

Broj 52

srpanj 2015.

## **PRVI ZNACI OPORAVKA MALIH I SREDNJIH PODUZEĆA: Kako ojačati ulogu rizičnog kapitala**

### **Sažetak**

Prvi put otkad se u seriji HUB Analiza jednom godišnje obrađuje problematika financiranja malih i srednjih poduzeća, financijski podatci FINA-e ukazuju na početak oporavka u sektoru malih poduzeća. Međutim, i dalje su prisutna značajna financijska ograničenja, ponajprije povezana s niskom kapitalizacijom poduzeća, koja ograničavaju rast i razvoj.

Takvo je stanje trajno. Problem povećane rizičnosti i nedostatka kapitala u sektoru malih i srednjih poduzeća normalna je pojava koja ne zavisi o poslovnom ciklusu. Ciklus samo pojačava ili slabi razliku u rizicima u odnosu na veća poduzeća. Stoga prevladavanje rizika i poticanje rasta poduzeća uvelike zavisi o aktivnostima specijaliziranih financijskih posrednika koji nude kapital. Banke nisu takvi financijski posrednici. Profil rizika koji je prilagođen bankama u pravilu pretpostavlja solidnu kapitalizaciju solventnog i stabilnog dužnika s duljom poviješću poslovanja ili vrijedne kolaterale koji nedostaju manjim tvrtkama. Ključnu sponu između male ili srednje tvrtke u poslovnom uzletu i ozbiljnog srednjeg poduzeća s potencijalom za daljnji rast, predstavljaju fondovi rizičnog kapitala.

Fondovi rizičnog kapitala i fondovi za gospodarsku suradnju u Hrvatskoj postavljeni su tako da pokrivaju potencijalna ulaganja vrijednija od 20 mln HRK. Između ulaganja prosječne vrijednosti od oko 2 mln HRK – što pokriva samofinanciranje malih tvrtki i poslovne anđele - i oko 20 mln HRK, odakle počinje uloga rizičnog kapitala, postoji *investicijska rupa* – ozbiljna poteškoća u pristupu kapitalu i za najbolje manje tvrtke. Investicijsku rupu treba popuniti, a dosadašnje poslovanje fondova rizičnog kapitala ojačati, radi uklanjanja barijera rastu i razvoju hrvatskoga gospodarstva u cjelini. Analiza ukazuje na pet mjera kojima se mogu postići ti ciljevi.

*Mišljenja i rezultati koji se iznose i prikazuju u ovom dokumentu ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udruhu banaka.*

## UVOD

Mala su poduzeća osobito teško pogođena krizom. Njihova izloženost rizicima uglavnom je izazvana nedostatkom kapitala. Međutim, 2014. donijela je prve znakove oporavka: rastu ukupni prihodi, prodaja na inozemnim tržištima, zaposlenost, dobit i kapitalizacija malih tvrtki.

Unatoč tomu, mala i srednja poduzeća i dalje su znatno ranjivija od velikih poduzeća. Nedostaje im kapitala. Financijski položaj – premda se počeo poboljšavati – daleko je od stabilnog. S druge strane, unatoč nastavku pada prihoda i zaposlenosti, velika poduzeća uspijevaju povećavati kapitalizaciju i jačati financijski položaj. To izgleda obećavajuće u pogledu njihova potencijala za investicije i rast u budućnosti.

Različit financijski položaj malih i srednjih naspram velikih poduzeća odražava se i u kreditnim portfeljima banaka. Relativno dobra poslovna 2014. očitovala se u smanjenju omjera loših kredita kod malih i srednjih poduzeća naspram velikih. Međutim, razlika omjera loših kredita ostala je na i dalje visokih osam postotnih bodova.

I kada bi ta razlika bila manja, te kada bi se krediti malim i srednjim poduzećima još više poticali, bankarski krediti ne bi bili konačno rješenje problema financijske strukture malih brzorastućih poduzeća. Problem je u njihovu pretjeranom osloncu na dug odnosno u nedostatku kapitala, što ograničava potencijale rasta najboljih među malim i srednjim poduzećima.

