

# Uloga fondova rizičnog kapitala u procesima spajanja i preuzimanja

---

Ivančić, Kristina

Master's thesis / Diplomski rad

2023

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://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:256230>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-09-10**



Repository / Repozitorij:

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



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Sveučilišni integrirani preddiplomski i diplomski studij**

**Poslovna ekonomija - smjer Financije**

**ULOGA FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA U PROCESIMA  
SPAJANJA I PREUZIMANJA**

**Diplomski rad**

**Kristina Ivančić**

**Zagreb, rujan 2023.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Sveučilišni integrirani preddiplomski i diplomski studij**

**Poslovna ekonomija - smjer Financije**

**ULOGA FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA U PROCESIMA  
SPAJANJA I PREUZIMANJA**

**THE ROLE OF PRIVATE EQUITY FUNDS IN THE  
PROCESS OF MERGERS AND ACQUISITIONS**

**Diplomski rad**

**Student: Kristina Ivančić**

**JMBAG studenta: 0067565060**

**Mentor: izv. prof. dr. sc. Jakša Krišto**

**Zagreb, rujan 2023.**

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad 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 diplomskog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio diplomskog rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

---

(vlastoručni potpis studenta)

---

(mjesto i datum)

## STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

I hereby declare and confirm by my signature that the master's thesis is the sole result of my own work based on my research and relies on the published literature, as shown in the listed notes and bibliography.

I declare that no part of the master's thesis has been written in an unauthorized manner, i.e., it is not transcribed from non-cited work, and that no part of the thesis infringes any of the copyrights.

I also declare that no part of the thesis has been used for any other work in any other higher education, scientific or educational institution.

---

(personal signature of the student)

---

(place and date)

## Sažetak

U ovom radu analizira se uloga i značenje fondova rizičnog kapitala u kontekstu spajanja i preuzimanja (engl. Mergers and Acquisitions) te njihov utjecaj na poduzeće koje preuzimaju. Iako su investicije temeljene na rizičnom kapitalu prisutne u zemlji već od kraja devedesetih godina prošlog stoljeća, Hrvatska tek počinje koristiti potencijal ovog oblika financiranja za poticanje gospodarskog razvoja.

Cilj ovog istraživanja je dublja analiza uloge i važnosti fondova rizičnog kapitala u kontekstu procesa spajanja i preuzimanja, s posebnim naglaskom na kritički pregled odabrane transakcije i evolucije poslovanja ciljanog poduzeća prije i nakon samog preuzimanja. Ovim istraživanjem istražuju se specifični aspekti utjecaja na strategiju i uspjeh poduzeća te naglašava da fondovi rizičnog kapitala nisu samo financijski investitori, već da aktivno sudjeluju u podršci poslovne ekspanzije i daljnjoj transformaciji poduzeća.

Sveukupno, rad doprinosi boljem razumijevanju rizičnog kapitala i njegovoj ključnoj ulozi u procesima M&A kroz detaljnu analizu na primjeru preuzimanja Društva IN2 od strane Constellation Software-a. Osim toga, ovaj rad također prikazuje različite faze M&A procesa, sudionike u transakcijama i relevantne trendove tržišta. To sve je važno za kvalitetnije razumijevanje dinamike ovih složenih operacija.

Pri izradi analize poslovanja poduzeća IN2 prije i nakon preuzimanja korištene su vertikalna i horizontalna analiza financijskih izvještaja uz samostalni izračun pojedinih financijskih pokazatelja. Provedeno je istraživanje kroz metode analize, metode kompilacije, deskripcije, sinteze, komparacije, klasifikacije i dedukcije.

**Ključne riječi:** spajanja, preuzimanja, fondovi rizičnog kapitala, IN2, Constellation Software

## Abstract

This paper analyses the role and meaning of private equity funds in the context of mergers and acquisitions (M&A) and their impact on the companies they take over. Although investments based on risk capital have been present in the country since the end of the nineties, Croatia is just starting to use the potential of this form of financing to stimulate economic development.

The goal of this research is a deeper analysis of the role and importance of private equity funds in the context of the merger and acquisition process, with special emphasis on a critical review of the selected transaction and the evolution of the target company's operations before and after the takeover itself. This research investigates specific aspects of the influence on the strategy and success of the company and emphasizes that private equity funds are not only financial investors, but that they actively participate in supporting business expansion and further transformation of the company.

Overall, the paper contributes to a better understanding of the role of private equity and their key role in M&A processes through a detailed analysis on the example of the takeover of the IN2 by Constellation Software. In addition, this paper also presents the different stages of the M&A process, the participants in the transactions and the relevant market trends. All this is important for a better understanding of the dynamics of these complex operations.

When analyzing the business of IN2 before and after the takeover, a vertical and horizontal analysis of financial statements were used along with the independent calculation of individual financial indicators. The research was carried out through the methods of analysis, compilation, description, synthesis, comparison, classification and deduction.

**Keywords:** mergers, acquisitions, private equity funds, IN2, Constellation Software

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD</b> .....	<b>1</b>
1.1. Predmet istraživanja.....	1
1.2. Opći ciljevi rada i metode istraživanja .....	1
1.3. Sadržaj i struktura rada.....	2
<b>2. KARAKTERISTIKE PROCESA SPAJANJA I PREUZIMANJA</b> .....	<b>3</b>
2.1. Faze procesa spajanja i preuzimanja .....	3
2.2. Ključni sudionici spajanja i preuzimanja .....	8
2.3. Analitički okvir spajanja i preuzimanja .....	10
2.3.1. Dubinsko snimanje i tržišna analiza.....	10
2.3.2. Vrste vrednovanja poduzeća.....	11
2.4. Trendovi spajanja i preuzimanja .....	12
2.4.1. Trendovi spajanja i preuzimanja u Europi i svijetu .....	12
2.4.1. Trendovi spajanja i preuzimanja u regiji .....	15
2.5. Pregled značajnijih spajanja i preuzimanja .....	17
<b>3. KARAKTERISTIKE FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA</b> .....	<b>19</b>
3.1. Vrste investitora rizičnog kapitala .....	19
3.2. Poslovni model fondova rizičnog kapitala .....	22
3.3. Tržište fondova rizičnog kapitala u Europi i svijetu .....	24
3.3.1. Private Equity tržište u svijetu.....	24
3.3.2. Private Equity tržište u Europi.....	26
3.4. Fondovi rizičnog kapitala u Hrvatskoj .....	29
3.5. Uloga fondova rizičnog kapitala u procesima spajanja i preuzimanja.....	33
<b>4. ANALIZA PROCESA SPAJANJA I PREUZIMANJA NA POSLOVNOM PRIMJERU</b> .....	<b>37</b>
4.1. Analiza uspješnosti analiziranog poduzeća .....	37
4.1.1. Analiza poslovanja prije preuzimanja.....	38
4.1.2. Analiza poslovanja nakon preuzimanja.....	43
4.2. Strateški pristup spajanju i preuzimanju .....	48
4.3. Proces spajanja i preuzimanja na analiziranim poduzećima .....	52
4.4. Učinci spajanja i preuzimanja .....	53
<b>5. ZAKLJUČAK</b> .....	<b>59</b>
<b>POPIS TABLICA</b> .....	<b>64</b>
<b>POPIS GRAFIKONA</b> .....	<b>65</b>
<b>POPIS SLIKA</b> .....	<b>66</b>

# **1. UVOD**

## **1.1. Predmet istraživanja**

U dinamičnom poslovnom okruženju današnjice, spajanja i preuzimanja postaju sve značajniji faktor za rast i jačanje pozicije na tržištu, postizanje konkurentske prednosti i diverzifikaciju portfelja. U novijoj povijesti financijskog sustava sve ključniju ulogu u ovakvim transakcijama imaju fondovi rizičnog kapitala, stoga je istraživanje istih od iznimne važnosti. U ovom radu poseban fokus će biti na načinima i strategijama koje koristi Constellation Software. Constellation Software jedan je od vodećih svjetskih pružatelja poslovnog softvera te je poznat po svojoj strategiji akvizicija, što ga čini idealnim primjerom za proučavanje.

## **1.2. Opći ciljevi rada i metode istraživanja**

Glavni cilj ovog diplomskog rada je analiza uloge fondova rizičnog kapitala u procesima spajanja i pripajanja te kritički sagledati učinke istih. Dodatni ciljevi rada su razumijevanje mehanizama kojima fondovi rizičnog kapitala omogućuju i potiču procese spajanja i preuzimanja, te kako te aktivnosti u konačnici utječu na poslovanje i strategiju poduzeća.

Ovaj rad će doprinijeti boljem razumijevanju veze između fondova rizičnog kapitala i korporativnih strategija spajanja i preuzimanja. Osim toga, pružit će uvid u poslovne strategije Constellation Softwarea, s naglaskom na njihovu uporabu rizičnog kapitala. Naposljetku, ova bi analiza mogla ponuditi važne uvid o tome kako najbolje iskoristiti fondove rizičnog kapitala za poticanje inovacija i korporativnog rasta.

Za potrebe pisanja ovog rada koristit će se sekundarni izvori podataka poput stručne i znanstvene literature domaćih i stranih autora, članci i sadržaj web stranica. Osim toga, koristit će se relevantni zakoni i propisi, te baze podataka. U radu će se koristiti različite znanstvene metode poput metode analize, komparacije i sinteze podataka, induktivne i deduktivne metode prilikom donošenja zaključka te klasifikacija i deskripcija. U sklopu izrade analize poslovanja koristit će se vertikalna i horizontalna analiza financijskih izvještaja uz samostalni izračun pojedinih financijskih pokazatelja.



### **1.3. Sadržaj i struktura rada**

Rad je podijeljen u pet poglavlja. Prvo poglavlje je uvodno te nakon njega slijedi drugo koje će biti posvećeno osnovnim karakteristikama spajanja i preuzimanja. Treće poglavlje će pružiti pregled karakteristika fondova rizičnog kapitala. Predmet četvrtog poglavlja će biti analiza procesa spajanja i preuzimanja na poslovnom primjeru poduzeća Constellation Software. Posljednje, peto poglavlje, odnosi se na zaključna razmatranja.

## **2. KARAKTERISTIKE PROCESA SPAJANJA I PREUZIMANJA**

### **2.1. Faze procesa spajanja i preuzimanja**

Spajanja i preuzimanja (engl. mergers and acquisitions, “M&A”) predstavljaju jednu od strategija rasta poduzeća koja zadnjih stotinu godina budi pažnju ekonomista, poduzetnika, široke javnosti te zakonodavnih i kontrolnih organa u gospodarstvima mnogobrojnih zemalja. Iako se gotovo uvijek koriste zajedno, kao jezična konstrukcija, pojam spajanja i pojam preuzimanja zapravo nemaju jednako značenje, odnosno nisu sinonimi.

Spajanja (engl. merger) su poslovne kombinacije kojima se dva ili više poduzeća povezuju kako bi se stvorilo posve novo poduzeće. Ranije samostalna poduzeća koja se spajaju nestaju, a poslovanje nastavlja samo novonastalo poduzeće. (Novak, B., 2000). Do spajanja uglavnom dolazi kada se poduzeća podjednake veličine udružuju s ciljem formiranja nove organizacije koja bi u svojem budućem poslovanju trebala zadržati najbolju poslovnu praksu svih sudionika. Prema Tipurić, D. et al. (2008) spajanja uvijek karakterizira dobrovoljnost svih sudionika takvog postupka, a obično se financiraju zamjenom dionica. Ime novonastalog poslovnog subjekta najčešće uključuje oba imena ili dijelove imena poduzeća od kojih je nastalo. Primjerice, 2022. godine Hrvatsko poduzeće Rimac Automobili spojilo se s Francuskim poduzećem Bugatti te je nastalo novo poduzeće s nazivom Bugatti Rimac d.o.o.

Preuzimanja (engl. acquisition ili takeover) se odnose na kupnju jednog poduzeća od strane drugoga, pri čemu poduzeće meta (engl. target) nakon preuzimanja postaje sastavni dio poduzeća preuzimatelja (engl. bidder). Preuzeto poduzeće tada postaje sastavni dio većeg i tržišno jačeg poduzeća, gubi poslovnu samostalnost i počinje provoditi strategiju poduzeća koje ga je preuzelo. (Tipurić D, Maruklin G, 2000.) Preuzimanje se može financirati vlastitim ili posuđenim novcem, dionicama ili kombinacijom novca i dionica. Pojam “merger” prvenstveno opisuje prijateljsku transakciju u kojoj oba poduzeća surađuju, dok pojam “acquisition” sugerira da se ciljno poduzeće opire ili snažno protivi kupnji. Prijateljsko preuzimanje (engl. friendly takeover) odnosi se na preuzimanje u kojemu se menadžment poduzeća koja je meta ne opire preuzimanju i surađuje tokom cjelokupnog procesa. (Filipović, D., 2012.) U slučaju uspješnog neprijateljskog preuzimanja menadžment poduzeća mete odupire preuzimanju te poduzeće preuzimatelj pokušava krenuti u preuzimanje bez ranijeg obavještanja menadžmenta poduzeća mete putem neprijateljske javne ponude.

Karakteristike neprijateljskih preuzimanja su ta što su uobičajeno skuplja od prijateljskih preuzimanja te je integracija otežana zbog toga što je menadžment poduzeća mete smijenjen nakon preuzimanja. (Tipurić, D. et al., 2008)

Svaka transakcija jedinstven je slučaj, sa svojim posebnostima i razlozima za poduzimanje transakcije. Prema Andrew J. Sherman, 2017. različiti motivi potiču kupce i prodavatelje na spajanja i preuzimanja. Neki od ključnih motiva prodavatelja su: želja za odlaskom u mirovinu, nedostatak nasljednika, nemogućnost tržišnog natjecanja, nedostatak kapitala za rast, neadekvatan distribucijski sustav, uklanjanje osobnih jamstava ili drugih osobnih obveza i nepomirljivi sukobi među vlasnicima te gubitak ključnih ljudi ili kupaca. S druge strane, za kupca, ključni motivatori su: želja za rastom i povećanjem profita, kupovina konkurenata, korištenje viška kapitala, postizanje novih kanala distribucije ili učinkovitosti, diverzifikacija u nove proizvode ili tržišta, pristup novim tehnologijama i potreba za učinkovitim raspoređivanjem ključnih ljudi ili resursa.

Spajanja i preuzimanja mogu biti dobar način za ostvarivanje krajnjih strateških i financijskih ciljeva te za razvoj poslovanja utvrđivanjem svoje pozicije na tržištu stvaranjem konkurentnog i snažnog poduzeća. Unatoč tome, poslovi spajanja i preuzimanja također mogu stvoriti neke probleme i dovesti u nepovoljan položaj poslovanje poduzeća. Ove potencijalne zamke moraju se uzeti u obzir prije nego odluke za stjecanjem. Ključne prednosti i nedostaci spajanja i preuzimanja istaknuti su u Tablici 1 u nastavku.

Tablica 1: 5 ključnih prednosti i nedostataka spajanja i preuzimanja

<b>PREDNOSTI</b>	<b>NEDOSTACI</b>
Povećanje tržišne moći i udjela	Konfliktni ciljevi poduzeća
Smanjenje operativnih troškova	Slabiji sinergijski učinci zbog različitosti kultura
Nove kompetencije i resursi	Dupliciranje poslova i povećanje nezaposlenosti
Geografska diverzifikacija	Sprječavanje ekonomije razmjera
Pristup novim izvorima financiranja	Povećanje cijena

Izvor: Izrada autorice prema CFI, (2023.) *Merger*. Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/merger/>

Proces spajanja i pripajanja ovisno o vrsti i kompleksnosti transakcije može biti dugotrajan ili kratkotrajan proces. Nije neuobičajeno da kompleksne transakcije koje uključuju dva globalna poduzeća traju nekoliko godina. Osim toga, neovisno o veličini transakcije mogu potrajati samo nekoliko mjeseci od početnog razgovora sve do samog završetka. Proces spajanja i preuzimanja je kompleksan te se može rasporediti u nekoliko faza. Faze procesa spajanja i preuzimanja razlikuju se ovisno o tome promatraju li se iz perspektive prodavatelja (engl. sell side) ili iz perspektive kupca (engl. buy side).

Tablica 2: Faze procesa spajanja i preuzimanja iz perspektive prodavatelja

Faza I	Faza II	Faza III	Faza IV
<p>Priprema za transakciju</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Identifikacija ciljeva</li> <li>• Razumijevanje poslovnog modela poduzeća</li> <li>• Identifikacija prepreka</li> <li>• Analiza strategije različitih kupaca/ulagača</li> <li>• Prikupljanje povijesnih podataka i priprema detaljne analize vrijednosti</li> <li>• Priprema memoranduma o povjerljivim informacijama</li> </ul>	<p>Promidžba poduzeća</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Finalizacija popisa potencijalnih kupaca/investitora uključujući analizu mogućnosti sinergija kupaca</li> <li>• Podjela informativnih memoranduma odobrenim stranama</li> <li>• Izrada prezentacije upravljanja</li> </ul>	<p>Dubinsko snimanje i odabir investitora</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Vođenje komunikacije sa investitorima za vrijeme procesa dubinskog snimanja</li> <li>• Procijena cijene, strukture, potencijalne sinergije i uvjeta koje postavljaju kupci/ulagači</li> <li>• Procijena financijske sposobnosti kupaca/ulagača da zaključi transakciju</li> <li>• Odabir najpoželjnijeg kupca</li> </ul>	<p>Finalizacija transakcije</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Upravljanje konačnim procesom dubinske analize</li> <li>• Pregovori o konačnoj kupnji, prodaji te drugim popratnim ugovorima</li> <li>• Sastavljanje kupoprodajnog ugovora</li> <li>• Asistencija u strukturiranju i zatvaranju transakcije</li> <li>• Potpisivanje kupoprodajnog ugovora</li> </ul>

Izvor: Deloitte (2014.) *Sell-side strategies for private companies* e-publikacija. Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ca/Documents/mergers-acquisitions/ca-en-sellside-strategies-pov-for-web.pdf>

Uobičajeno je da vlasnici, odnosno menadžment poduzeća koje se prodaje nemaju znanje ili iskustvo koje je potrebno za upravljanje i provođenje procesa M&A. Zbog toga se angažiraju specijalizirani financijski savjetnici ili investicijske banke koji u ime klijenta vode proces kroz sve faze. (Deloitte, 2014.)

Prva faza procesa preuzimanja poduzeća obično traje od četiri do pet tjedana te se odnosi na pripremu poslovanja za transakciju. To se odnosi na identificiranje ciljeva menadžmenta,

razumijevanja poslovnog modela poduzeća, njegove konkurentske pozicije na tržištu te identificiranje potencijalnih prepreka za izvršenje transakcije. Također, usporedno s time financijski savjetnik poduzeća provodi procjenu vrijednosti poduzeća kako bi prodavatelj stekao bolji dojam i formirao svoja očekivanja o potencijalnoj cijeni poduzeća. U ovoj fazi se također pripremaju i marketinški materijali koji će se distribuirati potencijalnim investitorima. (Deloitte, 2014.)

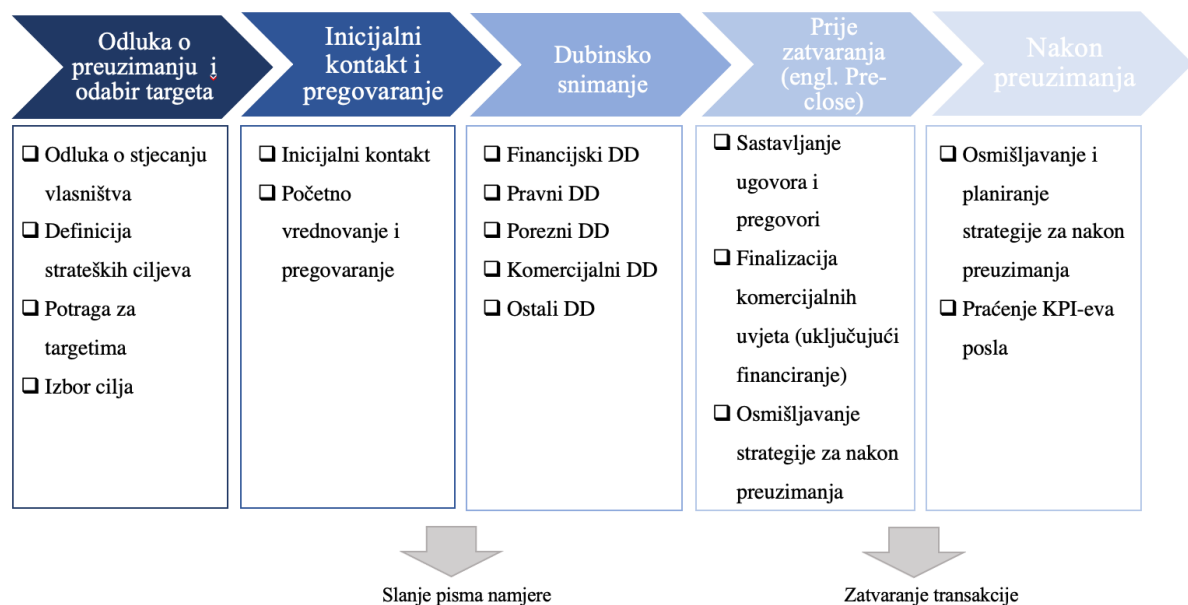
Nakon prvotne faze u kojoj se priprema poduzeće za prodaju, slijedi druga, najduža faza transakcijskom procesu koja se fokusira na aktivnosti promidžbe poduzeća. Financijski savjetnici slažu liste potencijalnih strateških i financijskih investitora, kontaktiraju ih i distribuiraju im pripremljene marketinške materijale. Jedan od distribuiranih materijala je informacijski memorandum koji se priprema kako bi se istaknula atraktivnost poduzeća i naglasile njegove prednosti u odnosu na konkurenciju. Informacijski memorandum sadrži ključne informacije o poduzeću, pregled povijesnog razvoja poduzeća, podatke o operativnom poslovanju poduzeća, poslovnom modelu, pregled industrije u kojoj poduzeće posluje, pregled ključnih financijskih informacija i projekcije budućeg poslovanja. Osim toga, održavaju se i prezentacije menadžmenta potencijalnim kupcima. Trajanje ove faze ovisi o interesu investitora i traje sve dok netko od potencijalnih kupaca ne izrazi interes za preuzimanjem. (Deloitte, 2014.)

Treća faza započinje izražavanjem interesa investitora za preuzimanje poduzeća tj. dostavljanjem pisma namjere (engl. letter of interest) ili neobvezujuće ponude (engl. non-binding offer). U sklopu ove faze počinje prikupljanje i pripremanje povijesnih financijskih i operativnih podataka u podatkovnoj sobi (engl. virtual data room) za buduće faze transakcijskog procesa. Dostupni podaci se analiziraju kroz proces dubinskog snimanja (engl. due diligence) od strane internih timova za provođenje procesa spajanja i preuzimanja kod većih i iskusnijih investitora ili unajmljenih financijskih savjetnika kod manjih investitora. Proces dubinskog snimanja detaljnije će biti objašnjen u sljedećem potpoglavlju ovog rada u dijelu 2.3.1. Dubinsko snimanje i tržišna analiza. Nakon detaljnog upoznavanja poduzeća kroz proces dubinskog snimanja, zainteresirani kupci šalju financijskom savjetniku svoje konačne obvezujuće ponude (engl. binding offer). U sklopu konačne ponude utvrđuju su uvjeti pod kojima kupac želi izvršiti transakciju, uključujući i cijenu preuzimanja. Faza završava odabirom najpogodnije ponude nakon čega slijede pregovori o cijeni. (Deloitte, 2014.)

