitala najsloženije. Razlog tome je što investitori dijele sudbinu poduzeća, ne postoji nikakvi instrument osiguranja te je riječ o dugoročnom izvoru kapitala za koji ne postoji nikakva kamatna stopa. Zbog složenog i dugoročnog procesa poduzetnici traže maksimalni angažman. Da bi se realiziralo ulaganje u poduzetnički pothvat potrebno je proći kroz sljedeće faze:

1. Preliminarna analiza
2. Pregovori
3. Proces dubinskog snimanja

4. Izlaz iz poduzete investicije

Ad 1) **Preliminarna analiza**

Biggs i Ellis International LLP (2008.) navode kako je prvi korak private equity fondova pronalazak dobre investicijske prilike. Nakon pronalaska poduzeća koje im se čini kao zanimljiva poslovna prilika, te kako bi se proveo proces ulaganja rizičnog kapitala, potrebno je prije svega provesti preliminarnu analizu. Preliminarna analiza podrazumijeva analizu poduzeća, te analizu tržišta, konkurencije i industrije u kojoj se poduzeće nalazi kako bi se, prije samog ulaganja, na temelju toga mogao predvidjeti rast i razvoj poduzeća, te stvaranje dobiti.

Ključni faktori koji se, prema BIC-u(2015.), odnose na vrijednost poduzeća prema kojima će se ocijeniti konkurentnost poduzeća odnose se na:

- Tržište
- Rezultat poslovanja
- Poslovni plan
- Menadžment

Ostroški (2012.) navodi da je poslovni plan važan temelj za poduzetnike i izuzetno je važan u komunikaciji s potencijalnim investitorima. Poslovni plan sadrži sve podatke o ulaganju u buduće poslovanje, misiju, viziju i ciljeve poduzeća, financijski plan, razradu strategija te predviđa moguće rizične situacije i daje moguća rješenja na rizične situacije u slučaju njihova ostvarivanja. Drugim riječima, poslovni plan je pisani prikaz i kontrolni mehanizam poduzetničke ideje u kojem su detaljno objašnjeni glavni dijelovi. Što je bolje razrađen poslovni plan, veća je mogućnost za postizanje uspjeha.

Ad 2) **Pregovori**

Ukoliko se, prema BIC-u (2015.), prilikom preliminarne analize kod potencijalnog investitora stvorio interes za ulaganje, menadžment ciljane kompanije pristupa pregovorima s potencijalnim investitorom.

Prilikom pregovora ključne stavke koje je potrebno definirati su:

- Vrijednost poduzeća

- Udio fonda rizičnog kapitala u kapitalu start-up poduzeća
- Na koji će se način udio fonda rizičnog kapitala smanjivati ili povećavati u strukturi transakcije
- Izlazna strategija – uključuje prodaju poduzeća koja može biti izvedena kao reotkup od strane poduzetnika, prodaju drugom investitoru, javnu ponudu na burzi te likvidaciju.

Ad 3) **Proces dubinskog snimanja**

BIC (2015.) navodi kako je dubinsko snimanje (eng. due dilligence) kojim se ispituje tržišni položaj i perspektiva, bilanca, poslovna uspješnost, pravni status i dr., a poduzima se prije sklapanja kupoprodajnog ugovora, dok Makek et al. (2011.) i Biggs i Ellis International LLP (2008.) tvrde kako je proces dubinskog snimanja procjena projekta od strane neovisnih stručnjaka u kojoj se traži otvoren pristup dokumentaciji i ključnim ljudima.

Šimić Šarić (2016.) ističe kako je dubinsko snimanje prilično obuhvatan proces te traje i do nekoliko mjeseci. Da bi potencijalni ulagač dobio određenu sigurnost prilikom procesa dubinskog snimanja poduzetnik treba biti spreman dati odgovor na razna pitanja koja se odnose na proizvod ili uslugu, proces proizvodnje, ljudske resurse, korištenu tehnologiju, marketing strategiju i sl.

Prema Wikipediji (2016.b) postupak dubinskog snimanja prodavatelju društva pruža mogućnost da se dobro upozna sa stanjem društva te da spriječi ″iznenađenja" za pregovaračkim stolom od strane kupca, a kupcu pruža mogućnost stvaranja ocjene o stanju društva i donošenja odluke o kupnji. Također, ulagatelj mora potvrditi informacije koje mu je pružio prodavatelj te odbaciti svaku sumnju u pogrešno informiranje. Nakon uspješno provedenog dubinskog snimanja sklapa se kupoprodajni ugovor.

Ad 4) **Izlaz iz poduzete investicije**

Biggs (2011.) ovu fazu poduzetničkog pothvata smatra najvažnijom,a svrha izlaza je ostvarivanje stope povrata za investitore što se može postići prodajom portfelja.
Nadalje, Makek et al. (2011.) također navode da se izlaskom iz poduzete inicijative napušta vlasnička struktura u poduzeću. Ukoliko se ostvare ciljevi kompanije, te se samim tim ostvari

rast i razvoj kompanije, prilikom izlaska iz poduzete inicijative investitor će tražiti najbolji način povrata svojih ulaganja. To može ostvariti:

- Prodajom kompanije drugoj kompaniji iz iste industrije
- Prodajom financijskom investitoru
- Izlaskom na burzu, tj. javnom ponudom, te
- Likvidacijom koja podrazumijeva nenamjeran izlazak jer je poduzeće otišlo u stečaj te investitor ne ostvaruje povrat od uloženih sredstava.

## 2.7. Private equity i venture capital u svijetu

Kako je već prethodno opisano, aktivnosti vezane uz private equity i rizični kapital, prema Hungarian Private Equity and Venture Capital Association – HVCA (2016.), počele su se razvijati tijekom 30.-tih godina prošlog stoljeća u Sjedinjenim Američkim Državama (SAD-u) za vrijeme industrijske revolucije. Tada se javljaju prva ulaganja u poduzeća privatnog vlasništva i stjecanje udjela u njima.

Prema Groh et al. (2013.) najveća private equity industrija odnosi se na SAD. U SAD-u danas djeluje National Venture Capital Association – NVCA (2016.). Prema informacijama koje objavljuje NVCA, za sebe navode da su grupa rizičnih kapitalista koja se prvenstveno zalaže za financiranje američkih poduzetnika i nastajanje tvrtki, što će u konačnici rezultirati otvaranjem novih radnih mjesta te rastom gospodarstva.
Prema Statista - The Statistics Portal, od 1985. godine, vrijednost private equity fondova u SAD-u se povećala za 180,59 bilijuna dolara u 2000. godini, dok je u 2015. godini povećanje iznosilo 144,52 bilijuna američkih dolara. Najveći rast vrijednosti private equity fondova ostvareno je u 2007. godini kada je iznosilo 263,86 bilijuna američkih dolara.
Nadalje, ulaganja u venture capital u SAD-u od 1985. godine su bila mnogo niža nego ulaganja u private equity. U 2015. godini u venture kapital je uloženo 28,22 bilijuna američkih dolara, dok je najveće ulaganje ostvareno 2000. godine kada je u venture capital uloženo 101,43 bilijuna američkih dolara.

Prema Latin American Private equity & Venture Capital Association – LAVCA (2016.) te informacijama koje objavljuje, LAVCA je neprofitabilna organizacija koja podupire rast private equity i venture capital industrije u Latinskoj Americi. Cilj LAVCA je potaknuti

regionalni gospodarski rast kroz venture capital i private equity ulaganja. Prema publikacijama koje je objavila LAVCA, najviši kapital koji je uložen u private equity i venture capital, iznosio je 10,39 bilijuna američkih dolara u 2014. godini, te je time ostvaren novi rekord u odnosu na 2011. i 2015. godinu kada je iznosio 10,27 bilijuna američkih dolara.

Azijski private equity, prema Preqin Special Report (2015.) je mlađe i manje razvijeno tržište u odnosu na Sjevernu Ameriku i Europu, no azijska ekonomija se sve više razvija (posebno ekonomija Kine i Japana) te azijski private equity ima važnu ulogu u globalnom private equity tržištu. Prema Preqin Special Report iznos prikupljenog kapitala povećava se iz godine u godinu te od 2012. kada iznosi 7 bilijuna američkih dolara raste te 2014. doseže razinu od 22,9 bilijuna američkih dolara što je do tada najviši ostvareni iznos prikupljenog kapitala. U 2015. je narastao 1,4 bilijun dolara u odnosu na 2014. godinu.