Fondovi rizičnog kapitala prirodna su kapitalna prenosnica u razmjerno ranim fazama rasta poduzeća. Analiza poslovanja fondova rizičnog kapitala pokazuje njihove neiskorištene potencijale u Hrvatskoj. Industrija je trenutno postavljena tako da nije okrenuta potencijalnim ulaganjima manjima od približno 20 milijuna kuna. Ako pretpostavimo da su vlastitim kapitalima i aktivnostima poslovnih anđela pokrivena ulaganja do, u prosjeku, 2-3 milijuna kuna, pokazuje se *investicijska rupa* za ulaganja između približno 2 i 20 milijuna kuna. Realno je za pretpostaviti da ovoga trenutka u toj *rupi* posluje velik broj manjih poduzeća s poslovnim potencijalom koji bi se mogao lakše ostvariti kada bi postojala cjelovita strategija poticanja kapitalnih ulaganja u sektoru manjih i srednjih tvrtki. U ovoj je analizi posebna pažnja posvećena mjerama za zatvaranje *investicijske rupe* ispod 20 milijuna kuna.

Prvo poglavlje sadrži kratku analizu poslovnih rezultata i financijskog položaja malih i srednjih poduzeća prema izvješćima za 2014. Pokazuju se prve naznake pozitivnih promjena. U drugom se poglavlju na temelju rezultata ankete banaka analizira odnos malih i srednjih poduzeća s bankama, koji se fundamentalno ne mijenja unatoč napretku u 2014. Treće poglavlje sadrži analizu poslovanja fondova rizičnog kapitala koja se zasniva na strukturiranim intervjuima s tri vodeća domaća upravitelja fondova rizičnog kapitala. Analizu zaključuju preporuke za cjelovit razvoj industrije rizičnog kapitala s ciljem zatvaranja *investicijske rupe* i kapitalnog jačanja najperspektivnijih malih i srednjih poduzeća.

## I. POSLOVANJE MALIH I SREDNJIH PODUZEĆA U HRVATSKOJ 2009.-2014.

Prema podacima FINA-e o poslovanju poduzetnika – obveznika poreza na dobit u 2014., u Hrvatskoj je poslovalo 104.470 poduzetnika koji su o roku podnijeli godišnja financijska izvješća. Od toga je bilo 102.859 ili 98,5% malih. Uz njih su u prošloj godini poslovala 1.221 srednje i 354 velika poduzeća.<sup>1</sup>

U odnosu na prvu godinu krize broj malih poduzeća povećan je za 13.457, dok se broj srednjih i velikih poduzeća smanjio za 225, odnosno 82. Kriza, pad prihoda i restrukturiranje vjerojatno su doveli do padanja određenog broja poduzeća iz kategorije velikih u srednje, i srednjih u male. Bez obzira na te promjene, proteklo će razdoblje ostati zapamćeno po rastu broja malih poduzeća.

Logično je rastao i udjel zaposlenih u malim poduzećima u ukupnom broju zaposlenih: s 47,5% 2009. na 49,9% 2012. i 50,7% 2014. Udjel kod srednjih bio je razmjerno stabilan smanjivši se s 19% 2009. na oko 18% 2014., dok se udjel zaposlenih kod velikih poduzetnika znatnije smanjio s 35,5% 2009. na 31,9% 2014. Dakle, cjelokupan porast broja zaposlenih kod poduzetnika u 2014. u odnosu na 2013. (za 13.893 ili 1,7%<sup>2</sup>) ostvaren je kod malih poduzetnika. Broj zaposlenih u malima rastao je s 405.341 na 431.940 ili za visokih 6,6%. Srednja i velika poduzeća zabilježila su pad broja zaposlenih (tablica 1).

Mala poduzeća su najdinamičniji i najrizičniji segment gospodarske strukture. Njihova je važnost dvojaka. Prvo, zapošljavaju najveći dio zaposlenih u sektoru poduzeća (više od polovice). Drugo, u tom ključajućem ekonomskom loncu rađaju se nove ideje, tvrtke i proizvodi, tisuće poduzetnika testiraju svoje zamisli i sposobnosti, a mnogi se okušaju kao poduzetnici samo zato da prežive ili dopune premala primanja. Stoga biti mali ne znači biti i manje važan, jer na djelu je igra velikih brojki.