U sklopu finalne faze finansijski savjetnici finaliziraju pregovaranje o ključnim stavkama kupoprodajnog ugovora te se nakon zaključenih pregovora potpisuje kupoprodajni ugovor. Potpisivanje kupoprodajnog ugovora ne znači da je proces preuzimanja dovršen jer transakciju još mora odobriti uprava poduzeća koje se preuzima, dioničari i regulator. (Deloitte, 2014.) Regulator je detaljnije objašnjen u sljedećem potpoglavlju ovog rada u dijelu 2.2. Ključni sudionici spajanja i preuzimanja.

Iako se faze iz perspektive prodavatelja i kupca relativno preklapaju, u nastavku će se zbog što kvalitetnijeg razumijevanja objasniti iz perspektive kupca dijelovi koji nisu ranije u tekstu spomenuti. Tablica 3 u nastavku rada pokazuje faze procesa spajanja i preuzimanja iz perspektive kupca.

Tablica 3: Faze procesa spajanja i preuzimanja iz perspektive kupca



Izvor: PWC (2022.) *Buy - side M&A playbook*, e-publikacija. Dostupno na: [https://www.pwc.com/il/en/new-2021/buy\\_side\\_manda\\_playbook\\_for\\_web.pdf](https://www.pwc.com/il/en/new-2021/buy_side_manda_playbook_for_web.pdf)

Razlike između faza spajanja i preuzimanja iz perspektive kupca i prodavatelja nalaze se u početnoj i finalnoj fazi.

Naime, primarna faza iz perspektive preuzimatelja proces započinje razvijanjem strategije akvizicije. Za početak preuzimatelj definira ciljeve kupnje uzimajući u obzir trenutne tržišne uvjete, finansijska pozicija i buduće projekcije. Nakon toga preuzimatelj postavlja kriterije

target poduzeća i izrađuje profil definirajući veličinu poduzeća, financijski položaj, vrstu proizvoda ili usluga, bazu kupaca, kulturu i sve druge čimbenike. Preuzimatelj postavlja ove opće kriterije na početku kako bi se čim prije izdvojili optimalni kandidati. Nakon postavljanja kriterija, preuzimatelj započinje potragu za idealnim poduzećima nakon čega slijedi kontaktiranje potencijalnih targeta. Ukoliko su potencijalna target poduzeća zainteresirana, šalju određene informacije na temelju kojih preuzimatelj izvršava kratku procjenu.

Finalna faza iz perspektive kupca je integracija dvaju poduzeća. Ona započinje nakon kupnje te zahtijeva planiranje i stvaranje strategije za daljnje poslovanje u sklopu financija, organizacijske strukture, odgovornosti, kultura poduzeća itd. To je stalan napor koji se treba kontinuirano nadzirati od nekoliko mjeseci pa do nekoliko godina, ovisno o mnogim čimbenicima. (Dumont M, 2021.)

## **2.2. Ključni sudionici spajanja i preuzimanja**

Prema DePamphilis (2011.) kako bi se što bolje razumjela transakcija važno je znati ključne sudionike, njihove uloge i odgovornosti. Kao što je ranije već spomenuto, svaki posao spajanja i preuzimanja je jedinstven. Mnoge transakcije mogu se sklopiti samo s kupcem, prodavateljem i odvjetnicima. S druge strane, provođenje većih spajanja i pripajanja može uključivati desetke stranaka, od investicijskih bankara, financijskih savjetnika, odvjetnika, ljudskih resursa, regulatora, antimonopolskih stručnjaka, opunomoćenika, osiguravatelja i mnogih drugih. (Frankel, Foreman., 2017.)

Imajući to na umu, u nastavku se nalazi popis ključnih sudionika spajanja i preuzimanja zajedno sa opisom uloge koje provode:

**KUPAC** - kupac je korporativni entitet, a ne pojedinci koji ga mogu predstavljati. On maksimizira svoje najbolje interese i interese svojih dioničara. Kupci dolaze u raznim oblicima s različitim ciljevima i motivacijama. U trenutku pregovaranja s kupcem prodavatelju je važno razumjeti kupčev poslovni model i prioritete, ali isto tako je kupcu važno utvrditi prioritete poduzeća koje kupuje kako bi transakcija ispunila ciljeve. Kupci se dijele na strateške kupce, ponavljajuće kupce ili preuzimatelje, nove kupce, jednotransakcijske kupce, financijske kupce, private equity i venture capital fondove, upravljačke kupci itd. (Frankel, Foreman., 2017.)

**PRODAVATELJ** - za razliku od kupaca, koji često više puta provode strateške transakcije, prodavatelji su po definiciji jednokratni sudionici. Uz neke značajne iznimke, odluka o prodaji jedinstvena je i konačna odluka korporacije. Nakon što se poduzeće proda, gubi posebnu prirodu zasebnog entiteta (pravnu osobnost) i postaje podružnica drugog poduzeća ili se čak u cijelosti uključuje u postojeće poslovanje. S financijske točke gledišta, prodaja poduzeća predstavlja završetak poslovanja za dioničare. Ukoliko dobivaju gotovinu, u potpunosti su prekinuli odnos s poduzećem. U slučaju da dobiju dionice, obično postaju relativno neuključeni manjinski dioničari u mnogo većoj korporaciji. Prodavatelji se dijele u tri kategorije: djelomični prodavači, potpuni prodavači i nevoljni prodavači. (Frankel, Foreman., 2017.)

**INVESTITOR/ VLASNIK** - Odnosi se na subjekte i pojedince koji se smatraju dijelom kupca ili prodavatelja ili koji su u nekom obliku suradnje s istima tijekom transakcije. Postoji nekoliko vrsta investitora ili vlasnika poduzeća tijekom životnog ciklusa razvoja: poduzetnici i osnivači, private equity fondovi, "angel" investitori, venture capital investitori, private equity poduzeća, Poduzeća za otkup putem financijske poluge (engl. LBO) i menadžmentska poduzeća otkupa (engl. MBO), javni investitori (engl. Public investors) i individualni investitori (engl. Individual investors). Fondovi rizičnog kapitala detaljnije su objašnjeni u trećem poglavlju ovog rada u dijelu 2.3. Proces ulaganja fondova rizičnog kapitala. (Frankel, Foreman., 2017.)

**KORPORATIVNO OSOBLJE** - unutar svakog korporativnog pravnog subjekta postoje deseci, stotine ili tisuće pojedinaca koji upravljaju i vode poduzeće. Smjer i razvoj poduzeća koordinirani su spoj prosudbi, motivacije i odluka tih pojedinaca. (Gokkaya et. al., 2023). Prema Frankel, Foreman (2017.) korporativni sudionici dijele se na: Upravni odbor, Izvršni menadžment i Srednji menadžment.

**SAVJETNICI** (engl. advisors) - transakcije se smatraju neizvjesnim i rizičnim događajima čak i poduzećima koja redovito provode spajanja i preuzimanja sa svojim sofisticiranim timom. Imajući to na umu, poduzeća zapošljavaju vanjske savjetnike. Osim toga, vanjski savjetnici pružaju određenu količinu "pokrića" izvršnim direktore i članovima odbora. Važno je za istaknuti da različiti savjetnici mogu imati vrlo različite poticaje, gledišta i stručnost kada daju savjete o transakcijama. (DePamphilis, 2011.) Prisutnost i kvaliteta specijaliziranog osoblja za spajanja i preuzimanja jedna od ekonomski najvažnijih odrednica uspješnosti spajanja i pripajanja. (Gokkaya, et. al., 2023). Prema Frankel, Foreman (2017.) savjetnici se dijele na: odvjetnike, investicijske bankare, revizore, konzultante i savjetodavno osoblje.



REGULATOR - Gotovo svaku poslovnu i financijsku transakciju na neki način reguliraju vlada i/ili sudovi. Potrebno je razlikovati regulacije samih transakcija i regulacije poduzeća koja sudjeluju u transakciji. Transakcije između poduzeća u privatnom vlasništvu relativno su slabo regulirane, pri čemu se poduzeća općenito moraju pridržavati državnih zakona koji se odnose na to kako se korporativne odluke moraju donositi i odobravati. Prema Frankel, Foreman (2017.) regulatori se dijele na: državne i lokalne regulatore, internacionalne regulatore, industrijske regulatore. Regulator koji je u Republici Hrvatskoj, Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja (u nastavku rada „AZTN“), opće je nacionalno regulatorno tijelo nadležno za zaštitu tržišnog natjecanja na svim tržištima u okviru djelokruga i nadležnosti utvrđenih Zakonom o zaštiti tržišnog natjecanja („Narodne novine“, broj 79/09.), Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o zaštiti tržišnog natjecanja („Narodne novine“, broj 80/13.), Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o zaštiti tržišnog natjecanja („Narodne novine“, broj 41/21.) te ostalim podzakonskim aktima, odnosno uredbama neophodnima za njihovu provedbu. (AZTN) Proces spajanja i preuzimanja dovršen je nakon prikupljanja odobrenja i osiguranja financiranja od strane kupca.

OSTALI SUDIONICI - osim izravnih i neizravnih dionika u transakciji, postoje i druge strane koje se zanimaju za spajanja i preuzimanja. Također, treba se uzeti u obzir i njihov utjecaj na transakciju. Iako ne mogu izravno utjecati na transakciju, mogu nametnuti troškove ili stvoriti koristi uključenim poduzećima. Ostali sudionici dijele se na: javnost, klijente, konkurente, partnere i medije. (Frankel, Foreman., 2017.)

## **2.3. Analitički okvir spajanja i preuzimanja**

### **2.3.1. Dubinsko snimanje i tržišna analiza**

Dubinsko snimanje (engl. due dilligence) Crilly i Sherman (2010.) definiraju kao proces u kojem pojedinac ili organizacija traže informacije o poslovnom subjektu kako bi mogli postići što kvalitetniju prosudbu vrijednosti poduzeća za neku specifičnu svrhu, u ovom slučaju spajanje i preuzimanje. Nekad može doći do razlike između vrijednosti koju prodavač traži i one koju kupac nakon dubinskog snimanja ponudi. Ta razlika obično ne prekida dogovor, iako obično donosi do prilagodbe uvjeta. U rijetkim, ali važnim slučajevima, dubinsko snimanje otkriva činjenice koje dramatično mijenjaju kupčev pogled na poduzeće koje želi kupiti i mogu

potencijalno poremetiti transakciju. Umjesto negativnih posljedica, za kupca je ovo veliko olakšanje jer je pokazatelj da je izbjegao katastrofalnu situaciju. (Frankel, Forman., 2017.)

Prema DePamphilis (2011.) dubinsko snimanje je skup i iscrpljujući proces koji je po svojoj prirodi, vrlo nametljiv i postavlja značajne zahtjeve za vrijeme i pozornost menadžera. Učestalo kupac želi onoliko vremena koliko je potrebno za dovršetak dubinskog snimanja, dok će prodavatelj željeti ograničiti duljinu i opseg što je više moguće. Dubinsko snimanje rijetko ide u korist prodavatelja jer će dugotrajan i detaljan proces vjerojatno otkriti stavke koje će kupac koristiti kao razlog za snižavanje kupovne cijene. Posljedično, prodavatelji mogu tražiti prekid dubinske analize prije nego što kupac to smatra prikladnim. Tri su primarna pregleda koja obuhvaćaju due diligence, jednake su važnosti i često se pojavljuju istovremeno. To su: strateško i operativno dubinsko snimanje, financijsko dubinsko snimanje i pravno dubinsko snimanje.

### **2.3.2. Vrste vrednovanja poduzeća**

Prema DePamphilis (2011.) jedna od najvažnijih točaka za pregovore je izračun preliminarne procjene vrijednosti poduzeća. U transakciji spajanja i preuzimanja, proces vrednovanja provode i poduzeće kupac i poduzeće prodavatelj. Poduzeću koje kupuje cilj je kupiti po najnižoj cijeni, dok poduzeće prodavatelj želi najvišu cijenu. Iz tog razloga procjena vrijednosti poduzeća važan je dio ovog procesa, budući da vodi kupca i prodavatelja do postizanja konačne cijene transakcije. Prema Foster Reed S., et. al. (2007.). ne postoji ograničenje broja metoda određivanja cijena koje se mogu izraditi i koristiti. Kombinacijom nekoliko metoda, možda će biti moguće eliminirati dio neizvjesnosti i doći do suglasnosti oko vrijednosti poduzeća.

CFI (2023.) vrednovanje poduzeća dijeli se na tri glavne metode:

1. Metoda diskontiranog budućeg novčanog toka (engl. Discounted Cash Flow) - vrijednost poduzeća izračunava se na temelju diskontiranja budućih novčanih tokova na sadašnju vrijednost po stopi koja je približna riziku. Smatra se jedinim ispravnim načinom vrednovanja operativnog poduzeća. Metoda diskontiranog budućeg novčanog toka najkorištenija je metoda vrednovanja, dok ostale služe kao početna točka za pregovaranje o cijeni poduzeća. (Foster Reed S., et. al., 2007.)

2. Komparativna analiza poduzeća - za razliku od analize diskontiranog novčanog toka (DCF), koja je intrinzični oblik vrednovanja, komparativna analiza poduzeća je relativni oblik vrednovanja poduzeća. Usporedna analiza poduzeća je metodologija vrednovanja koja gleda na omjere sličnih javnih poduzeća i koristi ih za izvođenje vrijednosti drugog poslovanja. (Vipond T. za CFI, 2023.)
3. Analiza usporedivih transakcija - metrike vrednovanja za prošle usporedive transakcije unutar industrije. Usporedne transakcije koriste se u procjeni fer vrijednosti ciljanog poduzeća koje se planira preuzeti. Idealna usporediva transakcija je za poduzeće u istoj industriji sa sličnim poslovnim modelom. Fer vrijednost mete preuzimanja temelji se na nedavnoj zaradi. (Tuovila A, 2021.)

## **2.4. Trendovi spajanja i preuzimanja**

Na aktivnosti spajanja i preuzimanja utječu makroekonomske promjene na tržištu. U posljednjih stotinu godina spajanja i preuzimanja mogu se sagledati kao ciklički fenomeni. Aktivnosti i intenzitet su se povećavali u razdobljima ekonomskog rasta, dok su se u razdobljima stagnacije smanjivali (Rupčić, 2003.). Posljednjih nekoliko godina bilo je posebice izazovno zbog globalne pandemije koja je izazvala poremećaje u opskrbnom lancu i nestašicama dobara. U trenutku laganog popravka ekonomske situacije dogodi se Ruska invazija na Ukrajinu koja je samo potaknula dublju ekonomsku nestabilnost energetsom krizom i inflacijom. Ne treba ni zaboraviti na propast nekih globalnih, sistemski važnih banaka koje su dovele do daljnjeg pooštavanja kreditiranja na tržištu. Unatoč navedenim događajima M&A aktivnosti nisu znatno pogoršane 2022. godine kao što se očekivalo, ali isto tako nisu sustigle rekordnu 2021. godinu.

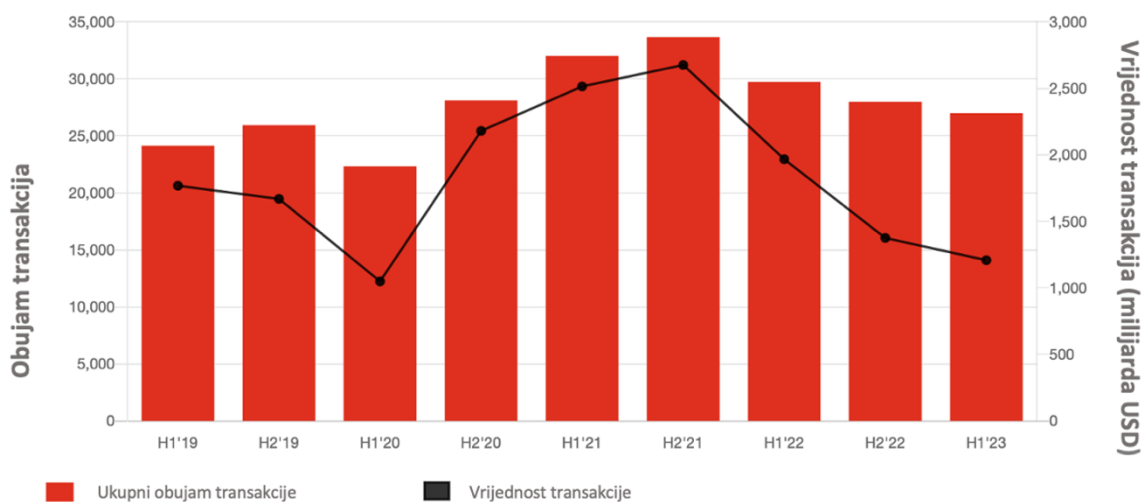
### **2.4.1. Trendovi spajanja i preuzimanja u Europi i svijetu**

Prema publikaciji revizorske konzultantske kuće PWC nema sumnje da je prva polovica 2023. godine bila izazovna za spajanja i pripajanja, s padom opsega transakcija za 4% u odnosu na već niske razine u drugoj polovici 2022. godine. Obujmi transakcija su unatoč tome i dalje ostali iznad razina prije pandemije 2019. godine. Ova godina započela je s oprezom, zamagljena strahovima od recesije i rastućim kamatama dok su čelnici središnjih banaka pokušavali ukrotiti rekordnu inflaciju.

Od početka godine neprestano spominje se sljedeći veliki iskorak i trend u svijetu tehnologije - generativna umjetna inteligencija. Već neko vrijeme vidimo sve veći izazov vještina s kojima se suočavaju organizacije koje pokreću strategije akvizicije. Prema PWC (2023.) transformacija se događa i u drugim sektorima. Poduzeća sve više žele smanjiti svoj utjecaj na klimatske promjene i slijede “net-zero” strategije. Energetska tranzicija stvara poremećaje u nekim sektorima što stvara nove prilike za spajanja i preuzimanja. Sektori koji svjedoče najvišoj razini aktivnosti “megatransakcija” su: farmacija, biološke znanosti, energetske resursi i komunalne usluge. Svi navedeni sektori su povezani s megatrendovima kao što su tehnološke inovacije, digitalizacija, ESG i energetska tranzicija.

Narednim aktivnostima spajanja i preuzimanja možda neće biti privlačne “megatransakcije”, čiji se broj smanjio od 2021. godine kada su dosegnule svoj vrhunac, nego zdravija razina transakcija srednjeg tržišta dok poduzeća slijede svoje strateške planove rasta. Te manje transakcije također mogu potaknuti rast i transformaciju. (PWC,2023.)

Grafikon 1: Globalni M&A trendovi obujma i vrijednosti - Količina i vrijednost transakcija od 2019. do 2023. godine



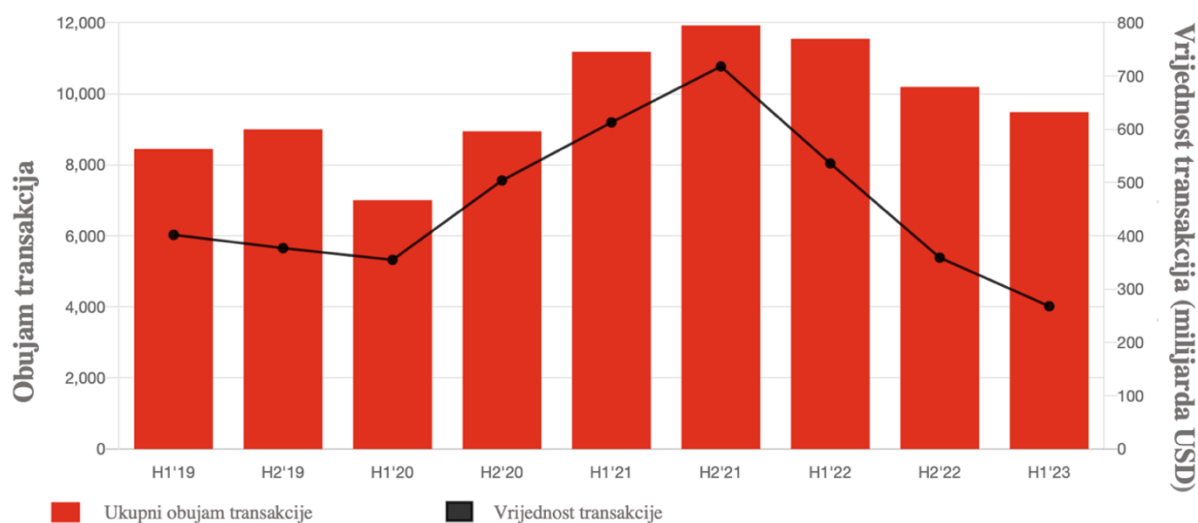
Izvor: PWC (2023.) *Global M&A Industry Trends: 2023 Mid- Year Update*. Dostupno na: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

Promatrajući globalne količine i vrijednosti spajanja i preuzimanja, vidimo kako su pale tijekom prve polovice 2023. za 4%, odnosno 12%, s već niskih razina u drugoj polovici 2022. U usporedbi s prvom polovicom 2022., padovi su iznosili 9%, odnosno 39%. Sveukupna

aktivnost spajanja i preuzimanja bila je nejednaka jer su djelovali različiti makroekonomski i drugi čimbenici stvarajući prilike za ulagače koji su voljni tražiti rast na drugim tržištima.

Sektor tehnologije, medija i telekomunikacija (“TMT”) bio je najaktivniji sektor u prvoj polovici 2023. godine, na koji se odnosi približno 26% svih globalnih aktivnosti. Međutim, kada je riječ o vrijednostima transakcija, sektori industrijske proizvodnje i automobilske proizvodnje (IM&A) te energetike, komunalnih usluga i resursa (EU&R) prednjačili su s 25%, odnosno 21% vrijednosti transakcija. Udio EU&R sektora u ukupnoj vrijednosti transakcija od 21% (na samo 9% opsega transakcija) naglašava kako investicijska sredstva nastavljaju pritjecati u sektor, pri čemu su ulagači privučeni značajnim ulaganjima u energetska tranziciju (PWC,2023.)

Grafikon 2: EMEA M&A trendovi obujma i vrijednosti količina i vrijednost transakcija od 2019. do 2023. godine



Izvor: PWC (2023.) *Global M&A Industry Trends: 2023 Mid- Year Update*. Dostupno na: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

Prema publikaciji revizorske i konzultantske kuće PWC, na području Europe, Bliskog istoka i Afrike “EMEA”, obujam transakcija smanjio se za 7% u prvoj polovici 2023. godine, u usporedbi s drugom polovicom 2022., ali je ostao iznad razina prije pandemije 2019. godine. Vrijednosti transakcija pale su za 25% u istom razdoblju, prvenstveno zbog pada broja “megatransakcija”. Makroekonomski čimbenici, viši troškovi energije i pad povjerenja investitora, utjecali su i na količine i na vrijednosti transakcija. Gotovo sve zemlje doživjele su

pad obujma transakcija u prvoj polovici 2023. u usporedbi s drugom polovicom 2022. godine, iako su Austrija, Njemačka, Italija i Švicarska bolje od ostalih zemalja u regiji.