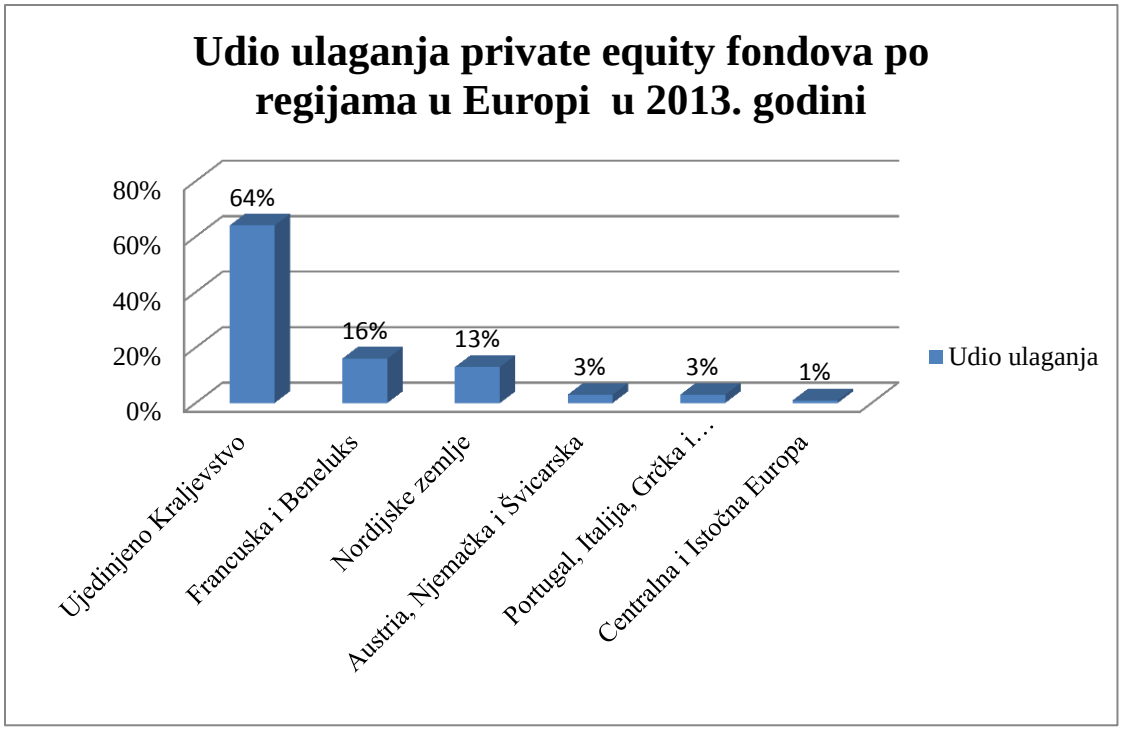
Prema Lagace (2004.) private Equity ulaganja u Europi se prvi put pojavljuju još 1930.-ih godina u Ujedinjenom Kraljevstvu, ali se prava ulaganja javljaju tek 1980. Godine pa je, kako navodi, Europa još relativno mlado tržište u odnosu na SAD. U Ujedinjenom Kraljevstvu je i danas najviše zastupljeno ulaganje u private equity i venture kapital u odnosu na ostatak Europe. Europski private equity i venture capital ulagače zastupa Invest Europe grupa ili European Private Equity & Venture Capital Association - EVCA[3] (2015.). Prema informacijama koje iznosi EVCA, za svoju udrugu kaže da im je cilj ulaganje u privatna start-up poduzeća te doprinos ulaganju privatnog kapitala u Europu.
Prema Statista - The Statistics Portal (2016.) kapital prikupljen u private equity fondovima u Europi u 2015. godini iznosio je 44,18 bilijuna eura, dok je najviši bio 2007. godine kada je iznosio 72,86 bilijuna eura.

[3] U tekstu će se dalje koristiti skraćenica EVCA.

## 2.8. Private equity i venture capital na Zapadnom Balkanu

Private equity i venture capital kao oblik ulaganja i financiranja na području Zapadnog Balkana je jako slabo razvijen, (Pullen, 2015.). Zapadni Balkan kao dio Jugoistočne Europe ima mnogo potencijala za ulaganje i razvoj kojeg investitori još uvijek ne prepoznaju. Zbog svoje geografske lokacije postoji mogućnost razvitka velikog tržišta na području Zapadnog Balkana koje bi pomoglo u razvoju i jačanju Europe i cjelokupnog europskog tržišta. Zapadni Balkan obuhvaća zemlje: Hrvatsku, Bosnu i Hercegovinu, Srbiju, Crnu Goru, Albaniju i Makedoniju. Mandir (2009.) navodi kako je jedan od razloga slabo razvijenog private equity i venture capital tržišta u Hrvatskoj kao zemlji Zapadnog Balkana nepoznavanje prednosti ovog oblika ulaganja, pa poduzetnici u želji da konkuriraju na tržištu i pribave potrebna sredstva za financiranju još uvijek pribjegavaju bankarskim kreditima kao glavnim i lakše dostupnim oblikom financiranja, strah od ulaska u vlasničku strukturu poduzeća te želja da se vlastiti poduzetnički pothvat ostavi budućim generacijama u naslijeđe. Drugi razlozi koji bi se mogli navesti, prema Pullen (2015.) su loše gospodarstvo regije zadnjih nekoliko godina, industrijski deficiti država koji idu na teret vlade i državnog proračuna, loša međusobna suradnja te politika, što utječe na ugled navedenih zemalja te demotivira potencijalne ulagače na ulaganje rizičnog kapitala. Lošim gospodarskim i socijalnim stanjem smanjuje se atraktivnost pojedine zemlje te ulagači pribjegavaju ulaganju u gospodarski stabilnije zemlje, no više o neatraktivnosti zemalja Zapadnog Balkana kao glavnog razloga loše razvijenog private equity i venture capital tržišta će biti riječ u sljedećem poglavlju.

Udio ulaganja u private equity po regijama u Europi je vidljiv na grafu 1.




**Graf 1: Udio ulaganja private equity fondova u Europi po regijama u 2013. godini**

Izvor: The Statistics Portal, Share of private equity funds raised on the European equity markets in 2013, by country, raspoloživo na: http://www.statista.com/statistics/324083/uk-equity-market-private-equity-funds-raised-europe/ (10. rujna 2016.)

Na grafu 1. je vidljivo kako najveći postotak ulaganja u private equity u Europi ima Ujedinjeno Kraljevstvo sa 64%, zatim Francuska i zemlje Beneluksa. Zapadni Balkan, kao dio Jugoistočne Europe, se nalazi na samom začelju s manje od 1% od ukupne vrijednosti ulaganja u private equity u Europi.

# 3. OPĆE GOSPODARSKO STANJE ZAPADNOG BALKANA

U prethodnom poglavlju je opisan pojam i vrste ulaganja u private equity i rizični kapital gdje su private equity i rizični kapital definirani kao vrste vlasničkih ulaganja u privatna start-up poduzeća koja ne kotiraju na burzi.

U ovom poglavlju biti će opisano opće gospodarsko stanje Zapadnog Balkana.

Prema Veselinović i Makojević (2011.) Zapadni Balkan možemo definirati kao teritorijanlni prostor te politički pojam koji se odnosi na zemlje: Hrvatsku, Bosnu i Hercegovinu, Srbiju, Crnu Goru, Republiku Makedoniju, Kosovo i Albaniju, tj. Albaniju i sve zemlje bivše Jugoslavije bez Slovenije. Među navedenim državama teritorijalno najveća država je Srbija sa 7,4 milijuna stanovnika, dok Hrvatska ima najjaču ekonomiju.

Što se tiče ulaganja u private equity i rizični kapital kao oblik financiranja start-up poduzeća na području Zapadnog Balkana, ovaj oblik je još uvijek slabo zastupljen. Mandir (2009.) navodi kako start-up poduzeća kao glavni oblik financiranja preferiraju bankarske kredite premda je nakon gospodarske krize otežano dobivanje kredita. Nasuprot bankarskom kreditu u praksi se pokazalo kako financiranje putem rizičnog kapitala uspješno čak u 80% projekata. Nekim od razloga slabe zastupljenosti ovog oblika ulaganja navodi se i strah poduzetnika od ulaska u vlasničku strukturu svojih poduzeća, te nedovoljno poznavanje načina ulaganja.

Pullen (2015.) navodi kako je glavni razlog i problem zbog kojeg je ulaganje u rizični kapital na području Zapadnog Balkana slabo razvijeno je manjak atraktivnosti zemalja u odnosu na ostale zemlje Europe zbog jako lošeg gospodarskog stanja zemalja regije. U odnosu na ostatak Europe, posebno na Srednju Europu, Zapadni Balkan je još uvijek gospodarski mnogo nerazvijeniji. To sve potvrđuje VCPE indeks o kojem će više biti riječi u sljedećem poglavlju.

Veselinović i Makojević (2011.) navode kako je gospodarstvo zemlje ili regije čini ključni element pri ulaganju u rizični kapital i razvoju industrije. Bezić i Karanikić (2014.) kažu kako dovoljno razvijeno gospodarstvo uz odgovarajuću politiku važan čimbenik u privlačenju investicija, prvenstveno inozemnih, i kapitala zbog strategijskih odluka poduzeća, te se tako pruža veća mogućnost uspjeha i rasta poduzeća.