Imajući to na umu, podatci prikazani u tablici 1 djeluju ohrabrujuće. Krizna kontrakcija prihoda malih poduzeća završila je 2013. Tijekom 2014. pojavio se snažan rast prihoda za 9,4%. Slična promjena, ali puno manjeg intenziteta, vidi se i kod srednjih poduzeća. Kod velikih poduzeća prihod se nastavio smanjivati po stopi od 1,7%.

Rast udjela prodaje na inozemnim tržištima dogodio se u svim segmentima, ali je bio najizraženiji kod malih poduzeća. Njihov udjel prihoda od prodaje na stranim tržištima u ukupnim prihodima od prodaje iznosio je samo 8,5% 2009. ali je do 2014. narastao na 13,8%. Zanimljivo je da najjaču izvoznu orijentaciju (gotovo četvrtina prihoda iz inozemstva) imaju srednja poduzeća. Otud se neizravno može izvesti

*Raste udjel zaposlenih u malim poduzećima u ukupnom broju zaposlenih u poduzećima, a raste i ukupan broj zaposlenih kod poduzetnika.*

<sup>1</sup> Prema Zakonu o računovodstvu (NN 109/07, 54/13), čl. 3., mali poduzetnici su oni koji ne prelaze dva od sljedeća tri uvjeta: ukupna aktiva 32,5 mln HRK, godišnji prihod 65 mln HRK i prosječan broj zaposlenih u toku godine 50. Srednji poduzetnici su oni koji prelaze dva od prethodna tri, ali ne prelaze dva od sljedeća tri uvjeta: aktiva 130 mln HRK, ukupni godišnji prihod 260 mln HRK i prosječan broj zaposlenih u toku godine 250.

<sup>2</sup> Prema stanju na kraju godine.

zaključak da je prerastanje malih poduzeća u srednja bitno za izvoz (i obratno: izvoz je bitan za prerastanje malih u srednja poduzeća).

Bruto dobit malih poduzeća (zbir dobiti u poduzećima koja su ostvarila dobit) rasla je s 13,6 na 16,4 mlrd HRK ili za čak 21% 2014. u odnosu na 2013. Bruto gubitak (zbir gubitaka u poduzećima koja su ostvarila gubitak) smanjio se kod malih poduzeća. Kada se od bruto dobiti oduzme bruto gubitak te porez na dobit, dobiva se neto dobit tržišnog segmenta. Kada se ona podijeli s prosječnim kapitalom i rezervama vidi se prijelaz iz zone negativnog povrata na kapital (-1,1%) 2013. u zonu pozitivnog povrata (2,5%) kod malih poduzeća. Pri tome je zanimljivo primijetiti da su srednja poduzeća imala isti povrat kao mala 2013., no njihov se povrat zbog rasta gubitka bitno pogoršao u 2014. Velika poduzeća imaju pozitivnu i rastuću profitabilnost koja je ionako najveća među tri segmenta (tablica 1).

*Rastu udjeli prihoda ostvarenih na stranim tržištima i povrati na kapital, osim kod srednjih poduzeća.*

TABLICA 1. REZULTATI POSLOVANJA PODUZETNIKA PREMA VELIČINI 2013. i 2014.