### 2.4.1. Trendovi spajanja i preuzimanja u regiji

Publikacija revizorske i konzultantske kuće Mazars u suradnji s Mergermarketom u fokus stavlja trendove u 2022. godini u CEE regiji (engl. Central and Eastern Europe, odnosno srednja i istočna Europa), u koju između ostalog pripada i Republika Hrvatska. Unatoč iznimno izazovnim uvjetima, sklapanje spajanja i preuzimanja u srednjoj i istočnoj Europi dokazalo je svoju snagu u 2022. godine s 846 transakcija ukupne vrijednosti 39,2 milijarde eura. Obujam i vrijednost smanjeni su za 5%, odnosno 21%, u odnosu na 2021. Prethodna 2021. godina teška je za nadmašiti, ali čak i usporediti zahvaljujući niskim kamatnim stopama. Pad zabilježeni u srednjoj i istočnoj Europi 2022. znatno je manje izraženi od onih na globalnoj razini.

U nastavku se nalazi grafikon 3 koji prikazuje volumen i vrijednosti transakcija na cjelokupnom području srednje i istočne Europe.

Grafikon 3: Trendovi u aktivnostima spajanja i preuzimanja u CEE regiji



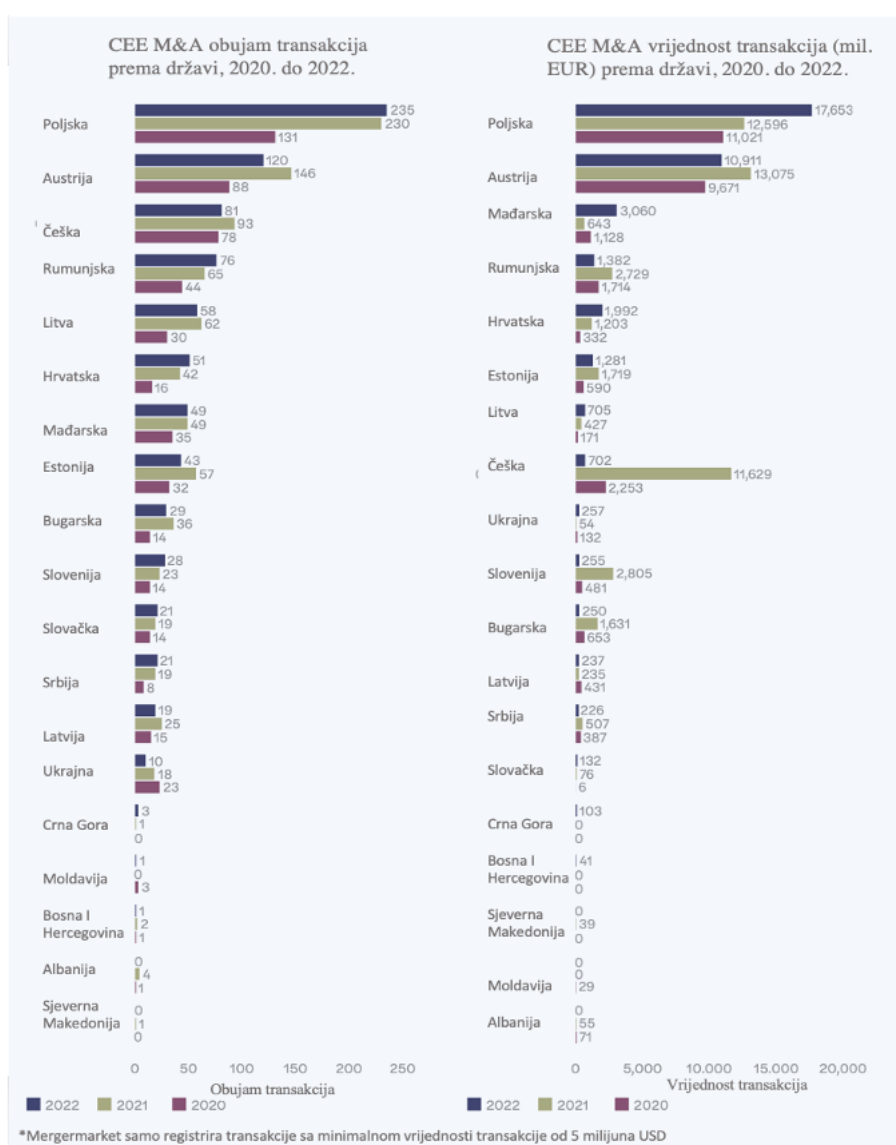
Izvor: Mazars (2022.) Investing in CEE: Inbound M&A Report 2022/2021 [e-publikacija]: <https://cms.law/en/int/publication/emerging-europe-m-a-report-2022-2023>

Na grafikonu je vidljivo kako je broj transakcija zabilježenih u srednjoj i istočnoj Europi 2022. godini pao u odnosu na 2021. godinu, no ipak je veći nego u svim ranijim godinama. Ukupna vrijednost tih transakcija također je viša od bilo koje godišnje ukupne vrijednosti osim one

objavljene 2021. godini. U posljednjih osam godina, 2022. je bila druga najbolja godina u smislu količine, ali i vrijednosti. To ističe Ističe atraktivnost CEE regije, unatoč ranije navedenim izazovima Covid-19, a potom i rata u Ukrajini.

Grafikon iznad tumačio je količine i vrijednosti transakcija na području srednje i istočne Europe, a u nastavku se nalazi grafikon 4 koji za bolje razumijevanje trendova prikazuje ukupni poredak zemalja CEE regije prema vrijednosti i volumenu transakcija u 2022. godini.

Grafikon 4: Kretanje obujma i vrijednosti transakcija prema državi u CEE regiji od 2020. do 2022. godine



Izvor: Mazars (2023.) *Investing in CCE inbound M&A report 2022./2023.* [e-publikacija].

Dostupno na:

<https://www.mazars.com/content/download/1138787/58352880/version//file/Investing-in-CEE-Inbound-M-A-report-2022-2023.pdf>

Pet najvećih zemalja po opsegu transakcija spajanja i preuzimanja u CEE 2022. godine bile su: Poljska (235 transakcija), Austrija (120 transakcija), Češka (81 transakcija), Rumunjska (76 transakcija) i Litva (58 transakcija). Sljedeća po redu je Hrvatska koja zauzima šesto mjesto s ukupno 51 transakcijom. Što se tiče zemalja u regiji, susjedna Slovenija nalazi se na desetom mjestu, Srbija na dvanaestom, Crna Gora na petnaestom, a Bosna i Hercegovina na sedamnaestom mjestu.

Promatrajući ukupne vrijednosti transakcija na grafikonu vidimo kako su Poljska i Austrija također su zauzele prva dva mjesta, iza njih je Mađarska, a zatim Hrvatska. Dok je razina transakcija u regiji općenito bila u padu iz godine u godinu, tri od pet najvećih zemalja po vrijednosti – Poljska, Mađarska i Hrvatska su zapravo generirale veću vrijednost transakcija u 2022. nego prethodne godine.

S obzirom na to da rad ima fokus na fondove rizičnog kapitala, važno je promotriti i njihove trendove. Aktivnosti su oslabile nakon 2021., pri čemu je obujam otkupa pao za 31% na godišnjoj razini. Vrijednost je još više pala, za 66%, s ukupnim otkupom od 3,4 milijarde eura u 2022. u usporedbi s 9,9 milijardi eura godinu prije. Ipak, obujam otkupa u 2022. godini je izuzetno dobar prema povijesnim standardima. Broj otkupa rizičnim kapitalom u 2022. godini i dalje je jedan od najvećih zabilježenih u srednjoj i istočnoj Europi, s ukupno 97 transakcija, što lako nadmašuje bilo koji godišnji iznos između 2015. i 2020. godine.

## **2.5. Pregled značajnijih spajanja i preuzimanja**

S obzirom na rekordan skok sklapanja transakcija u 2021. godine, bilo je za očekivati određeno smanjenje aktivnosti fondova rizičnog kapitala u 2022. godini. Tablica 4 u nastavku pokazuje deset najboljih transakcija na području srednje i istočne Europe u 2022. godini., njihovu vrijednosti, datum, sektor poslovanja, državu iz koje je prodavatelj, državu iz koje u nalazi kupac.



Tablica 4: 10 najboljih M&A transakcija u srednjoj i istočnoj Europi

Datum	Target	Sektor	Država targeta	Preuzimatelj	Država preuzimatelja	Vrijednost transakcije (milijun EUR)
29/7/2022	Polskie Gornictwo Naftowe I Gazownictwo SA (71,88% udjela)	Energija i komunalije	Poljska	Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. (PKN Orlen S.A.)	Poljska	6,185
21/12/2022	OMV AG (24,9% udjela)	Energija i komunalije	Austrija	Abu Dhabi National Oil Company	UAE	3,819
2/6/2022	Grupa LOTOS S.A. (100% udjela)	Industrija	Poljska	Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. (PKN Orlen S.A.)	Poljska	3,644
13/6/2022	Flughafen Wien AG (60% udjela)	Trasport i logistika	Austrija	IFM Investors; IFM Global Infrastructure Fund; Airports Group Europe S.a r.l.	Australija	1,954
22/8/2022	Vodafone Mađarska (100% udjela)	Telekomunikacija	Mađarska	Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt.; 4iG Nyrt.	Mađarska	1,756
14/4/2022	S IMMO AG (36,66% udjela)	Nekretnine	Austrija	CPI Property Group	Češka	1,535
28/12/2022	PKP Energetyka Sp.z.o.o. (100% udjela)	Energija i komunalije	Poljska	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	Poljska	1,267
2/6/2022	Borealis AG (100% udjela)	Industrija	Austrija	Agrofert, a.s.	Češka	810
14/3/2022	Ford Romania S.A. (100% udjela)	Automobilska	Rumunjska	Ford Otomotiv Sanayi A.S.; Ford Otosan Netherlands B.V	Turska	715
11/8/2022	Super Sport d.o.o. (73% udjela)	Ugostiteljstvo	Hrvatska	Entain Plc	Hrvatska	690

Izvor: Mazars (2023.) *Investing in CEE inbound M&A report 2022./2023.* [e-publikacija].

Dostupno na:

<https://www.mazars.com/content/download/1138787/58352880/version//file/Investing-in-CEE-Inbound-M-A-report-2022-2023.pdf>

Dvije od tri najveće transakcije u srednjoj i istočnoj Europi bile su domaće poljske transakcije koje su uključivale poduzeće PKN Orlen. Najveća transakcija u srednjoj i istočnoj Europi 2022. godine bila je akvizicija u iznosu od 71,88% udjela u plinskom poduzeću PGNiG za oko 6,2 milijarde eura. Treća transakcija po veličini je kupnja energetske poduzeća LOTOS S.A. za 3,6 milijardi eura. Druga najveća transakcija je stjecanje 24,9% udjela u austrijskom integriranom energetske poduzeću OMV za 3,8 milijardi eura od Nacionalnog naftnog poduzeća iz Abu Dhabija (ADNOC). Promatrajući tablicu vidimo kako su četiri od devet najvećih transakcija u CEE u razdoblju 2022. godine zaključila poduzeća sa sjedištem u Austriji.

### **3. KARAKTERISTIKE FONDOVA RIZIČNOG KAPITALA**

#### **3.1. Vrste investitora rizičnog kapitala**

Za većinu osoba pojam ulaganje stvara asocijaciju na dionice i obveznice. Međutim, postoji još jedna vrsta ulaganja, a to je rizični kapital. (Faster Capital, 2023.) Iako često prisutan u stručnoj i znanstvenoj literaturi pojam rizičnog kapitala nema jednoznačne definicije.

Definicija Private Equity-ja (engl. Private Equity, PE) može se promatrati s nekoliko različitih aspekata. Jedan od aspekata je karakteristika ulaganja, tj. svrha ulaganja, strategija ulaganja ili vremenska dimenzija ulaganja. Sljedeći od aspekata je taj da je private equity izvor financiranja koji je alternativan drugim izvorima financiranja. Osim toga, jedan od aspekata je vrsta ulaganja gdje se rizični kapital definira kao svaka kapitalna investicija u privatna poduzeća od strane financijske institucije, primjerice investicijskog fonda.

Prema Čulinović-Herc, et. al. (2017). radi se o tržišnom segmentu koji se u domaćoj praksi tek razvija i čiji se potencijal tek počinje prepoznavati. Zbog toga ovaj nov i nepoznat pojam stvara probleme zbog jezične barijere prilikom prijevoda. Naime, u hrvatskom jeziku ne postoji adekvatan pojam za internacionalno poznati pojam "private equity". Prema Hrvatskoj Private Equity i Venture Capital Asocijaciji (u nastavku rada „HVCA“) u hrvatskoj terminologiji rizični kapital je pojam koji se koristi za dva termina, za private equity (u nastavku rada „PE“) i venture capital (u nastavku rada „VC“), koji su vrlo različite vrste ulaganja. PE i VC fondovi su kao zasebne vrste alternativnih investicijskih fondova (u nastavku rada AIF) zahvaljujući njihovim investicijskim politikama te zajedno tvore tzv. private equity tržište. PE i VC fondovi ulažu stječući udjele ili dionice u portfeljnom društvu, ali ne trajno već s određenim vremenskim horizontom s ciljem ostvarenja profita. Iako po hrvatskom zakonu između Private Equity i Venture Kapital fondova ne postoji razlika, treba istaknuti da je Private Equity fond širi, a Venture Kapital fond uži pojam. Karakteristika VC fondova je da ulažu kratkoročno u ranoj fazi razvoja i ekspanzije, dok PE fondovi investiraju u duljem vremenskom horizontu te obuhvaća ulaganje u kasnijem ciklusu. Hrvatsko zakonodavstvo također ne radi razliku između PE i VC, te ih je regulirao na razini Zakona o alternativnim investicijskim fondovima (ZAIF), dok je tipologija fondova i njihova obilježja uređena na razini Pravilnika o vrstama alternativnih investicijskih fondova.

Prema Makek et al. (2011.) private equity fondovi prikupljaju sredstva od kvalificiranih ulagatelja kao što su institucionalni investitori (osiguravatelji, mirovinski fondovi i slično), banke, velike kompanije ili fizičke osobe koje ispunjavaju određene kriterije. PE povezuje višak kapitalnih sredstava na tržištu s poduzećima koje imaju veliki potencijal, ali nemaju direktan pristup institucionalnim investitorima putem uređenih tržišta. Kada poduzetnici ili društva ne mogu osigurati potrebna sredstva za poslovanje mogu ga financirati fondovima rizičnog kapitala.

Fondovi rizičnog kapitala imaju važnu ulogu kao katalizator za poduzeća koja žele poboljšati svoje performanse. Oni na nekoliko načina pružaju podršku poduzećima u postizanju ciljeva, a svaki od načina zbog učinkovitosti ima drugačiji pristup kako bi bio što efektivniji i prikladniji u određenom trenutku životnog ciklusa poduzeća. Prema Philippou L. (2007.) za CFA Institut velika većina private equity fondova organizirana su kao ograničena partnerstva i imaju ograničen vijek trajanja u periodu od 10 do 14 godina. Njihovi ulagači uglavnom su institucionalni ulagači, kao što su zaklade, mirovinski fondovi, osiguravajuća društva i banke. Ti ulagači, se nazivaju ograničeni partneri (engl. limited partner, u nastavku teksta LP) te ulažu određeni iznos kapitala u fondove kojima upravljaju generalni partneri (u nastavku teksta GP). Općenito, kada GP identificira priliku za ulaganje (portfeljno poduzeće), on povlači novac od svojih LP-ova do iznosa koji je obvezan, a to može učiniti u bilo kojem trenutku do likvidacije fonda. Kada se ulaganje likvidira, GP raspodjeljuje prihode svojim LP-ovima. Naknada od LP-a GP-u sastoji se od naknade za upravljanje i dijela dobiti.

Tablica 5 u nastavku prikazuje klasifikaciju fondova rizičnog kapitala prema kategorijama u smislu životnog ciklusa u kojem se poduzeće nalazi i vrsti financiranja.

Tablica 5: Klasifikacija private equityja u smislu faze i vrste financiranja portfeljnih društava

Glavna kategorija	Potkategorija	Kratki opis
Venture capital	Seed faza	Financiranje za istraživanje poslovnih ideja, razvoj prototipa proizvoda ili provođenje istraživanja tržišta.
	Start-up faza	Financiranje nedavno otvorenih poduzeća s dobro razvijenim poslovnim i marketinškim planovima.
	Later faza	Financiranje poduzeća koja su započela s prodajom te je upitno da li pokrivaju troškove. Financiranje im može poslužiti za proširenje proizvodnih kapaciteta, razvoj proizvoda ili osiguranje radnog kapitala.
	Replacement kapital	Financiranje za kupnju dionica od drugih postojećih investitora rizičnog kapitala ili za smanjenje financijske poluge.
Growth	Expansion	Financiranje etabliranih i zrelih poduzeća u zamjenu za kapital, često manjinski udio, za širenje na nova tržišta i/ili poboljšanje poslovanja
Buyout	Acquisition	Financiranje u obliku duga, vlasničkog kapitala danog poduzeću za stjecanje drugog poduzeća
	LBO	Financiranje koje osigurava LBO poduzeće za stjecanje poduzeća
	MBO	Financiranje koje se daje upravi za stjecanje poduzeća, specifične linije proizvoda ili odjela
Specijalne situacije	Mezzanine financiranje	Financiranje koje se općenito pruža u obliku subordiniranog duga često u kontekstu LBO transakcija
	Distressed/turnaround	Financiranje poduzeća kojima je potrebno restrukturiranje ili su u financijskim poteškoćama
	Jednokratne prilike	Financiranje u odnosu na promjene trendova u industriji i nove državne propise
	Ostale situacije	Mogući su i drugi oblici financiranja private equity-em, na primjer - activist investing, fond fondova (engl. fund of funds) i secondaries

Izvor: izrada autorice prema Courtois, Y. , Jenkinson, T. *Alternative Investments: Private Equity Investments*. Corporate Finance Association

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

1. Financiranje u ranoj “venture capital” fazi oblik je private equity ulaganja koje se odnosi na ulaganje u mlada poduzeća kojima je potreban kapital za pokretanje i razvoj. Odnosi se na društva koja ostvaruju prihode, ali ipak ne dovoljno da bi bila profitabilna i mogla samostalno financirati budući rast.
2. Mlada poduzeća u zamjenu za vlasnički udio poduzeća dobivaju kapital. Karakteristično je za “seed”, “start-up”, “later” i “replacement” faze.

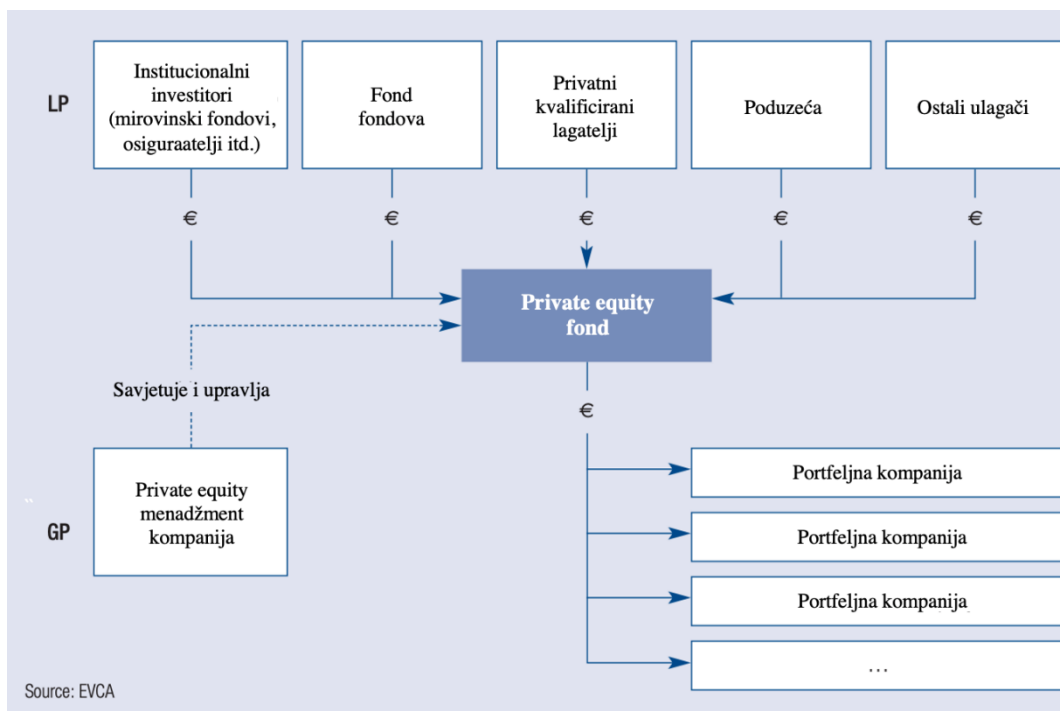
3. Financiranje u fazi “rasta” i proširenja u kojoj se ulaže u brzorastuća poduzeća kojima je potreban dodatni kapital za ulazak na nova tržišta i širenje, to jest za poduzeća koja se već nalaze u zrelijoj fazi životnog ciklusa.
4. Financiranje u “buyout” fazi tj. fazi kupnje, odnosno akvizicije u kojoj fond otkupljuje poduzeće te ono postaje stopostotni vlasnik. U ovakvim transakcijama uglavnom sudjeluju zrelija poduzeća koje generiraju operativne novčane tokove
5. Specijalne situacije su osobite za poduzeća u poteškoćama. U tom kontekstu često se spominje mezzanine financiranje, “distressed”, jednokratne prilike itd.

Nastavno, Makek et al. (2011.) navode kako su poduzetnicima najatraktivniji Venture Capital i Growth Capital iz razloga što pribavljaju potreban kapital za realizaciju poslovnog plana te dobivaju iskusnog poslovnog partnera, a gube samo dio vlasništva.

### 3.2. Poslovni model fondova rizičnog kapitala

Na Slici 1 prikazan je tipični poslovni model private equity fondova, odnosno, preciznije rečeno, njihovih upravitelja.

Slika 1: Poslovni model private equity fondova



Izvor: Izrada autorice prema European Private Equity & Venture Capital Association (2007.) Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs. e-publikacija. Dostupno na: <https://www.investeurope.eu/media/1809/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>

Prema EVCA (2007.) poslovni model privatnog kapitala uključuje različite igrače i može se podijeliti u četiri glavne faze.

Prva faza počinje nakon dobivanja suglasnosti od strane nadzornih tijela, private equity poduzeća (poznate i kao „private equity management companies“ ili „General Partners“) osnivaju investicijske fondove koji prikupljaju kapital od investitora (poznati kao „Limited Partners“). Prikupljeni kapital PE kompanije koriste za kupnju poduzeća velikog potencijala. Prilikom prikupljanja kapitala, upravitelji fondova privatnog kapitala pozivaju institucionalne ulagače i pojedince s posebnom stručnošću ili značajnom imovinom da se upišu u investicijski fond na određeno razdoblje, u prosjeku deset godina. Period prikupljanja sredstava u prosjeku traje od šest mjeseci do jedne godine. Kako su fondovi rizičnog kapitala tipično zatvoreni fondovi, institucionalni ih ulagači ne mogu napustiti prije roka. Ova financijska stabilnost jedna je od jasnih prednosti za poduzetnike, odnosno poduzeća koja traže dodatni izvor financiranja. U zamjenu za novac koji daju, ulagači dobivaju unaprijed dogovoreni udio u kapitalu investicijskog fonda i postaju punopravni dioničari, dijeleći rizike povezane s private equity kompanijom koja upravlja odabranim fondom. Cilj ulagača nije preuzeti kontrolu nad poduzećem iz portfelja, već pomoći u stvaranju vrijednosti kako bi se ostvario kapitalni dobitak pri izlasku iz investicije. Nakon što se prikupi ciljani iznos kapitala, fond se zatvara, a menadžeri fonda traže brzorastuća poduzeća za potencijalno ulaganje, sljedeći strategiju ulaganja koju su predložili institucionalnim ulagačima. (EVCA, 2007.)

