

Financiranje brzorastućih poduzeća

Vrlec, Filip

Master's thesis / Diplomski rad

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:180088>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-17**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet u Zagrebu

Diplomski sveučilišni studij „Poslovna ekonomija“ – smjer Financije

FINANCIRANJE BRZORASTUĆIH PODUZEĆA

Diplomski rad

Filip Vrlec

Zagreb, srpanj, 2019.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Diplomski sveučilišni studij „Poslovna ekonomija“ – smjer Financije

FINANCIRANJE BRZORASTUĆIH PODUZEĆA
FINANCING HIGH-GROWTH COMPANIES

Diplomski rad

Filip Vrlec, 00675224466

Mentor: Doc. dr. sc. Jakša Krišto

Zagreb, srpanj, 2019.

Filip Vrlec

Ime i prezime studenta

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je _____ diplomski rad

(vrsta rada)

isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student:

U Zagrebu, 9. srpnja 2019.



(potpis)

SAŽETAK

Poduzeća koja kontinuirano ostvaruju natprosječne poslovne rezultate, rast prihoda na godišnjoj razini te bilježe rast broja zaposlenih karakteriziraju se kao brzorastuća poduzeća. Uz navedene, brzorastućim se poduzećima mogu smatrati i sva ona novoosnovana poduzeća koja ne posluju dugi niz godina te ne mogu ostvarivati dugogodišnje pozitivne rezultate, ali njihov visoki potencijal rasta i poslovni rezultati na mjesečnoj ili kvartalnoj razini su dovoljan pokazatelj kako bi bili svrstani među brzorastuća poduzeća. Brzorastuća poduzeća susreću se s brojnim preprekama u poslovanju, a najviše se ističu poteškoće financiranja. Troškovi poticanja i održavanja rasta iznimno su veliki gdje ih vlasnici poduzeća samostalno ne mogu pokriti, a zbog rizika poslovanja te velikih potreba za financijskim sredstvima, nisu poželjni klijenti banaka. Brzorastuća poduzeća primorana su okrenuti se alternativnim izvorima financiranja poput poslovnih anđela, alternativnih investicijskih fondova poduzetničkog kapitala, platformi za masovna financiranja, alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala te financiranja putem izlaska na burzu vrijednosnica. Svaki od navedenih modela financiranja odgovara određenoj fazi poslovnog razvoja tako se u ranijim fazama poslovnog razvoja ističu financiranje putem poslovnih anđela, masovno financiranje i financiranje putem alternativnih investicijskih fondova poduzetničkog kapitala, a u kasnijim fazama brzorastućim poduzećima preostaje financiranje putem alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala te financiranja putem izlaska na burzu vrijednosnica. Isto tako, svaki od modela nosi svoje prednosti i mane te vlasnici brzorastućih poduzeća, ali i investitori moraju biti vrlo dobro upoznati s rizicima koji su itekako prisutni u poslovanju s brzorastućim poduzećima. Kako su brzorastuća poduzeća od iznimne važnosti za razvoj gospodarstva, u interesu je svim državama olakšati zapošljavanje, poslovanje, te financiranje brzorastućim poduzećima. Vlade i države širom svijeta stavljaju naglasak na stvaranje pogodne investicijske klime, čime pospješuju ponudu financijskih sredstava usmjerenu ka financiranju brzorastućih poduzeća shvaćajući njihovu važnost za daljnji razvoj gospodarstva.

KLJUČNE RIJEČI: brzorastuća poduzeća, poslovni anđeli, alternativni investicijski fondovi poduzetničkog kapitala, platforme za masovno financiranje, alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala, Inicijalna javna ponuda-IPO

SUMMARY

Companies that continually post an above-average financial results, annual growth in revenue and the growth in the number of employees are characterized as high-growth companies. In addition to these, high-growth companies can be considered as all those start-up companies that have not been operating for many years and can not achieve long-term positive results, but their high growth potential and business results on a monthly or quarterly basis are sufficient indicators to rank them among the high-growth companies. High-growth companies face numerous business challenges, mostly the financing difficulties. Growth costs are exceptionally large, where business owners can not independently finance them, while banks are often not interested in financing high-growth companies due to high business risk. High-growth companies are forced to turn to alternative sources of finance such as business angels, venture capital funds, crowdfunding platforms, private equity funds, and fund-raising through securities-IPO. Each of these financing models corresponds to a certain stage of business development, so in earlier phases of business development, business angels, crowdfunding and venture capital funds are more applicable, while in later stages, the high-growth companies finance their growth through private equity funds and through stock exchange listing. Similarly, each of the models has their advantages and disadvantages, and the owners of high-growth companies, as well as investors, must be very familiar with the risks that are present in the financing of high-growth companies. High-growth companies are very important for the development of economies, it is in the interest of all countries to facilitate employment, business, and financing for them. Governments and countries around the world are creating a suitable investment climate, thus enhancing the supply of financial resources aimed at financing the high-growth companies realizing their importance for further development of the economy.

KEYWORDS: High-growth companies, business angels, venture capital funds, crowdfunding platforms, private equity funds, Initial Public Offering-IPO

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Metode prikupljanja podataka	1
1.3. Sadržaj i struktura diplomskog rada	1
2. TEMELJNE KARAKTERISTIKE BRZORASTUĆIH PODUZEĆA	3
2.1. Definiranje brzorastućih poduzeća	3
2.2. Faze razvoja poduzeća.....	5
2.2.1. Idejna ili sjemenska faza	6
2.2.2. Faza razvoja.....	7
2.2.3. Faza rasta.....	8
2.2.4. Faza zrelosti.....	9
2.2.5. Pomlađivanje ili nestanak.....	9
2.3. Poteškoće pri tradicionalnom financiranju	10
2.3.1. Financiranje vlastitim sredstvima.....	10
2.3.2. Financiranje dugom.....	11
2.4. Uključene strane u razvoj i poticanje brzorastućih poduzeća.....	12
3. ALTERNATIVNI OBLICI FINANCIRANJA BRZORASTUĆIH PODUZEĆA	15
3.1. Financiranje u idejnoj fazi	15
3.2. Poslovni anđeli kao izvor financiranja	16
3.3. Financiranje putem alternativnih investicijskih fondova poduzetničkog kapitala	19
3.4. Masovno financiranje	23
3.5. Financiranje putem alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala.....	25
3.6. Regulirana tržišta kapitala i inicijalna javna ponuda.....	27

4. USPOREDBA RAZLIČITIH OBLIKA FINANCIRANJA BRZORASTUĆIH PODUZEĆA.....	33
4.1. Definiranje prednosti i nedostataka različitih oblika financiranja.....	33
4.1.1. Strateško partnerstvo s poslovnim anđelima.....	34
4.1.2. Brojnost investitora masovnog financiranja.....	35
4.1.3. Institucionalni investitori.....	36
4.1.4. Uređena tržišta kapitala.....	37
4.1.5. Usporedba i pregled različitih modela financiranja.....	38
4.2. Faktor rizika pri financiranju brzorastućih poduzeća.....	39
4.2.1. Osnovne metode valuacija.....	39
4.2.1.1. Metoda usporedivih transakcija,.....	40
4.2.1.2. Metoda usporedivih poduzeća,.....	40
4.2.1.3. Metoda diskontiranog novčanog tijeka,.....	41
4.2.2. Zaštita od rizika.....	42
5. MOGUĆNOSTI I OPCIJE FINANCIRANJA BRZORASTUĆIH PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ.....	43
5.1. Pregled hrvatskog tržišta financiranja brzorastućih poduzeća.....	43
5.1.1. Brzorastuća poduzeća u Hrvatskoj.....	43
5.1.2. Mogućnosti za financiranje brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj.....	46
5.1.2.1. Poslovni anđeli u Hrvatskoj.....	46
5.1.2.2. Masovna financiranja u Hrvatskoj.....	47
5.1.2.3. Ulaganja alternativnih investicijskih fondova u Hrvatskoj.....	48
5.1.2.4. Hrvatsko tržište kapitala.....	50
5.2. Inicijative razvoja tržišta financiranja brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj.....	52
6. ZAKLJUČAK.....	57

LITERATURA.....	59
KAZALO SLIKA.....	64
KAZALO TABLICA	65
ŽIVOTOPIŠ	66

1. UVOD

1.1. Predmet i cilj rada

Predmet istraživanja ovog diplomskog rada je pregled različitih mogućnosti financiranja brzorastućih poduzeća. Brzorastuća poduzeća iznimno su važna za moderna gospodarstva 21. stoljeća te kao bitan faktor u razvoju inovativnosti na tržištu pridonose zaposlenosti i općem gospodarskom rastu. S obzirom da se mogu naći na gotovo svim svjetskim tržištima te u svim sektorima, može se zaključiti da su brzorastuća poduzeća od iznimne važnosti za svijet. Jedan od problema s kojim se poduzetnici susreću prilikom vođenja poslovanja brzorastućih poduzeća uključuje i probleme prilikom financiranja navedenih poduzeća. Vrlo često su brzorastuća poduzeća primorana potražiti izvore financiranja van tradicionalnih izvora poput poslovnih banaka te se okreću bogatijoj ponudi financiranja na tržištima kapitala. Aktualne promjene na financijskim tržištima diljem svijeta, ali i u potrošačkoj klimi društva stvaraju sve više novih poduzeća koja se iz dana u dan suočavaju s izazovima financiranja i ispunjavanja potencijalnog rasta što doprinosi aktualnosti ove teme.

Cilj istraživanja u okviru ovog diplomskog rada je analizirati različite metode financiranja, prepoznati njihove prednosti i nedostatke te ih međusobno usporediti na svjetskom i domaćem tržištu. Primjenjivost očekivanih rezultata istraživanja ponajprije se odnose na samo definiranje opcija financiranja brzorastućih poduzeća, njihovo uspoređivanje, ali i na ukazivanje prostora za poboljšanje mogućnosti za financiranje brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj.

1.2. Metode prikupljanja podataka

Prilikom izrade diplomskog rada koristit će se različite znanstvene metode poput analiza tržišta, komparativne metode, deskriptivne i statističke metode te grafičkog prikazivanja podataka. Prikupljanje podataka putem znanstvene literature, časopise, godišnja i kvartalna financijska izvješća, podaci s burze te izvatke iz Zakona.

1.3. Sadržaj i struktura diplomskog rada

Diplomski rad se sastoji od šest dijelova. Prvi dio je uvodni dio gdje se navode predmet i cilj rada, metode prikupljanja podataka te kratko pojašnjenje strukture rada. Drugi dio rada iznosi definiciju brzorastućih poduzeća, objašnjava njihove karakteristike u različitim poslovnim fazama te definira problematiku financiranja brzorastućih poduzeća. Treći dio rada razmatra

opcije financiranja brzorastućih poduzeća iznoseći najznačajnije metode financiranja uz detaljna objašnjenja načina poslovanja svakog modela. Četvrti dio diplomskog rada uspoređuje metode financiranja brzorastućih poduzeća te definira prednosti i nedostatke svakog modela. Nadalje, osvrće se na faktor rizika pri financiranju brzorastućih poduzeća te na zaštitu od rizika. Peti dio rada donosi opise tržišta brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj i financiranja brzorastućih poduzeća s naglaskom na inicijative razvoja tržišta financiranja. Šesti dio je i posljednji dio diplomskog rada te se odnosi na zaključak.

2. TEMELJNE KARAKTERISTIKE BRZORASTUĆIH PODUZEĆA

2.1. Definiranje brzorastućih poduzeća

Jedan od glavnih pokretača ekonomskog rasta u 21. stoljeću je realni sektor na kojem se iz dana u dan rađaju nove ideje te nove prilike za napredak. Mali obiteljski obrti i manufakture koji su generacijama bili gotovo nepromijenjeni su u 20. i 21. stoljeću zamijenjeni novim, dinamičnim i inovativnim poduzećima koji sve više preuzimaju primat u poslovnom svijetu. Na krilima globalizacije, napretka u znanosti te tehnološkog razvoja novi oblik poslovanja je iz temelja redefinirao glavne aktere na tržištima. Dotadašnji, većinom državni, giganti bazirani na industriji željeza, nafte, ugljena, električne energije i sličnih djelatnosti uglavnom primarnog i sekundarnog sektora gube titulu najvažnijih poduzeća i to od novonastalih djelatnosti koje samo nekoliko godina prije toga nisu niti postajale. Mlada poduzeća isticala su se po nekoliko glavnih karakteristika od kojih svakako treba izdvojiti inovativnost, velika ulaganja u istraživanja i razvoj te stvaranje dotad nepostojećih tržišta. Osim toga, takva poduzeća postaju vrlo dobro svjetski umrežena i s vremenom, globalna, a ponajprije treba izdvojiti njihovu glavnu karakteristiku, a to je da ostvaruju značajan rast poslovanja.

Postoji mnogo definicija brzorastućih poduzeća te tako razlikujemo definicije:¹

- David Brich je 1981. godine definirao brzorastuća poduzeća kao poduzeća koja imaju minimalno 10 zaposlenih te minimalno 4 puta premaše primanja u odnosu na nacionalni BDP po stanovniku. Uz to takvo poduzeće mora ostvarivati godišnji rast prihoda od 20% tijekom zadnje 3 godine. Definiciju Davida Bricha prihvaćaju OECD te Svjetska Banka.
- John Haltiwanger je 2017. godine brzorastućim poduzećima smatrao poduzeća koja se nađu u samom vrhu distribucije prema kriteriju rasta prihoda i zaposlenosti.

¹ The World Bank [online], High-Growth Firms: Facts, Fiction, and Policy Options for Emerging Economies. Dostupno na: <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2018/11/16/high-growth-firms-facts-fiction-and-policy-options-for-emerging-economies> [13.5.2019.], str 2 i 3.

- James Chen u 2018. godini opisuje brzorastuća poduzeća kao ona koja bilježe rast iznad usporednih poduzeća, industrije ili ekonomije te uspije te stope održati u više razdoblja.²

Iako sve navedene definicije naglašavaju kako bi pouzeća trebala održavati stopu rasta dulje vrijeme kako bi se smatralo brzorastućim poduzećem ipak postoje iznimke, a to su novoosnovana poduzeća koja posluju kraće od 3 godine no i dalje pokazuju izniman rast na mjesečnoj ili kvartalnoj bazi te potencijal za daljnji napredak.

Brzorastuća poduzeća su od velike važnosti za gospodarstva obzirom na to da stvaraju velik broj radnih mjesta, podupiru ekonomski rast i razvoj, doprinose inovativnosti i produktivnosti ekonomije. Kao dinamična jezgra ekonomije, razlikuju se od ostalih poduzeća po svojoj sposobnosti generiranja natprosječnih razina prihoda i radnih mjesta. U nekim visokorazvijenim državama brzorastuća poduzeća sačinjavaju manje od 10% ukupnog broja poduzeća, a pridonose polovicu rasta u broju zaposlenika i prihoda.³ Prepoznavši važnost brzorastućih poduzeća, nositelji vlasti su sve veću važnost počeli pridavati privlačenju investicija za takva poduzeća te pružati olakšice kako bi dodatno stimulirali rast broja brzorastućih poduzeća te njihovo poslovanje.

Velik broj poduzeća se nađe u ekspanzivnoj fazi poslovnog ciklusa gdje bilježe dovoljno visoke stope rasta kako bi spadali pod brzorastuća poduzeća, ali je taj tempo poslovanja vrlo teško zadržati. Obzirom da je vrlo teško održati izrazito visok tempo, ne iznenađuje da se brzorastuća poduzeća mogu naći u svim fazama poslovanja te isto tako u gotovo svakoj industriji. Osim toga, brzorastućih poduzeća je sve više i više širom svijeta te, uslijed razvoja tehnologije, rasprostranjenosti interneta i globalizacije, više nisu striktno vezani za najrazvijenije regije najrazvijenijih zemalja svijeta, a tome u prilog ide i činjenica da ih je sve više u zemljama u razvoju.⁴

² James Chen [online] Growth firm. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/g/growth-firm.asp> [13.5.2019]

³ The World Bank [online], High-Growth Firms: Facts, Fiction, and Policy Options for Emerging Economies. Dostupno na: <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2018/11/16/high-growth-firms-facts-fiction-and-policy-options-for-emerging-economies> [14.5.2019.], str 1

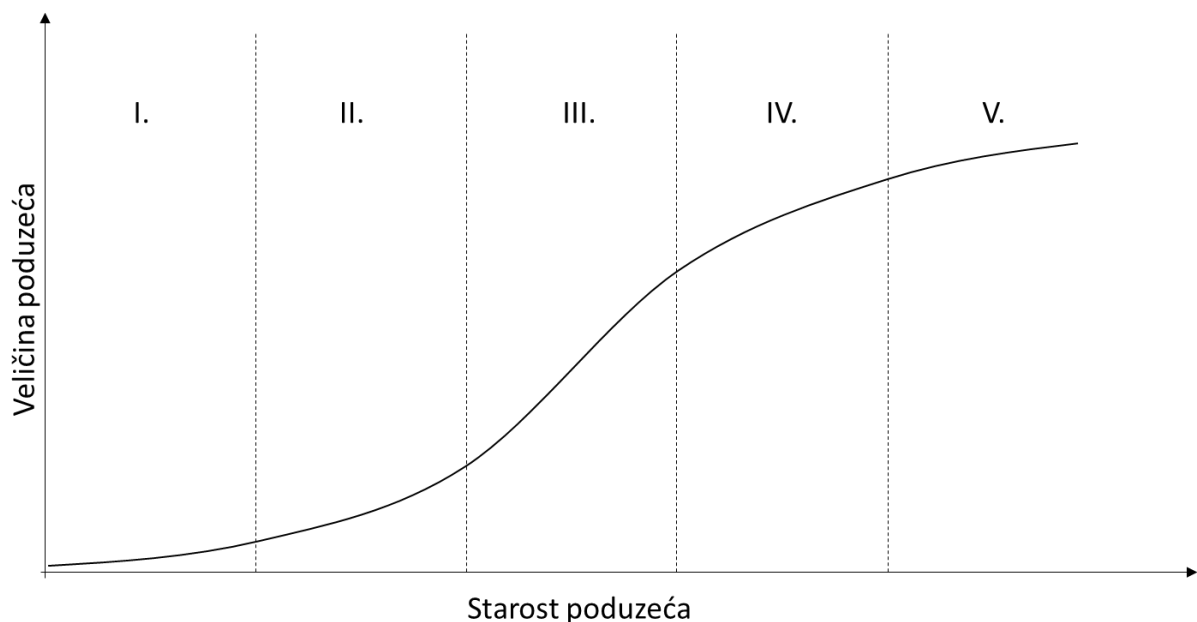
⁴ Philip Salter [online] 7 myths of high growth companies. Dostupno na: <https://www.forbes.com/sites/philipsalter/2017/03/29/the-7-myths-of-high-growth-firms/#253562b42f04> [14.5.2019]

2.2. Faze razvoja poduzeća

Razvoj poduzeća je iznimno dinamičan proces koji prolazi kroz više različitih faza od kojih svaka nosi sa sobom određene specifičnosti i prepreke. Svaka faza je zahtjevna te su za svaku potrebne drugačije sposobnosti i metode vođenja uz konstantnu prilagodbu novim okolnostima unutar i izvan organizacije. U praksi razlikujemo pet osnovnih faza razvoja poduzeća koja su prikazana Slikom 1. i to su redom:⁵

- Idejna ili sjemenska faza (I),
- Faza razvoja (II),
- Faza rasta (III),
- Faza zrelosti (IV), te
- Faza pomlađivanja ili nestanka (V).

Slika 1: 5 faza razvoja poduzeća



Izvor: Harvard Business Review (1983), obrada autora

Striktna pravila koja određuju kada koja faza počinje, odnosno kada završava ne postoje, ali se u praksi za većinu poduzeća može točno odrediti u kojoj se fazi razvoja nalaze. Kod većih i složenijih grupa je moguć scenarij gdje su različite podružnice ili poduzeća unutar grupe u

⁵ N. C. Churchill, V. L. Lewis (1983) Harvard Business Review [online], The Five Stages of Small Business Growth. Dostupno na: <https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth> [15.5.2019.]

različitim poslovnim fazama, no kod takvih se slučajeva grupa promatra na konsolidiranoj razini, osim ukoliko se ne promatra jedan segment grupe zasebno.

2.2.1. Idejna ili sjemenska faza

Idejna ili sjemenska faza na Slici 1. označena je rimskim brojem I te predstavlja prvu fazu u razvoju poduzeća. Ona obuhvaća razdoblje od kada poduzeće nastane kao ideja i zamisao osnivača, preko osnivanja i pokretanja poduzeća te traje sve do kada poduzeće postane prihvaćeno na tržištu i pridobije bazu klijenata te veći broj zaposlenika. Ova faza uključuje i koncepte, ideje i poduzeća koja još uvijek nisu niti osnovana. Poduzeća su u toj fazi uglavnom u procesu nastanka te još uvijek nemaju u potpunosti dovršen proizvod, a često nemaju niti potpuno dovršen poslovni model.⁶ Poduzeća u ovoj fazi vrijeme i trud uglavnom ulažu u pokušaje i pogreške koje ih dovode bliže idejnom obliku proizvoda ili usluge, te su u ovoj fazi najznačajniji troškovi istraživanja i razvoja. Uz razvoj proizvoda, ključno je i ulaganje u zaposlenike. Upravo kvalitetan kadar zaposlenika nosi najveći udio odgovornosti za uspjeh ili propast mladog poduzeća te su ljudski potencijali nerijetko važniji od same ideje. Nakon uspješnog razvoja proizvoda poduzeće po prvi puta izlazi na tržište te kreće s generiranjem prihoda. Nije neobično da prođu mjeseci ili čak godine ulaganja i rada prije nego što društvo po prvi puta ostvari prihod od prodaje. Prvi prihodi od prodaje nisu jednoznačan znak da je poduzeće postalo uspješno. Poduzeće mora generirati dovoljno profita kako bi postigli točku pokrića te se period od osnutka do točke pokrića naziva dolinom smrti.⁷

Vlasnici poduzeća se u prvoj fazi suočavaju s najviše prepreka. Razvoj proizvoda ili usluge koju će plasirati na tržište često uzima mnogo vremena i novca. Edukacija tržišta o prisutnosti novog proizvoda ili čak novog segmenta, istraživanje i razvoj, pridobivanje kupaca i kvalitetnih zaposlenika zahtjeva velike količine novca. Kako je to prva faza, vlasnici kreću u nju bez ostvarene dobiti iz prethodnih razdoblja što znači da moraju biti oprezni s potrošnjom, a većina izvora financiranja dolazi od vlastitih sredstava ili sredstava uže obitelji i prijatelja.