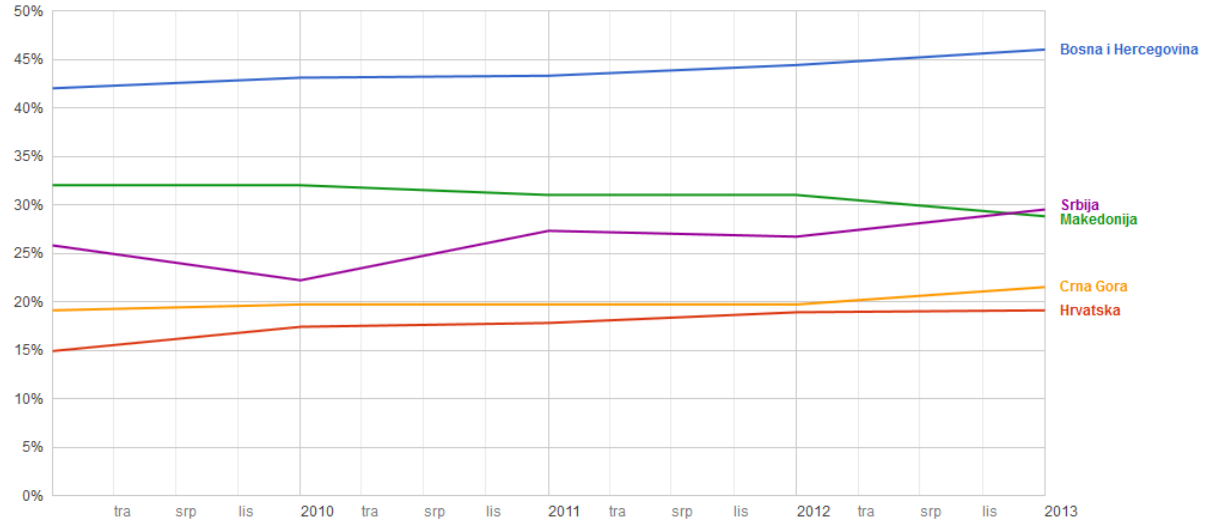
Prema Pullen (2011.) zemlje Zapadnog Balkana, su u odnosu na ostatak Europe, pri samom dnu ljestvice kada se gleda gospodarsko stanje te njihova popularnost za ulaganje definitivno ne raste. Nadalje navodi, kako će Zapadni Balkan nakon nastupanja gospodarske krize i zapadanja u još veće probleme zasigurno trebati izvjesno vrijeme da se vrati "na noge".

Zeneli (2014.) ističe kako se nastupanjem gospodarske krize u zemljama pogoršava stanje ekonomije, države zapadaju u dugove, te se gubi sigurnost svakog građana u regiji. Potrošači gube povjerenje u tržište, dolazi do pada životnog standarda i sve veće razlike između bogatih i siromašnih. Sve to vodi padu BDP-a, te tako Zapadni Balkan sve više zaostaje za zemljama Srednje Europe.

Babic Olssen (2013.) navodi kako je položaj zemalja Zapadnog Balkana u posljednjim godinama iznimno nepovoljan. Nastupanjem financijske krize BDP i ukupni izvoz su vrlo niski, dok nasuprot tome sve više povećava vanjski dug. Od zemalja Zapadnog Balkana, Hrvatska, Srbija i Crna Gora su postale visoko zadužene zemlje što će dovesti do nepovoljnog rasta u budućim godinama. Nadalje navodi kako je jedan od uzroka teške ekonomske krize još uvijek utjecaj ratnih sukoba, teški politički problemi s kojima se bore sve zemlje te kidanje ekonomskih veza.

Prema grupi Svjetska banka (2010.) dolazak gospodarske krize je imao učinka na tržište rada. Dolaskom gospodarske krize stanje se sve više pogoršava, pada obujam proizvodnje te se zatvaraju radna mjesta, a samim tim nezaposlenost nastavlja svoj rast. Zatvaranjem radnih mjesta i smanjenom potražnjom za radnom snagom smanjuju se primanja što za posljedicu ima rast siromaštva i nejednakosti među ljudima.

Zaneli (2014.) navodi kako je visoka stopa nezaposlenosti osobito izražena kod žena i mladih te da područje Zapadnog Balkana doseže prosječnu stopu nezaposlenosti od 24% što je čini najvišom u Europi. Svi ti čimbenici u konačnici dovode do odlaska mlade radne snage u razvijenije zemlje Europe.




**Slika 3: Rast stope nezaposlenosti**

Izvor: Ekonomski indikatori u zemljama Zapadnog Balkana – Google Public, raspoloživo na: https://www.google.com/publicdata/explore?ds=z7ef9pcq3hooam_&ctype=l&strail=false&bcs=d&nselm=h&met_y=average_wage&scale_y=lin&ind_y=false&rdim=country&idim=country:ba:me:hr:mk:si:rs&ifdim=country&hl=hr&dl=hr&ind=false#!ctype=l&strail=false&bcs=d&nselm=h&met_y=unemployment_rate&scale_y=lin&ind_y=false&rdim=country&idim=country:ba:me:hr:mk:rs&ifdim=country&hl=hr&dl=hr&ind=false

Na slici 3 prikazan je rast stope nezaposlenosti u zemljama Zapadnog Balkana od 2009.-2013. godine. Na slici je vidljivo kako najmanju stopu nezaposlenosti ima Hrvatska u 2009. godini kada je ista iznosila 15%, dok je u 2013. godini narasla na cca. 19%. Ostale zemlje regije, osim Makedonije, također do 2013. bilježe porast stope nezaposlenosti, pa tako Srbija bilježi porast stope na 30%, Crna Gora na cca. 22%, dok Bosna i Hercegovina ima najveću stopu nezaposlenosti koja je viša od 40%. Od 2019. godine do 2013. jedino Makedonija bilježi pad stope nezaposlenosti koja je s cca. 32% pala na 29%.

Prema Veselinović i Makojević (2011.) oporezivanje čini jedan od temeljnih elemenata pri ulaganju rizičnog kapitala. Porezna politika ima veliku ulogu prilikom ulaska u investiciju i izlaska iz investicije kada ulagači ostvaruju stopu povrata na uloženo. Istraživanjem koje su proveli Šimović i Mihelja Žaja (2010.) navode kako su niske porezne stope poreza na dobit zapravo najučinkovitiji porezni poticaj koji može pozitivno utjecati na investicije i nova ulaganja. Svaka država Zapadnog Balkana trebala bi osigurati niže stope poreza kako bi privukla što više potencijalnih ulagača i motivirala ih na ulaganja.

Nadalje, Veselinović i Makojević (2011.) te Šimović i Mihelja Žaja (2010.) navode kako zemlje Zapadng Balkana imaju niže porezne stope poreza na dobit od drugih Europskih zemalja pa se tako niske stope mogu smatrati kao porezni poticaj za ulaganja te su gledajući poreznu politiku među atraktivnijim zemljama za investiranje.

Prema istraživanju koje su proveli Veselinović i Makojević (2011.) zaštita ulagača odnosi se na zakonodavni okvire zemalja. Da bi se privuklo što više ulagača rizičnog kapitala i ostvarilo ulaganja zemlje Zapadnog Balkana trebaju se pobrinuti da imaju stabilne financijske i pravne okvire. Zemlje Zapadnog Balkana su vrlo nesigurne za ulaganja, a s obzirom da je to investitorima zaštita jako bitna za Zapadni Balkan bi ovo jedan od glavnih problema.
Šunjerga (2014.) navodi kako se po zaštiti ulagača, Hrvatska kao zemlja Zapadnog Balkana nalazi među pet najgorih zemalja na svijetu, dok Klepo (2012.) navodi kako su administrativne barijere velike i teško se uklanjaju, birokracija je spora a parafiskalni nameti su veći dok je pravosuđe neučinkovito i sporo, a to sve demotivira investitore na ulaganje u Zapadni Balkan.

Prilikom ulaganja u private equity i rizični kapital, i općenito bilo kojeg oblika investiranja prema Babić i Baturina (2015.) utječe socijalno okruženje zemlje ili regije u koju se ulaže. Socijalno okruženje odnosi se na obrazovanje, odnosno ulaganje u ljude i ljudske potencijale što utječe na gospodarski rast. Obrazovanjem se doprinosi poboljšanju kvalitete radne snage te rastu produktivnosti. Zapadni Balkan, što se tiče socijalnog okruženja, ima mnogo problema koji između ostalog demotiviraju investitore na ulaganja.
Kouparanis i Jung-Grimm (2013.) također navode kako socijalni sustavi nisu učinkoviti te kako je kvalitetno obrazovanje vežno za gospodarski prosperitet. Nadalje navode kako se obrazovanje treba orijentirati prema potrebama gospodarstva te da Europska Unija treba biti u stanju regulirati gospodarstvo na europskoj razini kako bi gospodarstvo balkanskih zemalja bilo konkurentno.
Drugi veliki problem s kojim se susreće Zapadni Balkan je korupcija koja je na visokoj razini. Korupcija je zastupljena u mnogim područjima. Prema Bucalo (2010.) korupcija je zastupljena u samim političkim vrhovima i pravosudnim institucijama. Prema pisanju Dautefendić (2012.) i rezultatima istraživanja provedenog od strane Ureda UN za borbu protiv droge i kriminala na 28 tisuća građana pokazalo se kako se svaka treća osoba na Balkanu susrela i barem jednom platila mito. Najgora situacija je u Albaniji te Bosni i Hercegovini, dok najnižu stopu kriminaliteta bilježi Hrvatska iako i ona još uvijek puno odstupa od drugih

članica EU. Istraživanje je pokazalo kako su najkorumpiraniji liječnici, a slijede ih policajci te medicinske sestre.