U drugoj fazi, nakon što se prikupi ciljani iznos kapitala, pretplata (engl. subscription) se zatvara. Upravitelji private equity fondova zatim traže poduzeća visokog rasta za ulaganje, sljedeći strategiju ulaganja koju su predložili institucionalnim ulagačima. Vrlo rijetko, ali moguće je da se investicijski PE fondovi udruže i formiraju "financijski sindikat" kako bi izvršili ulaganje. To će se dogoditi ako su rizici visoki ili ako je iznos kapitala potreban u operaciji posebno značajan. Jedan od investicijskih fondova zastupat će grupu u poslovanju sindikata s poduzetnikom. (EVCA, 2007.)

Unutar treće faze upravitelji PE fondova vode investicijske poslove i pripremaju izlazne strategije ovisno o tržišnim uvjetima, unaprijed sklopljenim ugovorima s poduzetnicima i mogućnostima raspolaganja. Budući da je upravitelj fonda u ime ulagača zabrinut za stvaranje vrijednosti u poduzeću, on će dugoročno pratiti svoje ulaganje i sudjelovat će u svim eventualnim sljedećim krugovima financiranja. (EVCA, 2007.)

U četvrtoj fazi upravitelji fondova se odlučuju izaći iz svog ulaganja, kapital prikupljen izlaskom redistribuirati se izvornim ulagačima na pro-rata osnovi, ovisno o veličini njihovog početnog ulaganja. Ove naknade, zajedno s kapitalnim dobitima, omogućuju institucionalnim ulagačima da poštuju svoje ugovore o osiguranju, mirovine ili štedne uloge. Institucionalni investitori prilikom ulaganja u PE traže značajni povrat na svoja ulaganja kako bi kompenzirali činjenicu da je njihov kapital dugo vezan i kako bi osigurali da mogu nadoknaditi novac koji su im dodijelili njihovi klijenti (štediše i umirovljenici). Kada je sav kapital prikupljen od ulagača uložen i kada se već izašlo iz određenih ulaganja, upravitelji fonda mogu pokrenuti drugi fond. Njihov kredibilitet u privlačenju novih ulagača ovisi o njihovoj povijesnoj uspješnosti. (EVCA, 2007.)

### **3.3. Tržište fondova rizičnog kapitala u Europi i svijetu**

Private equity fondove diljem svijeta karakterizira drugačija struktura u skladu s različitim prošlim i sadašnjim ekonomskim, socio-kulturološkim, međunarodnim, političkim i vladinim okruženjem i pravnim okvirom koji utječe na svaku zemlju.

#### **3.3.1. Private Equity tržište u svijetu**

Prema DealRoom (2023.), slijedi popis pet najvećih PE poduzeća u svijetu:

1. BlackRock - najveći svjetski upravitelj imovine s više od 9 trilijuna dolara imovine pod upravljanjem (engl. Asset under management). BlackRock jedan je od vodećih svjetskih pružatelja rješenja za ulaganja, savjetovanje i upravljanje rizicima sa 70 ureda na 30 različitih lokacija. Prema DealRoom (2023.), 2022. je bila loša godina za BlackRock. Neosporni lider globalnog privatnog kapitala je izgubio oko 25% svog AUM-a tijekom godine, jer su ulagači počeli kritizirati njegovu strategiju ulaganja, ali je i dalje 2023. godinu započeo s imovinom vrijednom više od 7 trilijuna dolara.

2. Blackstone - jedan je od najvećih svjetskih upravitelja alternativnom imovinom koji investira u dinamične sektore pozicionirane za dugoročno rast. Pod upravljanjem ima imovinu u vrijednosti oko 1 trilijun dolara. U svom portfelju ima 12.600 nekretnina i više od 230 kompanija. Kompanija ima 28 ureda diljem svijeta te oko 4 tisuće zaposlenika. Premasa DealRoom (2023.) isto kao i BlackRock, je doživjelo niz povlačenja ulagača krajem 2022. godine.
3. Apollo Global Management - američko PE poduzeće koje osigurava upravljanje ulaganjima i ulaže u kredite, privatni kapital i stvarnu imovinu. Ima 548 milijardi dolara imovine pod upravljanjem te ima oko 2540 zaposlenika. Prema DealRoom (2023.) strategija za 2023. godinu im je širenje kredita kako bi se iskoristile rastuće kamatne stope, geopolitički preokreti i sve veća kriza likvidnosti.
4. KKR - američko je globalno investicijsko poduzeće koje upravlja višestrukim alternativnim klasama imovine, uključujući PE, energiju, nekretnine, itd. Poduzeće upravlja s više od 510 milijardi dolara te unutar svojih fondova ima 127 poduzeća. KKR posluje u 23 zemlje te ima preko 4 tisuće zaposlenika. Prema DealRoom (2023.) u 2022. godini tijekom razdoblja od 12 mjeseci prikupio je 126 milijardi dolara sredstava što je više od trećine ukupne upravljane imovine na početku razdoblja.
5. The Carlyle Group - Carlyle Group multinacionalno je PE poduzeće sa sjedištem u Sjedinjenim Državama. Upravlja imovinom od 385 milijardi dolara obuhvaćajući tri poslovna segmenta i 576 investicijskih nositelja. Poduzeće broji 29 ureda na 5 kontinenta s više od 2.200 stručnjaka. Prema DealRoom (2023.) u 2022. godini je „private debt“ poslovanje preteklo poslovanje PE prvi put u posljednjih 35 godina. Također, Carlyle Group je pokrenuo program za razvoj čiste energije.

U nastavku se nalazi tablica 6 koja prikazuje investicije fondova rizičnog kapitala u razdoblju od 2018. do 2022. godine raspodijeljeno u 8 različitih geografskih regija svijeta.



Tablica 6: PE investicije na globalnoj razini od 2018. do 2022. godine u milijardama USD

	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	YoY promjena	Promjena od 2020.
Azija - Pacifik*	143.8	94.5	135.0	202.8	145.7	-28%	8%
Kina	83.2	47.6	79.0	104.6	68.2	-35%	-14%
Indija	17.8	24.2	30.9	55.0	38.3	-30%	24%
Južnoistočna Azija	20.9	9.5	10.7	21.7	18.4	-15%	72%
Latinoamerika	13.4	15.9	18.1	29.9	28.2	-6%	56%
Afrika	4.2	3.7	4.0	6.5	6.3	-3%	60%
CEE	3.9	3.4	2.4	12.0	7.4	-38%	203%
Bliski istok	0.6	4.7	10.9	15.2	19.8	30%	81%
Ukupno tržište	166.3	122.6	171.6	267.1	207.9	-22%	21%

\*Ne uključuje Japan, Australiju i Novi Zeland  
Izvor: GPCA, datum: 31.12.2022.



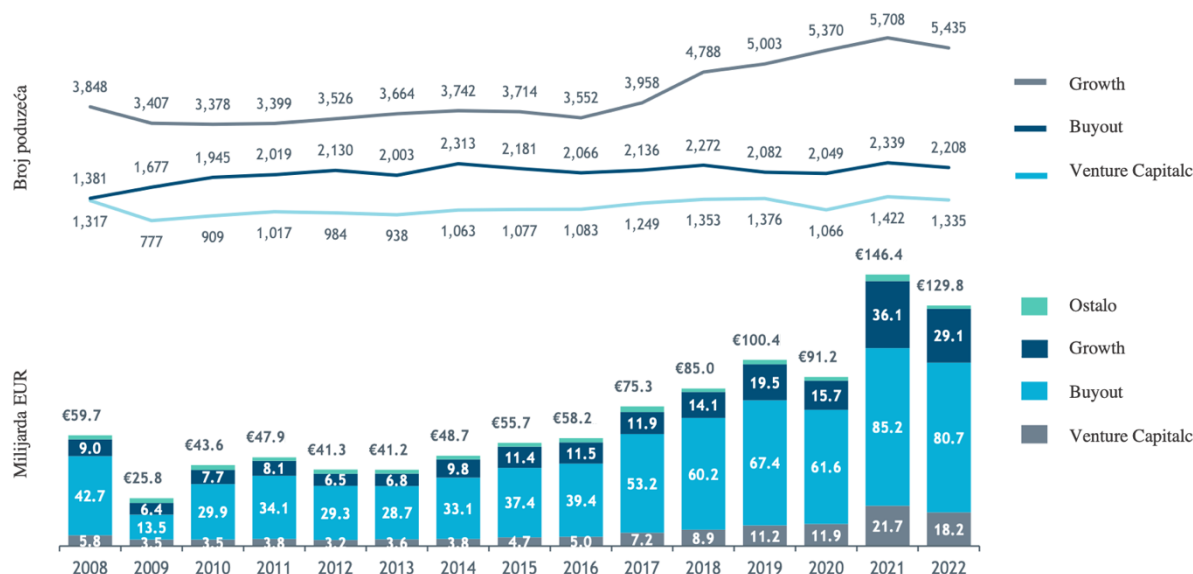
Izvor: Global Private Equity Association, 2023 dostupno na:  
<https://www.globalprivatecapital.org/research/2023-global-private-capital-industry-data/>

Aktivnosti fondova rizičnog kapitala na tržištima prema Global Private Equity Association (GPCA) ostale su snažne prema povijesnim standardima u 2022. godine, a upravitelji fondova uložili su 208 milijardi USD. Ukupna vrijednost transakcija pala je za 22% u odnosu na 2021., ali je 2022. godina i dalje bila druga najveća zabilježena. Pad tijekom 2022. bio je koncentriran u kasnoj VC-a i ranoj PE fazi, s volatilnošću javnih tržišta, inflacijom i energetske krizama koje su prigušile optimizam u vezi s tehnološkim platformama za potrošače, što je potaknulo rast u 2021. godini.

### 3.3.2. Private Equity tržište u Europi

Osim svjetskog, važno je dotaknuti se i Europskog PE tržišta. Prema podacima European Data Cooperative (2023.) inicijative razvijene od strane Invest Europe u 2022. godini u Europi je poslovalo više od 4.200 poduzeća, više od 11.700 fondova, više od 94 tisuće portfolio poduzeća te je provedeno više od 359 tisuća transakcija.

Grafikon 5: : Trend broja poduzeća i iznosa PE investicija u Europi u razdoblju od 2008. do 2022. godine



Izvor: Invest Europe (2022.), Investing in Europe: Private Equity Activity

Prema Invest Europe (2023.) ukupni iznos kapitala uložen u europska poduzeća u 2022. godini je 130 milijardi eura te je niža samo od prethodne 2021. godine. Uloženo je u 9.033 poduzeća, 7% više od prosjeka u prethodnih pet godina, od čega 87% malih i srednjih poduzeća. 62% uloženog kapitala bilo je domaće (unutar zemlje), 30% bilo je unutar Europe, a ostatak je bio iz neeuropskih izvora. Ulaganja (prema broju poduzeća) bila su koncentrirana u četiri sektora: ICT (37%), potrošačka dobra i usluge (16%), biotehnologija i zdravstvena skrb (15%) te poslovni proizvodi i usluge (14%). U ICT je uloženo više od 43 milijarde eura, a u kombinaciji s robom široke potrošnje i uslugama čini više od 50% ulaganja po iznosu. Ulaganja europskih fondova privatnog kapitala i rizičnog kapitala dosegla su 0,62% europskog BDP-a 2022. godini, što je druga najveća zabilježena razina nakon izvanrednih razina ulaganja iz 2021. godine.

Tablica 7 prikazuje deset najboljih transakcija koje uključuju fondove rizičnog kapitala u CEE.

Tablica 7: 10 najboljih transakcija koja uključuju fondove rizičnog kapitala u srednjoj i istočnoj Europi u 2022. godini

Datum	Target	Sektor	Država targeta	Preuzimatelj	Država preuzimatelja	Vrijednost transakcije (miliun EUR)
11/01/2022	Bolt Technology OU (8.48% Udjela)	Tehnologija	Estonija	Sequoia Capital; Fidelity Management & Research Company LLC; Whale Rock Capital Management LLC; Tekne Capital Management LLC; Owl Rock Capital Advisors LLC; G Squared; D1 Capital Partners L.P.; Ghisallo Master Fund General Partner LP.	SAD	628
11/06/2022	Rimac Group doo (25% Udjela)	Automobilska	Hrvatska	SoftBank Group Corp.; Porsche Automobil Holding SE; Goldman Sachs Principal Strategic Investments group; HOF Capital	Japan	500
11/09/2022	Nord/LB Lietuva (11.6% Udjela)	Finacijske usluge	Litva	Blackstone Group Inc	SAD	329
11/01/2022	GoStudent GmbH (10% Udjela)	Tehnologija	Austrija	Deutsche Telekom AG; SoftBank Group Corp.; Tencent Holdings Ltd.; Coatue Management, L.L.C.; Dragoneer Investment Group, LLC; Prosus N.V.; Left Lane Capital	Nizozemska	300
17/06/2022	Rohlik Group as	Tehnologija	Češka	The European Bank for Reconstruction and Development; Sofina SA; J&T Bank a.s.; Partech Partners SAS; Quadrille Capital; Index Ventures SA	Belgija	220
01/02/2022	Lucebni zavody Draslavka a.s. Kolin	Industrija	Češka	Oaktree Capital Management LP	SAD	133
20/04/2022	Rimac Group doo	Automobilska	Hrvatska	InvestIndustrial	Italija	120
07/04/2022	Nordsec Ltd (6.25% Udjela)	Tehnologija	Litva	General Catalyst; BaltCap; Novator Partners LLP; Burda Principal Investments Gmbh & Co.; Matthew Mullenweg (Private Investor); Ilkka Paananen (Private Investor); Miki Kuusi (Private Investor)	Litva	92
26/01/2022	Veriff OU (6.67% Udjela)	Tehnologija	Estonija	Accel; Institutional Venture Partners; Tiger Global Management, LLC; Alkeon Capital Management, LLC	SAD	89
19/04/2022	SEON Technologies Ktf	Tehnologija	Bugarska	Creandum; Institutional Venture Partners; Portfolion Venture Capital Fund Management Company	SAD	87

Izvor: Mazars (2023.) *Investing in CEE inbound M&A report 2022./2023.* [e-publikacija].

Dostupno na:

<https://www.mazars.com/content/download/1138787/58352880/version//file/Investing-in-CEE-Inbound-M-A-report-2022-2023.pdf>

Podaci nam prikazuju kako se 60% transakcija dogodilo unutar tehnološke industrije. Prva i najveća transakcija je od 8,48% udjela Estonskog poduzeća Bolt Technology u vrijednosti od 628 milijuna eura. Prva po veličini transakcija u iznosu ulaganja od 628 milijuna eura za 8,48% je u poduzeće za usluge prijevoza Bolt koju je sklopila grupa investitora uključujući Sequoia Capital i Fidelity.

U Republici Hrvatskoj dogodio se drugi najveći ugovor vezan uz financijsko sponzorstvo 2022. godine u CEE regiji. Ulaganje od 500 milijuna eura za 25 posto udjela u hrvatskom proizvođaču električnih vozila Rimac koju je sklopila grupa investitora uključujući SoftBank, Porsche, Goldman Sachs Principal Strategic Investments Group i HOF Capital.

### 3.4. Fondovi rizičnog kapitala u Hrvatskoj

Prema Šimić, M. (2015.) rizični kapital kao izvor financiranja hrvatsko gospodarstvo je tek počelo iskorištavati, iako su takve investicije prisutne još od kraja devedesetih godina prošlog stoljeća. Iako je hrvatsko tržište još uvijek u začetku, možemo reći kako je trend razvitka itekako zapažen. Šira javnost, a posebice poduzeća sve su više upoznati s pojmom rizičnog kapitala te njegovim benefitom i potencijalom. U ovom poglavlju autorica će predstaviti zakonodavni okvir, tržište rizičnog kapitala na području Republike Hrvatske te ga staviti u kontekst CEE regije kojoj pripada.

Fondovi rizičnog kapitala pripadaju kategoriji alternativnih investicijskih fondova te su uređeni Zakonom o Alternativnim investicijskim fondovima (NN 110/21, 83/23). Zakon definira da je “alternativni investicijski fond (u daljnjem tekstu: AIF) osnovan sa svrhom i namjenom prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom od ulagatelja te ulaganja tih sredstava u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja isključivo u korist imatelja udjela.” (Zakon o alternativnim investicijskim fondovima br. 110/21,83/23)

AIF se prema zakonu dijele na otvorene koji su bez pravne osobnosti i zatvorene koji mogu biti s ili bez pravne osobnosti. Prema Zakonu “otvoreni AIF je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva i kojom upravlja društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (u daljnjem tekstu: UAIF), u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja u AIF”. “Zatvoreni AIF s pravnom osobnošću je pravna osoba osnovana u obliku dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću koje osniva i kojim upravlja UAIF u njezino ime i za njezin rad, čiji dijelovi na zahtjev ulagatelja nisu otkupivi iz imovine AIF-a. “Zatvoreni AIF bez pravne osobnosti su zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva i kojom upravlja UAIF, u svoje ime i za zajednički rad ulagatelja u AIF” (Zakon o alternativnim investicijskim fondovima br. 110/21, 83/23)

S ciljem promoviranja fondova rizičnog kapitala, u Hrvatskoj djeluje HVCA, odnosno Hrvatska private equity i venture capital asocijacija. Temeljni ciljevi ove udruge su poticanje i razvoj private equity i venture capital financiranja kao jednog od ključnih elemenata za razvoj i rast gospodarstva u cjelini, razvoja tržišta kapitala i poduzetništva u Republici Hrvatskoj uz pridržavanje međunarodno prihvaćenih etičkih i poslovnih normi. (HVCA)

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (u nastavku: HANFA) nadležno je tijelo za poslovanje AIF-ovima u Republici Hrvatskoj. Na svojim stranicama HANFA vodi registar svih društava za upravljanje AIF-ovima kojima je izdala odobrenje za rad, svih AIF-ova kojima je izdala odobrenje za osnivanje te ostalih AIF-ova koji su u ponudi u Hrvatskoj.

U nastavku se nalazi tablica 8 koja pokazuje kretanje broja AIF i neto imovine u Republici Hrvatskoj u periodu od deset godina.

Tablica 8: Broj alternativnih fondova i neto imovina u tisućama eura u Republici Hrvatskoj od 2012. do 2022. godine

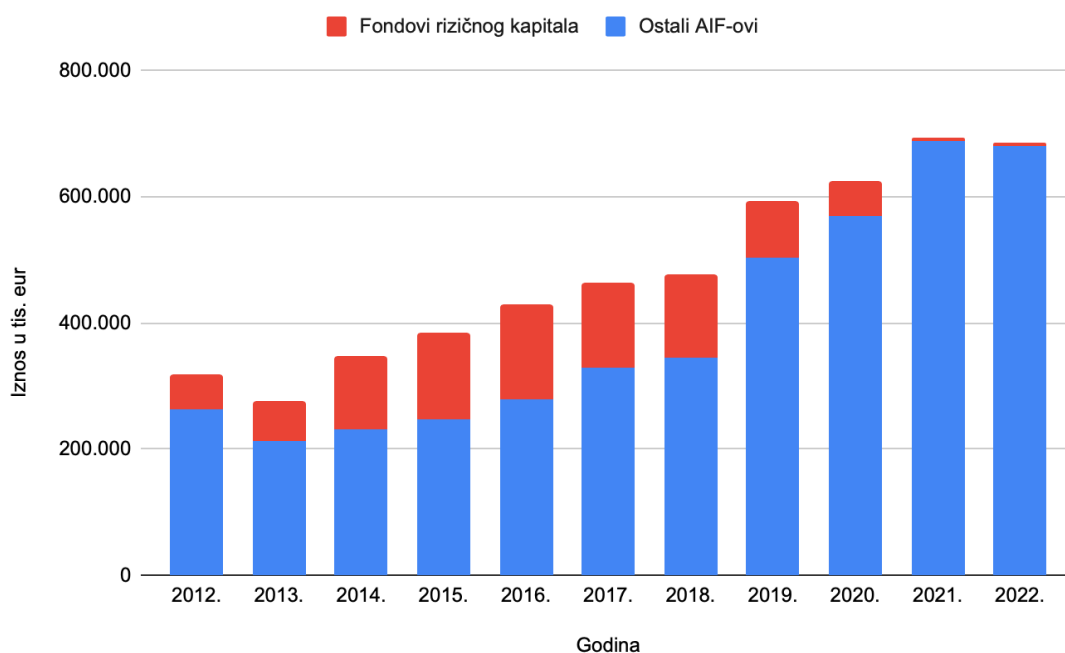
Godina	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Broj fondova	32	26	28	28	30	39	34	36	38	34	35
Neto imovina	318	276	347	384	429	463	476	594	625	693	686

Izvor: Izrada autorice prema podacima dostupnim na stranicama HANFA-e

Prema podacima HANFA-e vidljivim u tablici vidimo kako je 2022. godine u Republici Hrvatskoj registrirano ukupno 35 AIF-a što je rast od 9%. Neto imovina iznosila je 686 tisuća eura što je rast za 116% u odnosu na iznos prije 10 godina u 2012. godini. Prema Makek et. al. (2011.) hrvatsko tržište kapitala, posebice s aspekta alternativnih načina ulaganja relativno je mlado i nedovoljno razvijeno. Maleni broj PE i VC fondova u RH jasno na to ukazuje, posebice s aspekta alternativnih načina ulaganja.

U nastavku se nalazi grafikon 6 koji prikazuje kretanje iznosa ukupne imovine rizičnog kapitala u odnosu na ostale oblike alternativnih investicijskih fondova. Iznos ukupne neto imovine prikazana je u tisućama eura.

Grafikon 6: Ukupna neto imovina fondova rizičnog kapitala u razdoblju od 2012. do 2022. godine

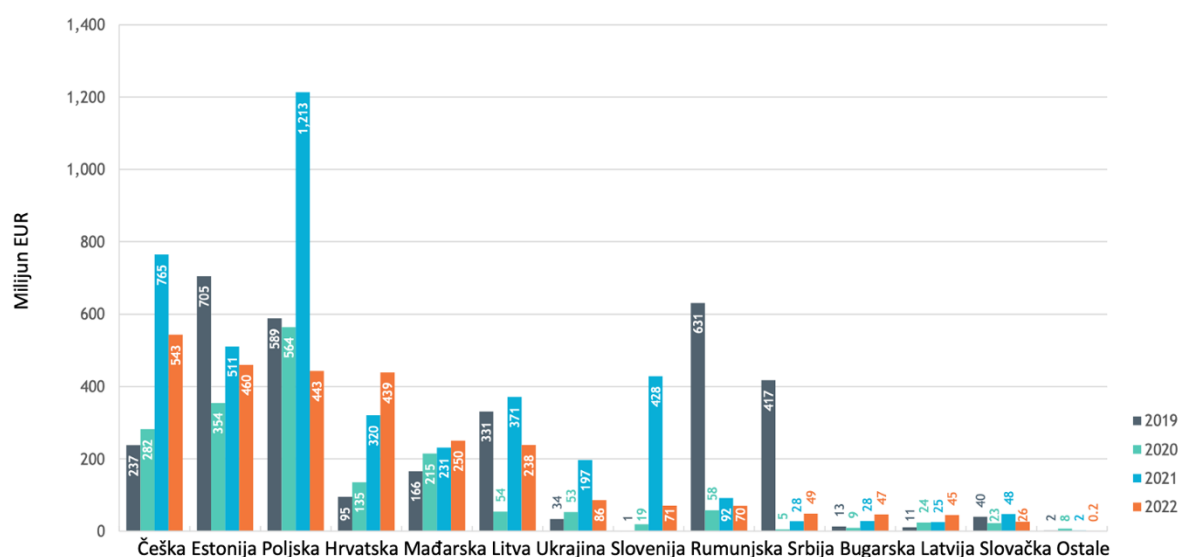


Izvor: Izrada autorice prema podacima dostupnim na stranicama HANFA-e

Grafikon iznad prikazuje sveukupnu neto imovinu alternativnih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj. Prema HANFA-i najveću neto imovinu u prosincu 2022. godine u iznosu od 228 tisuća eura imao je Erste PB 1 koji spada u osnovne alternativne investicijske fondove s privatnom ponudom. Slijedi ga Kapitalni fond d.d. u iznosu od 201 tisuće eura koji spada u zatvorene investicijske fondove s privatnom ponudom kojim upravlja Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo. Treći po veličini je posebni alternativni fond s privatnom ponudom CGS Alpha čija neto imovina iznosi 413 tisuća eura.