⁶ J. Alberts, R. Henke, R. Katz and T. Mazzullo (2008), The Start-Up Company Map – Understanding the Language of Entrepreneurship and the Path Forward. Excell Partners Inc. & High Tech Rochester, str. 8

⁷ The European Trade Association for Business Angels [online], Early stage investing explained. Dostupno na: <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-investing-explained> [21.5.2019.]

U prvoj fazi najveća je odgovornost na vlasnicima koji moraju održavati visoku razinu poslovanja kako bi uspjeli u proboju na tržište. Ukoliko poduzeće uspješno plasira proizvod, dobije određeni tržišni udio i krene sa širenjem asortimana i baze kupaca, ulazi u fazu razvoja.⁸

2.2.2. Faza razvoja

Nakon prve faze u kojoj dominira improvizacija vlasnika, testiranje tržišta i pronalaženje mjesta na tržištu, nakon što je preživjelo osnivanje, poduzeće ulazi u drugu fazu kao već definirano poduzeće s jasnijim ciljem i strategijom te već osjetnijim rastom. Faza razvoja prikazana je rimskim brojem II na Slici 1. te se već prema slici vidi da je glavna karakteristika druge faze uzlet u veličini i prihodima poduzeća. Ulaskom u drugu fazu poduzeće je dokazalo da može opstati na tržištu te da postoji određena baza korisnika čije potrebe poduzeće zadovoljava. Isto tako, poduzeća u drugoj, i svim kasnijim fazama imaju prethodna razdoblja u kojima su poslovali što znači da im je šira podloga odakle mogu crpiti iskustva, ali i sredstva kojima financiraju daljnji rast. Pored financiranja dobiti iz prethodnih razdoblja, poduzeća u ovoj fazi već imaju mogućnosti financiranja putem kredita ili prihvaćaju strateške investicije van sredstava osnivača.

Osnovne karakteristike faze razvoja uključuju širenje proizvodnje i tržišta, nova zapošljavanja, razvoj brenda ili marki što se može smatrati ulaganjem u marketing. Iako se nastavlja trend iz prve faze gdje su izdaci za istraživanje i razvoj i dalje najznačajnija stavka troškova, značajno rastu troškovi za marketing kako je cilj faze razvoja doći do što većeg tržišta.⁹

Za razliku od prve faze gdje je glavna determinanta uspjeha bio balans između kvalitetnog kadra i same ideje, u drugoj fazi se veći naglasak daje na same rezultate koje je poduzeće ostvarilo na tržištu. Čitanjem signala koje tržište šalje može se vidjeti je li poduzeće uspješno plasiralo svoje proizvode i usluge na tržište gdje su najvažniji pokazatelji razina prihoda, količina prodane robe i broj kupaca, odnosno korisnika. Vrlo je važno vidjeti da ti brojevi ostvaruju rast bez značajnijih oscilacija koje bi ukazale na negativan dojam koji tržište ima o proizvodu. U ovoj fazi važno da poduzeće ostvaruje pozitivan novčani tijek kako bi moglo financirati daljnji razvoj dok negativan novčani tijek najčešće znači da poslovni model nije dugoročno isplativ. Organizacijska struktura još uvijek ostaje relativno jednostavna gdje vlasnici i dalje vode

⁸ N. C. Churchill, V. L. Lewis (1983) Harvard Business Review [online], The Five Stages of Small Business Growth. Dostupno na: <https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth> [16.5.2019.]

⁹ K. Wang (2005) Business Life Cycles and Five Elements Theory, National Taipei University, str 10.

glavnu riječ iako se broj zaposlenika značajno povećao. U fazi razvoja još uvijek ne postoji razina srednjeg menadžmenta, a vlasnik je i dalje znatno uključen u operativnu svakodnevnicu poslovanja.^{10 11}

Nastavak rasta u svim mjerljivim pokazateljima te preuzimanje značajnije uloge na tržištu označuje da je poduzeće napustilo fazu rasta. Nije neobično da neka poduzeća nikad ne izađu iz druge faze te da do kraja svog postojanja ne zauzmu veći tržišni udio niti zaposle više radnika.

2.2.3. Faza rasta

Poduzeće dobiva status tržišnog lidera ulaskom u fazu rasta koja je na Slici 1. prikazana rimskim brojem III. U fazi rasta glavna je karakteristika da poduzeće ostvaruje prihode i profite veće od tržišta što je na grafu prikazano osjetnim rastom poduzeća. Faza rasta donosi brojne promjene u poslovanje, ono podrazumijeva značajno širenje broja zaposlenika, širenje organizacijske strukture kroz uvođenje srednje razine menadžmenta. Poduzeće se više ne može voditi kao što je to bilo u prethodnim fazama. Često se uvode višečlane uprave koje preuzimaju funkciju vođenja. Promjene u organizacijskoj strukturi prati i promjena fokusa poduzeća koji se sve više premješta s ulaganja u istraživanje i razvoj na ulaganje u marketing, daljnje širenje tržišta te očuvanje pozicije lidera.

Poduzeća u ovoj fazi već imaju nekoliko godina iskustva i poslovanja iza sebe te, u većini slučajeva, veliku vrijednost u materijalnoj imovini koju mogu koristiti kao kolateral u dizanju kredita u slučaju takvog financiranja daljnjeg rasta, a većina poduzeća u ovoj fazi otvorena je i za kapital investitorske javnosti. Najveći izazov ove faze je održavati razinu rasta konstantnom te očuvanje pozicije na čelu tržišta. Nije realno očekivati da će poduzeće zauvijek uživati u poziciji lidera bez izmjena u poslovanju s obzirom na to da će se tržište, prije ili poslije, zasititi te više neće biti toliko prostora za nastavak dosadašnjeg rasta.¹²

¹⁰ N. C. Churchill, V. L. Lewis (1983) Harvard Business Review [online], The Five Stages of Small Business Growth. Dostupno na: <https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth> [16.5.2019.]

¹¹ N. Petch (2016) Entrepreneur [online], The Five Stages of Your Business Lifecycle: Which Phase Are You In? Dostupno na: <https://www.entrepreneur.com/article/271290> [2.7.2019.]

¹² N. Petch (2016) Entrepreneur [online], The Five Stages of Your Business Lifecycle: Which Phase Are You In? Dostupno na: <https://www.entrepreneur.com/article/271290> [2.7.2019.]

Prestankom natprosječnog rasta poslovanja prestaje i faza rasta te poslovanje poduzeća ulazi u fazu zrelosti.¹³

2.2.4. Faza zrelosti

Poduzeću je od osnutka do faze zrelosti potrebno nekoliko godina, nerijetko i nekoliko desetaka godina te u fazu zrelosti konačno ulazi kada u potpunosti sazre. Poduzeće koje je dostiglo ovu fazu obično je u potpunosti formirano i zrelo s jakim organizacijskom strukturom, jasnim ciljem, misijom i vizijom te s upravom i menadžmentom koji to može provesti u djelo. Faza zrelosti je prikazana na Slici 1. rimskim brojem IV te je glavna razlika u odnosu na prethodnu fazu u značajno sporijem tempu rasta. Naime, poduzeće u fazi zrelosti ostvaruje rast prihoda vrlo sličan rastu tržišta ili rastu gospodarstva. U ovoj fazi poduzeće ubire plodove proizašle iz ranijih faza razvoja, ali i dalje postoje ulaganja u nova tržišta, proizvode, i ponajprije u nov ljudski kadar. Poduzeća se u četvrtoj fazi često uključuju na tržištu u ulozi preuzimatelja gdje kupuju manja društva koja su, najčešće, tek u sjemenskoj fazi. Takve odluke su većinom strateške gdje je osnovni cilj umanjiti konkurenciju te dobiti novi kadar zaposlenika s novim idejama.¹⁴

Poduzeća u četvrtoj fazi poslovanja su već dovoljno razvijena i spremna za preuzimanje od strane većih fondova što se može smatrati izlaznom strategijom osnivača, ali ukoliko osnivači i dalje žele nastaviti graditi poslovanje, opcije za financiranje su im mnogobrojne. Od financiranja kreditima pa sve do izlaska na tržište kapitala.¹⁵

2.2.5. Pomlađivanje ili nestanak

Posljednja faza razvoja poduzeća je faza pomlađivanja ili nestanka koja je na Slici 1. prikazana rimskim brojem V te ona označava zadnju fazu u poslovanju poduzeća. Poduzeća na kraju svoga puta mogu prestati s poslovanjem, biti preuzeti od strane konkurenta ili nekih od ostalih aktera na tržištu ili se kroz inovacije i pomlađivanje vratiti u neku od ranije nabrojanih faza. Najčešći razlog zašto poduzeća završe svoj poslovni put gašenjem i nestankom leži u ignoriranju tržišta gdje su i najveća poduzeća znala podcijeniti utjecaj koji ima promjena u

¹³ N. C. Churchill, V. L. Lewis (1983) Harvard Business Review [online], The Five Stages of Small Business Growth. Dostupno na: <https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth> [16.5.2019.]

¹⁴ N. Petch (2016) Entrepreneur [online], The Five Stages of Your Business Lifecycle: Which Phase Are You In? Dostupno na: <https://www.entrepreneur.com/article/271290> [2.7.2019.]

¹⁵ N. C. Churchill, V. L. Lewis (1983) Harvard Business Review [online], The Five Stages of Small Business Growth. Dostupno na: <https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth> [16.5.2019.]

ponašanju potrošača te su se konzervativno držali strategije koja je urodila plodom u prošlosti, a nije bila spremna za isti rezultat u budućnosti. S druge strane, poduzeće može biti preuzeto od strane konkurenta u konsolidaciji tržišta što znači prestanak postojanja, ali nastavak poslovanja kao dio drugog poduzeća. Na posljetku, poduzeće se u ovoj fazi može, ulaganjem u istraživanje i razvoj, vratiti u fazu rasta ako razvije novi proizvod ili uslugu te pridobije mjesto tržišnog lidera koje će omogućiti rast iznad razine rasta tržišta ili gospodarstva.^{16 17}

2.3. Poteškoće pri tradicionalnom financiranju

Kako bi poduzeća ostvarivala stope rasta veće od rasta tržišta ili ekonomije, nužno je ulaganje u razvoj i financiranje inovativnosti. Brzorastuća poduzeća moraju ulagati znatne količine sredstava u razvoj prototipova proizvoda, pogone i strojeve, razvoj poslovnih modela, u radni kapital, povećanje broja zaposlenika, educiranje zaposlenika, marketing i razvoj imidža. U različitim fazama poslovnog razvoja stavlja se naglasak na različita ulaganja. Tako je u ranim fazama razvoja najvažnije razviti prototip i proizvod, a u kasnijim fazama ističu se ulaganja u proizvodne pogone i marketing. Ulaganja u zaposlenike jednako su važna u svim fazama razvoja te poduzeće ne smije zanemariti razvoj zaposlenika.¹⁸ Većina vlasnika poduzeća, pa tako i vlasnici brzorastućih poduzeća vrlo se rijetko okreću ka tržištu i prema privatnim investitorima u potrazi za sredstvima te su tradicionalni oblici financiranja mnogo uobičajeni. Tradicionalni izvori sredstava podrazumijevaju financiranje vlastitim sredstvima i financiranje dugom, tj. putem kredita banaka.

2.3.1. Financiranje vlastitim sredstvima

Vlasnici poduzeća u većini slučajeva pokreću posao bez da je osnivanju poduzeća prethodio neki oblik prikupljanja sredstava, bilo da se radi o kreditima ili investicijama. Najčešće se prvi poslovni koraci poput razvoja ideje, prototipa i prvih proizvoda financiraju vlastitim sredstvima, odnosno iz vlastite štednje ili sredstvima koja posude od uži prijatelja i rodbine bez kamata. Financiranje vlastitom štednjom nosi rizike gubitka svog investiranog kapitala što može biti financijski pogubno za vlasnike, dok financiranje sredstvima rodbine i prijatelja može

¹⁶ N. C. Churchill, V. L. Lewis (1983) Harvard Business Review [online], The Five Stages of Small Business Growth. Dostupno na: <https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth> [16.5.2019.]

¹⁷ N. Petch (2016) Entrepreneur [online], The Five Stages of Your Business Lifecycle: Which Phase Are You In? Dostupno na: <https://www.entrepreneur.com/article/271290> [2.7.2019.]

¹⁸ I. Hatfield (2017.) Increasing and diversifying finance for high-growth SMEs in the UK's regions: the Institute for Public Policy Research, str. 4

rezultirati svađama i sličnim negativnim situacijama ukoliko poslovna ideja nije dovoljno dobra te pothvat rezultira neuspjehom. Poduzeća koja su ovim načinom financiranja uspjela preživjeti inicijalno razdoblje te ostvaruju prodaju i dobre rezultate na tržištu, bilježe dobit što predstavlja iduću opciju tradicionalnog financiranja, a to je financiranje zadržanom i tekućom dobiti razdoblja.

Kasnije faze poslovnog razvoja poduzeća podrazumijevaju postojanje zadržane dobiti gdje vlasnici mogu širenje linije proizvoda ili proboj na nova geografska tržišta financirati vlastitim kapitalom. Poduzeća se odlučuju na financiranje projekata iz vlastitih izvora ukoliko imaju averziju prema riziku te se ne žele financirati dugom, a smatraju da im strateški partner u toj fazi još uvijek nije potreban. Koliki će se dio financirati iz vlastitih izvora ovisi o averziji prema navedenom riziku, a ukoliko vlasnici imaju veliku averziju mogu se odlučiti na stopostotno samostalno financiranje. Iako poduzeće ovim oblikom financiranja izbjegava zaduživanje, ukoliko ima izdašne količine zadržane dobiti za pretpostaviti je da bi moglo uredno otplatiti dugove koji bi u tom slučaju dospjeli kroz dulje vrijeme te to može izazvati nezadovoljstvo vlasnika koji bi radije isplatu dijela te dobiti kroz dividende te klasično financiranje projekata kroz oblike dužničkog financiranja.¹⁹

2.3.2. Financiranje dugom

Gotovo svako poduzeće se prije ili kasnije nađe u poziciji dužnika gdje je vjerovnik neka od poslovnih banaka. Ponuda kredita i kamatne stope ponajviše ovise o ekonomskim i financijskim ciklusima gospodarstva te je, iz perspektive dužnika, bolje dići kredit u vrijeme nižih kamatnih stopa jer se tako lakše i jeftinije dolazi do prijeko potrebnih sredstava. Banke često posluju s realnim sektorom u procesima financiranja investicija i projekata te primjenjuju različite standarde za različita poduzeća ovisno o industriji u kojoj poduzeće posluje, prethodnim otplatama, poslovnom planu, ali i prema veličini kredita i roku otplate. Kako bi se što više osigurali u kreditnom poslu i umanjili kreditni rizik, banke rijetko posluju bez kolaterala.

Banke nisu voljne kreditirati brzorastuća poduzeća jer su potrebe za sredstvima brzorastućih poduzeća u pravilu veće nego sva imovina koju oni do tada imaju. Bankama je vrlo teško procijeniti kvalitetu dužnika koji nema dugogodišnje poslovanje ili raste po visokim stopama. S druge strane, brzorastuća poduzeća vrlo često imaju periode i po nekoliko godina u kojima

¹⁹ J. Riely (2019) tutor2u [online], Sources of Business Finance – Retained Profits. Dostupno na: <https://www.tutor2u.net/business/reference/retained-profits> [19.5.2019.]

im je novčani tijek negativan te u suštini, gube novac. Kod takvih primjera je gotovo nemoguće dobiti kredit od banke koja neće imati povjerenje u vlasnike poduzeća da mogu poslovni plan provesti u djelo, a ne mogu se niti staviti u poziciju fiducijarnih vlasnika nad imovinom poduzeća ukoliko je vrijednost projekta za koji dižu kredit veća od vrijednosti sve imovine koju je poduzeće do tog trenutka steklo.²⁰

Iako se vlasnici poduzeća češće okreću tradicionalnim izvorima financiranja, oni najčešće nisu dovoljno izdašni da bi financirali rast kakav bilježe brzorastuća poduzeća.

2.4. Uključene strane u razvoj i poticanje brzorastućih poduzeća

Kako su brzorastuća poduzeća vrlo važna kao veliki poslodavci, izvoznici i pokretači promjena i inovacija, od općeg gospodarskog interesa je poticanje razvoja takvih poduzeća kako bi se lakše osnivali te na posljétku financirali i rasli. Obzirom da vladine organizacije diljem svijeta vide prednosti koje nose brzorastuća poduzeća, države se trude potpomagati kroz Zakone, subvencionirane kredite ili putem državnih, odnosno regionalnih i lokalnih poslovnih inkubatora, akceleratora te tehnoloških parkova. Vlade imaju ovlasti stvarati ili poticati stvaranje poslovnih inkubatora, akceleratora ili pak tehnoloških parkova čija je glavna uloga pružanje pomoći poduzetnicima u ranoj fazi razvoja poduzetničkih projekata. Pružaju stručnu tehničku i edukativnu pomoć za pokretanje projekata te njihov brz i održiv razvoj.²¹ Uz potporu putem navedenih institucija, Vlade se mogu odlučiti za sudjelovanje u kreditima putem razvojnih banaka ili garantiranjem značajnijih projekata kod poslovnih banaka. Pored direktnih modela pomoći brzorastućim poduzećima, kreditima, inkubatorima, akceleratorima i parkovima uloga države je iznimno velika i indirektnim putem kroz pružanje zakonodavnog okvira i regulacije financijskih tržišta. Države mogu izmjenama Zakona o računovodstvu utjecati na stope amortizacije po kojoj obračunavaju amortizaciju, umanjeње poreza na dobit u slučaju investicija, porezni odmor i slične olakšice kojima potpomažu brzorastućim poduzećima. Nadalje, važno je da država uspostavi pravedan financijski sustav te nadzor nad tržištem kako bi oslobodili tijek sredstava od novčano suficitarnih subjekata na tržištu prema novčano deficitarnima. Svaka država ima različite zakonske okvire unutar kojih potpomaže

²⁰ I. Hatfield (2017.) Increasing and diversifying finance for high-growth SMEs in the UK's regions: the Institute for Public Policy Research, str. 14 i 15

²¹ ZICER – Zagrebački Investicijski Centar [online], Poslovni inkubatori. Dostupno na: <https://www.zicer.hr/Poduzetnicki-pojmovnik/Poslovni-inkubatori> [19.5.2019.]

brzorastućim poduzećima te ne postoji jedinstveni model koji je primjenjiv na sva gospodarstva.²²

Uz države, Vlade te ostale nacionalne i međunarodne organizacije postoje brojne uključene strane u financiranje brzorastućih poduzeća kao što su: poslovne banke, investicijske banke, društva za savjetovanje i reviziju, alternativni investicijski fondovi, platforme za masovna financiranja, udruženja poslovnih anđela te tržišta kao sveukupne investicijske javnosti.

Poslovne banke su od velikog značaja za financiranje poduzeća iako su često nesklone riziku koje nosi sa sobom financiranje brzorastućih poduzeća, ali sindicirani krediti uz potporu države ili neke druge svjetske organizacije, poput Svjetske Banke, su atraktivni poslovi za banke. Investicijske banke ključne su u pripremi poduzeća za inicijalnu javnu ponudu kojoj izlazi na burzu u pokušaju prikupljanja kapitala. One pružaju savjetodavne usluge poduzećima kojima je cilj izlazak na burzu te im pružaju usluge potpisivanja i distribuiranja vrijednosnih papira. Uz poslovne i investicijske banke, društva za pružanje poslovnog savjetovanja i revizije su uključena u gotovo svaki proces financiranja. Bilo da su angažirani od strane banke, odnosno investitora ili od strane poduzeća koje se želi financirati, zadaća društava za poslovno savjetovanje je izrada ili pregled poslovnog plana uz izrade studija izvedivosti, i financijskog i poreznog dubinskog snimanja. Društva za savjetovanje pregledavaju dokumentaciju i poslovne knjige poduzeća koje se želi financirati te sudjeluju tijekom čitavog procesa financiranja. Uz savjetovanje prilikom transakcija važna uloga društava za savjetovanje je i procjena vrijednosti poduzeća kako bi vlasnici mogli biti precizniji u pregovorima s potencijalnim investitorima te kako bi imali kvalitetniji uvid u stvarnu količinu sredstava koja im je potrebna.

Sa strane investitora u procesima sudjeluju različiti novčano suficitarni subjekti poput alternativnih investicijskih fondova, platforme za masovna financiranja, odnosno investitori koji na taj način ulažu sredstva, poslovni anđeli kao pojedinci ili kroz organizaciju. Navedene institucije raspolažu značajnim količinama novca te, isključivo, koristeći svoja sredstva i za vlastiti račun sudjeluju u investiranju u potpunosti prihvaćajući rizike koje za sobom nose investicije u brzorastuća poduzeća.