Mitrović (2016.) navodi kako je korupcija rak rana Balkana. Kosovo je od država Zapadnog Balkana najkorumpiranije, a Bosna i Hercegovina korupciju promovira kao način funkcioniranja države te apsolutno ne postoji borba protiv korupcije. Tanjug (2016.) navodi koliko je stanje ozbiljno te piše kako je njemački dnevnik „Frankfuter algemajne cajtung" prenio članak čiji je naslov „Balkan tone u blato korupcije". Monitor (2011.) prenosi članak koji je izdao Washington Post u kojem piše *„kako je situacija gotovo groteskna – šef države na čelu mafije, bivši premijer u zatvoru."* Tekst je naslovljen „Gdje got pogledaš, na Balkanu vreba korupcija."

Nakon svih tih problema s kojima se bore zemlje Zapadnog Balkana postavlja se pitanje „Što učiniti i na koji način privući investitore?"

# 4. ANALIZA ATRAKTIVNOSTI ULAGANJA U ZAPADNI BALKAN

U prethodnom poglavlju opisano je opće gospodarsko stanje Zapadnog Balkana na temelju čijih se čimbenika izračunava indeks atraktivnosti ulaganja u rizični kapital.

U ovom poglavlju biti će definiran indeks atraktivnosti ulaganja i njegovi elementi te će biti napravljena analiza atraktivnosti Zapadnog Balkana za ulaganja u rizični kapital.

## 4.1. VCPE indeks

Prema Groh et al. (2011. – 2013.) VCPE indeks (Eng. Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index) je indeks atraktivnosti zemlje za ulaganja u rizični kapital kojim se vode institucionalni ulagači.

Nadalje, Groh et al. (2011. – 2013.) u svojim istraživanjima navode kako bi se izračunala atraktivnost neke zemlje pomoću VCPE indeksa u obzir se uzima šest ključnih elemenata:

- **Ekonomska aktivnost** – ima utjecaj na ulaganje rizičnog kapitala je investitorima pruža informacije o veličini gospodarstva, zaposlenosti, broju poduzeća i poduzetničkim aktivnostima. Rast razine zaposlenosti, većim brojem i raznolikosti poduzeća i poduzetničkih aktivnosti, razvojem i bržim rastom gospodarstva raste akumulira se veća razina kapitala te raste atraktivnost zemlje i mogućnost za ulaganje rizičnog kapitala.
- **Dubina tržišta kapitala** – ključan je element jer investitorima pruža izlaz iz poduzetog ulaganja i ostvarivanje stope povratu u slučaju dobro razvijenog tržišta kapitala. Loše razvijenim tržištem kapitala i niskom dostupnosti financiranja poduzeća, posebno start-up poduzeća, stvara se prepreka za razvoj gospodarstva što u konačnici utječe na slabiju atraktivnost pojedine zemlje.
- **Oporezivanje** – porezna politika je manje važan element u privlačenju ulaganja rizičnog kapitala iako utječu na sam ulaz u posao te poduzetničku aktivnost. Pokazalo se kako je za start-up poduzeća važna porezna politika i niže stope poreza, ali nasuprot tome postoji dosta zemalja koje imaju velike stope poreza te ujedno imaju i velika ulaganja u rizični kapital.

- **Zaštita ulagača** – ovaj element zahtijeva dobro razvijen zakonodavni i pravni okvir koji će štiti ulagače rizičnog kapitala, bez zakonodavne i pravne sigurnosti ostvarivanje financiranja putem rizičnog kapitala lako može biti odbačeno. Bitno je fokusirati se na važnost snažne zaštite ulagača kako bi se moglo razviti jako tržište kapitala. Ako ulagači osjećaju da nisu dobro zaštićeni u određenoj zemlji, odbiti će uložiti kapital.
- **Socijalno okruženje** – kako bi se pojačala atraktivnost pojedine zemlje ili regije socijalno okruženje ima značajnu ulogu. Potrebno je što više ulagati u obrazovanje i razvijati sustav obrazovanja, te pokušati smanjiti stopu nezaposlenosti kako bi određena zemlja ulagačima bila što privlačnija. Kriminal, korupciju i sivu ekonomiju kao društvena opterećenja potrebno je iskorijeniti ili svesti na najmanju moguću mjeru jer predstavljaju najveću prepreku i troškove u razvijanju start-up poduzeća.
- **Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti** – ovo je najvažniji segment atraktivnosti pojedine zemlje u privlačenju potencijalnih investitora i ulaganja u kompaniju. Broj poduzetih investicija i patenata pozitivno utječu na privlačenje novih ulaganja.

## 4.2. VCPE Zapadnog Balkana vs VCPE zemalja u svijetu

Kako bi što bolje prikazali ozbiljnost problema s kojima se bore zemlje Zapadnog Balkana, a koji utječu na privlačnost zemalja u prikupljanju i ulaganja u private equity i rizični kapital, indeks atraktivnosti zemalja Zapadnog Balkana ćemo pomoću rang liste usporediti s ostalim državama u svijetu.

U tablici 1 biti će prikazana rang lista deset najbolje plasiranih zemalja, dok će u tablici 2 biti prikazana rang lista i plasman zemalja Zapadnog Balkana u 2013. godini prema istraživanju Groh et al. (2013.)

**Tablica 1: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti deset najbolje plasiranih zemalja**

| Rang | Zemlja | Vrijednost |
|---|---|---|
| 1. | Sjedinjene Američke Države | 100,0 |
| 2. | Kanada | 97,8 |
| 3. | Ujedinjeno Kraljevstvo | 95,4 |
| 4. | Japan | 92,9 |
| 5. | Singapur | 92,8 |
| 6. | Australija | 91,9 |
| 7. | Njemačka | 91,7 |
| 8. | Hong Kong | 90,1 |
| 9. | Švedska | 88,4 |
| 10. | Švicarska | 87,0 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual, Emlyio bussines school

**Tablica 2: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti zemalja Zapadnog Balkana**

| Rang | Zemlja | Vrijednost |
|---|---|---|
| 65. | Hrvatska | 48,8 |
| 73. | Bosna i Hercegovina | 45,4 |
| 80. | Makedonija | 41,8 |
| 82. | Srbija | 41,4 |
| 86. | Crna Gora | 38,0 |
| 108. | Albanija | 23,7 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 Annual, Emlyio bussines school

U tablicama 1 i 2 prikazana je rang lista prema VCPE indeksu i za 2013. godinu. Vidljivo je kako zemlje sa većim rednim brojem imaju manje indekse atraktivnosti. Najpoželjnija zemlja za ulaganje prema VC/PE indeksu je SAD sa indeksom 100, a slijedi ga Kanada sa 97,8. Od Europskih zemalja visoki indeks atraktivnosti imaju Ujedinjeno Kraljevstvo s indeksom atraktivnosti 95,4 te zemlje Srednje Europe, prvenstveno Njemačka s indeksom 91,7 i Švedska s indeksom 88,4 te se tako nalaze u 10 najatraktivnijih zemalja u svijetu za ulaganje rizičnog kapitala.

Zemlje Zapadnog Balkana ne stoje tako dobro na rang listi atraktivnosti. Samo u odnosu na zemlje Srednje Europe koje su zauzele sam vrh liste, zemlje Zapadnog Balkana se nalazi na sredini ili samom začelju liste. Najbolje rangirana zemlja je Hrvatska koja se nalazi na dalekom 65. mjestu sa indeksom 48,8, a slijedi je Bosna i Hercegovina na 73. mjestu s indeksom 45,4 te Makedonija na 80. mjestu s indeksom 41,8. Na 82. mjestu nalazi se Srbija s indeksom 41,4. Crna gora ima indeks atraktivnosti 38,0 i nalazi se na 86. mjestu. Na samom začelju se nalazi Albanija na 108. mjestu s indeksom atraktivnosti 23,7.

## 4.3. Analiza atraktivnosti ulaganja u Zapadni Balkan

U ovom poglavlju biti će prikazana analiza atraktivnosti ulaganja u Zapadni Balkan pomoću VCPE indeksa. Analiza će se odnositi na svaki pojedini element VCPE indeksa i njegov iznos u razdoblju od 2011. do 2013. godine, te će na kraju biti prikazan iznos indeksa u 2016. godini prema posljednjem mjerenju. Zbog nedostatka podataka Kosovo nije uključeno u analizu.