Za bolje razumijevanje važnosti hrvatskog private equity tržišta, u nastavku se nalazi grafikon 7 koji prikazuje pozicioniranost Republike Hrvatske u odnosu na druge zemlje centralne i srednjoistočne Europe. Grafikon osim toga daje sliku o tome koliko se to tržište razvija u posljednjih nekoliko godina.

Grafikon 7: Godišnja private equity ulaganja u zemljama centralne i srednjoistočne Europe od 2019. do 2022. godine



Izvor: Izrada autorice prema Invest Europe (2022.) Central and Eastern Europe: Private Equity Statistics

Grafikon 7 prikazuje private equity ulaganja unutar zemalja srednjoistočne Europe među kojima se nalazi Republika Hrvatska. Iz grafikona je vidljivo kako je Hrvatska u protekle četiri godine ostvarila višestruki rast u private equity ulaganjima koja su u razdoblju od 2019. do 2022 godine narasla s 95 na 439 milijuna eura. Osim toga, iznos u 2022. godini je više nego trostruko veći nego u 2020. godini. Grafikon nam dokazuje kako Hrvatska nastavlja trend rasta te je četvrta u regiji u iznosu godišnjih ulaganja te tržište rizičnog kapitala vrlo konkurentno u okvirima Europske Unije.

Prema članstvu u CVCA, slijedi popis pet važnijih fondova rizičnog kapitala u Republici Hrvatskoj i regiji:

1. Invera Private Equity - fond rizičnog kapitala osnovan od strane IMAP grupe, etabliranih poslovnih savjetnika s dugogodišnjim iskustvom. Cilj su im ulaganja u mala i srednja poduzeća istovremeno zadržavajući većinu pozicija u perspektivnim poduzećima. Planirano ulaganje pojedinog investitora s prosječnim ulaganjem iznosi između 3 i 12 milijuna EUR, s prosječnim ulaganjem od 7 milijuna EUR. (Invera Private Equity, 2023.)

2. Provectus Capital Partners – fond čiji je fokus na području južne i srednje Europe. Uglavnom ulažu u mala i srednja poduzeća s već ostvarenom konkurentskom prednosti s prosječnom investicijom u iznosu od 10 do 15 milijuna eura. Učešće u kapitalu im se kreće od velike manjinske pozicije do kontrolnog većinskog vlasništva, s dugoročnom perspektivom. (Provectus Capital Partners, 2023.)
3. Prosperus Invest – fond s investicijskim fokusom na poduzeća registrirana u Republici Hrvatskoj. Ulažu u sektor turizma, obnovljive izvore energije, farmaceutske industrije i dr. U svom portfelju imaju 150 milijuna eura imovine pod upravljanjem. (Prosperus Invest, 2023.)
4. Fil Rouge Capital – Venture Capital fond čija su ulaganja usmjerena na poslovanje u ranoj pree seed i seed fazi. Investiraju u sve oblike industrija i investicije su im u rangu od 10 tisuća eura do 1 milijuna eura. (Fil Rouge Capital, 2023.)
5. Blue Sea Capital – regionalni investicijski fond koji nastoji ulagati u različite sektore i industrije, s preferencijama u zdravstvo, uslužne djelatnosti i roba široke potrošnje (FMCG). Ciljaju na poduzeća sa snažnom tržišnom pozicijom, obično tržišne lidere u svom segmentu. Fond je usmjeren na ulaganja u poduzeća s veličinom vrijednosti poduzeća od 10 do 20 milijuna eura i ulaganjem od 5 do 10 milijuna eura. (Blue Sea Capital, 2023.)
6. Enterprise Investors – poljski fond koji financira etablirana poduzeća u sektorima kao što su maloprodaja, financijske usluge i zdravstvena skrb. Ulažu između 20 i 75 milijuna eura. Investicijska strategija je dugoročna i kreće s manjinskog položaja do potpunog vlasništva sudjelovanje obično traje između pet i osam godina. (Enterprise Investors, 2023.)

### **3.5. Uloga fondova rizičnog kapitala u procesima spajanja i preuzimanja**

Fondovi privatnog kapitala istaknuti su igrači u svijetu spajanja i akvizicija, donoseći svoju stručnost i financijska sredstva za poticanje rasta i stvaranje vrijednosti. Prema Chanwadkar, R. (2023.) fondovi rizičnog kapitala tijekom godina su dobili na značaju u unutar spajanja i preuzimanja. Sudjelovanje fondova rizičnog kapitala u spajanjima i preuzimanjima ima



značajan utjecaj na cjelokupno tržište te njihovo sudjelovanje često dovodi do rasta i povećavaju vrijednost preuzetih poduzeća .

Uloga fondova rizičnog kapitala u transakcijama spajanja i preuzimanja često uključuje financijsku i operativnu podršku, prepoznavanje novih prilika i upravljanje procesom od početka do kraja. Privatni kapital ima transformativnu ulogu u spajanjima i akvizicijama, otključavajući neiskorišteni potencijal poduzeća i oblikujući njihov budući uspjeh. (EY, 2018.)

U početku su njihovi povrati prvenstveno bili fokusirani na financije, međutim sazrijevanjem industrije počeli su se fokusirati na operativna poboljšanja i stvaranje vrijednosti kroz aktivno upravljanje. Prema Danieli, A. (2023.) financijska i operativna ekspertiza očituje se kroz činjenicu da PE poduzeća imaju ključnu ulogu u financiranju poslova spajanja i preuzimanja osiguravajući početni kapital potreban za dovršetak transakcija. S pristupom značajnim sredstvima i sveobuhvatnim razumijevanjem procesa financiranja transakcija spajanja i preuzimanja, PE poduzeća daju podršku poduzećima koja traže prilike za rast kroz M&A. Uz financijska sredstva, PE poduzeća donose operativnu stručnost omogućujući poduzećima s lošijim rezultatima da ostvare svoj puni potencijal. Prepoznavanjem operativnih neučinkovitosti i pomaganjem u pojednostavljivanju internih procesa, PE poduzeća igraju ključnu ulogu u osiguravanju da transakcije spajanja i preuzimanja daju najbolji ishod i za poduzeće kupca i za poduzeće prodavatelja.

Također, valja napomenuti kako private equity poduzeća igraju važnu ulogu u identificiranju i provjeri mogućnosti stjecanja za svoja poduzeća u portfelju zbog dobrog poznavanja tržišta i stručnosti u industriji. PE poduzeća mogu identificirati atraktivna poduzeća koja su u dobroj poziciji za rast. Tijekom cijelog procesa, PE poduzeća prolaze kroz opsežan proces dubinske analize kako bi se procijenila financijska, operativna i strateška usklađenost ciljnog poduzeća. (Danieli A. 2023.)

Upravljanje integracijom nakon akvizicije očituje se kroz aktivnosti PE poduzeća da olakša transakciju spajanja i preuzimanja, posebice LBO transakcija tj. otkupa putem financijske poluge. Primjenom dugogodišnjeg iskustva u industriji i ekspanzivnih resursa, PE poduzeća mogu pomoći u dodavanju vrijednosti ciljnom poduzeću i kroz operativna poboljšanja i dokazane inicijative za rast. (Danieli A. 2023.)

Brodmann J, et. al., (2021.) radili su usporedbu između M&A između financijskih institucija u kojima su sudjelovala PE društava s onima gdje nisu sudjelovali PE. Utvrdili su da su abnormalni prinosi na dionice nakon najave spajanja i preuzimanja veći za akvizicije u kojima je sudjelovao PE. Isto tako, veći su dugoročni godišnji prinosi na dionice i manja volatilitnost dionica za transakcije s uključenjem PE.

Prema Chanwadkar, R. (2023.) spajanja i preuzimanja podržana rizičnim kapitalom često rezultiraju otvaranjem novih radnih mjesta i povećanom učinkovitosti unutar stečenih poduzeća. Implementacijom operativnih promjena i racionalizacijom procesa, private equity poduzeća imaju za cilj optimizirati učinak i ostvariti veće povrate.

Wollaston. A (2018.) za EY navodi šest načina na koje PE poduzeća povećavaju vrijednost spajanja i preuzimanja:

Prvi način povećanja vrijednosti je ulaganje na duži rok. PE poduzeća sve više koriste sredstva ulaganja s vremenskim okvirima od pet, sedam pa čak i više od deset godina. Dugoročniji kapital upraviteljima ulaganja daje priliku da se uključe u poslove koji zahtjevaju transformacijske promjene kako bi se potaknuli povrat ulaganja. Sveukupno, tijekom posljednje tri godine, PE poduzeća su zatvorila ili najavila dugotrajne fondove u vrijednosti većoj od 40 milijardi USD.

Drugi način povećanja vrijednosti realizira se tako da su fondovi sve spremniji preuzeti manjinske pozicije uz postojeće vlasnike kako bi stekli vidljivost u poslovanju te otkriti načine koji mogu dovesti do potpune kontrole nad ciljanim poduzećem. To uključuje izgradnju odnosa s ključnim dionicima, razumijevanje kako bi se akvizicija uklopila u cjelokupnu strategiju portfelja i utjecaj na korporativno donošenje odluka na način da podržava te strategije.

Kao treći način navode se kreditne platforme koje postaju sve rasprostranjenije pružajući nebankarske zajmove kroz kapitalnu strukturu poduzeća. Ove alternativne kreditne linije uključuju dugoročne i kratkoročne zajmove, subordinirani ili mezzanine zajmovi i distressed zajmove. Takav kredit pruža nove mogućnosti poduzeću koje se zadužuje dajući joj pristup novom kapitalu, ali i fondu daje fiksni povrat prihoda s potencijalom preuzimanja udjela u rastućem poduzeću.

Sljedeći način je povećanje suradnje s ostalim poduzećima. Na primjer, partnerstvom s poduzećima mogu iskoristiti sinergijske prednosti svojih partnera kako bi dobile pristup imovini veće vrijednosti. Sve veća konkurencija za mogućnostima također dovodi do toga da se neki fondovi sele na niže tržište koje je rezervirano za VC investitore. Slično tome, također je došlo i do porasta financiranja prije IPO-a, što PE poduzećima daje pristup prilikama za rast koje nisu komplicirane visokim preprekama ulasku.

Peti način je udruživanje PE poduzeća s LP kako bi udružili resurse, ulagali u veće poslove i pristupili većim razinama financiranja dugom. Za LP to znači da ne moraju plaćati naknade za upravljanje posredničkoj privatnom investicijskom poduzeću te im daje priliku da zarade i veće povrate. PE to može malo stajati u smanjenom stupnju kontrole i izgubljenim naknadama, ali im omogućuje pristup poslovima koji bi inače bili izvan njihovog raspoloživog kapitala.

Šesti način povećanja vrijednosti je da PE poduzeća koriste svoje novčane sredstva, sektorsko znanje i ljudski kapital za izgradnju vlastitih startup poduzeća sa svojim vlastitim prilagođenim menadžerskim timovima, kako bi iskoristili uočene tržišne prilike. U tim scenarijima, PE poduzeća ne samo da upravljaju i dodaju vrijednost postojećim organizacijama, one izravno stvaraju vlastite strateške igrače na tržištu. (EY, 2018.)

## **4. ANALIZA PROCESA SPAJANJA I PREUZIMANJA NA POSLOVNOM PRIMJERU**

### **4.1. Analiza uspješnosti analiziranog poduzeća**

IN2 d.o.o. ( u nastavku IN2 ili Društvo) je softversko i konzultantsko društvo osnovano 1992. godine u periodu kada IT industrija kao takva nije postojala u Hrvatskoj, a danas je dio snažne multinacionalne kompanije Constellation Software Inc. (u nastavku rada CSI). Do 5. siječnja 2018. godine i preuzimanja, IN2 je bilo obiteljsko poduzeće u 100%-tnom vlasništvu osnivača, Ante Mandića.

Jedno je od vodećih softverskih društava regije koje podržava sve aspekte poslovanja svojih klijenata, od osnovnih operativnih funkcija do poslovnog odlučivanja. U svojoj ponudi ima proizvode i rješenja za privatne i poslovne korisnike u više poslovnih vertikalna kao što su: zdravstvo, financijski sektor, javna i lokalna uprava, sektor osiguranja te gospodarstvo.

IN2 Grupa ima 663 zaposlenika, a samo Društvo ima 274 zaposlenika, oko 50 stalnih vanjskih suradnika među kojima je važno spomenuti partnere Microsoft i Oracle, vodeće svjetske proizvođače tehnologije i poslovnih softvera. Osim toga, IN2 kontinuirano povećava broj partnerstava s malim i srednjim IT poduzećima regije. Grupa broji više od 3.000 klijenata kojima sa svojim proizvodima dovodi do poboljšanja u efikasnosti njihovog poslovanja, stjecanju konkurentne prednosti i brzom povratu investicije.

Grupa danas broji 6 ureda u gradovima Hrvatske i 5 ureda u zemljama regije. IN2 Grupu čine matično društvo IN2 d.o.o. (Zagreb) i ovisna društva IGEA d.o.o. (Varaždin), Pardus d.o.o. (Zagreb) , IN2 d.o.o. (Sarajevo), IN2 d.o.o. (Beograd), IN2 d.o.o. (Koper), IN2 dooel (Skopje), MCS Grupa d.o.o. (Zagreb) i Libusoft Cicom d.o.o. (Zagreb). 2022. godine je upotpunila svoj portfelj akvizicijama dva poduzeća: 1. veljače 2022. godine preuzimanjem MCS Grupe i 31. listopada 2022. godine preuzimanjem Libusoft Cicom-a.

Svoju snagu temelji prvenstveno na ljudskom kapitalu, iskustvu i znanju visokoobrazovanih i kreativnih stručnjaka, pa stoga pridaje velik značaj odabiru svojih zaposlenika i daljnjem razvoju njihovih profesionalnih znanja i vještina, kao i odabiru suradnika. Veliki naglasak se stavlja na poslovnu strategiju rasta poduzeća kao ključni element za daljnje širenje poslovanja i održavanje tržišne pozicije.

#### 4.1.1. Analiza poslovanja prije preuzimanja

Za potrebe analize financijskih izvještaja Društva IN2 prije preuzimanja od strane Constellation Software-a, analizirani su povijesni financijski podaci u periodu od 2015. godine do 2017. godine, tj. analizirano razdoblje uključuje vremenski period od tri godine prije preuzimanja. Važno je napomenuti da je cjelokupna analiza od 2015. do 2017. godine temeljena na nekonsolidiranim izvještajima kako bi se osigurala usporedivost tj. „like for like“ analiza s izvještajima iz perioda 2020. do 2022. godine u kojima je IN2 prestao biti obveznik konsolidacije jer krajnje društvo CSI provodi konsolidaciju. Nadalje, Društvo je bilo obveznik revizije te su svi analizirani podaci revidirani su od strane neovisnog revizora u promatranom periodu. U nastavku slijedi analiza financijskog položaja Društva IN2 d.o.o.

Tablica 9: Bilanca IN2 u razdoblju od 2015. do 2017. godine

	u HRK	2015.	2016.	2017.	CAGR		
Nematerijalna imovina		10.200.168	6.719.387	4.325.714	-34,88%		
Materijalna imovina		5.608.667	10.300.758	7.689.004	17,09%		
Dugotrajna financijska imovina		32.951.910	32.159.654	33.826.566	1,32%		
Potraživanja		2.731.174	1.771.614	-	-100,00%		
Odgođena porezna imovina		86.164	86.333	1.047.848	248,73%		
<b>Dugotrajna imovina</b>		<b>51.578.083</b>	<b>51.037.746</b>	<b>46.889.132</b>	-4,65%		
Zalihe		258.666	462.598	176.722	-17,34%		
Potraživanja		60.779.181	62.730.673	66.230.042	4,39%		
Kratkotrajna financijska imovina		2.550.711	5.533.550	5.705.855	49,56%		
Novac u banci i blagajni		7.605.008	6.496.643	8.896.375	8,16%		
<b>Kratkotrajna imovina</b>		<b>71.193.566</b>	<b>75.223.464</b>	<b>81.008.994</b>	6,67%		
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi		5.754.085	9.075.279	14.048.680	56,25%		
<b>Ukupna imovina</b>		<b>128.525.734</b>	<b>135.336.489</b>	<b>141.946.806</b>	5,09%		
Temeljni kapital		15.300.000	15.300.000	15.300.000	0,00%		
Kapitalne rezerve		2.973.491	2.973.491	2.973.491	0,00%		
Rezerve fer vrijednosti	-	344.654	-	345.331	-	323.361	-3,14%
Zadržana dobit ili preneseni gubitak		19.935.383	16.609.426	2.640.383	-63,61%		
Dobit ili gubitak poslovne godine	-	1.375.957	3.827.237	2.966.775	N/A		
<b>Ukupno kapital i rezere</b>		<b>36.488.263</b>	<b>38.364.823</b>	<b>23.557.288</b>	-19,65%		
<b>Rezerviranja</b>		<b>433.121</b>	<b>433.121</b>	<b>433.121</b>	0,00%		
Obveze za zajmove, depozite i slično		5.305.791	23.339.139	23.791.786	111,76%		
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama		13.015.959	8.777.873	24.359.982	36,80%		
<b>Dugoročne obveze</b>		<b>18.321.750</b>	<b>32.117.012</b>	<b>48.151.768</b>	62,11%		
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama		18.358.861	13.774.878	6.835.523	-38,98%		
Obveze prema dobavljačima		15.643.737	20.374.673	21.318.077	16,74%		
Obveze za poreze, doprinose i slična davanja		10.767.211	7.228.695	7.565.443	-16,18%		
Ostale kratkoročne obveze		25.357.374	20.481.362	24.925.377	-0,86%		
<b>Kratkoročne obveze</b>		<b>70.127.183</b>	<b>61.859.608</b>	<b>60.644.420</b>	-7,01%		
Odgođeno plaćanje troškova i prihoda budućeg razdoblja		3.155.417	2.561.925	9.160.209	70,38%		
<b>Ukupne obveze</b>		<b>128.525.734</b>	<b>135.336.489</b>	<b>141.946.806</b>	5,09%		

Izvor: Nekonsolidiranim izvještaji za 2015., 2016. i 2017. godinu

Dugotrajna imovina se u promatranom periodu smanjila s 52 milijuna na 47 milijuna kuna te je 2017. godine iznosila je 33% ukupne imovine. Nematerijalna imovina se smanjivala zbog amortizacije s oko 10 na 4 milijuna kuna. Materijalna imovina je rasla u 2016. godini zbog ulaganja u nove poslovne prostore. Dugotrajna financijska imovina bila su najznačajnija stavka te je iznosila 72% dugotrajne imovine, a većinski se odnosi na ulaganja u udjele poduzetnika unutar grupe. Dugotrajna potraživanja odnose se na dugotrajna potraživanja od kupaca. Ona su se smanjivala u promatranom periodu te su 2017. godine u potpunosti nestala. Poprilično se ističe kretanje odgođene porezne imovine koja je narasla prosječnom godišnjom stopom od 249% u promatranom razdoblju te se odnosi na privremene razlike nastale temeljem rezervi fer vrijednosti financijske imovine raspoložive za prodaju priznatih izravno direktno u kapitalu te priznati preneseni neiskorišteni porezni gubitak koji se namjerava iskoristiti u narednim razdobljima.

Kratkotrajna imovina, najveća stavka aktive, u promatranom periodu je bila relativno konstantna te se povećala sa 72 milijuna na 81 milijun kuna te je prosječno iznosila oko 56% ukupne imovine. Potraživanja su bila najznačajnija stavka kratkotrajne imovine, relativno su konstantna te u promatranom periodu iznosila 82% kratkotrajne imovine, a većinski su se odnosila na potraživanja od kupaca. Druga najznačajnija stavka kratkotrajne imovine su novac u banci i blagajni koji je narastao sa 7.6 na 8.8 milijuna kuna.

Kratkotrajna financijska imovina uglavnom se odnosi na dane zajmove, depozite i slično poduzetnicima unutar grupe te se povećavala prosječnom godišnjom stopom od 50%.

Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi u promatranom periodu rastu te se odnose se na vremenske razlike nastale tijekom godine, ukinute vremenske razlike i tečajne razlike.

Ukupni kapital i rezerve su se smanjivali tokom promatranog perioda. Temeljni kapital Društva iznosio je 15,3 milijuna kuna u sve tri godine promatranog razdoblja te je na dan 31. prosinca 2017. godine bilo u 100%-tnom vlasništvu gospodina Ante Mandića. Kapitalne rezerve iznose oko 3 milijuna u promatranom periodu. Rezerve fer vrijednosti su relativno konstantne tokom promatranog perioda. Zadržana dobit u promatranom periodu pada s iznosa od 19 milijuna kuna u 2015. godini na oko 3 milijuna kuna u 2017. godini zbog isplaćivanja dobiti vlasnicima.

Društvo je kroz promatrano razdoblje imalo oko 433 tisuće kuna rezerviranja koje se odnose na rezerviranja za troškove u jamstvenim rokovima.

Promatrajući obveze Društva, dugoročne obveze su se povećale s otprilike 18 na 48 milijuna kuna. Najveća stavka su bile obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama koje su se smanjile sa 71% na 51% razine ukupnih dugoročnih obveza, dok su obveze za zajmove, depozite i slično rasle za 111%. Razlog je u dobivanju zajmova od ovisnih društava.

Gledajući kratkoročne obveze, one iznose najveći udio pasive u iznosu od oko 47%. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama su se u promatranom razdoblju smanjile za oko 40%. Nastavno, obveze prema dobavljačima najveća su stavka kratkoročnih obveza, rasle su za 17% te su u 2017. godine iznosile oko 21 milijun kuna. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja smanjuju se u promatranom periodu. Ostale kratkoročne obveze iznose između 21 i 25 milijuna kuna.

Odgođeno plaćanje troškova i prihoda budućeg razdoblja odnosi se na vremenske razlike nastale tijekom godine, ukinute vremenske razlike i tečajne razlike.

Nakon analize financijskog položaja slijedi analiza profitabilnosti. U nastavku je prikazan račun dobiti i gubitka društva IN2 d.o.o.