	Mala poduzeća		Srednja poduzeća		Velika poduzeća	
	2013.	2014.	2013.	2014.	2013.	2014.
Rast prihoda od prodaje u %	-5,8%	9,4%	-3,5%	1,3%	-1,9%	-1,7%
Zaposleni na kraju godine	405.341	431.940	155.299	151.481	280.708	271.820
Udjel prihoda od prodaje na inozemnom tržištu	11,8%	13,5%	22,4%	24,0%	20,0%	21,0%
Bruto dobit u mln HRK*	13.569	16.397	5.003	5.987	15.324	16.763
Bruto gubitak u mln HRK*	13.506	12.471	5.084	8.350	8.419	4.879
Neto dobit/kapital i rezerve u %	-1,1%	2,5%	-1,1%	-5,0%	2,2%	4,2%

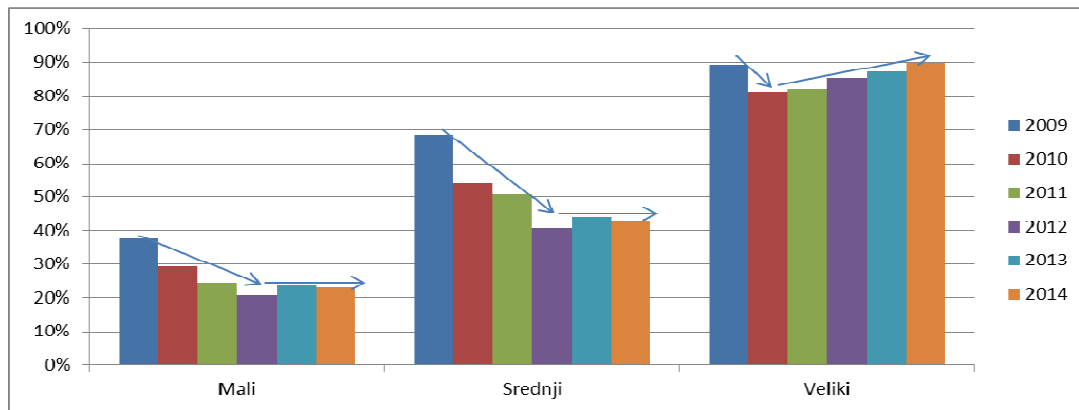
Izvor: FINA, izračuni Arhivanalitike

Podatci sugeriraju umjereno optimistične zaključke. Međutim, ispod površine kriju se fundamentalni problemi rizičnosti tržišnog segmenta malih i srednjih poduzeća.

Slika 1 pokazuje da mala poduzeća imaju daleko najslabiju kapitalizaciju mjerenu odnosom kapitala i rezervi prema dugu (dug je oko pet puta veći od kapitala). Srednja poduzeća su malo bolje kapitalizirana, no njihova kapitalizacija ni izbliza nije kao kod velikih tvrtki gdje dug u prosjeku jedva premašuje kapital. Osim toga, pad omjera kapitalizacije kod malih i srednjih poduzeća tek je zaustavljen, dok kod velikih stabilno raste još od 2010. godine.

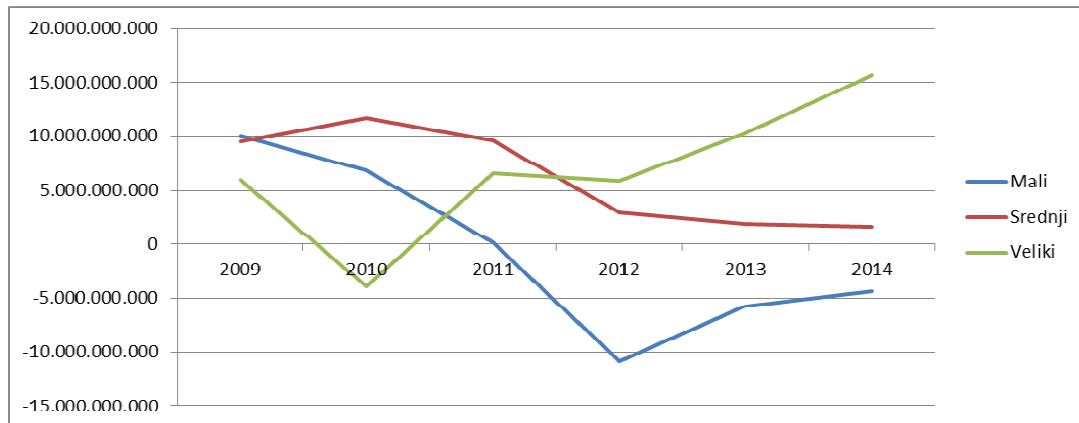
Slika 2 pokazuje da je razlika između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obaveza daleko najnepovoljnija (negativna) kod malih poduzeća unatoč blagom oporavku 2013. i 2014. S druge strane, likvidnost velikih u stalnom je porastu nakon početnog kriznog šoka 2009.-2010. Razlika u problemu zaduženosti najvidljivija je na slici 3, koja pokazuje kratkoročne obaveze u odnosu na kapital i rezerve.