Elementi VCPE indeksa na temelju kojih će biti napravljena analiza su: ekonomska aktivnost, dubina tržišta kapitala, oporezivanje, zaštita ulagača, socijalno okruženje te poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti.

### 4.3.1. Ekonomska aktivnost

Kako je već objašnjeno u prošlom poglavlju ekonomska aktivnost pruža potencijalnim ulagačima informacije o razvijenosti gospodarstva pojedine zemlje, zaposlenosti te poduzetničkim aktivnostima. Prema Groh et al. (2011. – 2013.) pri izračunu ekonomske vrijednosti u obzir su uzeti sljedeći ekonomski elementi: veličina gospodarstva po iznosu BDP-a, srednjoročni rast realnog BDP-a i nezaposlenost.

U Tablici 1 je prikazan iznos indeksa atraktivnosti prema ekonomskoj aktivnosti za zemlje Zapadnog Balkana. U analizi za 2011. godinu nisu uključene zemlje Srbija i Crna Gora zbog nedostatka podataka.

**Tablica 3: Ekonomska aktivnost zemalja Zapadnog Balkana**

| | 2011. | 2012. | 2013. |
|---|---|---|---|
| **Država** | **Vrijednost** | **Vrijednost** | **Vrijednost** |
| Albanija | 52,1 | 63,3 | 55,5 |
| Bosna i Hercegovina | 37,5 | 62,4 | 53,0 |
| Hrvatska | 65,1 | 69,4 | 59,0 |
| Makedonija | 11,2 | 56,8 | 41,8 |
| Srbija | - | 70,6 | 59,8 |
| Crna Gora | - | 47,3 | 41,4 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K..: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2011-2013 Anual, Emlyio bussines school

Iz tablice 3 je vidljivo kako je od zemalja Zapadnog Balkana, što se tiče ekonomske aktivnosti, najvišu vrijednost ima Srbija s vrijednosti indeksa od 70,6 u 2012. godini, te 59,8 u 2013. godini. Hrvatska je u 2011. imala najvišu vrijednost indeksa od 65,1, zatim je u 2012. bila iza Srbije s 69,4. U 2013. najveću vrijednost indeksa ima Srbija, a zatim Hrvatska. Kao najmanje atraktivna država što se tiče ekonomije je Crna Gora s indeksom atraktivnosti 41,4.

### 4.3.2. Dubina tržišta kapitala

Glavni cilj svakog poduzetnika i potencijalnog investitora je zarada, odnosno profit. Investitor će ulagati u rizični kapital samo onda kada je siguran da će prilikom izlaza iz poduzete investicije ostvariti određenu stopu povrata na uloženo, tj. dobit, a da bi imali sigurnost da će se njihov cilj ostvariti pri ulaganju im je ključno dobro razvijeno tržište kapitala određene zemlje u koju namjeravaju ulagati svoj kapital. Prema Groh et al. (2011. – 2013.) pri izračunu vrijednosti dubine tržišta kapitala u obzir su uzeti sljedeći elementi: veličina i obujam burze, IPO aktivnost tržišta, sofisticiranost financijskog tržišta, bankarski loši i neprofitni krediti te ukupni bruto krediti.

Kako bi prikazali razvijenost i dubinu tržišta kapitala u zemljama Zapadnog Balkana kao jednom od ključnih elemenata atraktivnosti pojedine zemlje u tablici 4 koristit će se vrijednost za tržište kapitala u razdoblju od 2011. do 2013. godine.

**Tablica 4: Tržišta kapitala u zemljama Zapadnog Balkana**

| | 2011. | 2012. | 2013. |
|---|---|---|---|
| **Država** | **Vrijednost** | **Vrijednost** | **Vrijednost** |
| Albanija | 6,4 | 9,3 | 6,8 |
| Bosna i Hercegovina | 7,6 | 43,5 | 35,4 |
| Hrvatska | 28,4 | 44,3 | 37,8 |
| Makedonija | 10,3 | 31,0 | 26,6 |
| Srbija | - | 39,8 | 28,8 |
| Crna Gora | - | 34,7 | 18,2 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K..: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2011-2013 Anual, Emlyio bussines school

Iz tablice 4 vidljivo je kako zemlje Zapadnog Balkana kroz promatrano trogodišnje razdoblje imaju jako slabo razvijeno tržište kapitala te kako vrijednosti variraju kroz godine. Najvišu vrijednost tržišta kapitala imala je Hrvatska u 2012. godini kada je vrijednost indeksa iznosila niskih 44,3, da bi u 2013. vrijednost pala na 37,8. Vrijednosti ostalih zemalja također u 2013. Padaju u odnosu na 2012. godinu. Niska vrijednost indeksa ukazuje na manju mogućnost ostvarivanja stope povrata na uloženi kapital.

### 4.3.3. Oporezivanje

Oporezivanje je manje bitan element kod utvrđivanja indeksa atraktivnosti, no ipak je bolje prilikom ulaganja da je porezno opterećenje što manje. Prema Groh et al. (2011. – 2013.) pri izračunu vrijednosti oporezivanja u obzir su uzete porezne olakšice i administrativna opterećenja. U Tablici 5 biti će prikazane vrijednosti pojedine zemlje prema poreznom opterećenju u određenim vremenskim razdobljima. U 2011. godini Srbija i Crna Gora nisu uključene u analizu zbog nedostatka podataka.

**Tablica 5: Oporezivanje u zemljama Zapadnog Balkana**

| | 2011. | 2012. | 2013. |
|---|---|---|---|
| **Država** | **Vrijednost** | **Vrijednost** | **Vrijednost** |
| Albanija | 89,8 | 61,3 | 66,2 |
| Bosna i Hercegovina | 88,0 | 53,9 | 64,4 |
| Hrvatska | 118,0 | 107,2 | 106,5 |
| Makedonija | 100,2 | 71,8 | 85,4 |
| Srbija | - | 38,0 | 42,9 |
| Crna Gora | - | 39,6 | 82,3 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K..: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2011-2013 Anual, Emlyio bussines school

Iz tablice 5 je vidljivo kako najveću vrijednost što se tiče oporezivanja ima Hrvatska u 2011. godini kada je vrijednost indeksa iznosila visokih 118, ostale zemlje regije također imaju visoku vrijednost indeksa koji je iznad 80 što ukazuje na niže stope poreza te su zemlje što se tiče poreznih olakšica pogodnije za ulaganja. U 2012. i 2013. godini vrijednost indeksa pada, u nekim zemljama za više od 20 te tako pada atraktivnost zemlje za ulaganja. To je pokazatelj promjene poreznih opterećenja ili porasta administrativnih opterećenja. Od zemalja regije jedino Hrvatska u trogodišnjem razdoblju ima stalnu visoku vrijednost indeksa koja je iznad 100.

### 4.3.4. Zaštita ulagača

Kao što je već objašnjeno u prethodnom poglavlju, zaštita ulagača podrazumijeva dobro razvijene zakonske okvire koji će štititi ulagače i pružiti im potrebnu sigurnost pri ulaganju, nasuprot tome, loša zaštita ulagača dovodi do slabog ulaganja kapitala te u konačnici slabe razvijenosti tržišta kapitala. Groh et al. (2011. – 2013.) vrijednosti zaštite ulaganja u obzir su uzeti sljedeći elementi: korporativno upravljanje, sigurnost imovinskih prava te kvaliteta u provođenju zakona.

U tablici 6 prikazana je vrijednost zaštite ulagača na području Zapadnog Balkana u trogodišnjem razdoblju.

**Tablica 6: Zaštite ulagača u zemljama Zapadnog Balkana**

| | 2011. | 2012. | 2013. |
|---|---|---|---|
| **Država** | **Vrijednost** | **Vrijednost** | **Vrijednost** |
| Albanija | 36,7 | 61,3 | 57,7 |
| Bosna i Hercegovina | 25,1 | 45,1 | 45,4 |
| Hrvatska | 40,4 | 52,7 | 52,1 |
| Makedonija | 45,9 | 56,3 | 60,7 |
| Srbija | - | 47,2 | 42,9 |
| Crna Gora | - | 70,0 | 38,0 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K..: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2011-2013 Anual, Emlyio bussines school

Iz tablice je vidljivo kako zemlje Zapadnog Balkana imaju nisku vrijednost zaštite ulagača što ukazuje na loše zakonodavne okvire. U odnosu na 2011., u 2012. godini vrijednost svake zemlje raste, a najviša vrijednost je Crne Gore koja iznosi 70,0, a zatim Albanije s 61,3. U 2013. godini vrijednost zaštite ulagača ponovno pada. Najveći pad bilježi Crna Gora, koja je u odnosu na prethodnu godinu kada je imala najvišu vrijednost, pala za 32 te u 2013. iznosi 38,0. Albanija bilježi pad za 3,6, Bosna i Hercegovina i Hrvatska imaju približno istu vrijednost kao i u prethodnoj godini dok Srbija također bilježi pad. U 2013. rast jedino ostvaruje Makedonija čija je vrijednost u odnosu na prethodnu godinu viša za 4,3.