Tablica 10: Račun dobiti i gubitka IN2 u razdoblju od 2015. do 2017. godine

u HRK	2015.	2016.	2017.	CAGR
Prihodi od prodaje (unutar grupe)	6.651.533	8.143.862	9.267.255	18,04%
Prihodi od prodaje (izvan grupe)	130.515.908	135.477.163	142.832.386	4,61%
Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga	924.667	1.495.879	-	-100,00%
Ostali poslovni prihodi (unutar grupe)	1.613.048	2.173.611	678.243	-35,16%
Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	1.384.505	1.714.340	1.543.726	5,59%
<b>Poslovni prihodi</b>	<b>141.089.661</b>	<b>149.004.855</b>	<b>154.321.610</b>	4,58%
Materijalni troškovi	- 53.801.217	- 54.946.373	- 62.637.621	7,90%
Troškovi osoblja	- 70.667.578	- 74.323.528	- 77.454.615	4,69%
Amortizacija	- 10.259.950	- 8.923.237	- 6.682.941	-19,29%
Ostali troškovi	- 5.011.277	- 4.618.659	- 5.766.571	7,27%
Vrijednosna usklađenja	-	- 1.823.580	- 5.349.239	N/A
Ostali poslovni rashodi	- 455.525	- 927.491	- 387.577	-7,76%
<b>Poslovni rashodi</b>	<b>- 140.195.547</b>	<b>- 145.562.868</b>	<b>- 158.278.564</b>	6,25%
<b>Financijski prihodi</b>	<b>1.302.761</b>	<b>5.807.540</b>	<b>11.239.334</b>	193,72%
<b>Financijski rashodi</b>	<b>- 2.879.415</b>	<b>- 4.532.491</b>	<b>- 5.282.613</b>	35,45%
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>142.392.422</b>	<b>154.812.395</b>	<b>165.560.944</b>	7,83%
<b>Ukupni rashodi</b>	<b>- 143.074.962</b>	<b>- 150.095.359</b>	<b>- 163.561.177</b>	6,92%
Dobit ili gubitak prije oporezivanja	- 682.540	4.717.036	1.999.767	N/A
Porez na dobit	693.417	889.799	967.008	N/A
<b>Dobit ili gubitak godine</b>	<b>- 1.375.957</b>	<b>3.827.237</b>	<b>2.966.775</b>	N/A

Izvor: Nekonsolidiranim izvještaji za 2015., 2016. i 2017. godinu

Poslovni prihodi u promatranom razdoblju rasli su po prosječnoj godišnjoj stopi rasta od 4,58% te su u 2017. godini iznosili oko 154 milijuna kuna. Prihodi od prodaje unutar grupe rasli su prosječnom godišnjom stopom od 18%. Glavninu poslovnih prihoda činili su prihodi od prodaje izvan grupe koji se odnose na prihodi od prodaje IT proizvoda i usluga, prodaja licenci i robe i održavanje su iznosili oko 143 milijuna kuna.

Poslovni rashodi u promatranom razdoblju povećali su se po prosječnoj godišnjoj stopi rasta od 6,25% te su u 2017. godini iznosili oko 158 milijuna kuna. Glavninu poslovnih rashoda činili su troškovi osoblja koji su iznosili oko 77 milijuna kuna u 2017. godini. Druga najveća stavka poslovnih rashoda su materijalni troškovi koji su iznosili oko 63 milijuna kuna. Možemo primijetiti kako materijalni troškovi i troškovi osoblja puno brže rastu od ukupnih prihoda. Amortizacija je padala u promatranom periodu s oko 11 milijuna na oko 7 milijuna zbog sve manje količine dugotrajne imovine. Ostali troškovi se kreću oko 5 milijuna kuna te se odnose na dnevnice i putne troškove, naknade, i članarine, troškove stručnog obrazovanja, bankovne naknade, osiguranje itd. Visoke razine vrijednosnih usklađenja se pojavljuju 2016. i 2017. godine u iznosima od oko 2 i 5 milijuna kuna. Razlog je u potraživanjima od kupaca.

Financijski prihodi su u periodu od 2015. do 2017. godine rasli za 194%. Financijski prihodi najviše se odnose na prihode od ulaganja u dionice poduzetnika unutar grupe.

Financijski rashodi su u istom periodu narasli za 35% te u njih u najvećem dijelu spadaju rashodi s osnove kamata i slični rashodi te u manjem dijelu tečajne i druge razlike.

Porez na dobit u 2017. godini je pozitivan zbog priznavanja odgođene porezne imovine u iznosu od 967 tisuća kuna temeljem gubitka prethodnih razdoblja.

U 2015. godini IN2 je poslovao s gubitkom oko 1,4 milijuna kuna te nakon toga posluje s dobitkom od oko 3,8 milijuna kuna u 2016. godini i 3 milijuna kuna 2017. godini.

U nastavku su prikazani pokazatelji profitabilnosti izračunati za razdoblje prije transakcije.



Tablica 11: Pokazatelji profitabilnosti u razdoblju od 2015. do 2017. godine

Pokazatelji profitabilnosti	2015.	2016.	2017.	CAGR
EBITDA	11.154.064	12.365.224	2.725.987	-50,56%
EBIT	894.114	3.441.987	- 3.956.954	N/A
EBITDA marža	8%	8%	2%	-52,73%
EBIT marža	1%	2%	-3%	N/A
Neto profitna marža (NPM)	-1%	2%	2%	N/A
Koeficijent tekuće likvidnosti	1,02	1,22	1,34	14,71%
Omjer duga i kapitala	1,01	1,20	2,33	52,38%
Omjer duga i EBITDA-e	3,29	3,71	20,17	147,67%
Dani naplate potraživanja	164	158	157	-2,36%
Prosječni dani plaćanja	96	123	113	8,35%

Izvor: Izrada autorice prema nekonsolidiranim izvještajima za 2015., 2016. i 2017. godinu

U promatranom je razdoblju zarada prije kamata, poreza i amortizacije ( u nastavku teksta „EBITDA“ – engl. earnings before interest, tax, depreciation and amortization) Društva padala po prosječnoj godišnjoj stopi od 50,56% te je s iznosa od oko 11 milijuna kuna u 2015. godini pala na iznos od oko 2,7 milijuna kuna u 2017. godini. Razlog je većem rastu rashoda nego prihoda. EBITDA marža Društva u promatranom je razdoblju te je iznosila 8% u 2015. i 2016. godini te je naglo pala na 2% u 2017. godini.

S druge strane, Operativna dobit, odnosno zarada prije kamata i poreza (u nastavku rada „EBIT“) također je padala te je sa iznosa od oko 890 tisuća kuna pala na negativnih 3 milijuna kuna. EBIT marža je također padala te je s 1% u 2015., pala na -3% u 2017. godini. Razlog negativne EBIT-a marže su poslovni rashodi koji su u toj godini veći od poslovnih prihoda.

Neto profitna marža je rasla sa -1% na 3% u promatranom razdoblju zbog povećanja dobiti iz negativnih 1,4 milijuna na oko 3 milijuna kuna.

Koeficijent tekuće likvidnosti je omjer koji pokazuje odnos između kratkotrajne imovine i kratkotrajnih obveza te je promatranom periodu rastao zbog smanjenja kratkoročnih obveza i povećanja kratkotrajne imovine.

Omjer duga i kapitala te omjer duga i EBITDA-e imaju konstantan iznos u 2015. i 2016. godini. Omjer duga i kapitala se u 2017. godini malo povećao zbog povećanja kratkoročnog i dugoročnog zaduživanja, dok omjer duga i EBITDA-e uz manji efekt povećanja zaduživanja, primarno raste s oko 3,7 na 20,2 zbog naglog pada EBITDA-e u toj godini.

Dani naplate potraživanja su u promatranom periodu relativno stabilni, dok su se s druge strane prosječni dani plaćanja povećavali.

#### 4.1.2. Analiza poslovanja nakon preuzimanja

Prije daljnje analize IN2 nakon preuzimanja, važno je napomenuti kako se posljednji dostupan revizorski izvještaj Društva odnosi na 2022. godinu, tj. na period koji završava na datum 31. prosinca 2022. godine. U trenutku pisanja ovog rada postoje recentniji podaci vezani uz poslovanje IN2, no oni nisu korišteni iz razloga što nisu revidirani od strane ovlaštenog revizora. Također, važno je ponovno naglasiti kako je analiza od 2018. do 2022. Godine temeljena na nekonsolidiranim izvještajima kako bi se osigurala usporedivost s izvještajima iz perioda 2015. Do 2018. godine. IN2 je postavši dio CSI Grupe prestao biti obveznik konsolidacije koju provodi krajnje društvo te stoga konsolidirani podaci nisu bili dostupni za cjelokupno razdoblje analize.

Za početak, u nastavku se nalazi analiza financijskog položaja IN2 u razdoblju nakon preuzimanja.

Tablica 12: Bilanca društva IN2 u razdoblju od 2018. do 2022. godine

u HRK	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	CAGR
Nematerijalna imovina	3.668.215	1.938.866	877.000	330.000	868.000	-30,25%
Materijalna imovina	4.964.439	3.686.027	2.056.000	2.436.000	4.512.000	-2,36%
Imovina s pravom korištenja	-	-	15.384.000	10.191.000	4.385.000	N/A
Ulaganja u ovisna društva	43.991.743	43.947.353	43.930.000	43.930.000	167.867.000	39,77%
Odgođena porezna imovina	519.190	94.098	130.000	135.000	99.000	-33,92%
<b>Dugotrajna imovina</b>	<b>53.143.587</b>	<b>49.666.344</b>	<b>62.377.000</b>	<b>57.022.000</b>	<b>177.731.000</b>	35,23%
Potraživanja iz poslovanja i ostala potraživanja	70.696.312	85.575.290	67.795.000	55.884.000	68.305.000	-0,86%
Ostala financijska imovina po amortiziranom trošku	8.863.582	17.387.716	23.567.000	71.372.000	3.108.000	-23,05%
Novac i novčani ekvivalenti	10.677.152	3.362.918	10.989.000	12.426.000	27.927.000	27,17%
<b>Kratkotrajna imovina</b>	<b>90.237.046</b>	<b>106.325.924</b>	<b>102.351.000</b>	<b>139.682.000</b>	<b>99.340.000</b>	2,43%
<b>Ukupno aktiva</b>	<b>143.380.633</b>	<b>155.992.268</b>	<b>164.728.000</b>	<b>196.704.000</b>	<b>277.071.000</b>	17,90%
Temeljni (upisani) kapital	15.300.000	15.300.000	15.300.000	15.300.000	15.300.000	0,00%
Kapitalne rezerve	47.127.211	47.127.211	47.127.000	47.127.000	47.127.000	0,00%
Fer vrijednost rezervi	- 366.503	- 376.392	- 374.000	- 395.000	- 395.000	1,89%
Zadržana dobit	27.784.855	41.319.750	34.391.000	72.682.000	110.702.000	41,28%
<b>Kapital i rezerve</b>	<b>89.845.563</b>	<b>103.370.569</b>	<b>96.444.000</b>	<b>134.714.000</b>	<b>172.734.000</b>	17,75%
Obveze prema bankama	285.505	73.028	-	-	-	-100,00%
Obveze po najmovima	-	-	9.153.000	4.027.000	1.142.000	N/A
Posudbe	610.469	159.119	2.000	-	-	-100,00%
Ostale obveze	531.742	-	274.000	439.000	439.000	-4,68%
<b>Dugoročne obveze</b>	<b>1.427.716</b>	<b>232.147</b>	<b>9.429.000</b>	<b>4.466.000</b>	<b>1.581.000</b>	2,58%
Obveze prema dobavljačima i ostale obveze	40.525.881	38.558.646	26.225.000	33.742.000	63.437.000	11,85%
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	493.675	179.437	-	-	-	-100,00%
Posudbe	9.473.272	10.994.176	17.835.000	11.314.000	30.182.000	33,60%
Ugovorna obveza	-	-	5.828.000	3.952.000	4.582.000	N/A
Obveze po najmovima	1.075.082	632.780	6.114.000	6.041.000	3.384.000	33,20%
Obveza na porez na dobit	539.444	2.024.513	2.853.000	2.475.000	1.171.000	21,38%
<b>Kratkoročne obveze</b>	<b>52.107.354</b>	<b>52.389.552</b>	<b>58.855.000</b>	<b>57.524.000</b>	<b>102.756.000</b>	18,50%
<b>Ukupno pasiva</b>	<b>143.380.633</b>	<b>155.992.268</b>	<b>164.728.000</b>	<b>196.704.000</b>	<b>277.071.000</b>	17,90%

Izvor: Nekonsolidiranim izvještaji za 2018., 2019., 2020., 2021. i 2022. godinu

Struktura bilance prije i nakon preuzimanja uglavnom je ostala nepromijenjena, no ukupna aktiva je u 5 godina nakon preuzimanja udvostručena. Na strani aktive najveća promjena u promatranom periodu vidljiva je u rastu dugotrajne imovine koja raste za oko 124 milijuna kuna. Dugotrajna imovina od 2018. godine do 2021. godine iznosi oko 30% do 40% ukupne aktive te u 2022. godini raste na 64% ukupne aktive. Unutar dugotrajne imovine, u promatranom periodu se nematerijalna imovina smanjuje s oko 4 milijuna na 868 tisuća kuna. Trend smanjivanja vidljiv je na stavci materijalna imovina, no nije toliko izražen kao na nematerijalnoj imovini, te se smanjuje po prosječnoj godišnjoj stopi od 2%. Imovina s pravom korištenja nastaje tek u 2020. godini i iznosi oko 15 milijuna kuna nakon čega se smanjuje na oko 4 milijuna u 2022. godini. Najveći stavka su ulaganja u ovisna društva te u 2022. godini iznosi oko 168 milijuna kuna te čini čak 94% dugotrajne imovine. To je ujedno i najveća promjena na strani aktive u 2022. godini. U odnosu na 2021. godinu narasla je za oko 124 milijuna i ima najveći prosječni godišnji rast od oko 40%. Razlog su ulaganja u poduzeća Libusoft Cicom i MCS Grupa.

Nadalje, određena porezna imovina se odnosi se na privremene razlike nastale temeljem rezervi fer vrijednosti financijske imovine raspoložive za prodaju priznatih izravno u kapitalu. U promatranom razdoblju se od svih stavki najviše smanjivala, prosječnom godišnjom stopom od oko 34%.

Kratkotrajna imovina u periodu od 2018. do 2021. godine iznosi između 62% i 71% ukupne aktive te 2022. godine naglo pada na 36%. Stavka raste s oko 90 milijuna na oko 140 milijuna u 2021. godini te pada na 99 milijuna kuna u 2022. godini. Kratkotrajna potraživanja najveća su stavka kratkotrajne imovine te su u 2022. iznosila 69% kratkotrajne imovine. U promatranom periodu su malo porasla u 2019. godini te su nakon toga se počela smanjivati. To je primarno rezultat poboljšanja naplate unutar zdravstvenog sektora. Ostala financijska imovina po amortiziranom trošku raste s oko 8,8 milijuna kuna na oko 71 milijun u 2021., nakon čega naglo pada na iznos od oko 3 milijuna u 2022. godini. Razlog tome su dani zajmovi unutar grupe. Novac i novčani ekvivalenti su promjenjiva stavka te u promatranom periodu iz godine u godinu rastu i padaju, no najveća promjena vidi se u 2022. kada je narastao za oko 15 milijuna kuna.

Na strani pasive, najveća promjena odnosi se na kapital i rezerve koje su u promatranom periodu rasle za oko 83 milijuna kuna te iznose između 59% i 68% ukupne aktive. Temeljni (upisani) kapital je konstantan u promatranom periodu te iznosi oko 15 milijuna kuna. U promatranom periodu 100%-tni vlasnik Društva je Constellation Software. Kapitalne rezerve najveća su stavka kapitala i rezervi u promatranom periodu iznose oko 47 milijuna kuna. Fer vrijednost rezervi su konstantne te rastu prosječnom stopom od oko 2%. Zadržana dobit je imala najveći rast unutar kapitala i rezervi te je s oko 28 milijuna u 2018. narasli na 111 milijuna u 2022. godini zbog rasta profitabilnosti Društva. 2020. godine je zadržana dobit pala u odnosu na 2019., a razlog je u isplaćivanju dobiti vlasnicima.

Dugoročne obveze čine između 0,1% i 5,7% ukupne pasive. Obveze prema bankama se u promatranom periodu smanjuju te u potpunosti nestaju od 2020. godine, kao i posudbe koje u potpunosti nestaju od 2021. godine nadalje. Obveze po najmovima nastaju 2020. godine te iznose oko 9 milijuna kuna te se smanjuju u daljnjem periodu na oko 1 milijun. Ostale obveze odnose se na financijski najam i obveze za primljene depozite.

Kratkoročne obveze u promatranom periodu su rasle po prosječnoj godišnjoj stopi od 18,50%. Obveze prema dobavljačima najveća su stavka kratkoročnih obveza te u promatranom periodu rastu za oko 22 milijuna kuna. Kratkoročne obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama u promatranom periodu također padaju i nestaju od 2020. godine. Kratkoročne posudbe rastu za oko 20 milijuna kuna. Ugovorne obveze nastaju 2021. godine u iznosu oko 6 milijuna kuna. Obveza za porez na dobit u promatranom periodu raste.

Nakon analize financijskog položaja slijedi analiza profitabilnosti. U nastavku je prikazan račun dobiti i gubitka društva IN2 d.o.o.

Tablica 13: Račun dobiti i gubitka društva IN2 u razdoblju od 2018. do 2022. godine

u HRK	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	CAGR
Prihodi od prodaje (unutar grupe)	11.545.554	6.933.660	6.800.000	5.767.000	6.334.000	-13,94%
Prihodi od prodaje (izvan grupe)	137.553.197	163.849.401	145.503.000	134.940.000	143.222.000	1,01%
<b>Prihodi od prodaje</b>	<b>149.098.751</b>	<b>170.783.061</b>	<b>152.303.000</b>	<b>140.707.000</b>	<b>149.556.000</b>	0,08%
Ostali poslovni prihodi	9.002.935	6.728.588	14.299.000	20.712.000	21.823.000	24,78%
<b>Poslovni prihodi</b>	<b>158.101.686</b>	<b>177.511.649</b>	<b>166.602.000</b>	<b>161.419.000</b>	<b>171.379.000</b>	2,04%
Troškovi prodane robe i licenci	- 16.085.800	- 23.520.150	- 18.012.000	- 14.508.000	- 8.734.000	-14,16%
Troškovi vanjskih usluga	- 35.489.820	- 49.280.643	- 28.206.000	- 22.481.000	- 26.569.000	-6,98%
Troškovi osoblja	- 87.523.843	- 80.747.894	- 80.812.000	- 71.960.000	- 80.285.000	-2,14%
Amortizacija	- 5.370.442	- 5.041.788	- 9.817.000	- 6.170.000	- 5.958.000	2,63%
Ostali poslovni rashodi	- 8.905.351	- 8.729.694	- 4.372.000	- 3.583.000	- 6.672.000	-6,96%
<b>Poslovni rashodi</b>	<b>- 153.375.256</b>	<b>- 167.320.169</b>	<b>- 141.219.000</b>	<b>- 118.702.000</b>	<b>- 128.218.000</b>	-4,38%
<b>Financijski prihodi</b>	<b>8.267.255</b>	<b>8.570.729</b>	<b>1.457.000</b>	<b>1.861.000</b>	<b>1.353.000</b>	-36,40%
<b>Financijski rashodi</b>	<b>- 3.234.173</b>	<b>- 3.202.801</b>	<b>- 915.000</b>	<b>- 886.000</b>	<b>- 774.000</b>	-30,06%
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>166.368.941</b>	<b>186.082.378</b>	<b>168.059.000</b>	<b>163.280.000</b>	<b>172.732.000</b>	0,94%
<b>Ukupni rashodi</b>	<b>- 156.609.429</b>	<b>- 170.522.970</b>	<b>- 142.134.000</b>	<b>- 119.588.000</b>	<b>- 128.992.000</b>	-4,73%
Dobit ili gubitak prije oporezivanja	9.759.512	15.559.408	25.925.000	43.692.000	43.740.000	45,50%
Porez na dobit	- 539.444	- 2.024.513	- 3.615.000	- 5.401.000	- 5.720.000	80,45%
<b>Dobit ili gubitak godine</b>	<b>9.220.068</b>	<b>13.534.895</b>	<b>22.310.000</b>	<b>38.291.000</b>	<b>38.020.000</b>	42,50%
<b>Ostala sveobuhvatna dobit</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2.000</b>	<b>21.000</b>	<b>-</b>	N/A
<b>Ukupna sveobuhvatna dobit</b>	<b>9.220.068</b>	<b>13.534.895</b>	<b>22.312.000</b>	<b>38.270.000</b>	<b>38.020.000</b>	42,50%

Izvor: Nekonsolidirani izvještaji za za 2018., 2019., 2020., 2021. i 2022. godinu

Društvo u razdoblju u godinama nakon preuzimanja bilježi kontinuirani rast ukupnih prihoda i pad ukupnih rashoda.

Ukupni prihodi nisu značajno rasli u promatranom razdoblju, ali se njihova struktura promijenila u odnosu na prethodno promatrani vremenski period. Poslovni prihodi u razdoblju od 2018. do 2022. godine rastu po prosječnoj godišnjoj stopi od 2,04%. Uspoređujući s 2017. godinom poslovni prihodi narasli su sa 154 milijuna na 171 milijun u 2022. godini. Razlog je u porastu ostalih poslovnih prihoda. Najznačajnija stavka poslovnih prihoda su poslovni prihodi od prodaje izvan grupe koji su u prosjeku iznosili oko 87% ukupnih poslovnih prihoda i iznose oko 145 milijuna kuna. Prihodi od prodaje unutar grupe se smanjuju po prosječnoj godišnjoj stopi od oko 14%.

Poslovni rashodi IN2 smanjuju se po godišnjoj stopi od 4,38%. Najveća stavka su troškovi osoblja koji iznose prosječno 57% poslovnih rashoda. Sljedeća najveća stavka su troškovi vanjskih usluga koji se odnose na energiju, usluge telefona, prijevoza, pošte, marketinške troškove, troškove najma, usluge kooperanata itd. Troškovi robe i licenci rastu do 2019. godine kada su iznosili oko 23,5 milijuna kuna te nakon toga padaju sve do kraja promatranog perioda. Amortizacija je u promatranom periodu prosječno iznosila oko 5,6 milijuna kuna, osim u 2020.

kada je iznosila oko 10 milijuna kuna. Ostali poslovni rashodi padaju u promatranom razdoblju te iznose oko 6,6 milijuna kuna u 2022. godini.

Financijski prihodi i rashodi također padaju u razdoblju između 2018. i 2022. godine te se većinski odnose na kamate. Financijski prihodi padaju s razine od oko 8,2 milijuna na oko 1,3 milijuna, dok financijski rashodi padaju s oko 3,2 milijuna na oko 700 tisuća kuna.

Što se tiče sveobuhvatne dobiti, ona raste po prosječnoj godišnjoj stopi od 42,50% te u 2022. iznosi oko 38 milijuna kuna.

U nastavku se nalaze pokazatelji profitabilnosti za period nakon preuzimanja IN2 od strane Constellation Software-a.