Uređena tržišta kapitala su temelj tržišta u svim gospodarstvima 21. stoljeća čemu ide u prilog činjenica da ne postoji razvijena država koja nema burzu za trgovanje dionicama javnih

²² EY (2012) Funding the future – Access to finance for entrepreneurs in the G20 [online], . Dostupno na: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_G20_-_Funding_the_future/\\$FILE/EY-g20-Funding-the-future.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_G20_-_Funding_the_future/$FILE/EY-g20-Funding-the-future.pdf) [19.5.2019.]

poduzeća. Izlazak na burzu je krajnji doseg brzorastućih poduzeća u procesu prikupljanja kapitala te je ključno da takva tržišta budu stabilna i uređena. Takvo okruženje se postiže razvedenom mrežom brokera i dilera koji pomažu u stvaranju odgovarajuće ponude i potražnje za kapitalom na tržištu što su nužni uvjeti za uspjeh financijskog tržišta.²³ Posrednici u plasiranju dionica poduzeća na tržište su investicijske banke koje pripremaju poduzeća na izlazak na tržište, sudjeluju u svim procesima obavještavanja javnosti o izlasku na burzu te sudjeluju u valuaciji i procjeni po kojoj je cijeni idealno izaći na burzu.

Pored svih navedenih institucija, nadležnost države je i provođenje odgovarajućeg nadzora i regulacije nad financijskim sustavom što države uspostavljaju osnivanjem institucija za nadzor ili putem nacionalnih i nadnacionalnih središnjih banaka.

²³ EY (2012) Funding the future – Access to finance for entrepreneurs in the G20 [online], . Dostupno na: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_G20 - Funding the future:\\$FILE/EY-g20-Funding-the-future.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_G20_-_Funding_the_future/$FILE/EY-g20-Funding-the-future.pdf) [19.5.2019.]

3. ALTERNATIVNI OBLICI FINANCIRANJA BRZORASTUĆIH PODUZEĆA

3.1. Financiranje u idejnoj fazi

Idejna faza u poslovnom razvoju poduzeća nosi sa sobom najveće nepoznanice te, posljedično i najveće rizike. Poduzeće vrlo često niti ne postoji, a ukoliko postoji tada je prisutno na tržištu svega nekoliko mjeseci. Prvenstveno su brzorastuća poduzeća u ranoj ili idejnoj fazi prepuštena vlastitim oblicima financiranja i to izvorima koje je vlasnik prikupio kroz svoje privatne kanale štednje ili putem pozajmica od prijatelja i rodbine. Vlastiti kapital je najčešće dovoljan samo za prvotni razvoj prototipa ili samo manjeg broja proizvoda te se brzorastuća poduzeća ne mogu dugoročno oslanjati na ta sredstva. Financiranje štednjom i vlastitom imovinom iznimno je rizično zbog toga što se vlasnici mladih poduzeća vrlo često odreknu svog svakodnevnog posla kako bi se u potpunosti posvetili ostvarenju svog poduzetničkog sna, a uzevši u obzir da samo 1 od 10 poduzeća preživi nedugo nakon osnutka, vlasnici se izlažu velikom osobnom financijskom riziku koji može dovesti do osobnog bankrota.²⁴

Obzirom da vlastita sredstva nisu dostatna za uspješno financiranje svih zamišljenih projekata, vlasnici su primorani izvore sredstava potražiti na drugim mjestima. Izuzev vlastitog financiranja u najranijoj fazi nameće se odabir između dužničkog financiranja putem kredita od poslovnih banaka ili obraćanja investicijskoj javnosti u potrazi za privatnim investitorom.

Brzorastuća poduzeća u ranoj fazi su veliki potrošači sredstava gdje su potrebna značajna sredstva za razvoj projekta i proizvoda, a isto tako i za plasiranje proizvoda na tržište. Često do točke pokrića brzorastuća poduzeća provedu godine u kojima ostvaruju gubitke uz negativan novčani tijek. Samim time što ostvaruju negativne poslovne rezultate nisu područje interesa tradicionalnim poslovnim bankama. U procesu financiranja putem kredita, brzorastuća poduzeća prezentiraju poslovni plan na temelju kojeg traže sredstva od banke. Poslovni plan banka može opovrgavati kao neosnovan ukoliko primijeti preoptimistične pretpostavke rasta, a ukoliko se ipak odluči na financiranje takvih projekata poslovne banke uobičajeno traže dodatne instrumente kolaterala u obliku zadužnica i mjenica koje potpisuju vlasnici i fiducijarno vlasništvo nad materijalnom imovinom poduzeća. Brzorastuća poduzeća u ranijim fazama

²⁴ N. Patel (2019) Forbes [online], 90% Of Startups Fail: Here's What You Need To Know About The 10%. Dostupno na: <https://www.forbes.com/sites/neilpatel/2015/01/16/90-of-startups-will-fail-heres-what-you-need-to-know-about-the-10/#641d97846679> [19.5.2019.]

nemaju značajnu imovinu što predstavlja dodatan problem za banku koja ne želi biti izložena riziku bez materijalnog kolaterala. Isto tako, rana faza podrazumijeva da poduzeće nema dosadašnje poslovanje gdje se banka ne može uvjeriti da su u prošlosti uredno podmirivali svoje obveze. Iz navedenih razloga slični poslovi najčešće propadaju ili se ugovaraju uz više kamatne stope zbog premija na rizik.²⁵

Kao alternativa tradicionalnom financiranju javljaju se opcije privatnih investitora kojima vlasnici prezentiraju svoje poduzeće, poslovni plan te misiju i viziju za nastavak poslovanja. U alternativnim oblicima financiranja će investitor ponuditi svoja osobna sredstva u zamjenu za vlasnički udio brzorastućeg poduzeća u koje investira što predstavlja prvu, odnosno sjemensku seriju financiranja. Privatni investitori i investicijska javnost kojoj je cilj sudjelovati u poduzećima u kojima vide velike mogućnosti za napredak i zaradu često žele dokaz tržišta da je proizvod poželjan te nisu voljni ulagati samo u ideju.

Poduzeća u idejnoj fazi susreću se s najviše poteškoća prilikom financiranja razvoja ideje i provođenjem iste u djela. S obzirom na velike rizike koje nose, gotovo isključivo se financiraju putem osobnih sredstava vlasnika i posuđenih sredstava od uže rodbine. Upravo zbog značajnog rizika kojeg nosi rana faza, vlasnicima ne preostaje mnogo ostalih opcija, a ukoliko su primorani potražiti novac putem kredita ili putem investitora koji su voljni uložiti u tako rani stadij, moraju biti spremni na visoke kamate ili se odreći većeg udjela glavnice.

3.2. Poslovni anđeli kao izvor financiranja

Brzorastuća poduzeća, koja prežive dolinu smrti te ih tržište prepozna kao pružatelje boljeg proizvoda ili usluge od postojećih, suočavaju se s novim vrstama problema. Do tog trenutka najveći problem im je bio preživjeti na tržištu, a od tada im je mnogo veći problem održavanje koraka s rastućom potražnjom za proizvodima koje nude. U takvom okruženju se ne mogu osloniti na tradicionalne izvore financiranja te su primorani okrenuti se alternativnim izvorima financiranja. Obzirom na, još uvijek, ranu i rizičnu fazu poslovanja, kao najizgledniji izvor financiranja postavljaju se poslovni anđeli.

Poslovni anđeli predstavljaju prvu alternativu između tradicionalnog i alternativnog pristupa financiranju brzorastućih poduzeća kojima je područje interesa ulaganje u vrlo mlada poduzeća te time pokrivaju razdoblje od sjemenske faze do faze razvoja. Oni pronalaze potencijal u

²⁵ I. Hatfield (2017.) Increasing and diversifying finance for high-growth SMEs in the UK's regions: the Institute for Public Policy Research, str. 14 i 15

poduzećima koja su prerizična za banke, a zahtijevaju veće količine novca od onoga što vlasnici mogu samostalno financirati.²⁶ Poslovni anđeli su poduzetne osobe, s bogatim iskustvom u ulozi poduzetnika te visokim osobnim bogatstvom. Tipičan poslovni anđeo je i sam vlasnik ili je bio vlasnik poduzeća u prošlosti, posjeduje široko iskustvo i znanje u vođenju poslovanja, razvoju proizvoda, građenju tržišta te donosi puno više od samih sredstava. Poslovni anđeli mogu nastupati samostalno ili u većoj organizaciji poslovnih anđela kao što je European Business Angel Network (EBAN). Takve organizacije omogućavaju poslovnim anđelima sindicirana ulaganja u perspektivna brzorastuća poduzeća, a kroz poznanstva i poslovne veze olakšavaju razvoj tržišta i protok ideja.

Proces samog financiranja uključuje prezentiranje poslovnog plana, vizije i misije poduzeća poslovnim anđelima koji se potom odlučuju žele li investirati u poduzeće ili ne. Poslovni anđeli će razmatrati više ključnih elemenata poslovanja brzorastućih poduzeća uključujući dotadašnje izvore financiranja, kvalitetu poslovnog modela i plana, ciljeve koje vlasnik ima te u što planira uložiti sredstva do kojih pokušava doći, ali obazire se i na strategije potencijalnog izlaska iz poslovanja te na vlasnika kao takvog. Nakon prihvaćene ponude za financiranje, poslovni anđeo i vlasnik brzorastućeg poduzeća stupaju u pregovore oko detalja modela i iznosa financiranja.

U pravilu poslovni anđeli ulažu u vlasnički kapital brzorastućih poduzeća. Najčešće iznose od 25.000 do 500.000 eura u zamjenu za manjinski dio vlasništva, 10% do 30%.²⁷ Ulaganje u ovoj fazi razvoja naziva se serija A financiranje. Povrh čistog ulaganja u kapital poduzeća, mogu se odlučiti za neke od ostalih struktura financiranja poput izdavanja kreditne linije ili konvertibilnih kredita. Iznosi sredstava koje vlasnik dobije se ne mijenjaju, ali postoje razlike u strukturi financiranja. Vlasnici preferiraju modele financiranja koji uključuju udio u vlasništvu. Ulaganja u kapital su poželjnija zbog pomoći anđela u svakodnevnim poslovnim savjetima i blizini poduzeću. Isto tako, financiranje udjelom kapitala nudi puno veću fleksibilnost od financiranja dugom jer ne ovisi o unaprijed utvrđenim datumima povrata zajmova te je otporniji na šokove izazvane gospodarskom krizom.²⁸

²⁶ EY (2012) Funding the future – Access to finance for entrepreneurs in the G20 [online], . Dostupno na: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_G20_-_Funding_the_future/\\$FILE/EY-g20-Funding-the-future.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_G20_-_Funding_the_future/$FILE/EY-g20-Funding-the-future.pdf) [21.5.2019.]

²⁷ The European Trade Association for Business Angels [online], Early stage investing explained. Dostupno na: <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-investing-explained> [21.5.2019.]

²⁸ I. Hatfield (2017.) Increasing and diversifying finance for high-growth SMEs in the UK's regions: the Institute for Public Policy Research, str. 20

Uvjete po kojima se sklapaju ugovori o financiranju uglavnom diktiraju poslovni anđeli koji iskorištavaju mnogo veću pregovaračku moć koju imaju te uzimaju u obzir veličinu investicije, valuaciju poduzeća, odnosno koji udio dobivaju ulaskom u posao te ostale uvjete u ugovoru. Isto tako, poslovni anđeo će od prvog dana razmatrati mogućnosti izlaska iz dogovora o investiranju gdje, uz pretpostavku da je poduzeće nastavilo poslovati, postoje tri osnovne vrste izlaska iz poslovanja:

- Vlasnik otkupljuje svoj udio od poslovnog anđela,
- Poduzeće biva preuzeto od strane većeg poduzeća, te
- Poslovni anđeo prodaje svoj udio nekom od alternativnih investicijskih fondova.

Poslovni anđeo će od ranih dana suradnje tražiti način da povrati svoju investiciju uz profit. Obzirom da je u, još uvijek, ranoj fazi poslovanja prioritet poduzeća je daljnje ulaganje u istraživanje i razvoj te da će većinu svoje neto dobiti plasirati nazad u razvoj poslovanja, nije izgledno da će ostvariti povrat od dividendi iz neto dobiti. Kako je poslovni anđeo motiviran profitom, cilj mu je pomoći u rastu poslovanja i dovesti poduzeće do vrijednosti na kojoj će mu se isplatiti prodati svoj udio za profit. Ukoliko poduzeće ne nastavi s planiranim rastom te propadne zbog endogenih ili egzogenih razloga, poslovni anđeo nema pravo na povrat investicije te za njega to predstavlja rizik ulaska u posao financiranja brzorastućeg poduzeća.²⁹

Iz perspektive vlasnika brzorastućeg poduzeća, dobiti poslovnog anđela u posao veliki je korak naprijed i potvrda da je na dobrom putu ka ostvarenju poslovnog uspjeha. Poslovni anđeo ulazi u vlasničku strukturu te dijeli cilj o napretku i razvoju poduzeća s dosadašnjim vlasnicima, a kapital koji pridonosi financijski pomaže u razvoju. Kako poduzeće nastavlja rasti tako rastu i potrebe za financiranjem koje izlaze iz okvira pomoći koju može pružati poslovni anđeo te se stoga poduzeće mora okrenuti sofisticiranijim subjektima na financijskom tržištu kako bi pronašlo adekvatne izvore financijskih sredstava.

²⁹ A. Vizjak, M. Vizjak (2015) The Role of „Business Angels“ in the Financial Market, University of Rijeka, Faculty of Tourism and Hospitality Management, Opatija, str. 3

3.3. Financiranje putem alternativnih investicijskih fondova poduzetničkog kapitala

Ulaskom brzorastućih poduzeća u fazu rasta, apetiti i potrebe za financiranjem nadilaze mogućnosti individualnih privatnih investitora poput poslovnih anđela. Brzorastuća poduzeća ni u ovoj fazi nisu dovoljno stabilna za zaokret prema tradicionalnim izvorima financiranja poput kredita banaka te se okreću alternativnim investicijskim fondovima. Financiranje brzorastućih poduzeća putem alternativnih investicijskih fondova u suštini posluje na sličan način kao što je slučaj i kod poslovnih anđela. Spajaju individualne investitore visokog osobnog bogatstva s brzorastućim poduzećem kojem trebaju sredstva kako bi nastavili financirati svoj rast, ali ipak postoje razlike u odnosu na poslovne anđele. Alternativni investicijski fond posluje kao zaseban pravni entitet koji posluje za svoj račun, a sredstva koja ulažu u brzorastuća poduzeća samostalno prikupljaju financirajući se od bogatih individualaca, ostalih poduzeća, institucionalnih investitora, ostalih fondova te svih ostalih izvora koji, zajedno, predstavljaju limitirane partnere. Financiraju se javnim ponudama kojima prikupljaju sredstva koja potom investiraju na tržištu privatnog kapitala. Fond, odnosno novac investitora, predstavlja menadžment koji je zadužen za upravljanje kapitalom te rade za investitore koji su uložili sredstva. Menadžment takvog fonda predstavljaju generalni partneri.³⁰

Poslovanje alternativnih investicijskih fondova poduzetničkog kapitala podijeljeno je na dvije razine. Fond, koji predstavlja sama sredstva koja se koriste za ulaganje te društva za upravljanje fondom. Kao što naziv sugerira, zadaća društva za upravljanje fondom svodi se na administrativno i operativno upravljanje, predstavljanje fonda i zastupanje svih prava koje se pripisuju fondu. Nadalje, odbor direktora predstavlja krovno tijelo čija je osnovna zadaća nadzor nad upravljanjem fonda čime su nadređeni i fondu i društvu koje njime upravlja.³¹

Alternativni investicijski fondovi poduzetničkog kapitala specijalizirani su alternativni investicijski fondovi s rokom ulaganja u rasponu od 10 do 15 godina te se nakon tog roka fond gasi, a novac se dijeli među limitiranim partnerima. Navedeni fondovi su često unaprijed određeni za pojedino geografsko područje, sektor ili određeni raspon veličine društva u kojeg ulažu. Većini alternativnih investicijskih fondova poduzetničkog kapitala je cilj ulagati u brzorastuća poduzeća u ranijim fazama poslovnog razvoja kao što su rana faza rasta te posebno

³⁰ M. Cherif (2004) *Venture Capital Financig: A Theoretical Model*. University of Remis OMI-LAME, str 4

³¹ D.O. Klier (2009) *Managing Diversified Portfolios*. Spi Publisher Services, str 75.

preferiraju ulaganja u sektor tehnologije poput ICT sektora.³² Ulažu u visoko rizične industrije kakva je tehnologija koja je uz razvoj interneta postala iznimno profitabilna ukoliko se ideja vlasnika uspješno provede. S druge strane, zadovoljavaju najznačajniju potrebu vlasnika, a to je potreba za kapitalom gdje poduzeće već ima iza sebe određeno iskustvo te dovoljnu veličinu da im nije u fokusu strateški partner i znanje koje partner donosi te im je fokus na pribavljanju većih količina sredstava. Uobičajeno, najviše ulažu iznose do 10 milijuna eura te zauzvrat dobivaju udio u vlasništvu brzorastućeg poduzeća. Alternativni investicijski fondovi poduzetničkog kapitala zbog svoje veličine, pregovaračke moći, ali i zbog interesa investitora imaju prilično uzak izbor koga će financirati. Zahtijevaju vjerodostojan i izvediv poslovni plan, stavljaju naglasak na prethodna razdoblja poslovanja, traže uzlazni trend u svim kvantitativnim pokazateljima, traže poseban poriv kod vlasnika i menadžmenta brzorastućeg poduzeća, a posebno cijene nematerijalnu imovinu poput patenata i koncesija.³³

Alternativne investicijske fondove poduzetničkog kapitala moguće je razlikovati prema strategiji financiranja od kojih se neke vežu isključivo za poduzeća s poteškoćama u financiranju, dok se vrste fonda namijenjenih financiranju brzorastućih poduzeća dijele na:

- Venture Capital, alternativni investicijski fondovi specijalizirani za poduzeća u ranim fazama poslovnog razvoja poput sjemenske faze,
- Growth Capital, okrenuti ka financiranju već uspješnih brzorastućih poduzeća koje ostvaruju pozitivne poslovne rezultate, te
- Mezzanine, financiranje hibridnim instrumentima koji imaju sve karakteristike financiranja dugom, ali ukoliko dužnik ne uspijeva na vrijeme podmirivati svoje obveze, vjerovnik ima pravo pretvoriti mezzanine ugovor u pripadajući vlasnički udio.³⁴

Alternativni investicijski fondovi poduzetničkog kapitala nemaju striktna ograničenja po pitanju veličine poduzeća u kojeg ulažu te tako mogu financirati poduzeća i u sjemenskoj fazi. Generalni partneri fonda izravno odgovaraju limitiranim partnerima za svoje ulagačke uspjehe te im je u cilju ostvariti što veće prinose uz što manji rizik, a to postižu tako da od ukupne sume

³² C. Christofidis, O. Debande (2001) Financing Innovative Firms Through Venture Capital. European Investment Bank, str. 3

³³ Callegati, E., Grandi, S., Napier, G. (2005), "Business Incubation and Venture Capital- An International Survey on Synergies and Challenges", Joint IPI/IKED Working Paper, Institute for Industrial Promotion (IPI), Rome, January 2005.

³⁴ Demaria C. (2010) „Introduction to Private Equity“, A John Wiley and Sons Ltd, str. 99 i 123.

kapitala kojeg prikupe dio ulažu u poduzeća u ranijim fazama, a dio u pouzeća u kasnijim fazama. Povrat vlasnicima mjere internom stopom povrata – IRR („Internal Rate of Return“). Zahtijevana stopa povrata smanjuje kako raste poduzeće, odnosno stopa se smanjuje sukladno smanjenju rizika poduzeća, ali i zbog smanjenog maksimalnog potencijala društva gdje je maksimalan potencijal rasta kod mladih poduzeća mnogo veći nego kod onih u kasnijim fazama.³⁵ Klasični venture capital fondovi baziraju svoja ulaganja u novoosnovana poduzeća ili pak u projekte i ideje vlasnika stvarajući tako sjemenski kapital za daljnji razvoj poduzeća. Kod navedene vrste ulaganja, fokus generalnih partnera fonda je na pronalasku perspektivnih projekata koje bi pomogli financirati u zamjenu za vlasnički udio. Ulagачka strategija growth capital vrste fonda svodi se na financiranje brzorastućih poduzeća koja su se već dokazala na tržištu te ostvaruju pozitivne poslovne rezultate. Filozofija growth capital financiranja svodi se na financiranje rasta brzorastućih poduzeća koja rastu mnogo brže od onoga što vlasnici mogu samostalno financirati. Konačno, ulagačka strategija mezzanine fondova predstavlja hibridna svojstva ulaganja gdje se investitor ne stavlja u ulogu vlasnika poduzeća te ne ulazi u vlasničku strukturu nego je vjerovnik u dužničkom financiranju, ali uz mogućnost konvertiranja potraživanja u vlasnički udio.³⁶

Vrlo je rijetko da se fond opredijeli isključivo za jednu od navedenih ulagačkih strategija te je, u praksi, mnogo češća ulagačka strategija gdje su sredstva fondova raspršena na više različitih instrumenata, a sama ulaganja u brzorastuća poduzeća na veće geografsko područje ili na više industrija. Kako bi se diverzificirao rizik poslovanja, dio financijskih sredstava biti će uloženi u poduzeća i industrije koje nose niže razine rizika uz niže prinose, dok će se dio investirati u visokorizična ulaganja, ali sa značajnim potencijalom daljnjeg rasta. Srž ulagačke strategije kod ulaganja u brzorastuća poduzeća svodi se na investiranje u poduzeće u ranijim fazama, sudjelovanje u rastu i razvoju poduzeća te prodaja udjela u kasnijim fazama uz premiju na plaćeni iznos. Generalni partneri inzistiraju na stabilnom i održivom razvoju svih poduzeća u koja fond ulaže čime štite svoja ulaganja i osiguravaju stabilan prinos fondu. Obzirom na navedeno, ulagačke strategije ovih fondova ne prestaju na samom investiranju u brzorastuće poduzeće već se ulaganje nastavlja i za vrijeme vlasništva stavlajući naglasak na nematerijalne elemente poslovanja poput patenata, koncesije, razvoj i promidžbu brenda te sastavljanje

³⁵ C. Christofidis, O. Debande (2001) Financing Innovative Firms Through Venture Capital. European Investment Bank, str. 13

³⁶ Demaria C. (2010) „Introduction to Private Equity“, A John Wiley and Sons Ltd, str. 99 i 123.

kvalitetne radne snage i ljudskog kapitala. Upravo su nematerijalni elementi poslovanja ključ uspjeha brzorastućih poduzeća, a tako i uspjeha ulaganja.³⁷

Alternativni investicijski fondovi poduzetničkog kapitala prilikom financiranja brzorastućih poduzeća u kasnijim fazama razvoja mogu sklopiti sindicirane ugovore gdje dva ili više fondova sudjeluje u financiranju jednog poduzeća. Takav oblik poslovanja je standardan i iznimno privlačan iz perspektive fondova. Prvenstveno time se disperzira rizik te ne pada teret cjelokupnog financiranja poduzeća samo na jedan fond, a s druge strane, generalni partneri fonda se osjećaju sigurnije u svoje odluke ukoliko njihovo mišljenje dijele i ostali fondovi.