### 4.3.5. Socijalno okruženje

Zapadni Balkan se već dugo godina bori s nizom socijalnih problema, kao što je visoka stopa nezaposlenosti, visoka stopa mita i korupcije,siva ekonomija i sl., koji koče nastanak i razvoj malih start-up poduzeća.

U tablici 7 prikazana je vrijednost socijalnog okruženja Zapadnog Balkana. Groh et al. (2011.–2013.) u svome su istraživanju prilikom izračuna vrijednosti socijalnog okruženja za pojedinu zemlju koristili sljedeće elemente: obrazovanje, ljudski kapital, mito i korupciju. Iz tablice 7 je vidljivo kako sve zemlje imaju nisku vrijednost socijalnog okruženja što potvrđuje prisutnost mnogih socijalnih problema.

U 2012. godini vrijednost je nešto viša nego što je bio u 2011. što je naznaka da se stanje mijenja, ali ipak taj rast nije stalan jer već sljedeću godinu Albanija, Hrvatska i Makedonija

bilježe pad vrijednosti te je ona niža nego li je bila u 2011. godini. Najveću vrijednost ima Crna Gora što ukazuje na najmanju stopu socijalnih problema, te u 2012. godini njena vrijednost socijalnog okruženja iznosi 67,8, a sljedeću godinu 73,9 što je u odnosu na ostale zemlje regije visoko, ali ipak ne dovoljno da bi mogla konkurirati zemljama Srednje Europe.

**Tablica 7: Socijalno okruženje u zemljama Zapadnog Balkana**

| | 2011. | 2012. | 2013. |
|---|---|---|---|
| **Država** | **Vrijednost** | **Vrijednost** | **Vrijednost** |
| Albania | 39,2 | 47,9 | 39,0 |
| Bosna i Hercegovina | 35,8 | 48,8 | 56,7 |
| Hrvatska | 47,7 | 53,0 | 46,0 |
| Makedonija | 56,6 | 61,9 | 54,1 |
| Srbija | - | 49,8 | 52,4 |
| Crna Gora | - | 67,8 | 73,9 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K..: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2011-2013 Anual, Emlyio bussines school

### 4.3.6. Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti

Ovaj element VCPE indeksa je potencijalnim investitorima najvažniji jer daje prikaz poduzetničkih mogućnosti u pojedinoj zemlji, te je poželjno da on bude što veći. Ukoliko država ima mnogo realiziranih investicija i patenata to će biti poticaj i drugim poduzetnicima da ulažu baš u tu državu. Groh et al. (2011. – 2013.) u svom istraživanju za izračun vrijednosti poduzetničke kulture i poslovnih mogućnosti za pojedinu zemlju koriste sljedeće elemente: inovacije, znanstveni i tehnički članci časopisa, jednostavnost pokretanja i vođenja poduzeća te jednostavnost zatvaranja poduzeća.

**Tablica 8: Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti u zemljama Zapadnog Balkana**

| | 2011. | 2012. | 2013. |
|---|---|---|---|
| **Država** | **Vrijednost** | **Vrijednost** | **Vrijednost** |
| Albanija | 11,5 | 21,4 | 28,5 |
| Bosna i Hercegovina | 12,8 | 38,7 | 44,3 |
| Hrvatska | 49,5 | 52,0 | 53,3 |
| Makedonija | 14,5 | 36,2 | 41,8 |
| Srbija | - | 43,9 | 48,1 |
| Crna Gora | - | 41,9 | 40,9 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K..: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2011-2013 Anual, Emlyio bussines school

U tablici 8 je vidljivo kako zemlje Zapadnog Balkana imaju jako male vrijednosti poslovnih mogućnosti što ukazuje na jako malo realiziranih poslovnih investicija. Također, vidljivo je i kako se stanje iz godine u godinu popravlja što pruža nadu u bolju poslovnu budućnost i razvoj regije. Najvišu vrijednost poslovnih mogućnosti ima Hrvatska u 2013. godini kada ona iznosi 54,3, dok najnižu bilježi Albanija u 2011. Kada je vrijednost iznosila niskih 11,5.

Da bi povećale svoje poslovne mogućnosti zemlje regije bi u prvom redu trebale ojačati međusobnu poslovnu suradnju, ulagati i nastojati realizirati što više investicija u cilju privlačenja što većeg broja potencijalnih investitora što će rezultirati razvojem tržišta kapitala, otvaranjem novih radnih mijesta, smanjenjem stope nezaposlenosti, jačanjem gospodarstva i razvojem države.

### 4.4. VCPE indeks atraktivnosti Zapadnog Balkana danas

U ovom dijelu rada biti će prikazan iznos VCPE indeksa atraktivnosti zemalja Zapadnog Balkana te vrijednost svakog elementa prema zadnjem mjerenju.

**Tablica 9: VPCE indeks atraktivnosti zemalja Zapadnog Balkan u 2016. godini**

| Država | Rang | VCPE indeks | Ekonomska aktivnost | Dubina tržišta kapitala | Porezno opterećenje | Zaštita ulagača | Socijalno okruženje | Poslovne mogućnosti |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Albanija | 107 | 26,4 | 72,2 | 5,6 | 86,7 | 57,8 | 37,1 | 50,8 |
| BiH | 98 | 32,9 | 53,6 | 16,8 | 72,9 | 48,5 | 34,6 | 41,4 |
| Hrvatska | 80 | 46,0 | 71,5 | 27,9 | 105,1 | 59,1 | 39,3 | 56,8 |
| Makedonija | 73 | 47,5 | 53,7 | 26,6 | 103,0 | 68,5 | 62,5 | 58,1 |
| Srbija | 77 | 46,1 | 63,5 | 34,7 | 77,6 | 49,3 | 43,0 | 51,1 |
| Crna Gora | 82 | 44,8 | 64,4 | 25,1 | 94,7 | 66,3 | 53,0 | 49,7 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2016.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, Emlyio bussines school

U tablici 9 prikazan je iznos VCPE indeksa atraktivnosti i njegovih elemenata prema posljednjem mjerenju u 2016. godini. Iz tablice je vidljivo kako zemlje Zapadnog Balkana i dalje imaju jako mali indeks atraktivnosti. Najvišu vrijednost elementa indeksa atraktivnosti imaju kod poreznih opterećenja koja su najmanje važna ulagačima, dok je vrijednost elementa dubine tržišta kapitala prema mjerenju najniža što ukazuje na lošu razvijenost i ulaganje u tržište kapitala. Vrijednost socijalnog okruženja se uglavnom pogoršala, osim u Hrvatskoj gdje je zabilježen najveći rast, u odnosu na 2013. Ako se vrijednost poslovnih mogućnosti u 2016. vidljivo je kako je ona u odnosu na 2013. godinu narasla što ukazuje na povećanje realiziranih investicija i patenata te pruža nadu za povećanje broja ulaganja u budućnosti što u konačnici vodi ka razvoju tržišta kapitala te rastu gospodarstva.

U konačnici, u tablici 10, tablici 11 i tablici 12 je dan prikaz trenutačne rang liste najboljih deset zemalja svijeta prema VCPE indeksu za 2016. godinu, zatim zemalja Zapadnog Balkana i najgorih deset zemalja svijeta.

**Tablica 10: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti deset najbolje plasiranih zemalja u 2016. godini**

| Rang | Zemlja | Vrijednost |
|---|---|---|
| 1. | Sjedinjene Američke Države | 100.0 |
| 2. | Ujedinjeno Kraljevstvo | 95.5 |
| 3. | Kanada | 94.3 |
| 4. | Singapur | 93.3 |
| 5. | Hong Kong | 92.7 |
| 6. | Australija | 91.9 |
| 7. | Japan | 91.8 |
| 8. | Novi Zeland | 88.7 |
| 9. | Njemačka | 88.6 |
| 10. | Švicarska | 85.7 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2016.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, Emlyio bussines school

**Tablica 11: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti zemalja Zapadnog Balkana u 2016. godini**

| Rang | Zemlja | Vrijednost |
|---|---|---|
| 73. | Makedonija | 47,5 |
| 77. | Srbija | 46,1 |
| 80. | Hrvatska | 46,0 |
| 82. | Crna Gora | 44,8 |
| 98. | Bosna i Hercegovina | 32,9 |
| 107. | Albanija | 26,4 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2016.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, Emlyio bussines school

**Tablica 12: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti deset najgore plasiranih zemalja u 2016. godini**

| Rang | Zemlja | Vrijednost |
|---|---|---|
| 116. | Lesoto | 22,4 |
| 117. | Zimbabve | 22,3 |
| 118. | Burkina Faso | 20,7 |
| 119. | Benin | 20,5 |
| 120. | Venezuela | 19,2 |
| 121. | Siria | 17,3 |
| 122. | Mauritania | 15,3 |
| 123. | Burundi | 15 |
| 124. | Čad | 13,4 |
| 125. | Angola | 11,5 |

Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2016.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, Emlyio bussines school

# 5. ZAKLJUČAK

Private equity je oblik ulaganja kapitala u društva koja nisu uvrštena na burzu, dok je rizični kapital vrsta private equity ulaganja u mlada start-up poduzeća koja tek pokušavaju pokrenuti posao i probiti se na tržite.