Tablica 14: Pokazatelji profitabilnosti od 2018. do 2022. godine

Pokazatelji profitabilnosti	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	CAGR
EBITDA	10.096.872	15.233.268	35.200.000	48.887.000	49.119.000	18,13%
EBIT	4.726.430	10.191.480	25.383.000	42.717.000	43.161.000	30,40%
EBITDA marža	6%	9%	21%	30%	29%	16,47%
EBIT marža	3%	6%	15%	26%	25%	28,57%
Neto profitna marža (NPM)	6%	7%	13%	23%	22%	28,77%
Koeficijent tekuće likvidnosti	1,73	2,03	1,74	2,43	0,97	-25,44%
Omjer duga i kapitala	0,02	0,00	0,00	-	-	-100,00%
Omjer duga i EBITDA-e	0,14	0,03	0,00	-	-	-100,00%
Dani potraživanja	163	176	149	126	145	-1,03%
Prosječni dani plaćanja	131	125	93	137	242	61,51%

Izvor: Izrada autorice prema nekonsolidiranim izvještajima za 2018., 2019., 2020., 2021. i 2022. godinu

U promatranom je razdoblju zarada prije kamata, poreza i amortizacije (u nastavku teksta „EBITDA“ – engl. earnings before interest, tax, depreciation and amortization) Društva rasla po prosječnoj godišnjoj stopi od 18,13% te je s iznosa od oko 10 milijuna kuna u 2018. narasla na iznos od oko 49 milijuna kuna u 2022. godini. EBITDA marža Društva u promatranom je razdoblju rasla u promatranom razdoblju s prosječnom stopom oko 17% godišnje te je iznosila 29% u 2022. godini.

S druge strane, Operativna dobit, odnosno zarada prije kamata i poreza (u nastavku rada „EBIT“) je u promatranom periodu rasla za 30,40% s oko 4,7 milijuna na 43 milijuna kuna. EBIT marža je također rasla te je s 3% u 2018. godini, narasla na 25% u 2022. godini.

Neto profitna marža je u promatranom periodu narasla za 23%, a razlog je u povećanju sveukupne dobiti Društva koja je narasla za oko 29 milijuna kuna.

Koeficijent tekuće likvidnosti je konstantan u promatranom razdoblju te pada u 2022. godini zbog povećanja kratkoročnih obveza, točnije obveza prema dobavljačima.

Omjer duga i kapitala te omjer duga i EBITDA-e u promatranom periodu imaju relativno konstantan iznos.

Zbog boljeg upravljanja radnim kapitalom su se dani naplate potraživanja smanjili za 18 dana u promatranom periodu. Prosječni dani plaćanja povećali za oko 111 dana u 2022. godini. To povećanje je rezultat obveze s osnove ulaganja u udjele za preostali dio cijene koje se Društvo obvezalo platiti bivšim vlasnicima akviziranih poduzeća.

## **4.2. Strateški pristup spajanju i preuzimanju**

Constellation Software kanadski je softverski holding osnovan 1995. godine s ciljem okupljanja portfelja tržišno vodećih softverskih poduzeća. Sjedište je u Torontu, a uredi se nalaze u Sjevernoj i Južnoj Americi, Europi, Australiji i Africi s preko 25.000 zaposlenika i konsolidiranim prihodima većim od 4 milijarde USD.

Misija mu je preuzeti, upravljati i izgraditi vodeća softverska poduzeća koja su razvila specijalizirana softverska rješenja kritična za rješavanje specifičnih potreba unutar specifične industrije. CSI nema posebno tržište ili industriju na kojem ulaže, važno je samo da se radi o „niche“ softveru. Prednost takvih specifičnih ili „core“ rješenja je ta da su ona neophodna kupcima za njihovo svakodnevno poslovanje jer se od njih ne odustaje lako jer ne postoji potreba za mijenjanjem zbog velike integriranosti unutar kompanije.

CSI kupuje softverska poduzeća na tržištu te ih dijeli u dvije skupine: „dobra“ i „izvanredna“. „Izvanredna“ poduzeća kupuju zbog toga što se izdvajaju prema izvanrednom menadžmentu, dosljednoj profitabilnosti i natprosječnom rastu. CSI prepoznaje vrijednost ovih rijetkih poduzeća te nakon akvizicije ostavljaju ih da nastave sa svojim iznimnim operacijama kao što su činili u prošlosti. „Izvanredna“ softverska poduzeća na vertikalnom tržištu izuzetno su rijetka. S druge strane, „dobra“ poduzeća su češća na tržištu te se uobičajeno odnosi na poduzeća koja su kvalitetni igrači u svojim vertikalama i rade na uspostavljanju solidnog rasta i zarade. Prilikom kupnje ovakvih poduzeća CSI identificira i rješava razloge zbog kojih još

nije postala „izuzetno“ poduzeće. U tu svrhu nude obuku i resurse u brojnim područjima. CSI nema namjeru preuzeti svakodnevno upravljanje poslovanjem te se nakon preuzimanja oslanja na menadžere i zaposlenike da će kvalitetno i dalje voditi svoje poslovanje. CSI nema namjeru upuštati se u neprijateljska preuzimanja. Preferirano preuzimanje je 100% vlasništva, ali postoji i mogućnost kupnje manjeg udjela.

U nastavku se nalazi tablica 15 koja prikazuje kriterije koje „izvanredna“ i „dobra“ poduzeća moraju zadovoljiti kako bi ih CSI uzeo u razmatranje za preuzimanje.

Tablica 15: Kriteriji za preuzimanje poduzeća

“Izvanredna” poduzeća koja ispunjavaju sljedeće kriterije:	“Dobra” poduzeća koja ispunjavaju sljedeće kriterije:
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Srednje do veliko softversko poduzeće unutar vertikalnog tržišta (minimalno 1 milijun dolara zarade prije kamata i poreza)</li> <li>• Dosljedna zarada i rast — općenito EBITDA/prihod + rast prihoda od 20 % ili više godišnje</li> <li>• Iskusan i predan menadžment</li> <li>• Ponuđena cijena koja je utvrđena</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prema tržišnom udjelu 1 ili broj 2 u vertikalnoj tržišnoj niši</li> <li>• Prihodi od najmanje 5 milijuna dolara</li> <li>• Stotine ili tisuće kupaca</li> <li>• Nenametljivi konkurenti</li> <li>• Ponuđena cijena koja je utvrđena</li> </ul>

Izvor: Izrada autorice prema CSI web

Od osnutka CSI raste brzo kombinacijom brojnih akvizicija i organskog rasta, te je uspostavilo snažni portfelj grupaciju poduzeća s velikom i raznolikom bazom kupaca.

CSI-em je nemoguće upravljati iz jednog središta, zato je organizirano i grupirano u više operativnih grupa te je menadžerima omogućena velika autonomija u odlučivanju.

Grupacija se sastoji od šest operativnih grupa koje trenutno pružaju usluge korisnicima na više od 100 različitih tržišta diljem svijeta:

1. Volaris Grupa: fokusirana je na preuzimanje softverskih poduzeća koje služe različitim područjima, uključujući poljoprivredu, financijske usluge i obrazovanje. Ima više od 150 sastavnih softverskih poduzeća.



2. Harris Computer Systems: prvenstveno služi javnom sektoru, uključujući komunalne usluge, obrazovanje i zdravstvo, kao i privatni sektor tehnologije i osiguranja. Ima više od 100 sastavnih softverskih poduzeća.
3. Jonas Software: stječe specijalizirane softverska poduzeća ili poduzeća u softverskoj industriji vertikalnog tržišta. Fokusiran je na B2B i snažno je prisutan u Sjevernoj Americi, Europi, Južnoj Americi, Australiji i Novom Zelandu. Ima 140 poduzeća u svom portfelju u više od 40 velikih vertikalna u 2022., prvenstveno u sektorima ugostiteljstva i građevinarstva.
4. Vela Software: upravlja s 8 odjela, prvenstveno se fokusira na industrijski sektor, uključujući naftu i plin i proizvodnju.
5. Perseus Operating Group: upravlja s 56 poduzeća u raznim industrijama, uključujući gradnju domova, celulozu i papir, zastupstva, financije, zdravstvo, digitalni marketing i nekretnine.
6. Total Specific Solutions: fokusira se na softverska poduzeća u Ujedinjenom Kraljevstvu i Europi. Total je kupljen u prosincu 2013. za 360 milijuna dolara.

IN2 se nalazi unutar „Vela-e“, ali je nakon preuzimanja zadržalo svoju autonomiju. CSI pridaje veliku važnost tome da svako od njegovih poduzeća nastupa samostalno te se ne promatra ukupna sinergija. Od samih početaka poslovanja provodi se strategija preuzimanja drugih poduzeća gdje se sa zarađenim novcem kupuju nova poduzeća dok se postojeća poduzeća unutar portfelja ne prodaju. Izlaz (engl. Exit) iz ulaganja ne postoji jer je primarni cilj neprestano širenje. To čini jasnu distinkciju CSI-a od drugih PE fondova i poduzeća. CSI isplaćuje dividende vlasnicima, ali istovremeno veliki dio novca reinvestira za kupnju novih poduzeća. Njihova poslovna strategija je kupiti poduzeće, restrukturirati ga i učiniti ga profitabilnijim, a tada od zarađenog novca kupovati daljnja poduzeća.

Kupnjom IN2, CSI je ušao na novo tržište, dobio veliki broj zaposlenika i novih stručnjaka, kao i novih proizvoda. Odluka za kupnju IN2 proizašla je primarno zbog snaga koje poduzeće ima i prilika koje se kupnjom otvaraju.

U nastavku se nalazi tablica 16 koja prikazuje snage, slabosti, prilike i prijetnje s kojima se CSI susreo prilikom preuzimanja IN2.

Tablica 16: SWOT tablica

<b>Snage</b>	<b>Slabosti</b>
Veličina i položaj IN2 na tržištu Software za zdravstvo, osiguranje, tržište kapitala, javna uprava, gospodarstvo	Potrebe za restrukturiranje dijela portfelja Ograničeno i malo tržište
<b>Prilike</b>	<b>Prijetnje</b>
Novo tržište i potencijal za daljnju konsolidaciju Povećanje profitabilnosti	Neuspjeh restrukturiranja Gubitak tržišnog položaja

Izvor: izrada autorice

S jedne strane, preuzimanje IN2 imalo je brojne prednosti za CSI. Kada pričamo o snazi, IN2 je u trenutku preuzimanja bilo jedno od najvećih softverskih poduzeća u Republici Hrvatskoj. Imao je specifični softver, tj. „niche“ rješenja za zdravstvo, osiguranje, tržište kapitala, javnu upravu i gospodarstvo. Nastavno, u sklopu sektora softvera za zdravstvo je bio lider na tržištu, dok u ostalim segmentima bio vrlo dobro pozicioniran. Što se tiče prilika za CSI, kupnjom jednog od najvećih hrvatskih softverskih poduzeća, ušli bi na novo tržište sa velikom sigurnošću jer im se time u budućnosti otvaraju prilike za daljnju konsolidaciju tržišta. Osim toga, moglo se očekivati u budućnosti i povećanje profitabilnosti zbog unaprjeđenja brojnih aspekata poslovanja. Ovo je bila jedinstvena prilika za kupnju vodećeg softverskog poduzeća na malom, geografski zaštićenom tržištu s minimalnom konkurencijom. Sveukupno, IN2 je tržišni lider na određenom geografskom području, ima potencijal rasta te posluje unutar industrije koja je Constellation Software-u atraktivna. Ne treba zaboraviti kako je manje rizično uložiti u jedno veće nego u par manjih poduzeća za istu cijenu.

S druge strane preuzimanje IN2 je imalo svoje slabosti i prijetnje. Jedna od slabosti je ta da se pojavila potreba za restrukturiranjem dijela portfelja što je skupocjen proces. CSI se je nakon preuzimanja IN2 odlučio na restrukturiranje što se na kraju ispostavilo kao ispravna odluka. Hrvatska, zajedno s cjelokupnom regijom je u usporedbi s ostalim zemljama EU dosta manje i slabije razvijeno tržište. Prijetnje koje su se javljale su neuspjeh u ranije spomenutom restrukturiranju ili gubitak tržišnog položaja zbog primjerice odlaska dijela zaposlenika i kupaca, nove organizacijske strukture, načina donošenja odluka i sl. Nadalje, CSI u pravilu

kupuje poduzeća s maksimalno 100 zaposlenih, a IN2 je u trenutku preuzimanja imao više od 500 zaposlenih.

Kada promatramo iz pozicije IN2, dobio je vlasnika s ogromnim iskustvom u industriji i financijskim potencijalom koji može omogućiti daljnji rast poduzeća. CSI ima stotine softverskih poduzeća diljem svijeta unutar svog portfelja te se može smatrati jednim od najvećih eksperata za poslovanje malih i srednjih softverskih poduzeća. Samim time, unutar svojeg poslovanja CSI-a sigurno su se u jednom trenutku suočili s problemima koje je IN2 imao i unutar grupacije postoji znanje koje mogu podijeliti s IN2. Osim toga, CSI je osigurao moderniji način upravljanja bez fokusa samo na jednu ključnu osobu. Dobili su standardizirani korporativni oblik upravljanja koji se bazira na mjerenju svakog elementa poslovanja koji su lako usporedivi s drugim poduzećima unutar grupacije. Nastavno, osiguran je nastavak rada poduzeća pod istim imenom.

### **4.3. Proces spajanja i preuzimanja na analiziranim poduzećima**

Kao što je ranije spomenuto, Constellation Software kupuje poduzeća diljem svijeta. Jedna od njegovih grupacija – Vela Software se prije desetak godina odlučila proširiti s područja Sjeverne Amerike zbog prevelike konkurencije i potrebom za novim tržištima. Unutar Europe je u Španjolskoj pronađeno i akvizirano poduzeće Juniper Group. Svoje širenje na jugoistočnu Europu započeli su akvizicijom Halcom-a 2016. godine u susjednoj Sloveniji. Prilikom želje za proširenjem na novo, hrvatsko tržište težili su za pronalaskom velikog softverskog poduzeća u zemlji te su u sklopu Juniper Group kasnije, 2018. godine kupili hrvatsko poduzeće IN2.

U trenutku preuzimanja IN2 je bio u 100% vlasništvu gospodina Ante Mandića. Možemo pretpostaviti kako je vlasniku koji je Društvo gradio 25 godina osim financijske zarade bilo važno odabrati kome će prodati svoje poduzeće i koji su planovi tog poduzeća sa IN2.

Cjelokupni proces od inicijalnog kontakta do završetka transakcije je trajao otprilike pet godina. Ovaj proces je znatno kraći usporedimo li ga s s prosjekom CSI-a koji je otprilike sedam godina. Nakon inicijalnog upoznavanja, CSI šalje neobvezujuću ponudu za poduzeća koja su im interesantna. Unutar te neobvezujuće ponude nalaze se unaprijed definirani osnovni uvjeti, cijena koju nude i garancije. Unutar nje daju svoje uvjete i unaprijed obavještavaju o zatvaranju dijela poslovanja ukoliko dođe do preuzimanja, ako to smatraju potrebnim.

Nakon toga započinje proces dubinskog snimanja koji traje nekoliko mjeseci. On obuhvaća financijski DD, porezni DD i pravni DD. Dubinska snimanja započinju listom pitanja tzv. „checklist“ koju šalju poduzeću koje se kupuje. Nakon dobivanja zatraženih podataka CSI ih analizira, postavlja dodatna pitanja da bi se što bolje razjasnilo poslovanje poduzeća. Temeljem dobivenih podataka CSI stječe još bolju sliku poduzeća. Tako u konkretnom slučaju IN2, naišli su na jednu od situacija koja je neuobičajena na drugim tržištima na kojima CSI posluje, a to je dugi rok čekanja na plaćanje od strane bolnica. Bolnicama tj. zdravstvenim ustanovama u Republici Hrvatskoj treba do 700 dana, odnosno skoro 2 godine, za plaćanje računa.

Na kraju, kako bi smanjili ranije navedene prijetnje SWOT analize ponekad s dotadašnjim vlasnikom dogovaraju da ostane u poduzeću određeno prijelazno razdoblje. To je bio slučaj i s IN2, gdje je g. Mandić ostao savjetnik uprave sljedeće dvije godine, dok je svakodnevno i strateško vođenje poduzeća prepušteno višečlanoj profesionalnoj upravi.

S obzirom na vodeću poziciju IN2 u softveru za zdravstvo te dobar položaj u ostalim sektorima, prije potpisivanja ugovora je bilo potrebno odobrenje Hrvatske agencije za zaštitu tržišnog natjecanja za obavljanje transakcije.

Nakon dobivenog odobrenja je provedena kupnja. U skladu s dugogodišnjom strategijom CSI-a, kupnja IN2 financirana je 100% kapitalom, bez korištenja duga. CSI se prilikom kupnje poduzeća štiti od eventualnih nedostataka neotkrivenih u dubinskom snimanju na način da odgodi plaćanje dijela kupovne cijene za određeni broj mjeseci. To je uobičajena praksa u industriji i možemo pretpostaviti da je bio slučaj i u ovoj transakciji.

Daljnja strategija CSI-a nakon ulaganja je učvrstiti poziciju tržišnog lidera te implementirati software u ustanove koje ih još nemaju, širiti i na ostala tržišta, održavati odnose s kupcima i povećati profitabilnost.

#### **4.4. Učinci spajanja i preuzimanja**

Od 2018. godine, otkako je Constellation Software preuzeo IN2, ona neprestano bilježi rast dobiti. Sama činjenica da je IN2 postala dio tako snažne grupacije, svrstava ju među najrespektabilnije pružatelje tehnoloških rješenja u regiji. Usprkos stalnim tržišnim izazovima u okruženju, IN2 d.o.o. i dalje stabilno posluje i uspijeva ostvariti rast.

Učinci preuzimanja IN2 od strane kanadskog Constellation Software-a vidljivi su po promjenama u načinu poslovanja, ali i promjeni samog „mindset-a“ IN2.

Prije preuzimanja uobičajen način izvor financiranja bilo je zaduživanje kod banaka. S druge strane, nakon preuzimanja uvodi potpuno novi način poslovanja, poslovanje s vlastitim kapitalom koji zamjenjuje financiranje bankovnim kreditima. Od 2019. godine nestao je u potpunosti kratkoročni i dugoročni dug prema bankama koji je u prethodnom periodu prije preuzimanja bio nezaobilazan način financiranja. Preuzimanjem od strane Constellation Softwarea promijenjen je mentalitet, te se fokusira na korištenje vlastitih sredstava, zbog želje za smanjenjem plaćanja troškova kamata bankama. To dovodi do kvalitetnijeg upravljanja resursima.

Nakon preuzimanja IN2 u 2021. i 2022. godini su uspjeli smanjiti potraživanja istovremeno dok su prihodi ostali na istoj razini te su se smanjili dani potraživanja. Zbog toga je Društvo imalo više novca kojeg su mogli vratiti banci. To ukazuje na bolje upravljanje radnim kapitalom zbog racionalnijeg poslovanja i upravljanja poslovnim procesima.

Društvo je prije preuzimanja imalo fokus na povećanje prihoda, dok se nakon preuzimanja fokus prebacio na dobit Društva. Prije preuzimanja se Društvo vodilo za uzimanjem velikih projekata neovisno o njihovoj profitabilnosti dok se ta poslovna strategija nakon preuzimanja promijenila te se uzimaju projekti koji povećavaju profitabilnost neovisno o samoj veličini projekta. Dobit je prije preuzimanja, na kraju 2017. godine iznosila malo manje od 3 milijuna kuna, a 2022. godine malo više od 38 milijuna kuna. Važno je napomenuti kako su se ukupni prihodi također nakon preuzimanja povećavali. Jedini trenutak pada prihoda bio je za vrijeme restrukturiranja.

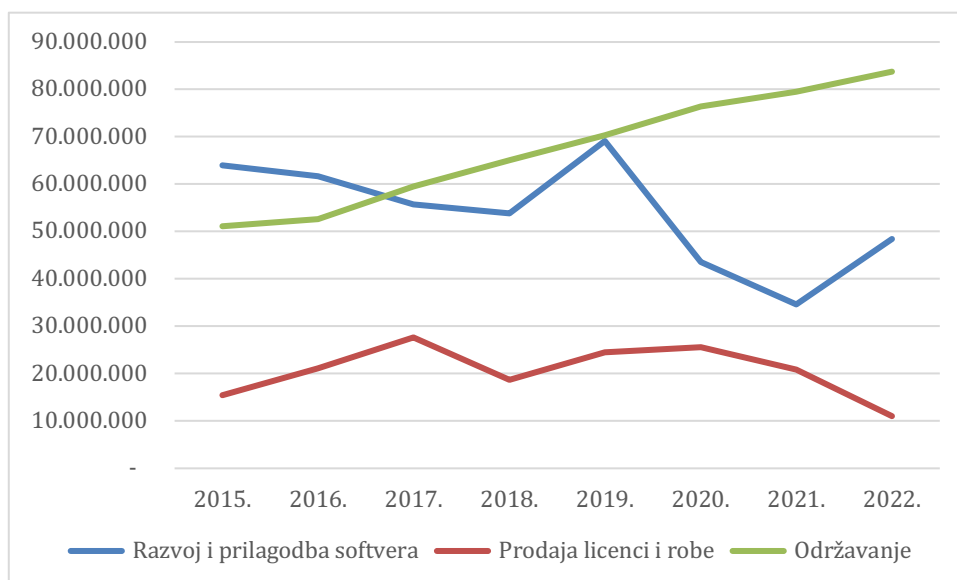
Nakon preuzimanja dolazi do fokusiranja na segmente u kojima IN2 d.o.o. ima operativnu izvrsnost i ekspertno poznavanje poslovnih procesa i poslovnih modela. Do konsolidacije portfelja dolazi nakon analize cjelokupnog poslovanja s ciljem identifikacije profitabilnosti svih sektora. Tokom restrukturiranja se smanjio opseg aktivnosti u određenim segmentima javne uprave, a povećao opseg u području zdravstva, osiguranja, investicijskih fondova i gospodarstva. Uspostavom kontrolinga i analiza rezultira kvalitetnijim upravljanjem kapitalom.

Nakon preuzimanja stabilnost daljnji rast i razvoj poslovanja osigurani su kroz redefiniranje i prilagodbu organizacije poslovanja te umjesto fokusa na jednu osobu donošenje svih važnijih odluka donosi uprava s tri člana.

Nadalje, smanjio se udio rada s partnerima, primjerice Microsoftom i Oracle-om te se fokus prebacuje na razvoj vlastitih proizvoda. Razlog je promjena u „mindset-u“ Društva te smanjenoj želji za prodajom tuđih proizvoda kroz koju se ostvaruju niske marže. Ti jaki partneri imaju veliku pregovaračku moć zbog prepoznatljivosti svojih proizvoda, pa njihovi partneri poput IN2 najčešće odrade većinu posla, tj. pronalazak kupca, instalaciju i prodaju softvera te za to uobičajeno zarade niske marže. U IN2 se nisu u potpunosti odrekli prodaje tuđih proizvoda, samo su je smanjili istovremeno povećavajući prodaju vlastitih proizvoda.

Osim toga, sama struktura prihoda se promijenila. Grafikon 8 u nastavku prikazuje strukturu ukupnih prihoda od prodaje u periodu prije i nakon preuzimanja. Ukupni prihodi od prodaje sastoje se od prihoda od razvoja i prilagodbe softvera, prihoda od održavanja te prihoda od prodaje licence i robe.