Ciklus poslovanja alternativnih investicijskih fondova zatvara se izlaskom iz investicije gdje generalni partneri odlučuju o vremenu i načinu kako će se izlazak materijalizirati. Uzevši u obzir da je brzorastuće poduzeće nakon višegodišnjeg perioda provedenog u razvoju unutar fonda već doseglo određenu veličinu poslovanja, sljedeće su potencijalne strategije izlaska:

- Vlasnici otkuplju svoj udio od fonda,
- Prodaja udjela drugom poduzeću,
- Prodaja udjela drugom alternativnom investicijskom fondu, te
- Izlazak na tržište dionica (IPO).³⁸

Izlazak iz procesa financiranja označuje završni dio poslovanja za generalne partnere kojima je jedini cilj profitirati u cjelokupnom procesu.

Za vlasnike brzorastućih poduzeća ulazak u proces financiranja kroz alternativne investicijske fondove poduzetničkog kapitala predstavlja dodatnu seriju financiranja pod nazivom serija B. Za serijom B vrlo često slijede serije C, D... te se serije nastavljaju sve vrijeme dok za to ima interesa od strane vlasnika i od strane investitora. Prilikom svake sljedeće serije financiranja, podiže se valuacija poduzeća, a uobičajeno se prodaje sve manji udio u poduzeću. Vlasnički udio se dijeli na pripadajuće udjele između osnivača i investitora. Ukoliko je slučaj da je poduzeće dobilo investiciju od fonda u sjemenskoj ili ranoj fazi tada fond preuzima ulogu poslovnog anđela te sudjeluje u određenim savjetodavnim poslovima u razvoju poduzeća, dok je kod investicija u kasnijim fazama karakteristično da predstavnik fonda dobije mjesto u

³⁷ D. Cumming (2010) *Venture capital Investment Strategies, Structures, and Policies*. Kolb Series in Finance, John Wiley & Sons, Inc, str 248

³⁸ C. Christofidis, O. Debande (2001) *Financing Innovative Firms Through Venture Capital*. European Investment Bank, str. 14

Upravi brzorastućeg poduzeća čime fond sudjeluje u poslovanju i na operativnoj razini, a ne samo kao izvor sredstava.

3.4. Masovno financiranje

U želji za financiranjem i za povezivanjem novčano suficitarnih subjekata s novčano deficitarnima, oduvijek je postojala ideja o financijskom tržištu bez posrednika kao što su banke, institucionalni ili alternativni fondovi. Prikupljanje velikih iznosa financijskih sredstava od velikog broja investitora kako bi se financirali projekti, najčešće ratovi, postoji još od 17. stoljeća, a u svrhu pribavljanja sredstava za financiranje poduzeća koristi se od 1990-ih sukladno rastu u popularnosti i dostupnosti internet mreže.³⁹

Masovno financiranje ostvaruje se putem platformi koje služe kao posrednik u financiranju. Putem platforme se prikuplja novac od šire investitorske javnosti, a društva koja žele financiranje se predstavljaju svojim idejama ili projektima te pokušavaju pridobiti investitore i investiciju. Investitor, ukoliko se odluči sudjelovati u financiranju, samostalno donosi odluku o visini uloga te izvrši nalog o ulaganju. Društvo koje upravlja platformom za masovno financiranje posluje po principu naknada gdje se uobičajene naknade kreću u rasponu od 3 do 10% od ukupno investiranih sredstava. Općih uvjeta poslovanja nema te svaka platforma za masovno financiranje donosi svoje uvjete poslovanja te tako neke platforme imaju ograničenja po pitanju minimalnog uloga investitora, maksimalnog broja investitora, maksimalno prikupljenog iznosa i slično. Tri su osnovna modela platformi za masovno financiranje:⁴⁰

- Masovno financiranje zajmovima,
- Donacije, te
- Masovno financiranje u vlasnički udio.

Određeni projekti financiraju se donacijama šire populacije poput inicijative Josepha Pulitzerza za prikupljanje novca za izgradnju Kipa Slobode 1884. godine u New Yorku.⁴¹ Donacijama se uglavnom financiraju slični projekti od veće društvene koristi. S druge strane, većina investicijskih aktivnosti usmjerenih prema financiranju poduzeća baziraju se na financiranju

³⁹ D. M. Freedman, M.R. Nutting (2015) Equity crowdfunding for investors A guide to risk, returns, regulations, funding portals, due diligence and deal terms, A John Wiley and Sons Ltd, str. 1

⁴⁰ D. M. Freedman, M.R. Nutting (2015) Equity crowdfunding for investors A guide to risk, returns, regulations, funding portals, due diligence and deal terms, A John Wiley and Sons Ltd, str. 12

⁴¹ C. H. Green (2014) Banker's Guide to New Small Business Finance venture deals, crowdfunding, private equity and technology, A John Wiley and Sons Ltd, str. 87

putem zajmova ili financiranjem vlasničke glavnice. Financiranje putem zajmova za korisnika masovnog financiranja predstavlja najbližu alternativu klasičnom zaduživanju kod poslovnih banaka gdje dobiva kredit ili kreditnu liniju od skupine investitora po unaprijed određenim uvjetima. Nadalje, financiranje zajmovima, poznato kao Peer-to-Peer pozajmljivanje uključuje prikupljanje sredstava za financiranje društava unutar iste ili slične djelatnosti koja mogu neograničeno uplaćivati ili koristiti sredstva koja međusobno prikupe. Cilj takvog poslovanja je ostvarenje veće stope razvoja djelatnosti.⁴²

Kao najznačajniji oblik masovnog financiranja u investicijskim aktivnostima okrenutima ka financiranju brzorastućih poduzeća nameće se masovno financiranje u vlasnički udio. Sama činjenica da svaka ideja i svako poduzeće ima priliku predstaviti svoj rad i poslovni plan na nekoj od platformi za masovno financiranje znači da ovaj oblik financiranja nema ograničenja po pitanju veličine niti faze razvoja poduzeća koje sudjeluje u masovnom financiranju. Poslovanje se odvija na način da vlasnici poduzeća predstave svoj proizvod, ideju ili poduzeće pred platformom i investitorima, postave željeni iznos koji planiraju prikupiti masovnim financiranjem te postave vremenski period u kojem žele prikupiti sredstva. Ukoliko uspiju prikupiti traženi iznos u određenom vremenu, projekt financiranja se smatra uspješnim te se vlasnici odriču dijela vlasničke glavnice za prikupljena sredstva. Garancije da će se investicija realizirati nema te platforma za masovno financiranje ne preuzima odgovornost propalih investicija.

Kod masovnog financiranja, investitori su odgovorni za svoja ulaganja, provode analize, valuacije i dubinska snimanja te samostalno donose odluke u što će uložiti i koliko. Iznosi mogu varirati od svega 10 eura pa sve do višemilijunskih iznosa. Investitor ulaganjem postaje suvlasnikom poduzeća u koje je uložio te ostvaruje pravo na pripadajuću dobit poduzeća. Investitoru je glavni motiv financiranja poduzeća zarada te, iako ima pravo sudjelovanja u dobiti poduzeća, većinu zarade ostvaruju na način da investiraju u poduzeće po nižoj valuaciji nego što je prodaju. Kod masovnog financiranja najveći je problem u nepostojećem sekundarnom tržištu gdje su, u većini slučajeva, ulagači koji investiraju u poduzeća u prvim krugovima prikupljanja kapitala prisiljeni čekati prodaju poduzeća na tržištu kapitala, nekom

⁴² D. M. Freedman, M.R. Nutting (2015) Equity crowdfunding for investors A guide to risk, returns, regulations, funding portals, due diligence and deal terms, A John Wiley and Sons Ltd, str. 14

od investicijskih fondova ili nekom od ostalih aktera na tržištu. Obzirom na navedeno sve je glasnjija potreba za uređenim sekundarnim tržištem koje se još uvijek nije ostvarilo.⁴³

Masovna financiranja su sve poželjnija za vlasnike brzorastućih poduzeća zbog veće fleksibilnosti nego što to nude ostali alternativni izvori financiranja. Povrh toga, masovno financiranje vrlo često služi kao velika javna kampanja te kao vrsta besplatnog marketinga gdje se poduzeće i proizvodi reklamiraju široj javnosti. Brzorastuća poduzeća, neovisno o veličini, mogu pronaći dovoljan broj zainteresiranih investitora te, ukoliko su zadovoljni, neograničeno puta ponavljati proces financiranja. Time brzorastuća poduzeća dobivaju priliku proći kroz više serija financiranja na istoj platformi gdje nije nužno da sve serije budu bazirane na vlasničkom udjelu te mogu kombinirati između financiranja vlasničkim udjelom i financiranja dugom.

3.5. Financiranje putem alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala

Poslovanje alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala vrlo je blisko poslovanju alternativnih investicijskih fondova poduzetničkog kapitala. Kod obje vrste radi se o tome da generalni partneri osnivaju fond i društvo za upravljanje fondom te potom prikupljaju financijska sredstva od limitiranih partnera kako bi ih ulagali u poduzeća za koja misle da postoji značajan potencijal rasta. Značajnije razlike između dva navedena fonda proizlaze u tome što alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala investiraju isključivo u poduzeća u kasnijim fazama razvoja te, samim time, u već razvijena poduzeća s jasnom i složenom strukturom, poslovnim modelom i rezultatima. Nadalje, karakteristika alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala leži u tome da većinom investiraju u 100% udjela vlasnika, odnosno, kupuju poduzeća u cijelosti. Cilj im je preuzeti poduzeće, u vremenu koji provedu kao vlasnici poduzeća trude se ulagati u unapređenje poslovanja kako bi nakon 5, 10 ili 15 godina prodali poduzeće po višoj cijeni nego što je bila kada su ga kupovali.⁴⁴

Generalni partneri alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala preferiraju cjelokupna preuzimanja 100 postotnog udjela poduzeća, ali nije neobično da ulažu u manje udjele. Odlučuju se za manje udjele ukoliko se vlasnici poduzeća ne žele odreći kompletnog vlasništva,

⁴³ R. Kleverlaan, F. Jonge [online] Equity Crowdfunding. Dostupno na: <https://www.aig.co.uk/content/dam/aig/emea/united-kingdom/documents/Insights/equity-crowdfunding-thought-leadership-oct16.pdf> [29.5.2019]

⁴⁴ Demaria C. (2010) „Introduction to Private Equity“, A John Wiley and Sons Ltd, str. 43-47

ukoliko je vrijednost prevelika, a ne postoji interes ostalih alternativnih investicijskih fondova za sindiciranjem ili u slučaju gdje smatraju da je pre rizično preuzeti poslovanje u cijelosti. Nadalje, generalni partneri fonda moraju opravdati kapital koji su im limitirani partneri povjerali tako da ostvare određene povrate na kojima limitirani partneri inzistiraju. Najčešće se zahtijevana interna stopa povrata kreće između 5 i 15% te je generalnim partnerima dozvoljen manevarski prostor da samostalno pronađu najučinkovitiji način da ostvare navedene iznose.⁴⁵ Fondovi ovog tipa vrlo često počivaju na diverzificiranom pristupu ulaganja gdje nastoje pokriti što je moguće više različitih industrija i tržišta kako bi si umanjili utjecaj eventualnih kriza.

Poslovanje i ulagačke strategije alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala nalik su alternativnim investicijskim fondovima poduzetničkog kapitala te oba modela stavljaju naglasak na diverzifikaciju ulaganja, odnosno rizika. Alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala ne ulažu u mlada poduzeća te im venture capital financiranje nije u interesu. S druge strane, growth capital kao model financiranja je prisutan i u kasnijim fazama poslovnog razvoja te je dio ulagačke strategije alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala. Nadalje, hibridna, mezzanine, ulaganja su vrlo česta s obzirom na to da smanjuju izloženost riziku, a omogućuju ulazak u vlasničku glavnica ukoliko je to u interesu fonda. Uлагаčka strategija na koju se često oslanjaju alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala odnosi se na LBO („Leveraged Buyout“) što se odnosi na investicijsku strategiju koja je velikom većinom financirana dugom, odnosno polugom. Kod navedenog modela financiranja fond se zadužuje te financira preko 80% akvizicije putem kredita očekujući pozitivne prinose na ulaganje koji bi pokrili trošak zaduživanja te ostvarili očekivane prinose i zaradu. LBO je kao strategija iznimno rizična zbog značajne količine duga kojim se investicija financira te ukoliko investicija ne bude profitabilna, fond je izložen i kreditnom i investicijskom riziku. Uz ulaganja u brzorastuća poduzeća, nije neobično da alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala ulažu i u ostale vrste imovina poput nekretnina.⁴⁶

Zadaci generalnih partnera, osim nadzora nad poduzećima u koja su prethodno investirali, sastoje se od konstantnog nadziranja tržišta te traženja novih prilika za investiranje. Prema tome, nije neobično da generalni partneri alternativnih investicijskih fondova rizičnog kapitala učine prvi korak te ponude preuzimanje ili suradnju poduzeću u koje žele investirati. Ponude

⁴⁵ Demaria C. (2010) „Introduction to Private Equity“, A John Wiley and Sons Ltd, str. 56

⁴⁶ Darcmatter [online] 7 Private Equity Strategies Investors Should Know. Dostupno na: <https://blog.darcmatter.com/7-private-equity-strategies-investors-should-know/> [3.7.2019]

moгу biti prijateljske ili neprijateljske, a ukoliko budu prihvaćene, tada fond preuzima udio u poduzeću za što vlasnici poduzeća dobivaju novac. Kako većina zarade limitiranih partnera ne dolazi od prihoda ostvarenih dividendama od poslovanja nego putem kapitalnih dobitaka ostvarenih kupovinom i prodajom poduzeća, često generalni partneri ulažu u poduzeća koja neko vrijeme stagniraju ili ne posluju savršeno jer im to nudi opciju kupovine po manjoj cijeni i veću potencijalnu dobit ukoliko kvalitetno transformiraju poslovanje prije prodaje. Prema tome, dio ulaganja fonda odnosi se na ulaganja u poduzeća koja ne ostvaruju natprosječan rast i samim time ne spadaju u brzorastuća poduzeća, ali u vrijeme koje poduzeće provede u vlasništvu fonda, poslovanje se vrlo često značajno unaprijedi tako da postane brzorastućim poduzećem. U to vrijeme će se poduzeće intenzivno zaduživati, kako na bankovnom tržištu, tako i od sredstava limitiranih partnera kojima je u cilju poboljšati poslovanje društva. Banke će se osjećati sigurnije u financiranju takvih poduzeća znajući da iza poduzeća stoji alternativni investicijski fond te su uvjeti kreditiranja bolji nego što bi bili da kredit diže bez alternativnog investicijskog fonda.⁴⁷

S druge strane, alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala vide prednosti investiranja u brzorastuća poduzeća zbog već dokazanih mogućnosti ostvarivanja natprosječnog rasta. Kod ulaganja u takva poduzeća, u interesu je fonda te generalnih i limitiranih partnera da menadžment koji je upravljao poduzećem do tada i nastavi s poslovanjem jer se pretpostavlja da su i vlasnici ključan čimbenik u ostvarivanju tih stopa rasta. Iz perspektive vlasnika brzorastućih poduzeća u kasnijim fazama razvoja, alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala predstavljaju sponu između financiranja fondovima poduzetničkog kapitala i izlaska na tržište kapitala. Iako posjeduju zavidno iskustvo i povijest uspješnog poslovanja, i dalje nisu u poziciji u kojoj mogu cjelokupno poslovanje financirati isključivo zajmovima banaka. Iz toga proizlazi želja vlasnika za kapitalom alternativnih investicijskih fondova. Zadovolje svoju potrebu za financijskim sredstvima, potiču daljnji rast i razvoj te razvijaju poslovne odnose s vodstvom fonda što im može pomoći prilikom izlaska na burzu.

3.6. Regulirana tržišta kapitala i inicijalna javna ponuda

Nakon što je brzorastuće poduzeće iscrpilo sve opcije financiranja privatnim kapitalom te postalo dovoljno veliko i zadovoljilo potrebne uvjete, poduzeće izlazi na regulirano tržište kapitala odnosno burzu vrijednosnica. Burza vrijednosnih papira je regulirano i uređeno tržište

⁴⁷ A. B. Laffer, W. J. Hass, S. G. Pryor IV (2009) „The private equity edge, how private equity players and the world's top companies build value and wealth“, A John Wiley and Sons Ltd, str. 319-325

vrijednosnih papira koje posluje po strogo određenim pravilima i normama. Burza kapitala je uređeno tržište vlasničkih udjela na kojem direktno mogu sudjelovati samo burzovni mešetari, tj. brokeri. Svima je dozvoljeno trgovanje vrijednosnim papirima na burzama preko brokera, odnosno indirektno, te se cijene dionica na tržištu utvrđuju prema odnosu ponude i potražnje za istom. Kako na burzi sudjeluje velik broj investitora, nužno je da ista bude dobro organizirana uz jasna pravila, norme i regulaciju. U svrhu osiguranja kvalitetne organizacije tržišta kapitala, svaka burza ima pripadajuću klirinšku kuću čiji je osnovni zadatak obavljati organizirani promet vrijednosnim papirima. Uz to, klirinška kuća vodi depozitorij vrijednosnih papira te obavlja poslove namire transakcija na burzi.⁴⁸

Krajnji cilj brojnih brzorastućih poduzeća je izlazak na burzu upravo zbog svoje organiziranosti, količine raspoloživog kapitala i brojnosti investitora. Kroz povijest su organizirana tržišta kapitala bila rezervirana isključivo za najveća poduzeća kako ne bi prevelika moć bila koncentrirana u rukama pojedinaca. S vremenom, a posebno u novije doba, burze su sve otvorenije prema srednje velikom poduzetništvu. Javljaju se brojne inicijative i poticaji kako bi se burze približile i manjim poduzećima, no još uvijek ih demotiviraju visoke pristojbe kotacije na burzi.