Od pojave rizičnog kapitala kao vrste ulaganja i financiranja poslovanja, pokazalo se kako je rizični kapital u cijelom svijetu utjecao na povećanje i razvoj tržišta kapitala, povećanje BDP-a te razvoj gospodarstva pojedine zemlje. Bez pojave rizičnog kapitala pojedini poduzetnici možda nikada ne bi uspjeli realizirati svoju ideju i pokrenuti posao zbog nedostatka znanja i poslovnog procesa, financijskog kapitala, te otežanog dobivanja kredita radi nerazumijevanja financijskih institucija.

Rizični kapital imao je značajnu ulogu u razvoju SAD-a koji danas ima najjače tržište rizičnog kapitala u svijetu, a prednosti ulaganja uskoro se prepoznaju i u ostatku svijeta pa tako i u Europi koja nakon Sjeverne Amerike ima najveće tržište rizičnog kapitala.

U zemljama Zapadnog Balkana ulaganje rizičnog kapitala je interesantno, ali još nije razvijeno u tolikoj mjeri da bi se mlada poduzeća koja počinju svoje poslovanje okrenula toj vrsti financiranja. Iako rizični kapital potiče razvoj poslovanja i cjelokupnog gospodarstva u zemlji, mlada poduzeća još uvijek pribjegavaju tradicionalnim oblicima financiranja kao što su bankarski krediti, a najveći razlog toga je neznanje te strah. Drugi razlog slabe zastupljenosti ovog oblika ulaganje je loša atraktivnost regije koja zbog toga ne privlači dovoljno zainteresiranih investitora spremnih na ulaganje.

Iz ovog provedenog istraživanja može se zaključiti da Zapadni Balkan temeljem provedene analize VCPE indeksa atraktivnosti još ima mnogo problema koji koče ovaj oblik ulaganja. Sve vrijednosti elemenata VCPE indeksa, odnosno: ekonomsko i socijalno okruženje, razvijenost tržišta kapitala koja je potencijalnim investitorima najvažniji segment uz zaštitu ulagača te poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti nisu maksimalno iskorištene. Vrijednosti su još uvijek jako niske, kao i sama vrijednost indeksa što potvrđuje da se zemlje Zapadnog Balkana bore sa mnogo problema. To sve u konačnici demotivira investitore na ulaganje. Da bi mogle konkurirati ostalim zemljama Europe te svijeta, zemlje Zapadnog Balkana bi prije svega trebale ojačati međusobnu suradnju, misliti na zajedničke interese te premostiti jaz između političkih opredjeljenja. Trebale bi provesti vjerodostojne reforme koje će smanjiti stopu kriminala i nezaposlenosti, smanjiti administrativna opterećenja, osigurati stabilnu tržišnu ekonomiju koja će potencijalnim investitorima pružiti zakonsku sigurnost ulaganja. Time bi se unaprijedila investicijska klima te privukle nove investicije veći broj

ulaganja rizičnog kapitala što bi u konačnici utjecalo na gospodarski razvoj regije, a postoji i mogućnost da se jednog dana ulaganje rizičnog kapitala razvije u nešto veliko što bi za male zemlje Zapadnog Balkana bilo izuzetno zanimljivo.

# LITERATURA


1. Babic Olssen, K. (2013.): Užas balkanske tranzicije, Aurora, raspoloživo na: http://www.aurora.hr/2386/uzasi-balkanske-tranzicije/ (10. Rujna 2016.)
2. Babić, Z., Baturina, D. (2015.): Koncept socijalnih investicija kao odgovor na krizu i nove izazove socijalne države: trendovi i perspektive, Studijski centar socijalnog rada, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, str. 46.
3. Bezić, H., Karanikić, P. (2014.): Utjecaj direktnih inozemnih investicija i transfera tehnologije na gospodarski rast Republike Hrvatske, Poslovna Izvrsnost Zagreb, str. 30.
4. Biggs, S., Ellis International LLP (2008.): Private equity: a Practical Guide, Legal Information Management, The British and Irish Association of Law Librarians, United Kingdom
5. British Private Equity i Venture Capital Association – BVCA (2016.): Private Equity Explained, raspoloživo na: http://www.bvca.co.uk/privateequityexplained.aspx (4. rujna 2016.)
6. Bucalo, E. (2010.): Gallupe Europe: Korupcija, način života na Zapadnom Balkanu, Voa news, raspoloživo na: http://ba.voanews.com/a/corruption-west-balkan-bosnia-6-21-2010-96824089/689761.html (12. rujna 2016.)
7. Dautefendić, R. (2012.): Korupcija – najjači 'biznis' na Balkanu, Al Jazeera Balkans, raspoloživo na: http://balkans.aljazeera.net/vijesti/korupcija-najjaci-biznis-na-balkanu (12. rujna 2016.)
8. Ekonomski indikatori u zemljama Zapadnog Balkana – Google Public, raspoloživo na: https://www.google.com/publicdata/explore?ds=z7ef9pcq3hooam_&ctype=l&strail=false&bcs=d&nselm=h&met_y=average_wage&scale_y=lin&ind_y=false&rdim=country&idim=country:ba:me:hr:mk:si:rs&ifdim=country&hl=hr&dl=hr&ind=false#!ctype=l&strail=false&bcs=d&nselm=h&met_y=unemployment_rate&scale_y=lin&ind_y=false&rdim=country&idim=country:ba:me:hr:mk:rs&ifdim=country&hl=hr&dl=hr&ind=false
9. Gordon, J. S. (2012.): The Wall Street Journal, A Short (Sometimes Profitable) History of Private Equity, raspoloživo na: http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970204468004577166850222785654 (4. rujna 2016.)

10. Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2011.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2011 annual, Emlyio bussines school
11. Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2012.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2012 annual, Emlyio bussines school
12. Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. (2013.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, 2013 annual, Emlyio bussines school
13. Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2016.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, Emlyio bussines school, raspoloživo na: http://blog.iese.edu/vcpeindex/profiles/ (20. kolovoza 2016.)
14. Grupa Svjetska banka (2010.): Socijalni utjecaj krize i jačanje otpornosti, Glavno izvješće, Regija Europa i Središnja Azija, str. 7-44.
15. Hrvatskoj Private equity i Venture Capital Asocijaciji – HVCA (2016): Rječnik ključnih riječi, raspoloživo na: http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/ (4. Rujna 2016.)
16. Hungarian Private Equity and Venture Capital Association – HVCA (2016.): The Develpment of Private Equity and Venture Capital, raspoloživo na: http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/ (4. rujna 2016.)
17. Invest Europe grupa, European Private Equity & Venture Capital Association – EVCA (2015.): Who we are, raspoloživo na http://www.investeurope.eu/about-us/who-we-are/ (8. rujna 2016.)
18. Investopedia (2016): Private Equity, raspoloživo na : http://www.investopedia.com/terms/p/privateequity.asp (4. rujna 2016.)
19. Izvor: Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., Biesinger, M. (2016.): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indeks, Emlyio bussines school, raspoloživo na: http://blog.iese.edu/vcpeindex/ranking/ (20. kolovoza 2016.)
20. Klepo, M. (2012.): Investitori bježe. Propale su sve strane investicije u Hrvatsku., Jutarnji list, raspoloživo na: http://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/investitori-bjeze-propale-su-sve-strane-investicije-u-hrvatsku-ulaganja-su-na-razini-1996.-godine/1355016/ (12. rujna 2016.)
21. Kouparanis, P., Jung-Grimm, A. (2013.): EU izvezao krizu na Balkan, DW, raspoloživo na: http://www.dw.com/hr/eu-izvezao-krizu-na-balkan/a-17266427 (22. rujna 2016.)