Grafikon 8: Kretanje vrsta prihoda IN2 od 2015. do 2022. godine



Izvor: izrada autorice prema nekonsolidiranim izvješćima za 2015., 2016., 2017., 2018., 2019., 2020., 2021., 2022. godini

Unutar prihoda od prodaje, vidimo kako je došlo do kontinuiranog porasta prihoda od održavanja. Prije preuzimanja udio u ukupnim prihodima bio je oko 40%, a u 2022. je iznosio

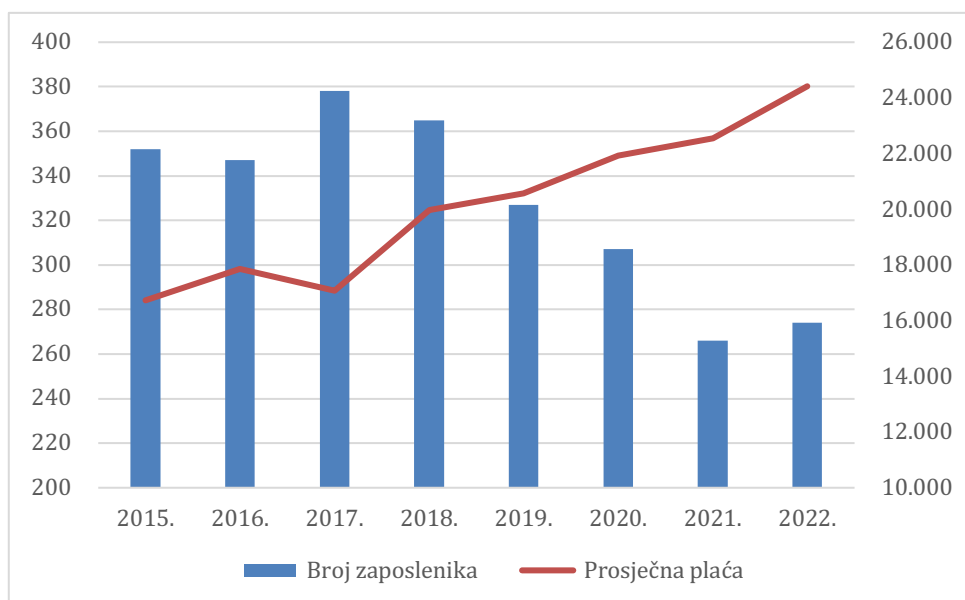
oko 60%. To je primarno rezultat strukturalnih promjena provedenih od strane Constellation Software-a. U sklopu svoje dugoročne poslovne strategije u CSI inzistiraju na povećanju fokusa na ovu stavku jer je to vrsta „recurring prihoda“ tj. klijenti kontinuirano plaćaju korištenje softvera. Zbog toga što se održavanje mora redovno plaćati, profitabilnost i stabilnost ove vrste prihoda veća je u odnosu na ostale.

S druge strane prije preuzimanja je bio fokus na razvoj i prilagodbu softvera s jednokratnom naplatom za projekt. Prihod od razvoja i prilagodbe softvera bila je oko 50% ukupnih prihoda od prodaje te se nakon preuzimanja vidimo drastičan pad i dolazak do razine od 34%.

Unutar kategorije Prihodi od prodaje licenci i robe fokus je stavljen na prodaju licenci vlastitih proizvoda uz smanjenje prodaje tuđe robe, što je u skladu s gore opisanim promjenama vezanim za povećanje „recurring“ prihoda.

Grafikon 9 u nastavku pokazuje trend broja zaposlenih te prosječne plaće zaposlenika u IN2 prije i nakon preuzimanja.

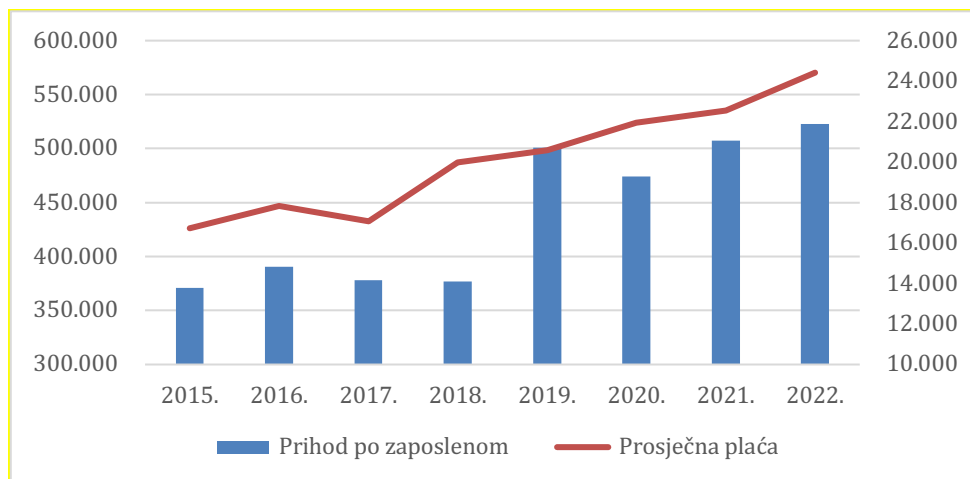
Grafikon 9: Kretanje broja zaposlenika i njihova prosječna plaća u periodu od 2015. do 2022. godine



Izvor: izrada autorice prema nekonsolidiranim izvješćima za 2015., 2016., 2017., 2018., 2019., 2020., 2021., 2022. godini

Promatrajući grafikon 9 vidimo kako je broj zaposlenih nakon 2017. godine kada je poduzeće imalo 378 zaposlenih počeo padati. Pad broja zaposlenih se dogodio nakon preuzimanja te je u 2022. bilo 274 zaposlena, oko 100 manje nego 2017. godine.

Grafikon 10: Kretanje broja zaposlenika i njihova prosječna plaća u periodu od 2015. do 2022. godine



Izvor: izrada autorice prema nekonsolidiranim izvješćima za 2015., 2016., 2017., 2018., 2019., 2020., 2021., 2022. godini

Što se tiče efikasnosti zaposlenika, prihod po zaposlenom je rastao te je s prosječnih 378 tisuća prije preuzimanja sa više zaposlenika narastao na prosječno 476 tisuća kuna. Primarno je to vidljivo u padu troškova, tj. padu troškova osoblja jer se isti prihod ostvario s manjim brojem zaposlenika. Istovremeno su prosječne neto plaće rasle, ali je i dalje ukupni trošak pao zbog manjka zaposlenih. To je rezultat restrukturiranja od strane CSI-ja. Primjerice, unutar sektora zdravstva je narastao broj zaposlenih, dok je unutar javnog sektora pao broj zaposlenika. Sve to je rezultat kvalitetnije organizacije i upravljanja i fokusiranja na segmente koji donose najbolje rezultate poslovanja.

Prema svemu navedenom možemo zaključiti kako je Constellation Software bio savršen partner za IN2 jer je nastavio ulagati u daljnji razvoj Društva te je danas nakon 5 godina IN2 jedno od najvećih, ali i najprofitabilnijih softverskih poduzeća u zemlji.

Promatrajući tržišnu poziciju, od trenutka preuzimanja od strane Constellation Software-a radilo se na zaštiti tržišnog vodstva te se težilo daljnjem povećanju udjela na tržištu. IN2 je



ispunio svoj cilj te postao regionalno središte za akvizicije. 2021. godine IN2 je preuzeo Svam plus, pružatelja ERP-a za proizvodna i projektna poduzeća, a 2022. godine preuzeo je MSC Grupu, jednog od vodećih hrvatskih proizvođača informacijskih sustava u zdravstvu te Libusoft Cicom, predvodnika digitalizacije javne i lokalne uprave u Hrvatskoj.

I u 2023. godini se očekuje daljnji rast koji će biti temeljen kako na organskim inicijativama i investicijama. Očekuje se povećanje poslovanja, broja projekata i klijenata te će Društvo nastaviti konsolidirati industriju IT usluga u regiji kroz brojne akvizicije. Nadalje, u planu je proširenje broja ureda po Republici Hrvatskoj.

## 5. ZAKLJUČAK

Rizični kapital igra sve važniju ulogu na tržištu spajanja i preuzimanja što potkrjepljuje činjenica da mu se tržište utrostručilo u posljednjem desetljeću, a 2022. godina bila je druga najaktivnija godina u povijesti po opsegu transakcija podprtih privatnim kapitalom.

Rizični kapital kao izvor financiranja u Hrvatskoj se tek počeo iskorištavati, iako su takve investicije prisutne još od kraja devedesetih godina prošlog stoljeća. To što Hrvatska zaostaje za europskim državama znači da veliki potencijal daljnjeg rasta i razvoja itekako postoji.

Razni čimbenici kao što su bogato iskustvo, financijski resursi, poznavanje tržišta i upravljanje rizikom dokazuju prednost korištenja privatnog kapitala u spajanjima i preuzimanjima. Dostupnost velikih količina kapitala omogućuje financiranje velikih transakcija. Nadalje, private equity poduzeća imaju duboko razumijevanje za spajanja i preuzimanja te su sposobni brzo pronaći targete i u kratkom roku izvršiti transakcije. Osim toga, u poslovanju nakon transakcije PE koristi stručnost, iskustvo i svježi kapital te blisko surađujući s preuzetim poduzećem pomaže u ostvarivanju njegovog punog potencijala.

Primjer takvog preuzimanja je preuzimanje hrvatskog softverskog poduzeća IN2 od strane Constellation Software-a. Pet godina nakon preuzimanja IN2 je postao jedno od najvećih regionalnih softverskih poduzeća i regionalno središte za preuzimanja u regiji sa velikim potencijalom za daljnje širenje i ekspanziju. CSI je svojim dugogodišnjim znanjem i iskustvom u softverskoj industriji promijenio te ispravno usmjerio poslovnu strategiju, ali i razmišljanje poduzeća. Primjerice, samo neke od promjena su da je u IN2 je smanjen fokus sa prihoda na dobit te je dobit narasla za oko 12 puta njezine vrijednosti 2017. godine. Nadalje, kao izvor financiranja koristi vlastiti kapital umjesto bankovnih kredita. Zbog restrukturiranja je smanjen broj zaposlenih, ali je prihod po zaposlenom rastao.

Sama činjenica da je IN2 postala dio tako snažne grupacije, svrstava ju među najrespektabilnije pružatelje tehnoloških rješenja u regiji jer na malim i fragmentiranim tržištima kao što je hrvatsko, vlasnicima je teško pronaći investitora koji ima znanja i mogućnosti potrebne za daljnji rast poduzeća. Upravo zbog toga, prednost fondova rizičnog kapitala je to što nemaju strah od ulaska na takva tržišta jer ih doživljavaju kao priliku za ostvarivanje velikih povrata na uložena sredstva.

## POPIS LITERATURE

1. Apollo. Dostupno na: <https://www.apollo.com/about-apollo/our-history> [pristup: 22.08.2023.]
2. Agencija Za Zaštitu Tržišnog Natjecanja (2023), *O nama*. Dostupno na: <https://www.aztn.hr/o-nama-1/>
3. Blackrock. Dostupno na: <https://www.blackrock.com/corporate/global-directory> [pristup: 22.08.2023.]
4. Blackstone. Dostupno na: <https://www.blackstone.com> [pristup: 22.08.2023.]
5. Blue Sea Capital. *Home*. Dostupno na: <https://www.blueseacap.com> [pristup: .08.2023.]
6. Brodmann, J. et. a. (2021.) *The value added by private equity in mergers and acquisitions by financial institutions*. Dostupno na: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00036846.2021.1931657?needAccess=true>
7. Carlyle. Dostupno na: <https://www.carlyle.com/#our-impact> [pristup: 22.08.2023.]
8. CFI, (2023.) *Acquisition*. Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/acquisition/> [pristup: 23.08.2023.]
9. CFI, (2023.) *Merger*. Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/merger/> [pristup: .08.2023.]
10. CFI (2023.) *Mergers and acquisitions (M&A)*. Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/mergers-acquisitions-ma/> [pristup: 26.08.2023.]
11. CMS (2023.) *Emerging Europe M&A Report 2022/2023*. [e-publikacija]. Dostupno na: <https://cms.law/en/int/publication/emerging-europe-m-a-report-2022-2023>
12. Courtois, Y. , Jenkinson, T. *Alternative Investments: Private Equity Investments*. Corporate Finance Association
13. Crilly, W., Sherman, A (2010.) *The AMA Handbook of due diligence*. AMACOM
14. Croatian Private Equity and Venture Capital Association (2023.) *Membership*. Dostupno na: <https://cvca.hr/membership> [pristup: 29.08.2023.]
15. Čulinović-Herc, E., Braut Filipović, M., Audić Vuletić, S. (2017.) *Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja*. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/262460>

16. Danielli, A. (2023.) *The Role of Private Equity in Merger and Acquisition Transactions*. Teoh Capital. Dostupno na: <https://teohcapital.com/role-of-private-equity-in-mergers-acquisition/> [pristup: 29.08.2023.]
17. Deloitte (2014.) *Sell-side strategies for private companies* [e-publikacija]. Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ca/Documents/mergers-acquisitions/ca-en-sellside-strategies-pov-for-web.pdf> [pristup: 24.08.2023.]
18. DePamphilis, D. (2011.) *Mergers and acquisitions basics – all you need to know*, Chapter 1: *Introduction to Negotiating Mergers and Acquisitions* (str. 1-28)
19. Dumont, M. (2021.) *The Buy-Side of Merger and Acquisition – M&A*. Investopedia. Dostupno na: [https://www.investopedia.com/articles/stocks/07/buyside\\_m\\_and\\_a.asp](https://www.investopedia.com/articles/stocks/07/buyside_m_and_a.asp)
20. European Private Equity and Venture Capital Association (2007.) *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [e-publikacija]. Dostupno na : <https://www.investeurope.eu/media/1809/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>
21. Enterprise Investors. *Home*. Dostupno na: <https://www.ei.com.pl/en/> [pristup: 22.08.2023.]
22. Faster Capital (2023.) *The Basics of Private Equity*. Dostupno <https://fastercapital.com/content/The-Basics-of-Private-Equity.html> [pristup: 28.08.2023.]
23. Filipović, D. (2012.), *Izazovi integracijskih procesa: rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza*, Zagreb: Sinergija nakladništvo
24. Fil Rouge Capital. *Home*. Dostupno na: <https://filrougecapital.com> [pristup: 22.08.2023.]
25. Foster Reed S., Lajoux A., Nesvold P. (2007.) *The art of M&A*. New York: McGraw-Hill. Chapter 3: *Valuation and Modelling* (str. 77-141)
26. Frankel M., Forman L. (2017.) *Mergers and Acquisitions Basics*. New Jersey: Wiley. Chapter 2: *The players* (str 10-50), Chapter 7: *Due diligence* (str.184-209)
27. Gokkaya, et. al. (2023.) *Do firms with specialized M&A staff make better acquisitions?* : *Journal of Financial Economics*. str. 75-105
28. Invera. *Our Approach*. Dostupno na: <https://www.inveraep.com/our-approach> [pristup: 22.08.2023.]
29. Invest Europe (2022.) *Central and Eastern Europe: Private Equity Statistics*

30. Invest Europe (2023.) *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. [e-publikacija]. Dostupno na: <https://www.investeurope.eu/media/1809/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>
31. Invest Europe (2022.), *Investing in Europe: Private Equity Activity*
32. KKR. Dostupno na: <https://www.kkr.com> [pristup: 28.08.2023.]
33. Makek, M., et. al (2011.): *Kako financirati poslovanje fondovima rizičnog kapitala?*, Hrvatska Private Equity i Venture Capital Asocijacija, Zagreb
34. Mazars (2023.) *Investing in CEE inbound M&A report 2022./2023*. [e-publikacija]. Dostupno na: <https://www.mazars.com/content/download/1138787/58352880/version//file/Investing-in-CEE-Inbound-M-A-report-2022-2023.pdf>
35. Narodne novine (2019.) *Zakon o alternativnim investicijskim fondovima*. Zagreb: Narodne novine br. 110/21, 83/23, 2023.)
36. Novak, B. (2000.) *Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava*. Zagreb: Ekonomski vjesnik br. 1 i 2 (13), str. 47 - 55
37. Patel, K. (2023.) *11 Biggest Private Equity Firms in the World (2023 Updated)*. Dealroom. Dostupno na: <https://dealroom.net/blog/biggest-private-equity-firms> [pristup: 28.08.2023.]
38. Philippou, L. et. al. (2007.) *Investing in Private Equity Funds, A Survey*. The Research Foundation of CFA Institute. Dostupno na: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rlr-lit-review/2007/rflr-v2-n2-4626-pdf.pdf>
39. Prosperus Invest. *Home*. Dostupno na: <https://www.prosperus-invest.hr> [pristup: 22.08.2023.]
40. Provectus. *Home*. Dostupno na: <https://www.provectus-capital.com> [pristup: 22.08.2023.]
41. PWC (2022.) *Buy - side M&A playbook*, [e-publikacija]. Dostupno na: [https://www.pwc.com/il/en/new-2021/buy\\_side\\_manda\\_playbook\\_for\\_web.pdf](https://www.pwc.com/il/en/new-2021/buy_side_manda_playbook_for_web.pdf)
42. PWC (2023.) *Global M&A Industry Trends: 2023 Mid- Year Update*. Dostupno na: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>
43. Rupčić N. (2002.) *Ekonomске implikacije poslovnih spajanja i preuzimanja - osnovica antitrustnog zakonodavstva*. Zagreb: Ekonomski vjesnik br. 1 i 2 (15): 67 – 78

44. Rupčić N. (2003. ) *Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu*.  
Dostupno na: <https://dokumen.tips/documents/trendovi-spajanja-i-preuzimanja-bibirbhrbibirbhrdatoteka-suradnje.html?page=1>
45. Sherman A. (2018.) *Mergers and Acquisitions from A to Z*. AMACOM. Chapter 1: *The Basics of M&A* (str. 1-10), Chapter 5: *Due Dilligence* (str. 67-104)
46. Šimić, M. (2015.), *Atraktivnost Hrvatske u privlačenju ulagača rizičnog kapitala*. Split: Ekonomska misao i praksa.
47. Špoljarić, D. (2006.), *Private Equity Fondovi – novina u hrvatskom zakonodavstvu, Osiguranje – hrvatski časopis za teoriju i praksu osiguranja*, Zagreb, str. 68-76.
48. Tim Vipond T. (2023.) *Comparable Company Analysis*. Corporate Finance Institute.  
Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/comparable-company-analysis/> [pristup: 24.08.2023.]
49. Tipurić, D. et al. (2008) *Korporativno upravljanje*. Zagreb: Sinergija, str. 302.
50. Tipurić, D., Markulin, G. (2000) *Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentске prednosti*. Zagreb: Sinergija, str. 16.
51. Tuovila a.(2021.) *Comparable Transaction: What it is, How it Works, Example*. Investopedia
52. Wollaston, A. (2018.) *Six ways private equity will help drive value in M&A*. EY.  
Dostupno na: [https://www.ey.com/en\\_gl/growth/six-ways-private-equity-will-help-drive-value-in-m-a](https://www.ey.com/en_gl/growth/six-ways-private-equity-will-help-drive-value-in-m-a) [pristup: 28.08.2023.]
53. Questus. O nama. Dostupno na: <https://www.quaestus.hr> [pristup: 22.08.2023.]

## POPIS TABLICA

Tablica 1: 5 ključnih prednosti i nedostataka spajanja i preuzimanja .....	4
Tablica 2: Faze procesa spajanja i preuzimanja iz perspektive prodavatelja .....	5
Tablica 3:Faze procesa spajanja i preuzimanja iz perspektive kupca .....	7
Tablica 4: 10 najboljih M&A transakcija u srednjoj i istočnoj europi .....	18
Tablica 5: Klasifikacija private equityja u smislu faze i vrste financiranja portfeljnih društava .....	21
Tablica 6: PE investicije na globalnoj razini od 2018. do 2022. godine u milijardama USD.	26
Tablica 7: 10 najboljih transakcija koja uključuju fondove rizičnog kapitala u srednjoj i istočnoj Europi u 2022.....	28
Tablica 8: Broj alternativnih fondova i neto imovina u tisućama eura u Republici Hrvatskoj od 2012. do 2022. godine .....	30
Tablica 9: Bilanca poduzeća IN2 u razdoblju od 2015. do 2017. godine.....	38
Tablica 10: Račun dobiti i gubitka poduzeća IN2 u razdoblju od 2015. do 2017. godine .....	40
Tablica 11: Pokazatelji profitabilnosti u razdoblju od 2015. do 2017. godine.....	42
Tablica 12: Bilanca poduzeća IN2 u razdoblju od 2018. do 2022. godine.....	43
Tablica 13: Račun dobiti i gubitka poduzeća IN2 u razdoblju od 2018. do 2022. godine .....	46
Tablica 14: Pokazatelji profitabilnosti od 2018. do 2022. godine.....	47
Tablica 15: Kriteriji poduzeća za preuzimanje.....	49
Tablica 16: SWOT tablica .....	51

## POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1: Globalni M&A trendovi obujma i vrijednosti - Količina i vrijednost transakcija od 2019. do 2023. godine .....	13
Grafikon 2: EMEA M&A trendovi obujma i vrijednosti količina i vrijednost transakcija od 2019. do 2023. godine .....	14
Grafikon 3: Trendovi u aktivnostima spajanja i preuzimanja u CEE regiji .....	15
Grafikon 4: Kretanje obujma i vrijednosti transakcija prema državi u CEE regiji od 2020. do 2022. godine .....	16
Grafikon 5: : Trend broja poduzeća i iznosa PE investicija u Europi u razdoblju od 2008. do 2022. godine .....	27
Grafikon 6: Ukupna neto imovina fondova rizičnog kapitala u razdoblju od 2012. do 2022. godine .....	31
Grafikon 7: Godišnja private equity ulaganja u zemljama centralne i srednjoistočne Europe od 2019. do 2022. godine .....	32
Grafikon 8: Kretanje vrsta prihoda IN2 od 2015. do 2022. godine .....	55
Grafikon 9: Kretanje broja zaposlenika i njihova prosječna plaća u periodu od 2015. do 2022. godine .....	56
Grafikon 10: Kretanje broja zaposlenika i njihova prosječna plaća u periodu od 2015. do 2022. godine .....	57



## **POPIS SLIKA**

Slika 1: Poslovni model private equity fondova.....	22
-----------------------------------------------------	----

# KRISTINA IVANČIĆ

Email adresa: ivanicikristina5@gmail.com

Datum rođenja: 12.05.1999



## OBRAZOVANJE

2017. -2023.      **Ekonomski fakultet u Zagrebu**  
Integrirani studij poslovne ekonomije, Smjer Financije
2022.              **Universita degli studi di Milano**  
Erasmus + studentska razmjena
2021.              **Universita Bocconi**  
Ljetna škola, kolegij: Equity and Venture Capital Financing
2017.              **Harvard University**  
Harvard Model United Nations

## RADNO ISKUSTVO

- Ožujak 2023.      **Expedition Holdings Ltd**  
M&A analitičar

## NAGRADE I PRIZNANJA

- 2021./2022.      Rektorova nagrada za individualni znanstveni rad
- 2021./2022.      Posebna rektorova nagrada za društveno korisni rad

## PUBLIKACIJE

- 2021./2022.      Članak „Kako do veće zastupljenosti osiguranja rizika od potresa u Hrvatskoj?“ u sklopu znanstvene monografije “Stabilnost, institucionalni rast i perspektive razvoja hrvatskog financijskog sustava u uvjetima pandemije covid-19“

## ČLANSTVA

2020. - 2022.    **Financijski Klub**  
Voditeljica skupine PR i Organizacija  
Članica skupine Upravljanje portfeljem