Prvi izlazak na burzu, odnosno kada se dionice neke tvrtke po prvi puta prodaju široj investicijskoj javnosti na burzi naziva se inicijalna javna ponuda (IPO – „Initial Public Offering“).⁴⁹ Glavni razlozi zbog kojih društva žele biti uvrštena na burze su poboljšanje tržišne pozicije koju ostvaruju, jačanje strukture društva, ostvarivanja strateških partnerstava s potencijalnim ulagačima, zadovoljstvo zaposlenika koji na taj način mogu dobiti bonuse u dionicama te time postati suvlasnici i sudjelovati u dobiti, ali i razlozi kao što su promidžba, građenje imidža te širenje tržišta. Pravo vrijeme za inicijalnu javnu ponudu ovisi o brojnim faktorima kao što su povoljna kretanja sektora u kojem društvo posluje i ekspanzija na tržištu kapitala što su eksterni faktori te interni poput ostvarivanja pozitivnih poslovnih rezultata, potencijal za širenje te pripremljenost poduzeća na izlazak na burzu. Kako bi se društvo preoblikovalo iz društva s ograničenom odgovornošću u dioničko društvo mora zadovoljiti stroge uvjete burze. Osim što pouzdanost mora imati jasnu unutarnju politiku, srednju razinu menadžmenta i kvalitetne kadrove, mora javno objaviti poslovne izvještaje koje revidira

⁴⁸ S. Orsag (2011) „Vrijednosni papiri Investicije i instrumenti financiranja“ Revicon Sarajevo, str. 26

⁴⁹ S. Orsag (2011) „Vrijednosni papiri Investicije i instrumenti financiranja“ Revicon Sarajevo, str. 80

neovisni ovlaštenu revizor te mora pripremiti opsežan izvještaj u kojem su navedeni glavni segmenti poslovanja tj. prospekt.⁵⁰

U procesu inicijalne javne ponude uključeno je više strana, poduzeće koje izdaje dionice, investitori, odnosno investicijska javnost koja će ulagati u vrijednosne papire, agent izdanja, pokrovitelj izdanja, brokerska kuća, market makeri, pravni savjetnici, investicijske banke, revizori, društva za poslovno savjetovanje, regulatorna tijela države u kojoj je burza, klirinška kuća te sama burza na kojoj se dionice trguju. Cjelokupan proces pripreme izlaska na burzu traje, u prosjeku, 18 do 20 tjedana, a uključuje segmente poput dubinskog snimanja, pisanja prospekta, marketinških aktivnosti, kreiranje knjige upisa te samog izlaska i uvrštenja na burzu. Jednom kada je društvo službeno listano na burzi vrijednosnih papira tada se sva daljnja trgovina vrijednosnim papirima naziva sekundarnim tržištem na kojem investitori mogu prodavati ili kupovati vrijednosnice društva.^{51 52}

Slike 2. i 3. u nastavku osvrću se na kretanje financijskih tržišta te klime inicijalnih javnih ponuda na razini gospodarstva te promatraju razdoblje posljednjeg desetljeća, od siječnja 2010. godine do prvog kvartala 2019. godine. Slika 2. prikazuje kretanje najreprezentativnijih tržišnih indeksa za 3 financijska globalna centra. Indeks Standard & Poor's 500 za tržište SAD-a, Indeks DAX za Njemačko, odnosno europsko tržište te azijsko tržište koje je prikazano Japanskim Nikkei indeksom. Slabi prinosi koji se očituju na tržištima kapitala u prve 3 godine desetljeća još se uvijek smatraju svojevrsnim oporavkom gospodarstva od svjetske financijske recesije iz 2008. godine no kroz cijelo razdoblje, uglavnom, dominira uzlazni trend te je ovo desetljeće jedno od duljih razdoblja ekspanzije na financijskim tržištima. Stabilni makroekonomski podaci, ekspanzija i rast globalnog financijskog tržišta neki su od razloga povećanja broja inicijalnih javnih ponuda koje je trajalo od 2012 do 2017. godine kako prikazuje Slika 3. Tek je u 2018. godini primjetan značajniji pad u broju i vrijednosti inicijalnih javnih ponuda što se pripisuje usporavanju rasta gospodarstva. Isto tako, početak 2019. godine pokazuje slabije rezultate u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine.⁵³

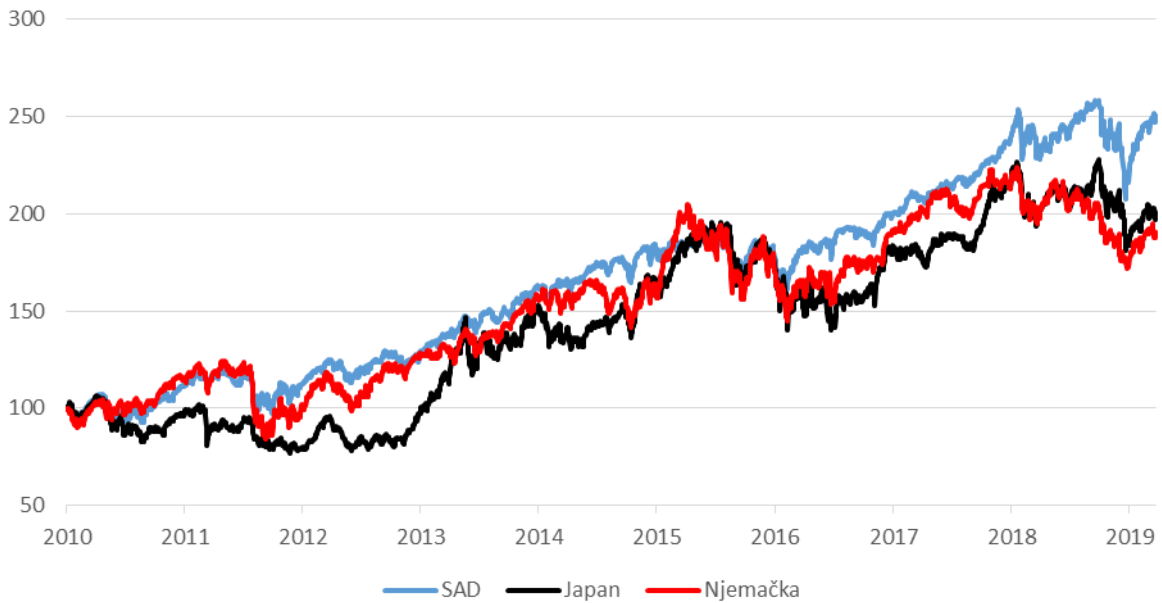
⁵⁰ S. Orsag (2011) „Vrijednosni papiri Investicije i instrumenti financiranja“ Revicon Sarajevo, str. 26

⁵¹ S. Orsag (2011) „Vrijednosni papiri Investicije i instrumenti financiranja“ Revicon Sarajevo, str. 12, 365

⁵² D. Smith (2006) „Zero-to-IPO“ Cambridge Manhatan group, str. 23 - 51

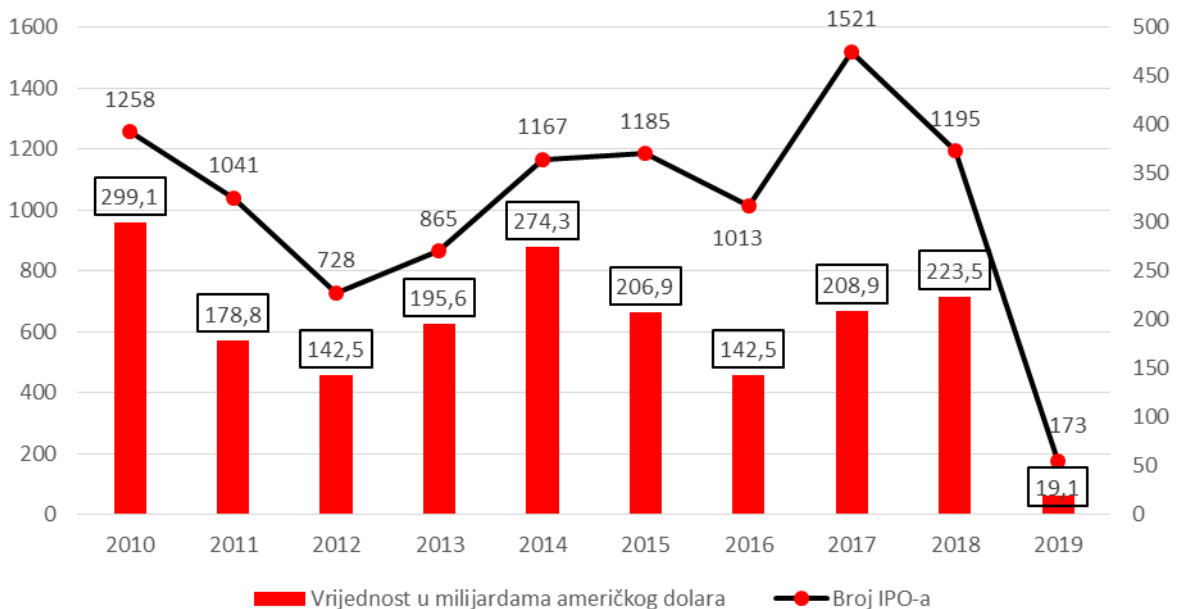
⁵³ A PwC IPO Centre publication Global IPO Watch Q1 2019 [online] dostupno na: <https://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-global-ipo-watch-q1-2019.pdf> [11.6.2019]

Slika 2: Kretanje svjetskih financijskih tržišta u posljednjem desetljeću (2010 = 100)



Izvor: Yahoo finance (online) dostupno na: <https://finance.yahoo.com/> [11.6.2019], obrada autora

Slika 3: Broj IPO-a (lijevo) i njihova vrijednost u milijardama USD (desno) u posljednjem desetljeću



Izvor: A PwC IPO Centre publication Global IPO Watch Q1 2019 (online) dostupno na: <https://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-global-ipo-watch-q1-2019.pdf> [11.6.2019], obrada autora

Na europskom tržištu kapitala se 2015. godine pojavljuje inicijativa Europske Komisije pod nazivom CMU („Capital Markets Union“) koja pred sebe stavlja tri glavna cilja:

- Razvoj diverzificiranijeg financijskog sustava,
- Poticanje razvoja punih kapaciteta tržišta kapitala, te
- Uspostava jedinstvenog kapitalnog tržišta EU micanjem graničnih barijera.

Prema navedenome, zadaća inicijative je u popunjavanju, većinom bankocentričnog, financijskog sustava Europe uvodeći elemente kapitalnih tržišta. Cilj je potaknuti svijest o postojanju kapitalnih tržišta kako bi se intenzivirala ulaganja u dionice, obveznice te ostale vrste vrijednosnih papira. Navodi se kako prosječno kućanstvo u SAD-u 15% ulaganja drži u investicijama s niskim prinosima poput depozita ili državnih obveznica dok je u Europi udio takvih ulaganja 35%. Uz edukaciju šireg građanstva o investicijskim opcijama koje nude tržišta kapitala, inicijativa približava i ostale elemente modernih financijskih sustava poput Fintecha. Nadalje, nastoji se doseći puni kapacitet tržišta kapitala ciljajući pritom na nefinancijska društva među kojima su i brzorastuća poduzeća. U 2007. godini, tek je 7% sredstava za financiranje europskih poduzeća dolazilo s tržišta kapitala te, iako se taj postotak do 2017. godine popeo na 13%, i dalje svjedoči o značajnoj ovisnosti Europskog financijskog sustava o bankama. Od globalne financijske krize sve do danas se klima na financijskim tržištima te na tržištu kapitala u Europi znatno popravila te je sve više nalik na tržište u SAD-u. Iako je napredak nemoguće osporiti, važno je naglasiti da je za napredak odgovoran zapadni dio staroga kontinenta te da zemlje s istoka Europe, CEE („Central and Eastern Europe“) i dalje znatno zaostaju te tržište kapitala nije ni približno veliko niti likvidno kao na zapadu. Konačno, inicijativa Europske Komisije ima za cilj približiti se potpunoj slobodi kretanja kapitala kao jednom od temelja stvaranja Europske Unije te se nadaju to postići jedinstvenim tržištem kapitala kako bi ulaganje i prikupljanje sredstava bilo moguće bez graničnih barijera. Ispunjavanje potencijala tržišta kapitala u EU je nemoguće uz ovako velike razlike na tržištima kapitala između istoka i zapada kontinenta te je to jedan od glavnih razloga ideje. S druge strane, izlazak Ujedinjenog Kraljevstva iz EU će ostaviti EU bez najvažnijeg financijskog centra u Europi, što je još uvijek London, te je u interesu vlasti EU da se tranzicija moći financijskog sustava odvije uz što manje poteškoća i gubitaka. Inicijativa je još uvijek u procesu provođenja i nastajanja, a Ujedinjeno Kraljevstvo je još uvijek dio EU te ostaje vidjeti kakve će utjecaje na financijski sustav EU imati kada se ostvare.⁵⁴

⁵⁴ afme Finance for Europe (2018) Capital Markets Union Measuring progress and planning for success str. 4

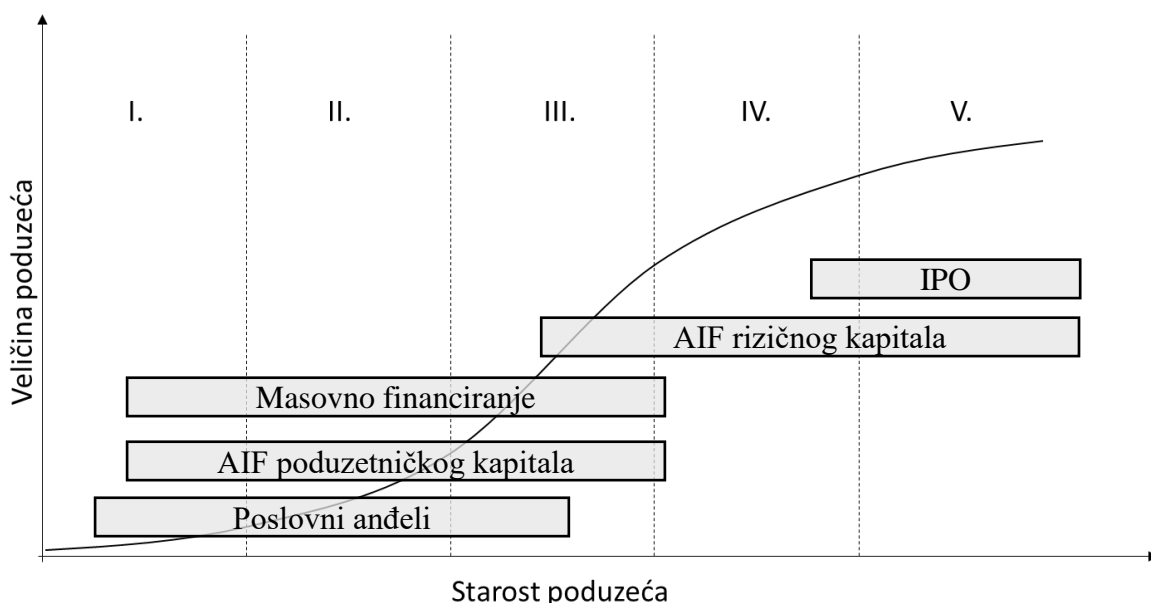
Brojna brzorastuća poduzeća su svoju potragu za financiranjem zaključili na tržištima kapitala inicijalnom javnom ponudom. Za osnivače poduzeća to znači priljev novog kapitala dok ista predstavlja izlaznu strategiju za posrednike koji su ulagali u poduzeće s puno više rizika u ranijim fazama poslovanja poput poslovnih anđela ili alternativnih investicijskih fondova. Izlazak na burzu znači za poduzeće da će u svakom trenutku imati precizno i jasno izraženu vrijednost poduzeća ovisno o vrijednosti dionica na tržištu, a promjena kapitalne strukture otvara mogućnosti jeftinijeg financiranja izdavanjem obveznica koje služe kao alternativa zaduživanju.

4. USPOREDBA RAZLIČITIH OBLIKA FINANCIRANJA BRZORASTUĆIH PODUZEĆA

4.1. Definiranje prednosti i nedostataka različitih oblika financiranja

Modeli financiranja brzorastućih poduzeća se uvelike razlikuju međusobno, ali svim ulagačima je zajedničko ulaganje financijskih sredstava u poduzeće uz očekivane povrate na investiciju. Iz razlika koje međusobno imaju različiti modeli financiranja proizlaze prednosti i nedostaci svakog od modela, kako za investitore tako i za vlasnike brzorastućeg poduzeća. Najznačajnije razlike proizlaze iz specijalizacije pojedinih oblika financiranja za brzorastuća poduzeća u određenoj fazi poslovnog razvoja. Slika 4. prikazuje 5 poslovnih faza razvoja poduzeća te optimalan model financiranja za pripadajuću fazu. Vlasnici brzorastućih poduzeća u ranoj fazi imaju više opcija za pronalazak adekvatnog oblika financiranja s obzirom na to da poslovni anđeli, alternativni investicijski fondovi poduzetničkog kapitala i platforme za masovno financiranje imaju slične strategije ulaganja, a u kasnijim fazama kako se povećava zahtijevani iznos ulaganja, opcije se smanjuju te je izbor uglavnom između alternativnih tržišta rizičnog kapitala te inicijalne javne ponude.

Slika 4: Oblik financiranja brzorastućih poduzeća u poslovnim fazama



Izvor: Harvard Business Review, obrada autora

Nadalje, svaki oblik financiranja brzorastućih poduzeća ostvaruje stratešku prednost u odnosu na ostale modele u nekom od područja. Kako bi ostvarili navedenu stratešku prednost, moraju se diferencirati te posebnim vještinama, razumijevanjem industrije ili širinom ponude financijskih sredstava nametnuti se kao bolja opcija za izvor financijskih sredstava.

4.1.1. Strateško partnerstvo s poslovnim anđelima

Ranije faze poslovnog razvoja brzorastućih poduzeća nose sa sobom najviše izazova iz razloga što samo novčana sredstva nisu jedino što je potrebno za daljnji razvoj. Poslovni anđeli su među prvima koji se upuštaju u investiciju u tako ranim fazama te je osnovna prednost za poslovnog anđela potencijal rasta poduzeća u koje ulaže.⁵⁵

Poslovni anđeli ne odgovaraju nikome za svoje investicijske odluke te su sve odluke isključivo njihove osobne isto kao što su i financijska sredstva koja ulažu njihova. Obzirom da su sva sredstva iz vlastitog bogatstva poslovnog anđela, nema unaprijed određeni zahtijevani povrat niti određeni horizont ulaganja te može provesti neograničeno mnogo godina kao strateški partner. Isto tako, zakonskih niti pravnih ograničenja nema što znači da je ugovor između poslovnih anđela i vlasnika vrlo fleksibilan i ovisi isključivo o tome kako se dvije suprotstavljene strane dogovore. Gledano iz perspektive vlasnika brzorastućeg poduzeća koji se obraća poslovnim anđelima za eventualna financiranja, nerijetko se veći naglasak stavlja na nefinancijski dio sporazuma, odnosno na sva tehnička i poslovna savjetovanja koja poslovni anđeli donose poduzeću. Od poslovnih anđela očekuje se aktivno sudjelovanje u poslovanju brzorastućeg poduzeća, donošenju odluka, ispravljanja pogrešaka u poslovanju i poticanje daljnjeg rasta.⁵⁶

Izuzetno je zahtjevno pronaći poslovnog anđela u industriji u kojoj posluje brzorastuće poduzeće stoga postoji mogućnost da poslovni anđeo neće moći pridonijeti poslovanju u očekivanoj mjeri. S druge strane, ograničena količina kapitala kojeg poslovni anđeli imaju predstavlja najčešći nedostatak u financiranju brzorastućih poduzeća ovim modelom. Brzorastuća poduzeća, nerijetko, trebaju i nekoliko milijuna dolara kroz periode od 3 do 5 godina kako bi dosegli dovoljnu veličinu tržišta te kako bi počeli ostvarivati dobit. Nema mnogo poslovnih anđela koji mogu podnijeti ovako intenzivna ulaganja te se često pomoć poslovnih

⁵⁵ Demaria C. (2010) „Introduction to Private Equity“, A John Wiley and Sons Ltd, predgovor

⁵⁶ Demaria C. (2010) „Introduction to Private Equity“, A John Wiley and Sons Ltd, predgovor

anđela zaustavlja na inicijalnom ulaganju ili na ulaganjima serije A. U tom slučaju brzorastuće poduzeće nastavlja s prikupljanjem investicija kod ostalih oblika investitora na tržištu.

4.1.2. Brojnost investitora masovnog financiranja

Masovno financiranje se uvelike preklapa s financiranjem preko poslovnih anđela i alternativnim investicijskim fondovima poduzetničkog kapitala. Investitori se češće odlučuju za platforme masovnog financiranja nego za ostale modele jer su mnogo fleksibilniji i pristupačniji. Nerijetko nema minimalnog ograničenja za količinu uloženi sredstava te svi mogu sudjelovati sa svega nekoliko dolara što znači da nisu uključeni samo vrlo bogati pojedinci kao što su u slučaju poslovnih anđela i alternativnih investicijskih fondova. Na razvijenijim tržištima Zapadne Europe te SAD-a, platforme za masovna financiranja sastoje se od tisuća investitora različitih investicijskih motiva i različitog bogatstva što znači da su dostupni svima te svima pružaju priliku za ulaganje.

Vlasnici brzorastućih poduzeća okreću se prema platformama za masovna financiranja kako bi širokoj investicijskoj javnosti predstavili i promovirali svoj proizvod, poslovni model, ali i sebe kao inovatore. Platforme za masovno financiranje pružaju veliku količinu financijskih sredstava što omogućuje vlasnicima brzorastućeg poduzeća da imaju i nekoliko dokapitalizacija na istoj platformi uz dogovorene uvjete. Svaki ulagač na platformi je odgovoran za svoj uloženi iznos te se može povući iz ulaganja u bilo kojem trenutku uz uvjet da ima kome prodati svoj udio. Takav poslovni model masovnog financiranja osigurava veliku razinu likvidnosti neovisno o preferencijama pojedinih ulagača jer se pretpostavlja da će ostali ulagači popuniti ostatak iznosa. Nadalje, brojni investitori na platformama za masovna financiranja sudjeluju s većim iznosima te se takvi pojedinci mogu istaknuti i kao značajniji partneri u poslovanju brzorastućih poduzeća te se mogu postaviti u ulogu sličnu onoj koju imaju poslovni anđeli. Uz to, brzorastuća poduzeća ostvaruju i prednosti putem uključivanja u široku poslovnu mrežu i poslovno-partnerske odnose koje brojni investitori imaju širem tržištu.⁵⁷

Platforme za masovna financiranja posluju prema strogo određenim internim pravilima koja mogu sadržavati iznimno rigidne zahtjeve prema kojima vlasnici nemaju prava na prikupljena sredstva ukoliko nisu uspjeli sakupiti cjelokupan iznos koji su planirali kao što je na

⁵⁷ C. H. Green (2014) *Banker's Guide to New Small Business Finance* venture deals, crowdfunding, private equity and technology, A John Wiley and Sons Ltd, str. 135-150

najpopularnijoj platformi, Kickstarter.⁵⁸ Nadalje, neki od nedostataka masovnog financiranja uključuju potencijalne sukobe ciljeva među investitorima koji se mogu pretočiti u poteškoće u poslovanju te nedovoljna uključenost investitora u operativno poslovanje brzorastućeg poduzeća koja posebno dolazi do izražaja kod ranijih investicija.

4.1.3. Institucionalni investitori

Alternativni investicijski fondovi predstavljaju institucionalne investitore koji posluju prema striktnim internim pravilima te iako se alternativni investicijski fondovi rizičnog i poduzetničkog kapitala uvelike razlikuju prema poslovnoj fazi u kojoj investiraju u brzorastuća poduzeća, i dalje dijele većinu prednosti i nedostataka. Obzirom na to da društva koja upravljaju fondovima prikupljaju novac od imućnih pojedinaca, velikih poduzeća, drugih fondova i financijskih tržišta, vrlo je uzak krug subjekata koji mogu sudjelovati kao investitori, ali rijetki koji sudjeluju donose svoje vrlo bogato iskustvo te pozamašne iznose sredstava.