22. Lagace, M. (2004.): Working knowledge – The thinking that Leads, European Private Equity – Still a Teenager?, Harvard Business School, raspoloživo na: http://hbswk.hbs.edu/item/european-private-equitystill-a-teenager (8. rujna 2016.)
23. Latin American Private equity & Venture Capital Association – LAVCA (2016.): About Lavca, raspoloživo na: https://lavca.org/about/ (8. rujna 2016.)
24. Makek, M., Puljiz, H., Banović, D., Zemlić, Z., Terzić, V., Marović, M. (2011): Kako financirati poslovanje fondovima rizičnog kapitala?, Hvatska Private Equity i Venture Capital Asocijacija, Zagreb
25. Mandir, A. (2009.): Rizični kapital uspješan je u čak 80 posto projekata, Večernji list, raspoloživo na: http://www.vecernji.hr/kompanije-i-trzista/marovic-rizicni-kapital-uspjesan-je-u-cak-80-posto-projekata-68255 (10. rujna 2016.)
26. Mitrović, M. (2016.): Usprkos napretku, korupcija na Balkanu i dalje rak rana, Radio Slobodna Evropa, raspoloživo na: http://www.slobodnaevropa.org/a/transparensi-izvjestaj-korupcija/27513080.html (12. Rujna 2016.)
27. Monitor (2011.): Washington Post: Gdje god pogledaš, na Balkanu vreba korupcija, raspoloživo na: http://www.monitor.hr/vijesti/washington-post-gdje-god-pogledas-na-balkanu-vreba-korupcija/160074/ (12. Rujna 2016.)
28. Moon, J. J. (2005.): Special Report, Public vs. Private Capital, The roles of public and private equity in energy finance are complementary, ProQuest Bussines Collection, str. 9-11
29. National Venture Capital Association – NVCA (2016.): Who we are?, raspoloživo na: http://nvca.org/about-nvca/who-we-are/ (7. rujna 2016.)
30. Nexus Private Equity Partneri (2016.): Što je rizični kapital?, raspoloživo na: http://www.nexus-pe.hr/hr/rizicni-kapital/sto-je/ (4. rujna 2016.)
31. Ostroški, S. (2012.): Poslovno planiranje i financiranje, Hrvatski zavod za zapošljavanje, ACT Printlab d.o.o., Varaždin, str. 1
32. Poslovno-inovacijski centar Vukovar (BIC) (2015.): Izvori financiranja start up poduzeća, Vukovar, str. 39
33. Powers, J. (2012): Corporate Live Wire , The History of Private Equity & Venture Capital, raspoloživo na: http://www.corporatelivewire.com/top-story.html?id=the-history-of-private-equity-venture-capital (4. rujna 2016.)
34. Preqin Special Report (2015.): Asian Private Equity, raspoloživo na: https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin-Special-Report-Asian-Private-Equity-September-2015.pdf (22. rujna 2016.)

35. Prosperus – Invest d.o.o. (2011): Rizični kapital, raspoloživo na http://www.prosperus-invest.hr/content/rizicni-kapital (4. rujna 2016.)
36. Pullen, E. (2015.): The untapped potential of CEE, Unquote Analysis, str. 4-6., raspoloživo na: http://www.unquote.com/unquote/analysis/86909/the-untapped-potential-of-cee (22. rujna 2016.)
37. Statista - The Statistics Portal (2016.): Share of private equity funds raised on the European equity markets in 2013, by country, raspoloživo na: http://www.statista.com/statistics/324083/uk-equity-market-private-equity-funds-raised-europe/ (10. Rujna2016.)
38. Statista - The Statistics Portal (2016.): Amount of private equity funds raised in Europe from 2007 to 2015, raspoloživo na: http://www.statista.com/statistics/256516/fundraising-total-in-private-equity-markets-in-selected-european-countries/ (8. rujna 2016.)
39. Statista - The Statistics Portal (2016.): Fundraising of private equity companies in the United States from 1985 to 2015, raspoloživo na: http://www.statista.com/statistics/280255/private-equity-fund-raising-of-holdings-in-the-united-states/ (7. rujna 2016.)
40. Statista - The Statistics Portal (2016.): Venture capital fundraising in the United States from 1985 to 2015, raspoloživo na: http://www.statista.com/statistics/280260/venture-capital-fund-raising-by-holding-companies-in-the-usa/ (7. rujna 2016.)
41. Šimić Šarić, M. (2016.): Alternativni izvori financiranja, materijali sa predavanja, Split
42. Šimović, H., Mihelja Žaja, M. (2010.): Poticaji u sustavu poreza na dobit u Hrvatskoj i zemljama ragije, Računovodstvo i financije, str. 62.
43. Šunjerga, M. (2014.): Po zaštiti ulagača Hrvatska među pet najgorih na svijetu, Večernji list, raspoloživo na: http://www.vecernji.hr/gospodarstvo/svicarska-i-ove-godine-najkonkurentnija-zemlja-rh-na-77-mjesto-958816 (12. rujna 2016.)
44. Tanjug (2016.): NEMAČKI MEDIJI: Balkan tone u blato korupcije, Kurir, raspoloživo na: http://www.kurir.rs/region/hrvatska/nemacki-mediji-balkan-tone-u-blato-korupcije-clanak-2347917 (12. Rujna 2016.)
45. UN – United Nations, raspoloživo na: http://www.un.org/en/index.html (12. rujna 2016.)
46. Veselinović, P., Makojević, N. (2011.): Venture Capital and Private Equity Investing in Western Balkan ragion, Original Scientific Paper, Kragujevac

47. Wikipedia, The Free Encyclopedia (2016): Due diligence, raspoloživo na: https://hr.wikipedia.org/wiki/Due_diligence (7. rujna 2016.)
48. Wikipedia, The Free Encyclopedia (2016): History of private equity and venture capital, raspoloživo na: https://en.wikipedia.org/wiki/History_of_private_equity_and_venture_capital (4. rujna 2016.)
49. Zeneli, V (2014.): Economic Development in the Western Balkans, On the Road to Competitive Market Economies?, The Quarterly Journal, raspoloživo na: https://www.questia.com/library/journal/1P3-3581192661/economic-development-in-the-western-balkans-on-the (10. rujna 2016.)

# POPIS SLIKA

Slika 1: Financiranje razvoja tvrtke po fazama životnog ciklusa……..…….9
Slika 2: Ulaganje rizičnog kapitala prema fazama …….....11
Slika 3: Rast stope nezaposlenosti……....22

# POPIS TABLICA

Tablica 1: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti deset najbolje plasiranih zemalja……...27
Tablica 2: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti zemalja Zapadnog Balkana……27
Tablica 3: Ekonomska aktivnost zemalja Zapadnog Balkana……...30
Tablica 4: Tržišta kapitala u zemljama Zapadnog Balkana……..…31
Tablica 5: Oporezivanje u zemljama Zapadnog Balkana……..…32
Tablica 6: Zaštite ulagača u zemljama Zapadnog Balkana……...33
Tablica 7: Socijalno okruženje u zemljama Zapadnog Balkana……...34
Tablica 8: Poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti u zemljama Zapadnog Balkana……35
Tablica 9: VPCE indeks atraktivnosti zemalja Zapadnog Balkan u 2016. godini……....36
Tablica 10: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti deset najbolje plasiranih zemalja u 2016. godini……37
Tablica 11: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti zemalja Zapadnog Balkana u 2016. godini……....47
Tablica 12: Rang lista VCPE indeksa atraktivnosti deset najgore plasiranih zemalja u 2016. godini……48

# POPIS GRAFOVA

Graf 1: Udio ulaganja private equity fondova u Europi po regijama u 2013. godini……..…19

# SAŽETAK

Private equity je oblik ulaganja kojim, prvenstveno institucionalni investitori, ulažu svoj kapital u poduzeća koja ne kotiraju na burzi. Venture capital (rizični kapital) je vrsta private equity ulaganja u mlada start-up poduzeća kojim se poduzetnicima pruža potreban kapital i stručno znanje u pokretanju posla. Što se tiče ulaganja u private equity i rizični kapital kao oblik financiranja start-up poduzeća na području Zapadnog Balkana, ovaj oblik je još uvijek slabo zastupljen. To sve potvrđuje VCPE indeks atraktivnosti koji je u odnosu na ostatak Europe izuzetno nizak. Zapadni Balkan ima mnogo potencijala za razvoj ovog oblika ulaganja, ali još uvijek se bori sa mnogim problemima kao što su loše ekonomsko i socijalno okruženje, slaba razvijenost tržišta kapitala i što je potencijalnim investitorima najvažniji segment, slaba je zaštita ulagača te poduzetnička kultura i poslovne mogućnosti nisu maksimalno iskorištene.

Ključne riječi: Private equity, rizični kapital, Zapadni Balkan

## SUMMARY

Private equity is a type of investment so that investors invest their capital in private companies that are unlisted in the market. Venture capital is a type of investment in start-up companies. Entrepreneurs invest they expertise and capital to start or improve the operations of the company. This sort of investment is poorly represented in the Western Balkans, as confirmed by the VCPE index attractiveness. So compared to the rest of Europe, VCPE index is extremely low in this area. Although the Western Balkans has great potential for development of this type investment, still struggling with problems such as poor social and economic enviroment, the insufficient development of the capital market and the potential investors the biggest problem is poorly developed entrepreneurial culture, than the business opportunities that are not maximally exploited an the very protection of investors is extremely weak.



Keywords: private equity, venture capital, the Western Balkans