Upravo su, gotovo neograničeni, izvori sredstava najznačajnija prednost alternativnih investicijskih fondova što se posebice odnosi na alternativne investicijske fondove poduzetničkog kapitala s obzirom na to da se isti uključuju u vlasničku strukturu mnogo ranije. Ta velika ponuda financijskih sredstava može pomoći mladom, brzorastućem poduzeću da od osnutka do izlaska na burzu sve serije dokapitalizacije dobiju putem navedenih fondova. Alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala imaju još jednu značajnu prednost koja se odnosi na pripremu brzorastućeg poduzeća za inicijalnu javnu ponudu. Za vlasnike brzorastućih poduzeća prednost je imati nekoga na svojoj strani sa značajnim iskustvom.⁵⁹

Iako alternativni investicijski fondovi prednjače po količini novca koje mogu ponuditi, generalni partneri su odgovorni za ostvarenje prinosa koje pred njih postave limitirani partneri. Za brzorastuća poduzeća to može imati negativne posljedice ukoliko se generalni partneri više posvećuju izlaznoj strategiji nego zdravom, organskom rastu poduzeća. Horizont ulaganja i izlazna strategija koja odgovara alternativnim investicijskim fondovima se ne mora nužno slagati s onime što je najbolje za brzorastuće poduzeće. S druge strane, brzorastuća poduzeća u ranijoj fazi ne mogu očekivati od alternativnih investicijskih fondova razinu savjetovanja i operativnih uputa kao što je to kod poslovnih anđela, a u kasnijim fazama poslovanja

⁵⁸ W Keaton [online] Crowdfunding. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/c/crowdfunding.asp> [12.6.2019]

⁵⁹ A. B. Laffer, W. J. Hass, S. G. Pryor IV (2009) „The private equity edge, how private equity players and the world's top companies build value and wealth“, A John Wiley and Sons Ltd, str. 319-325

alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala često inzistiraju na mjesto u Upravi poduzeća što može stvoriti nesuglasice i potencijalne smetnje u poslovanju.⁶⁰

4.1.4. Uređena tržišta kapitala

Brzorastuća poduzeća u završnim fazama poslovnog razvoja sakupila su dovoljno iskustva, kapitala te su prisutni na dovoljno velikom tržištu što im omogućuje tranziciju iz društva s ograničenom odgovornošću na dioničko društvo. Sa strane ponude kapitala na tržištu mogu sudjelovati svi koji imaju pristup tržištu, odnosno, svi s brokerskim računom. Prilikom listanja brzorastućih poduzeća na burzu inicijalnom ponudom kapitala, za investitore se otvara potencijalna mogućnost profitabilnog ulaganja koje se nastavlja i na sekundarnom tržištu.

Brzorastućim poduzećima burza otvara vrata prema velikim količinama novca te ujedno predstavlja i završnu etapu u financiranju. Nakon inicijalne javne ponude mogu iznova prodavati dionice na tržištu, zaduživati se izdavanjem obveznica na financijskom tržištu ili se okrenuti tradicionalnijim metodama kao što su sredstva posuđena od poslovnih banaka. Brzorastuća poduzeća ove veličine ne zahtijevaju dodatno poslovno savjetovanje investitora, a u isto vrijeme se ne moraju odreći jednog od mjesta u Upravi kao što bi bio zahtjev alternativnih investicijskih fondova. Isto tako, brzorastuća poduzeća ne ovise o horizontu ulaganja investitora obzirom na to da je svaki investitor u mogućnosti prodati svoje udjele u brzorastućem poduzeću na sekundarnom tržištu. Uz pretpostavku zadovoljavajuće likvidnosti.⁶¹

Kao nedostatak izlaska na burzu spominju se regulatorna ograničenja te volatilnost. Iako se detaljnija regulacija poslovanja može pokazati i kao pozitivnom promjenom, ona predstavlja dodatan trošak za brzorastuće poduzeće koje mora plaćati naknade za mjesto na burzi što može iznositi i do nekoliko milijuna eura te za detaljnije revizorske kontrole koje nameće zakonodavstvo.⁶² Nadalje, izlazak na burzu može biti negativno iskustvo za brzorastuća poduzeća ukoliko inicijalna javna ponuda ne bude na stabilnom i likvidnom tržištu. Navedeno se uglavnom odnosi na financijska tržišta država u razvoju koje se očituju kroz volatilnost cijene te nedovoljno stabilne likvidnosti tržišta.

⁶⁰ A. B. Laffer, W. J. Hass, S. G. Pryor IV (2009) „The private equity edge, how private equity players and the world's top companies build value and wealth“, A John Wiley and Sons Ltd, str. 150-152

⁶¹ S. Orsag (2011) „Vrijednosni papiri Investicije i instrumenti financiranja“ Revicon Sarajevo, str. 117

⁶² D Gruttaro [online] How to Get a Seat on the Stock Exchange. Dostupno na: <https://careertrend.com/how-to-get-a-seat-on-the-stock-exchange-13644275.html> [13.6.2019]

4.1.5. Usporedba i pregled različitih modela financiranja

Tablica 1. u nastavku prikazuje sažete prednosti i nedostatke različitih modela financiranja brzorastućih poduzeća.

Tablica 1: Usporedba različitih modela financiranja

Model Kriteriji	Poslovni anđeli	Alternativni investicijski fondovi poduzetničkog kapitala	Masovno financiranje	Alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala	Inicijalna javna ponuda
Sudjelovanje u poslovanju	Iznimno visoko	Neznačajno	Umjereno	Neznačajno	Nema
Količina raspoloživih sredstava	Ograničena ponuda novca <500.000 €	Značajno, do 10.000.000 €	Značajno, ovisi o interesu investitora	Gotovo neograničeno	Neograničeno
Ograničenja	Nema	Interni kriteriji fonda	Ovisno o platformi	Interni kriteriji fonda	Ograničenja na razini Zakona
Horizont ulaganja	Preferencija investitora	5 – 7 godina	Preferencija investitora	do 15 godina	Preferencija investitora
Izlazna strategija	Prodaja udjela alternativnim fondovima ili realni sektor	Prodaja udjela na financijskom tržištu ili realni sektor	Prodaja udjela alternativnim fondovima ili realni sektor	Prodaja udjela na financijskom tržištu ili realni sektor	Sekundarno tržište

Izvor: Obrada autora

4.2. Faktor rizika pri financiranju brzorastućih poduzeća

Ulaganje u brzorastuća poduzeća iznimno je rizičan oblik poslovanja gdje je rizik definiran kao varijanca mogućih ishoda u danoj situaciji u budućnosti dok u užem, osigurateljnem smislu, predstavlja vjerojatnost odstupanja od očekivanih materijalnih i nematerijalnih šteta.⁶³ Rizik je sastavni dio poslovanja, pa tako i sastavni dio ulagačkih i investicijskih aktivnosti prisutnih u financiranju brzorastućih poduzeća. Rizik koji na sebe preuzimaju osnivači brzorastućih poduzeća predstavlja osobne, subjektivne rizike kao što su gubitak posla i primanja, reputacijski rizik, ali i financijski rizik ukoliko se financiraju dugovima gdje postoji vjerojatnost da neće biti u stanju vratiti kredit banci.

Pri ulaganju u brzorastuća poduzeća, financijski rizik uglavnom snose ulagači koji svojim sredstvima, ili sredstvima kojima upravljaju donose odluke o investicijama koje podrazumijevaju preuzimanje rizika. Brzorastuća poduzeća često imaju vrlo neizvjesnu budućnost te je ista neizvjesnija što je poduzeće mlađe. Dakle, investicije u ranijim fazama poslovnog razvoja su rizičnije od onih u kasnijim. Ishod transakcije uvelike ovisi o averziji prema riziku potencijalnih investitora, ali i o valuacijskim metodama koje primjenjuju investitori prilikom ulaganja u brzorastuća poduzeća. Što točnija valuacija poduzeća usmjerava transakciju u pravome smjeru, odnosno prema onom iznosu novca kojeg je investitor voljan uložiti te onog dijela udjela kojeg su se vlasnici spremni odreći u zamjenu za novac.⁶⁴

4.2.1. Osnovne metode valuacija

Uspješna i točna valuacija brzorastućeg poduzeća može smanjiti investitorovu izloženost riziku. Ukoliko je vrijednost precijenjena, dolazi do opasnosti da investitor nikada ne dobije svoj povrat uložena, a transakciju je vrlo teško realizirati ukoliko je ista podcijenjena. Neovisno o fazi poslovnog razvoja u kojoj se društvo nalazi, postoje 3 osnovne vrste procjene vrijednosti kompanije:^{65, 66}

- Metoda usporedivih transakcija,
- Metoda usporedivih poduzeća, te

⁶³ D. Jakovčević (2019), Osiguranje i rizici, nastavni materijali

⁶⁴ M. Brännback, A. L. Carsrud, N. Kiviluoto (2014) „Understanding the Myth of High Growth Firms The Theory of the Greater Fool“, Springer, str. 21

⁶⁵ S. Orsag (2011) „Vrijednosni papiri Investicije i instrumenti financiranja“ Revicon Sarajevo, str. 372 – 400

⁶⁶ T. Copeland, T. Koller, T. Murrin (2000) „Valuation measuring and managing the value of companies“ third edition, McKinsey & Company, Inc.

- Metoda diskontiranog novčanog tijeka, odnosno DCF metoda.

4.2.1.1. Metoda usporedivih transakcija^{67, 68}

Metoda usporedivih transakcija počiva na usporedbi cijena po kojima su se odvijale transakcije sličnoga tipa u prošlosti, izračun multiplikatora koji se potom primjenjuju na poduzeće koje je predmetom transakcije kako bi se izračunala vrijednost. Metoda se sastoji od 5 koraka:

- Odabir usporedivih transakcija,
- Izvlačenje financijskih informacija vezanih uz transakciju,
- Izračun financijskih pokazatelja, odnosno multiplikatora,
- Usporedba pokazatelja i isključivanje velikih odstupanja iz uzorka, te
- Primjena izračunatih multiplikatora na brzorastuće poduzeće.

Spomenuta metoda je relativno jednostavna, uspoređuje poduzeće sa sličnim transakcijama unutar industrije te računa transakcijsku premiju, ali se poteškoće ističu pri pronalasku podataka te svakoj se transakciji treba pristupiti zasebno s obzirom na to da ne postoje dvije identične transakcije na tržištu.

4.2.1.2. Metoda usporedivih poduzeća^{69, 70}

Metoda usporedivih poduzeća temelji se na usporedbi brzorastućeg poduzeća sa sličnim poduzećima unutar iste industrije te približno jednake veličine. Kao i prethodna, metoda usporedivih poduzeća, također počiva na 5 koraka:

- Odabir usporedivih poduzeća,
- Izvlačenje financijskih informacija vezanih uz poduzeće,
- Izračun financijskih pokazatelja, odnosno multiplikatora,
- Usporedba pokazatelja i isključivanje velikih odstupanja iz uzorka, te
- Primjena izračunatih multiplikatora na brzorastuće poduzeće.

⁶⁷ S. Orsag (2011) „Vrijednosni papiri Investicije i instrumenti financiranja“ Revicon Sarajevo, str. 372 – 400

⁶⁸ T. Copeland, T. Koller, T. Murrin (2000) „Valuation measuring and managing the value of companies“ third edition, McKinsey & Company, Inc.

⁶⁹ S. Orsag (2011) „Vrijednosni papiri Investicije i instrumenti financiranja“ Revicon Sarajevo, str. 372 – 400

⁷⁰ T. Copeland, T. Koller, T. Murrin (2000) „Valuation measuring and managing the value of companies“ third edition, McKinsey & Company, Inc.

Metoda usporedivih poduzeća najčešća je metoda koja se koristi pri procjeni vrijednosti zbog svoje jednostavnosti, zbog ocrtavanja realne slike na tržištu te usporedbe sa sličnim poduzećima na tržištu. S druge strane, nedostaci metode leže u tome što naglašava kratkoročne efekte poslovanja, ne uzima u obzir transakcijsku premiju, a podaci o društvima često nisu dostupni.

4.2.1.3. Metoda diskontiranog novčanog tijeka^{71, 72}

Procjena vrijednosti poduzeća koja se temelji na metodi diskontiranja slobodnih novčanih tijekova polazi od pretpostavke da je sadašnja vrijednost poduzeća jednaka vrijednosti svih novčanih tijekova poduzeća diskontiranih na sadašnju vrijednost. Za procjenu putem ove metode potreban je poslovni plan koji se najčešće izrađuje na period od 5 godina te diskontna stopa, odnosno prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC, „weighted average cost of capital“). Metoda se sastoji od 3 koraka:

- Projekcija slobodnog novčanog tijeka za narednih 5 godina:

Dobit prije kamata i poreza

- porezi

= neto operativna dobit nakon poreza

+ amortizacija

- kapitalna ulaganja

- smanjenje/(povećanje) neto obrtnog kapitala

= slobodni novčani tijek,

- Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala koji se računa kao:

$$\text{WACC} = \text{trošak duga nakon poreza} * \% \text{duga u ukupnoj strukturi kapitala} + \text{trošak kapitala} * \% \text{kapitala u ukupnoj strukturi duga. te,}$$

- Diskontiranje i određivanje sadašnje vrijednosti.

Metoda se odnosi isključivo na društvo koje je predmetom transakcije te reflektira poslovni model što je uz fleksibilnost najznačajnija prednost modela. S druge strane, model se zasniva na mnogo pretpostavki te o točnosti poslovnog plana koje je podložno subjektivnim procjenama.

⁷¹ S. Orsag (2011) „Vrijednosni papiri Investicije i instrumenti financiranja“ Revicon Sarajevo, str. 372 – 400

⁷² T. Copeland, T. Koller, T. Murrin (2000) „Valuation measuring and managing the value of companies“ third edition, McKinsey & Company, Inc.

4.2.2. Zaštita od rizika

Kako investicije u brzorastuća društva spadaju u kategoriju špekulativnih investicijskih rizika nemoguće ih je osigurati kod društva za osiguranje te na taj način umanjiti rizik nego investitori u potpunosti prihvaćaju potencijalne rizike i gubitak imovine. Institucionalne zaštite od rizika nema, ali se na pojedinačnoj razini mogu, pravnim putem, ugovoriti određeni uvjeti kojima investitor može utjecati na transakciju i time si umanjiti izloženost riziku. Iako postoje određene mogućnosti za umanjenje rizika, i dalje je najvažnije biti što precizniji s procjenom vrijednosti kako bi se izloženost riziku što više smanjila te kako bi pronašli odgovarajući iznos koji bi zadovoljio obje strane u transakciji. Svaka od metoda valuacije ima svoje prednosti i nedostatke te je, u svrhu umanjenja rizika, preporučljivo koristiti sve tri metode prilikom procjene vrijednosti. Na taj se način investitor osigurava da je cijena transakcije dobro provjerena te da ocrta situaciju na tržištu kao i potencijal konkretnog poduzeća koje je predmetom transakcije.

S druge strane, investitori imaju opciju smanjiti relativni rizik ulaganjem kroz neki od oblika sindiciranja gdje dva ili više investitora, po unaprijed utvrđenim uvjetima, ulažu u brzorastuće poduzeće. Prema tome, masovno financiranje nosi sa sobom manje rizike po investitoru nego što je to slučaj kod poslovnih anđela.

5. MOGUĆNOSTI I OPCIJE FINANCIRANJA BRZORASTUĆIH PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ

5.1. Pregled hrvatskog tržišta financiranja brzorastućih poduzeća

Republika Hrvatska je malo i izrazito bankocentrično gospodarstvo gdje približno 74% ukupne aktive financijskih institucija otpada na kreditne institucije.⁷³ Sudeći prema udjelu kreditnih institucija u financijskom sustavu, za zaključiti je kako brzorastuća poduzeća nemaju mnogo opcija van zaduživanja kako bi se financirala. Premda je dominantna prevlast kreditnih institucija kao opcija u financiranju brzorastućih poduzeća, s rastom broja brzorastućih poduzeća rastu i opcije financiranja istih.

5.1.1. Brzorastuća poduzeća u Hrvatskoj

U Hrvatskoj je u 2017. godini poslovalo sveukupno 121.878 poduzeća od čega je:⁷⁴

- 109.296 mikro poduzeća,
- 10.756 malih poduzeća,
- 1.398 srednje velikih poduzeća, te
- 428 velikih poduzeća.

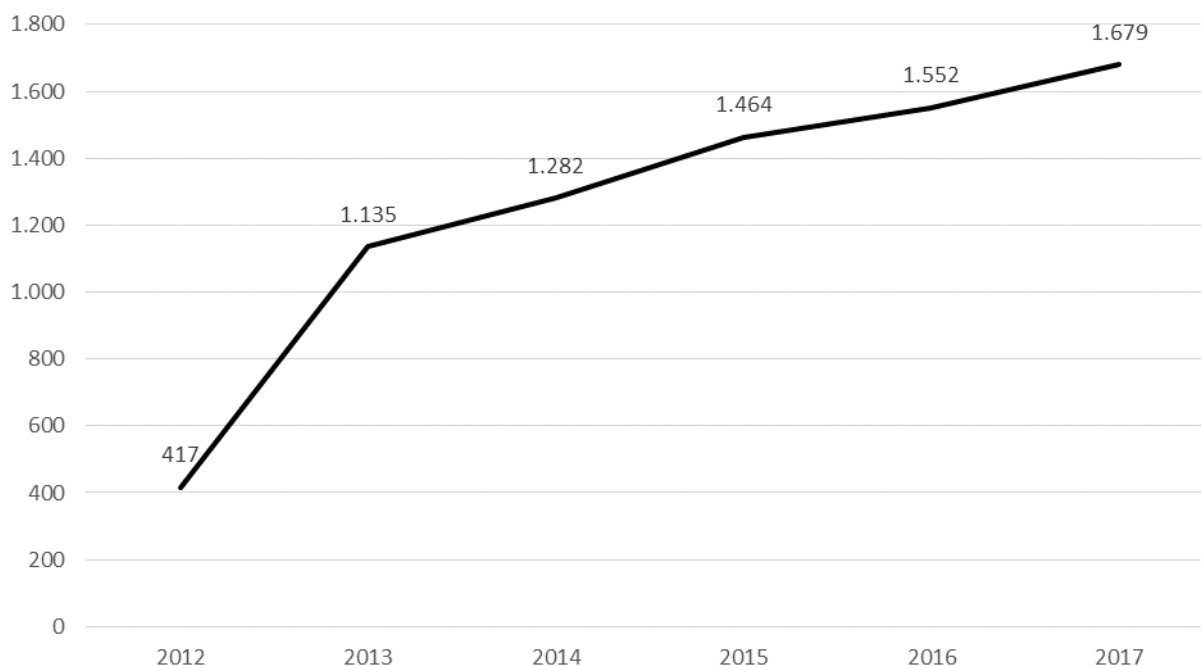
Od navedenog broja poduzeća u Hrvatskoj, njih 1.679 je okarakterizirano kao brzorastuća poduzeća prema kriteriju godišnjeg rasta poslovanja od 10 i više posto te broju zaposlenika koje primjenjuje Eurostat.⁷⁵ Slika 5. u nastavku prikazuje kretanje broja brzorastućih poduzeća u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2012. do 2017. godine.

⁷³ A. Stojanović, J. Krišto (2015) „Učinkovitost financijske strukture i razvoj unije tržišta kapitala“, str. 15

⁷⁴ Poslovna Hrvatska [online], Dostupno na: www.poslovnahrvatska.hr [17.6.2019.]

⁷⁵ Eurostat [online] „High growth enterprises (growth by 10% or more) and related employment by NACE Rev. 2“. Dostupno na: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?query=BOOKMARK_DS-372181_QID_521EE3E3_UID_-3F171EB0&layout=TIME.C.X,0;GEO.L.Y,0;NACE_R2.L,Z,0;INDIC_SB.L,Z,1;INDICATORS.C,Z,2;&zSelection=DS-372181INDIC_SB.V11960;DS-372181NACE_R2.B-N_S95;DS-372181INDICATORS_OBS_FLAG;&rankName1=INDICATORS_1_2_-1_2&rankName2=INDIC-SB_1_2_-1_2&rankName3=NACE-R2_1_2_-1_2&rankName4=TIME_1_0_0_0&rankName5=GEO_1_2_0_1&sortC=ASC_-1_FIRST&rStp=&cStp=&rDCh=&cDCh=&rDM=true&cDM=true&footnes=false&empty=false&wai=false&time_mode=ROLLING&time_most_recent=true&lang=EN&cfo=%23%23%23%2C%23%23%23.%23%23%23 [17.6.2019.]

Slika 5: Broj brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj



Izvor: Eurostat, lipanj 2019, obrada autora

Kako je prikazano na Slici 5., vidljivo je da broj brzorastućih poduzeća kontinuirano raste te da je trenutno na najvišim razinama u promatranom razdoblju. Nadalje, Tablica 2. uspoređuje podatke o Hrvatskom tržištu brzorastućih poduzeća s državama članicama Europske Unije s Istoka Europe koje su, povijesno, veličinom i gospodarskom strukturom, mnogo sličnije Hrvatskoj od Zapadnih zemalja te predstavljaju bolju usporedbu.

Tablica 2: Pregled brzorastućih poduzeća u Europi

Država	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Populacija u milijunima	Godina pridruženja EU
Bugarska	2.718	2.854	2.822	2.838	2.986	3.061	7,1	2007.
Češka	4.970	4.470	3.090	3.981	4.255	4.506	10,5	2004.
Cipar	230	46	70	48	102	160	0,9	2004.
Estonija	430	612	551	532	513	513	1,3	2004.
Hrvatska	417	1.135	1.282	1.464	1.552	1.679	4,1	2013.
Latvija	1.000	1.208	1.131	1.054	1.117	1.166	1,9	2004.
Litva	1.858	2.151	1.798	1.850	1.787	2.065	2,8	2004.
Mađarska	3.041	3.186	3.497	3.872	4.049	3.916	9,8	2004.
Malta	173	203	256	251	350	286	0,4	2004.
Poljska	8.478	7.758	9.377	10.107	11.795	12.910	37,9	2004.
Rumunjska	1.255	1.319	1.221	1.170	1.568	1.538	19,6	2007.
Slovačka	2.015	1.561	1.664	1.817	2.000	1.842	5,4	2004.
Slovenija	546	570	532	628	807	972	2,0	2004.

Izvor: Eurostat, lipanj 2019, obrada autora

Hrvatskih 1.679 brzorastućih poduzeća u skladu su s prosjekom promatranih 13 zemalja gdje je Hrvatska sedma po broju brzorastućih poduzeća što je pomak za jedno mjesto prema gore u usporedbi s 2016. godinom. Nadalje, broj brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj bilježi rast od 8,18% u 2017. godini u odnosu na godinu ranije što je više od prosjeka EU-28 koji je za isto razdoblje iznosio 6,21%. Navedenih 1.679 brzorastućih poduzeća detaljnije je razrađeno u Tablici 3. gdje je prikazana razrada poduzeća prema industriji u kojoj se nalaze po NACE_Rev2 kodu.

Tablica 3: Brzorastuća poduzeća prema industriji u 2017. godini

Broj	Industrija	Broj brzorastućih poduzeća	Udio
1	Proizvodnja	469	27,9%
2	Veleprodaja i maloprodaja robe, osim motornih vozila	350	20,8%
3	Građevina	231	13,8%
4	Smještaj i usluga hrane	156	9,3%
5	Prijevoz i skladištenje	116	6,9%
6	Profesionalne usluge, znanost i tehničke aktivnosti	108	6,4%
7	Informatičke i telekomunikacijske usluge	92	5,5%
8	Administrativne usluge i usluge podrške	85	5,1%
9	Opskrba vodom	34	2,0%
10	Usluge tržišta nekretninama	16	1,0%
11	Financijske usluge i usluge osigurnaja	14	0,8%
12	Električna energija i plin	4	0,2%
13	Rudarenje	3	0,2%
14	Djelatnosti popravaka osobnih računala	1	0,1%
Ukupno		1.679	100%

Izvor: Eurostat, lipanj 2019, obrada autora

Podaci Eurostata o brzorastućim poduzećima u Hrvatskoj za 2017. godinu prikazuju kako su 3 djelatnosti, proizvodnja, veleprodaja i maloprodaja te građevinski sektor odgovorni za preko 60% od ukupnog broja brzorastućih poduzeća koja bilježe trogodišnji rast veći od 10%. Nadalje, podaci svjedoče i o tome da brzorastuća društva mogu poslovati u svim industrijama te da nisu limitirana isključivo na visokotehnološki sektor. S druge strane, podaci koje Eurostat prikazuje ne uključuju rane faze poslovnog razvoja obzirom na to da nemaju trogodišnje poslovanje te poduzeća s manje od 10 zaposlenih te se može zaključiti kako je stvaran broj brzorastućih poduzeća veći od 1.679, a samim time je i veća potražnja za dodatnim izvorima financiranja.

5.1.2. Mogućnosti za financiranje brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj

Poduzeća u Republici Hrvatskoj nisu dužna navoditi detaljne opise o izvorima financiranja koja dobivaju putem kredita, poslovnih anđela ili fondova te se takvi podaci mogu smatrati poslovnim tajnama koje nikada ne dospiju u javnost. Prema tome, takvih, javno dostupnih, podataka iznimno je malo te je nemoguće sa sigurnošću odrediti načine financiranja svih brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj. Obzirom na to da Hrvatska brzorastuća poduzeća posluju u gotovo svim industrijama te da ne postoji dovoljno raširena mreža alternativnih načina financiranja kako bi se na taj način financirala sva brzorastuća poduzeća, može se zaključiti kako se većina brzorastućih poduzeća financira iz zadržane dobiti ili kreditima poslovnih banaka. Usprkos navedenome trendu, Hrvatska ima razvijenu mrežu alternativnih izvora financiranja koju koriste brojna brzorastuća poduzeća.

5.1.2.1. Poslovni anđeli u Hrvatskoj⁷⁶

Poslovni anđeli su najfleksibilniji oblik alternativnog financiranja gdje gotovo svaka imućnija osoba može postati poslovni anđeo bez posebno određenih uvjeta. Iako je ovaj model financiranja fleksibilan i samostalan, poslovni anđeli u Hrvatskoj organizirani su u mrežu poslovnih anđela CRANE (Croatian Business Angels Network) koja je dio Europske mreže poslovnih anđela, EBAN.

CRANE posluje u Hrvatskoj od 2008. godine kao neprofitna udruga kojoj je cilj poticati malo i srednje poduzetništvo, a od osnutka do kraja 2018. godine ukupno je uloženo preko 35 milijuna kuna u različite projekte i poduzeća. Sudjeluju u svim aktivnostima koje su tipične za poslovne anđele u svijetu te ih primjenjuju na hrvatsko tržište poduzeća u ranijim fazama poslovnog razvoja. Prema dosadašnjim iskustvima, najčešći ulozi poslovnih anđela u poduzeća kreću se u rasponu od 10 do 150 tisuća eura te predstavljaju isključivo ulaganja u vlasničku glavniciu.

Članom udruge mogu postati samo istaknuti uspješni poduzetnici koji imaju vremena i financijskih sredstava kako bi uspješno mogli pomagati poduzeću u koje ulažu. Trenutni predsjednik udruge CRANE je Davorin Štetner koji uz članove Uprave Davora Tremca i Zdravka Novosela te istaknute članove Sašu Cvetojevića, Hrvoja Prpića, Damira Mujića čini glavninu udruge.

⁷⁶ Croatian Business Angels Network [online], Dostupno na: <http://crane.hr/> [20.6.2019]

Od osnutka 2008. godine pa sve do danas CRANE je sudjelovao u osnivanju i investiranju u nekoliko desetaka poduzeća poput offSpace, koja je bila prva investicija, sve do Entrio, Trillanium, KreatorTV te brojnih drugih. Kao korake za budućnost CRANE naglašava kretanje prema povećanju suradnje s EBAN-om i ostalim mrežama poslovnih anđela u Europi.

5.1.2.2. Masovna financiranja u Hrvatskoj

Platforme za masovna financiranja u Hrvatskoj nisu česte te navedeni oblik financiranja, za sada, nije pobudio značajnije zanimanje investitora. Prva hrvatska platforma za masovno financiranje s naglaskom na financiranje poduzetničkih, infrastrukturnih i društveno korisnih projekata, a posebno one koji konkuriraju za sufinanciranje putem EU projekata je Croinvest.eu platforma. Platforma kombinira pet osnovnih modela:

- darovanje novca kroz donacije,
- ulaganje u zamjenu za proizvode,
- ulaganje u obliku zajma s kamatama ili bez,
- ulaganje u zamjenu za vlasnički udio, te
- ulaganje u zamjenu za udio u dobiti.

Platforma je omogućena za sudjelovanje svima te su sve ideje i svi investitori dobrodošli, uključujući i nerezidente Republike Hrvatske.⁷⁷ Obzirom na to da platforme za masovna financiranja nemaju granične barijere, interes hrvatskih brzorastućih poduzeća, a tako i investitora odlazi preko granice te traže prilike na stranim platformama. Neki od primjera uključuju hrvatsku tvrtku Include d.o.o., tvrtka za proizvodnju pametnih klupa, financirana putem Funderbeam platforme na kojoj prikuplja sredstva od 2014. godine te je do sada poduzeće imalo dvije serije prikupljanja sredstava gdje je ukupno prikupljeno gotovo 2 milijuna eura, a predviđa se i skorašnji izlazak na burzu gdje će platforma biti posrednik u inicijalnoj javnoj ponudi.⁷⁸ Nadalje, primjer uspješnog prikupljanja početnog kapitala za brzorastuće poduzeće je izlazak na Crunchbase platformu na kojoj je Memgraph d.o.o., IT društvo za obradu velikih količina podataka, prikupilo 1,7 milijuna funti te su na taj način pokrenuli svoju poslovnu ideju u 2016. godini.⁷⁹

⁷⁷ Corinvest.eu [online], Dostupno na: <http://croinvest.eu> [20.6.2019]

⁷⁸ Funderbeam [online], Dostupno na: <https://www.funderbeam.com/syndicate/include-2> [20.6.2019]

⁷⁹ Crunchbase [online], Dostupno na: <https://www.crunchbase.com/organization/memgraph#section-overview> [20.6.2019]

5.1.2.3. Ulaganja alternativnih investicijskih fondova u Hrvatskoj

U Republici Hrvatskoj posluje 35 alternativnih investicijskih fondova koji su prikazani Tablicom 4. u nastavku:

Tablica 4: Alternativni investicijski fondovi u Hrvatskoj

Broj	Naziv fonda	Društvo za upravljanje
1.	Anchor, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	SQ CAPITAL društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima
2.	AP2 otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	ALTERNATIVE INVEST d.o.o.
3.	AP3 otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	ALTERNATIVE INVEST d.o.o.
4.	APRIVATE - otvoreni osnovni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	KD Locusta Fondovi d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima
5.	CGS Alpha alternativni otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom	CGS Capital d.o.o. za osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondovima
6.	CGS Beta alternativni otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom	CGS Capital d.o.o. za osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondovima
7.	CGS Gamma alternativni otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom	CGS Capital d.o.o. za osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondovima
8.	Erste Exclusive otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	Erste Asset Management d.o.o.
9.	Erste PB1 otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	Erste Asset Management d.o.o.
10.	HMID PLUS otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	HRVATSKO MIROVINSKO INVESTICIJSKO DRUŠTVO d.o.o.
11.	Honestas FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	HONESTAS PRIVATE EQUITY PARTNERI d.o.o.
12.	ICAM Capital Private 1	INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o.
13.	ICAM Capital Private 2	INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o.
14.	ICAM Capital Private 3	INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o.
15.	ICAM Outfox Macro Income Fund	INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o.
16.	ICAM Total Return	INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o.
17.	ICAM, krovni otvoreni alternativni investicijski fond	INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o.
18.	Inspire Alpha otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima

Broj	Naziv fonda	Društvo za upravljanje
19.	Inspire Private otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima
20.	Inspirio Alpha - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima
21.	Kapitalni fond, dioničko društvo, zatvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	HRVATSKO MIROVINSKO INVESTICIJSKO DRUŠTVO d.o.o.
22.	Locusta Absolute – otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	KD Locusta Fondovi d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima
23.	Locusta Value I, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	KD Locusta Fondovi d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima
24.	Locusta Value II, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	KD Locusta Fondovi d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima
25.	Locusta Value IV, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	KD Locusta Fondovi d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima
26.	Nexus FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima
27.	Primus, otvoreni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	SQ CAPITAL društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima
28.	Proprius d.d. zatvoreni AIF s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine	OTP INVEST d.o.o.
29.	Prosperus FGS - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	PROSPERUS INVEST d.o.o.
30.	Prosperus FGS II - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	PROSPERUS INVEST d.o.o.
31.	Quaestus Private Equity Kapital II - otvoreni alternativni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom	QUAESTUS PRIVATE EQUITY d.o.o.
32.	SLAVONSKI ZATVORENI ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI FOND S JAVNOM PONUDOM dioničko društvo	AUCTOR INVEST d.o.o.
33.	TURIZAM 2042 otvoreni alternativni investicijski fond s javnom ponudom	ALTERNATIVE INVEST d.o.o.
34.	Zatvoreni alternativni investicijski fond s javnom ponudom Breza dioničko društvo	Global Invest društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima
35.	ZB Private World osnovni alternativni investicijski fond s privatnom ponudom	ZB INVEST d.o.o.

Izvor: Hanfa, lipanj 2019, obrada autora

Poslovanje alternativnih investicijskih fondova nadzire HANFA te su oni regulirani Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima iz 2018. godine.⁸⁰ Svaki od navedenih fondova posluje prema internim normama i pravilima te ulažu u projekte za koje smatraju da su isplativi i da će im donijeti zadovoljavajući prinos u budućnosti. Primjeri brzorastućih poduzeća u koja ulažu Hrvatski alternativni investicijski fondovi su društva poput Vodokok d.d. gdje je Prosperus Invest u 2012. zaključio transakciju vrijednu 26 milijuna kuna za ulaganje u dokapitalizaciju za što su dobili 26% udjela u poduzeću.⁸¹

Slično kao i kod tržišta masovnog financiranja, hrvatska poduzeća vrlo su često meta inozemnih investicijskih fondova kao što je alternativni investicijski fond PEF VII pod kontrolom grupacije Enterprise Investors koji je u Hrvatskoj u 2018. godini izvršio 2 velike investicije i to akvizirajući Pan-Pek (65% udjela) te Studenac (100% udjela).⁸² Ulazak u vlasnički udio Pan-Peka koji bilježi prosječan rast poslovanja u prethodne 3 godine od 10% je primjer financiranja velikog brzorastućeg poduzeća gdje fond nije preuzeo sveukupno poslovanje. Takva poslovna odluka ostavlja osnivače i prethodne vlasnike u strukturi društva koje će potom imati priliku, uz pomoć alternativnog investicijskog fonda, nastaviti s rastom i razvojem poslovanja.

Vrlo često su inozemni investicijski fondovi u prednosti zbog mnogo veće kupovne moći koju imaju u odnosu na lokalne investicijske fondove te se brzorastuća društva rado okreću ka inozemnom kapitalu jer na taj način mogu ostvariti veću dobit za svoje vlasničke udjele.

5.1.2.4. Hrvatsko tržište kapitala

Hrvatsko tržište kapitala temelji se oko Zagrebačke burze koja je jedina burza vrijednosnih papira u Hrvatskoj. Burza je po prvi puta utemeljena još 1907. godine, ali je, zbog ratova i socijalizma, poslovala isprekidano sve do 1991. godine kada je uslijedila obnova burze koju je utemeljilo 25 banaka i 2 osiguravajuće kuće. Danas je na burzu uvršteno preko 150 društava.⁸³

⁸⁰ Narodne Novine [online] Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018_03_21_419.html [20.6.2019.]

⁸¹ Godišnje financijsko izvješće društva Vodokok d.d. (2018), Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do> [20.6.2019.]

⁸² Enterprise Investors, investments [online], Dostupno na: <https://www.ei.com.pl/portfolio-2/> [20.6.2019]

⁸³ O Burzi [online] Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=64271> [20.6.2019]

Zagrebačka burza trend prati putem CROBEX indeksa čije je kretanje u prethodnom desetljeću prikazano Slikom 6. u nastavku:

Slika 6: Kretanje hrvatskog financijskog tržišta u posljednjem desetljeću (2010=100)



Izvor: ZSE, lipanj 2019, obrada autora

U desetljeću nakon globalne financijske krize, svjetske burze krenule su uzlazno te su i do 150% iznad razina na kojima su bili 2010. godine što je prikazano Slikom 2. Hrvatska burza, s druge strane je od početka 2010. godine sve do kraja prvog kvartala 2019. godine u minusu za 12,5%. Promatranjem grafa vidi se da se tržište kretalo u horizontalnom trendu unutar 20% odstupanja od razine s početka 2010. godine što je loš znak za potencijalne investitore koji se ne mogu nadati velikim povratima, a zatim i brzorastućim poduzećima koja su demotivirana i ne žele izlaziti na tržište inicijalnom javnom ponudom bojeći se niske likvidnosti. Tome u prilog ide i činjenica da je od izbijanja financijske krize 2008. godine do danas, samo jedno poduzeće imalo inicijalnu javnu ponudu, i to je bila Tankerska Plovidba Next Generation koja je izašla na burzu u veljači 2015. godine.⁸⁴

Velika Hrvatska poduzeća, koja veličinom spadaju u krug kandidata za izlazak na burzu radije se odlučuju na financiranje putem alternativnih investicijskih fondova ili putem banaka nego izlaskom na burzu te tako Hrvatska nema niti jedno poduzeće čijim se dionicama trguje na stranim burzama.

⁸⁴ Zagrebačka burza [online] Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=64271> [20.6.2019]

5.2. Inicijative razvoja tržišta financiranja brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj

Tržište financiranja brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj je još uvijek u razvoju što potvrđuje činjenica da je većina većih hrvatskih brzorastućih poduzeća zatražila investicije van Hrvatske. Kao odgovor na rastući broj brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj, ali i u svijetu, sve je više opcija za financiranje te fondovi i investicijska javnost sve više vide pozitivne strane u ulaganju u takva poduzeća.

Tradicionalno financiranje zaduživanjem, koje je u Hrvatskoj i dalje dominantno, sve više radi na proširenju ponude financiranja u mala i srednje velika poduzeća gdje poslovne banke služe kao izvor financiranja. Gotovo sve poslovne banke u Hrvatskoj nude posebne uvjete za poduzetnike i za poduzetnike početnike gdje postoji mogućnost potpore takvih kreditnih zahtjeva od strane Europske Unije kroz razvojne fondove.⁸⁵ Osim kreditiranja putem poslovnih banaka, Hrvatska Banka za Obnovu i Razvoj (HBOR) nudi posebne programe financijske pomoći kroz povoljnije kreditiranje za poduzetništvo mladih, žena i početnika. Krediti dolaze uz 2% fiksnu kamatnu stopu koja se može umanjiti ukoliko se iskorištavaju za daljnje zapošljavanje mladih, a rok otplate je u pravilu do 12 godina uz početak do 3 godine. Poslovne banke se mogu uključiti u financiranje uz HBOR.⁸⁶ Nadalje, Hrvatska agencija za malo gospodarstvo i investicije (HAMAG BICRO) nudi širok izbor povratnih i bespovratnih zajmova poduzetnicima, uglavnom mikro i malim poduzetnicima te uz sama sredstva, nudi garancije, poslovno i tehničko savjetovanje poduzetnicima i podršku u poslovanju.⁸⁷

Iako poslovne banke te nacionalna i međunarodna tijela sudjeluju u financiranju i potpomaganju brzorastućih poduzeća, glavnina investicija i dalje stiže alternativnim putevima financiranja za čiju se potporu u Hrvatskoj primjećuje povećanje broja poduzetničkih inkubatora kao što je

⁸⁵ Zaba poduzetničko bankarstvo [online], Dostupno na: https://www.zaba.hr/home/zelim-dogovoriti-poduzetnicko-bankarstvo?utm_source=google&utm_medium=ppc&utm_term=krediti%20za%20poduzetnike&utm_content=s-mall-business-general-loans&utm_campaign=ao-small-business [21.6.2019.]

⁸⁶ HBOR Poduzetništvo mladih, žena i početnika [online], Dostupno na: https://www.hbor.hr/kreditni_program/poduzetnistvo-mladih-zena-i-pocetnika/ [21.6.2019]

⁸⁷ HAMAG BICRO Financijski instrumenti [online], Dostupno na: <https://hamagbicro.hr/financijski-instrumenti/> [21.6.2019]

Algebra lab koji nudi podršku i mentorstvo mladim brzorastućim poduzećima te im pomažu u prikupljanju financijskih sredstava za financiranje rasta i razvoja.⁸⁸

Uz navedeni inovacijski centar, u Hrvatskoj veliku važnost pri razvoju mladih brzorastućih poduzeća zauzima Zagrebački inovacijski centar, odnosno ZICER. Osnovan od strane Grada Zagreba, ZICER sudjeluje u unapređenju poduzetničkog okruženja te stavlja naglasak na razvoj inovativnih visokotehnoloških proizvoda. Uz to, unutar centra ZICER postoji i poduzetnički centar Zicer Plavi ured koji pruža prijeko potrebno savjetovanje i podršku iz pravnog, računovodstvenog, financijskog i ostalih stručnih područja. Jedan od najvažnijih projekata koje vodi ZICER je ZICER Startup Factory odnosno, predakceleracijski program na kojega se mogu prijaviti novoosnovana poduzeća koja nisu starija od 12 mjeseci, posluju na području visokotehnoloških rješenja te okupljaju minimalno 3 punoljetne osobe komplementarnih znanja. Kako bi se prijavili na program, poduzeća moraju pravno postojati što znači da se poslovne ideje ne mogu prijavljivati. Program prihvaća ponude iz svih područja visokotehnoloških rješenja, ali posebno se potiču inovativna rješenja s područja zdravlja i kvaliteta života, energije i ekološke održivosti, mobilnosti, sigurnosti, prehrane i bio-ekonomije, edukacije, robotike, Fintech, turizma te područja razvoja umjetne inteligencije. Program, za sve koji se uspješno kvalificiraju za sudjelovanje, osigurava opsežne edukacijske procese, mentorstvo, služenje ZICER-ovom infrastrukturom, promidžbu te umrežavanje kako bi omogućili što lakše poslovanje mladim poduzećima. Uz navedeno, ZICER osigurava fond od milijun kuna čija su sredstva primarno namijenjena za razvoj poduzeća te su bespovratna. Također treba naglasiti kako ZICER ne ulazi u vlasničku strukturu te nema direktne financijske interese u pomaganju brzorastućim poduzećima s obzirom da je primarni cilj pomoć navedenim poduzećima, ali i društvu u cjelini.⁸⁹

Nadalje, kao pomoć u razvoju punog potencijala mladih i perspektivnih poduzeća, u Hrvatskoj posluju i tehnološki parkovi. Ideja samih parkova leži u ubrzanju ekonomskog razvoja države ili regije do kojeg se dolazi putem organiziranih razvijanja novih proizvoda, uglavnom visokotehnološke primjene te osiguravanje infrastrukture koja će takva poslovanja okruživati. U Hrvatskoj brojni gradovi imaju svoje tehnološke parkove, poput Zagreba, Varaždina, Bjelovara, Križevaca, Splita te ostalih. Tehnološki parkovi uglavnom posluju kao dio neke od

⁸⁸ Algebra Lab Startup inkubator [online], Dostupno na: <https://www.algebra.hr/lab/kampanje/startup-inkubator/sto-nudimo/> [21.6.2019.]

⁸⁹ Zagrebački inovacijski centar ZICER [online], Dostupno na: <https://www.zicer.hr/> [7.7.2019.]

gradskih ili županijskih tijela kao što je primjer Zagrebački tehnološki park koji posluje kao dio Zagrebačkog Holdinga od 2007. godine ili pak Tehnološki park u Splitu koji je dio Sveučilišta Split. Tehnološki park u Varaždinu je u vlasništvu Sveučilišta Sjever, Fakulteta Organizacije i Informatike u Varaždinu te samog grada Varaždina, ali posluje samostalno te je organiziran kao društvo s ograničenom odgovornošću za inkubaciju inovativnih tehnoloških rješenja. Tehnološki park u Varaždinu je, prema prihodima, najveći samostalni tehnološki park u Hrvatskoj. Osnovni cilj im je unapređenje rasta i razvoja poduzeća uspostavljanjem inkubacijskog centra za inovativna tehnološka poduzeća, razvojnih agencija, umrežavanje poduzeća te za poticanje i razvoj inovativnih pojedinaca. Nude usluge provođenja projekata financiranja iz domaćih ili EU sredstava te posredovanja u samom financiranju i poslovanju. Kao ciljane skupine ističu sve one koji imaju poseban inovativni pristup rješavanju problema, kreativnim i poduzetnim studentima, izumiteljima, istraživačima, ali i financijskim institucijama te investitorima kako bi se upotpunio postupak financiranja i razvoja poduzeća.^{90 91}

Zagrebačka burza se također sve više uključuje u razvoj brzorastućih poduzeća te u potpomaganje mladim poduzetnicima i poduzetnicima te je tako od 2016. godine postala 20%-tnim vlasnikom društva za masovno financiranje Funderbeam South-East Europe. Program je predstavljen kao pomoć financiranju brzorastućih poduzeća iz Hrvatske, Slovenije te Srbije, ali se predviđa otvaranje cijele SEE regije što otvara mogućnost većem broju brzorastućih poduzeća da apliciraju za financiranje na platformi. Ulaganje je omogućeno svima te se time otvara mogućnost stvaranja ponude financijskih sredstava od ulagača iz cijeloga svijeta, a poduzeća koja dobiju priliku prikupljati sredstva od ulagača će imati punu podršku platforme. Podrška se sastoji od sveobuhvatne logističke podrške, poslovnog i pravnog savjetovanja, sve u vidu što lakšeg financiranja poduzeća. S druge strane, Zagrebačka burza uključuje se i u direktno poticanje razvoja malog i srednjeg poduzetništva u Hrvatskoj putem Mreže za rast malog i srednjeg poduzetništva: financiranje i savjetovanje. Program je osmišljen i proveden uz partnere HBOR, EBRD, UMFO te HAMAG-BICRO te predstavlja inicijativu prema kojoj bi u svrhu financiranja malog i srednjeg poduzetništva bilo uključeno više sudionika uključujući i samu burzu. Inicijativu izravno podupire EU kroz Europsku Banku za Obnovu i Razvoj, EBRD te je inicijativa u skladu s CMU.⁹²

⁹⁰ Tehnološki park Varaždin [online], Dostupno na: <http://www.tp-vz.hr/> [7.7.2019.]

⁹¹ Tehnološki park Split [online], Dostupno na: <http://unisthub.com/> [7.7.2019.]

⁹² Zagrebačka burza [online] Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=89530> [7.7.2019.]

Značajniji pomoci koje je Republika Hrvatska pokrenula kako bi se omogućilo lakše financiranje brzorastućih poduzeća je odluka Vlade o mirovinskoj reformi iz 2018. godine gdje je omogućeno ulaganje i do 100 milijuna kuna iz mirovinskih fondova u brzorastuća poduzeća. Važno je naglasiti kako se tu ne radi o direktnom ulaganju u brzorastuća poduzeća nego će mirovinski fondovi imati na raspolaganju 0,2% portfelja za ulaganje u poduzeća u ranoj fazi poslovanja samo putem alternativnih investicijskih fondova ili ostalih platformi za ulaganja u iste čime mirovinski fondovi neće biti dijelom vlasničke strukture, ali se uvelike povećava ponuda kapitala koji će se preusmjeriti ka brzorastućim poduzećima.⁹³

Brzorastuća poduzeća u Hrvatskoj, poput poduzeća Rimac automobili d.o.o., koja su u potrazi za svježim kapitalom i daljnjim financiranjem, nerijetko se odlučuju na potpisivanje ugovora o strateškom partnerstvu. Spomenuto poduzeće je kroz 2018. i 2019. godinu potpisalo 2 iznimno važna strateška partnerstva s Porsche-om i Hyundai Motor Company gdje su ukupno prikupili preko 80 milijuna eura.⁹⁴ Uz nepobitnu važnost strateških partnera unutar industrije u kojoj posluju, navedeno brzorastuće poduzeće nije uspjelo pronaći zadovoljavajuće uvjete financiranja na hrvatskom tržištu te ostaje vidjeti hoće li se odlučiti za inicijalnu javnu ponudu na hrvatskom tržištu.

Vodeći se primjerom brzorastućih poduzeća kao što su Rimac automobili, Memgraph, Include i sličnih koji su potragu za financiranjem nastavili van granica Hrvatske, a s druge strane, strani investicijski fondovi ulažu u hrvatska poduzeća, očekuje se nastavak takvog trenda te sve veća ovisnost o stranom kapitalu. Obzirom na nedvojbeno postojanje potrebe za financijskim sredstvima koje potvrđuje sve veći broj brzorastućih poduzeća u hrvatskoj, očito je da postoji mjesto za napredak na domaćem tržištu. Na domaćem tržištu dionica dominiraju poduzeća čije su dionice uvrštene na burzu netom nakon napuštanja socijalističkog režima te tržište nije primamljivo za nove inicijalne javne ponude, a investitori se još nisu u potpunosti oporavili od financijske krize iz 2008. godine. S druge strane, burza u Zagrebu je u proteklom desetljeću bila jedna od rijetkih koja je bilježila negativan prinos, uz to, prosječna dnevna likvidnost

⁹³ Ministarstvo rada i mirovinskog sustava [online], Dostupno na: <https://www.mrms.hr/ministar-pavic-za-jutarnji-list-za-svako-rodeno-i-posvojeno-dijete-veca-mirovina/> [21.6.2019.]

⁹⁴ J. Russell, EV startup Rimac scores \$90M investment from Hyundai and Kia [online], Dostupno na: https://techcrunch.com/2019/05/14/rimac-90-million-hyundai-kia/?guccounter=1&guce_referrer_us=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xlLmNvbS8&guce_referrer_cs=FN1WNbGxxHSFTE0dsD1vFw [21.6.2019.]

iznosila je tek 22 milijuna kuna što je nemjerljivo manje u usporedbi s ostalim burzama sa zapada.⁹⁵

Obzirom na to da hrvatska najpopularnija brzorastuća poduzeća traže financiranje van granica, loše stanje, kako za investitore tako i za vlasnike brzorastućih poduzeća, na burzi te nemogućnost konkuriranja domaćih alternativnih investicijskih fondova stranima stavlja u pitanje održivosti domaćeg sustava financiranja brzorastućih poduzeća iako je očigledan trud u pokušaju ispunjavanja potencijala tržišta koji Hrvatska ima.

⁹⁵ Zagrebačka burza [online] Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=64271> [20.6.2019]

6. ZAKLJUČAK

Nedvojbeno je da brzorastuća poduzeća zauzimaju vrlo važno mjesto u sredini gospodarskih sustava širom svijeta te je za očekivati nastavak značajne uloge u budućnosti. Brzorastuća poduzeća značajan su faktor u inovacijama i tehnološkom napretku koje imaju odraz na rast gospodarstva, stvaranju novih radnih mjesta i društveno-socijalnom napretku. Kao bitan element svakog gospodarstva, postavlja se imperativ državama da pomognu osigurati opstanak brzorastućim poduzećima te je državama u interesu da brzorastućih poduzeća bude sve više.

Za učinkovito poslovanje brzorastućih poduzeća nužno je osigurati odgovarajući oblik financiranja u čemu sudjeluje šira investicijska javnost. Svaki od modela navedenih u radu posjeduje specifične prednosti i nedostatke te je zadatak pojedinih država prepoznati, poticati i implementirati regulativu kojom će olakšati pristup financijskih sredstava brzorastućim poduzećima i omogućiti njihov daljnji razvoj.

Trenutno se svjetsko gospodarstvo nalazi u jednoj od najduljih razdoblja ekspanzije što se očituje na financijskim tržištima gdje gotovo sve svjetske burze bilježe znatan rast. Takvo financijsko okruženje pogodno je za stabilan rast i razvoj brzorastućih poduzeća zbog rastuće ponude financijskih sredstava putem svih modela financiranja gdje investitori traže dodatnu diverzifikaciju ulaganja te ne prezaju od ulaganja u visoko profitabilna, ali iznimno rizična brzorastuća poduzeća. Potražnja brzorastućih poduzeća za financijskim sredstvima ovisi o visini bruto domaćeg proizvoda, potrošnje stanovništva na njihove proizvode i usluge te o potencijalu rasta i troškovima na istraživanje i razvoj. Kako se rast na financijskim tržištima odvija sukladno rastu BDP-a i potrošnje stanovništva može se zaključiti da se ponuda financijskih sredstava brzorastućim poduzećima i potražnja za financijskim sredstvima istih odvija u istome smjeru. Takva tržišna kretanja osiguravaju protok financijskih sredstava od novčano suficitarnih subjekata ka novčano deficitarnima, odnosno, u ovom slučaju od investicijske javnosti ka brzorastućim poduzećima.

Konačno, brzorastuća poduzeća u Republici Hrvatskoj nemaju prednosti likvidnog i razvijenog financijskog tržišta kao što je to slučaj sa Zapadnom Europom ili SAD-om koji uvijek služe kao usporedna točka kada se gledaju financijska tržišta. U usporedbi s navedenim zemljama, Hrvatska ima neusporedivo manje i nerazvijenije financijsko tržište što utječe na ponudu financijskih sredstava za financiranje rasta brzorastućih poduzeća. S druge strane, sam broj i

struktura brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj ukazuju na značajnu potrebu za financijskim sredstvima koju domaća poduzeća, uglavnom, zadovoljavaju na stranim financijskim tržištima te tek u manjoj mjeri na domaćem financijskom tržištu. Nedavne mjere Vlade Republike Hrvatske kreću se u smjeru povećanja ponude financijskih sredstava za financiranjem brzorastućih poduzeća čija je zadaća stimuliranje ulaganja u takva poduzeća te se predviđa pozitivan utjecaj na uravnoteženje ponude i potražnje za financijskim sredstvima na tržištu financiranja brzorastućih poduzeća. Broj brzorastućih poduzeća i njihova sofisticiranost pokazuju uzlazni trend u novijoj povijesti te sustizanje razina prisutnih na zapadu Europe. Potražnja za financiranjem raste što ostavlja golem prostor za napredak na strani ponude financijskih sredstava kroz sve modele financiranja i pokazuje snagu i potencijal tržišta koji Hrvatska ima.

LITERATURA

1. A PwC IPO Centre publication Global IPO Watch Q1 2019 [online] dostupno na: <https://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-global-ipo-watch-q1-2019.pdf>
2. A. B. Laffer, W. J. Hass, S. G. Pryor IV (2009) „The private equity edge, how private equity players and the world's top companies build value and wealth“, A John Wiley and Sons Ltd
3. A. Stojanović, J. Krišto (2015) „Učinkovitost financijske strukture i razvoj unije tržiška kapitala“
4. A. Vizjak, M. Vizjak (2015) The Role of „Business Angels“ in the Financial Market, University of Rijeka, Faculty of Tourism and Hospitality Management, Opatija
5. afme Finance for Europe (2018) Capital Markets Union Measuring progress and planning for success
6. Algebra Lab Startup inkubator [online], Dostupno na: <https://www.algebra.hr/lab/kampanje/startup-inkubator/sto-nudimo/>
7. C. Christofidis, O. Debande (2001) Financing Innovative Firms Through Venture Capital. European Investment Bank
8. C. H. Green (2014) Banker's Guide to New Small Business Finance venture deals, crowdfunding, private equity and technology, A John Wiley and Sons Ltd
9. Callegati, E., Grandi, S., Napier, G. (2005), “Business Incubation and Venture Capital- An International Survey on Synergies and Challenges”, Joint IPI/IKED Working Paper, Institute for Industrial Promotion (IPI), Rome, January 2005
10. Corinvest.eu [online], Dostupno na: <http://croinvest.eu>
11. Croatian Business Angels Network [online], Dostupno na: <http://crane.hr/>
12. Crunchbase [online], Dostupno na: <https://www.crunchbase.com/organization/memgraph#section-overview>
13. Darcmatter [online] 7 Private Equity Strategies Investors Should Know. Dostupno na: <https://blog.darcmatter.com/7-private-equity-strategies-investors-should-know/>

14. D. Cumming (2010) Venture capital Investment Strategies, Structures, and Policies. Kolb Series in Finance, John Wiley & Sons, Inc
15. D Gruttaro [online] How to Get a Seat on the Stock Exchange. Dostupno na: <https://careertrend.com/how-to-get-a-seat-on-the-stock-exchange-13644275.html>
16. D. Jakovčević (2019), Osiguranje i rizici, nastavni materijali
17. D. M. Freedman, M.R. Nutting (2015) Equity crowdfunding for investors A guide to risk, returns, regulations, funding portals, due diligence and deal terms, A John Wiley and Sons Ltd
18. D.O. Klier (2009) Managing Diversified Portfolios. Spi Publisher Services
19. D. Smith (2006) „Zero-to-IPO“ Cambridge Manhatan group
20. Demaria C. (2010) „Introduction to Private Equity“, A John Wiley and Sons Ltd
21. Enterprise Investors, investments [online], Dostupno na: <https://www.ei.com.pl/portfolio-2/>
22. Eurostat [online] „High growth enterprises (growth by 10% or more) and related employment by NACE Rev. 2“. Dostupno na: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?query=BOOKMARK_DS-372181_QID_521EE3E3_UID_-3F171EB0&layout=TIME,C,X,0;GEO,L,Y,0;NACE_R2,L,Z,0;INDIC_SB,L,Z,1;INDICATORS,C,Z,2;&zSelection=DS-372181INDIC_SB,V11960;DS-372181NACE_R2,B-N_S95;DS-372181INDICATORS,OBS_FLAG;&rankName1=INDICATORS_1_2_-1_2&rankName2=INDIC-SB_1_2_-1_2&rankName3=NACE-R2_1_2_-1_2&rankName4=TIME_1_0_0_0&rankName5=GEO_1_2_0_1&sortC=ASC_1_FIRST&rStp=&cStp=&rDCh=&cDCh=&rDM=true&cDM=true&footnes=false&empty=false&wai=false&time_mode=ROLLING&time_most_recent=true&lang=EN&cfo=%23%23%23%2C%23%23%23.%23%23%23
23. EY (2012) Funding the future – Access to finance for entrepreneurs in the G20 [online], . Dostupno na: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_G20_-_Funding_the_future/\\$FILE/EY-g20-Funding-the-future.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_G20_-_Funding_the_future/$FILE/EY-g20-Funding-the-future.pdf)
24. Godišnje financijsko izvješće društva Vodokok d.d. (2018), Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do>

25. HAMAG BICRO Financijski instrumenti [online], Dostupno na: <https://hamagbicro.hr/financijski-instrumenti/>
26. Hanfa (2019) Alternativni investicijski fondovi [online]. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/alternativni-investicijski-fondovi/>
27. HBOR Poduzetništvo mladih, žena i početnika [online], Dostupno na: https://www.hbor.hr/kreditni_program/poduzetnistvo-mladih-zena-i-pocetnika/
28. I. Hatfield (2017.) Increasing and diversifying finance for high-growth SMEs in the UK's regions: the Institute for Public Policy Research
29. J. Alberts, R. Henke, R. Katz and T. Mazzullo (2008), The Start-Up Company Map – Understanding the Language of Entrepreneurship and the Path Forward. Excell Partners Inc. & High Tech Rochester
30. J. Riely (2019) tutor2u [online], Sources of Business Finance – Retained Profits. Dostupno na: <https://www.tutor2u.net/business/reference/retained-profits>
31. J. Russell, EV startup Rimac scores \$90M investment from Hyundai and Kia [online], Dostupno na: https://techcrunch.com/2019/05/14/rimac-90-million-hyundai-kia/?guccounter=1&guce_referrer_us=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xlLmNvbS8&guce_referrer_cs=FN1WNbGxxHSFTE0dsD1vFw
32. James Chen [online] Growth firm. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/g/growth-firm.asp>
33. K. Wang (2005) Business Life Cycles and Five Elements Theory, National Taipei University
34. M. Brännback, A. L. Carsrud, N. Kiviluoto (2014) „Understanding the Myth of High Growth Firms The Theory of the Greater Fool“, Springer
35. M. Cherif (2004) Venture Capital Financig: A Theoretical Model. University of Remis OMI-LAME
36. Ministarstvo rada i mirovinskog sustava [online], Dostupno na: <https://www.mrms.hr/ministar-pavic-za-jutarnji-list-za-svako-rodno-i-posvojeno-dijete-veca-mirovina/>

37. N. C. Churchill, V. L. Lewis (1983) Harvard Business Review [online], The Five Stages of Small Business Growth. Dostupno na: <https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth>
38. N. Petch (2016) Entrepreneur [online], The Five Stages of Your Business Lifecycle: Which Phase Are You In? Dostupno na: <https://www.entrepreneur.com/article/271290>
39. N. Patel (2019) Forbes [online], 90% Of Startups Fail: Here's What You Need To Know About The 10%. Dostupno na: <https://www.forbes.com/sites/neilpatel/2015/01/16/90-of-startups-will-fail-heres-what-you-need-to-know-about-the-10/#641d97846679>
40. Narodne Novine [online] Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018_03_21_419.html
41. O Burzi [online] Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=64271>
42. Philip Salter [online] 7 myths of high growth companies. Dostupno na: <https://www.forbes.com/sites/philipsalter/2017/03/29/the-7-myths-of-high-growth-firms/#253562b42f04>
43. Poslovna Hrvatska [online], Dostupno na: www.poslovnahrvatska.hr
44. R. Kleverlaan, F. Jonge [online] Equity Crowdfunding. Dostupno na: <https://www.aig.co.uk/content/dam/aig/emea/united-kingdom/documents/Insights/equity-crowdfunding-thought-leadership-oct16.pdf>
45. S. Orsag (2011) „Vrijednosni papiri Investicije i instrumenti financiranja“ Revicon Sarajevo
46. T. Copeland, T. Koller, T. Murrin (2000) „Valuation measuring and managing the value of companies“ third edition, McKinsey & Company
47. Tehnološki park Split [online], Dostupno na: <http://unisthub.com/>
48. Tehnološki park Varaždin [online], Dostupno na: <http://www.tp-vz.hr/>
49. The European Trade Association for Business Angels [online], Early stage investing explained. Dostupno na: <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-investing-explained>

50. The European Trade Association for Business Angels [online], Early stage investing explained. Dostupno na: <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-investing-explained>
51. The World Bank [online], High-Growth Firms: Facts, Fiction, and Policy Options for Emerging Economies. Dostupno na: <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2018/11/16/high-growth-firms-facts-fiction-and-policy-options-for-emerging-economies>
52. W Keaton [online] Crowdfunding. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/c/crowdfunding.asp>
53. Yahoo finance (online) dostupno na: <https://finance.yahoo.com/>
54. Zaba poduzetničko bankarstvo [online], Dostupno na: https://www.zaba.hr/home/zelim-dogovoriti-poduzetnicko-bankarstvo?utm_source=google&utm_medium=ppc&utm_term=krediti%20za%20poduzetnike&utm_content=small-business-general-loans&utm_campaign=ao-small-business
55. Zagrebačka burza [online] Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=64271>
56. ZICER – Zagrebački Investicijski Centar [online], Poslovni inkubatori. Dostupno na: <https://www.zicer.hr/Poduzetnicki-pojmovnik/Poslovni-inkubatori>

KAZALO SLIKA

Slika 1: 5 faza razvoja poduzeća	5
Slika 2: Kretanje svjetskih financijskih tržišta u posljednjem desetljeću (2010 = 100)	30
Slika 3: Broj IPO-a (lijevo) i njihova vrijednost u milijardama USD (desno) u posljednjem desetljeću	30
Slika 4: Oblik financiranja brzorastućih poduzeća u poslovnim fazama	33
Slika 5: Broj brzorastućih poduzeća u Hrvatskoj	44
Slika 6: Kretanje hrvatskog financijskog tržišta u posljednjem desetljeću (2010=100)	51

KAZALO TABLICA

Tablica 1: Usporedba različitih modela financiranja	38
Tablica 2: Pregled brzorastućih poduzeća u Europi.....	44
Tablica 3: Brzorastuća poduzeća prema industriji u 2017. godini.....	45
Tablica 4: Alternativni investicijski fondovi u Hrvatskoj.....	48

ŽIVOTOPIS

Osnovne informacije

- Ime i prezime: Filip Vrlec
- Datum rođenja: 2. lipanj 1995
- Adresa: Hercegovačka 3b, 10310 Ivanić-Grad
- Mobitel: 099 408 75 08
- e-mail: filip.vrlec5@gmail.com

Obrazovanje

- Listopad 2018 – danas: diplomski studij financija na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu, Sveučilište u Zagrebu
- Listopad 2014 – Rujan 2018: prvostupnik ekonomije na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu, Sveučilište u Zagrebu
- Rujan 2009 – Lipanj 2014: Opća gimnazija, srednja škola Ivan Švear, Ivanić-Grad

Radno iskustvo

- Veljača 2019 – danas: **PricewaterhouseCoopers Savjetovanje d.o.o.**
Pripravnik u odjelu transakcija.
- Veljača 2018 – Prosinac 2018: **Ernst & Young savjetovanje d.o.o.**
Pripravnik u odjelu savjetovanja pri transakcijama.
- Srpanj 2017 – Veljača 2018: **Crowe Tax and Accounting d.o.o.**
Pripravnik u odjelu poreznog savjetovanja.

Vještine

- IT vještine: Microsoft Office (Excel, Word, Power Point), Internet, Synesis, Wand
- Strani jezici: engleski (vrlo dobro), njemački (početnik)
- Dodatno: Vozačka dozvola B kategorije

Ostalo

- Rujan 2016 – Lipanj 2018: član studentske udruge Financijski Klub
- Prosinac 2017: Posebna Dekanova nagrada za sudjelovanje u organizaciji University Trading Tournamenta