SLIKA 1. KAPITAL I REZERVE U ODNOSU NA DUG U %, 2009.-2014.



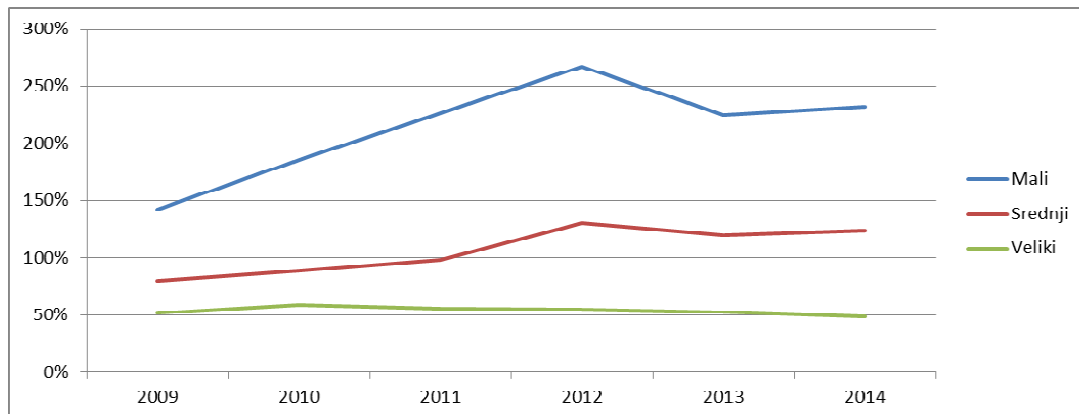
Izvor: FINA, obrada Arhivanalitika

SLIKA 2. RAZLIKA KRATKOKTRAJNE IMOVINE I KRATKOROČNIH OBAVEZA U KN 2009.-2014.



Izvor: FINA, obrada Arhivanalitika

SLIKA 3. KRATKOROČNE OBAVEZE U % KAPITALA I REZERVI 2009.-2014.

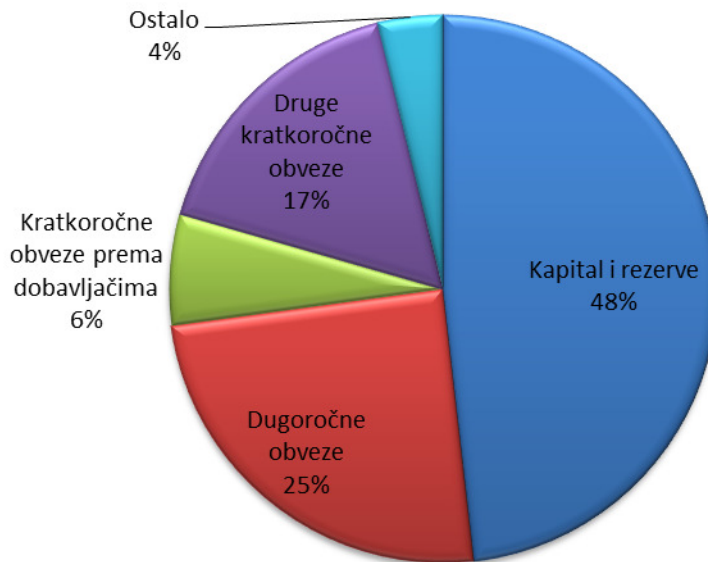


Izvor: FINA, obrada Arhivanalitika

Slike 4-6 sadrže detaljan prikaz strukture izvora sredstava prema veličinskim segmentima. Lijepo se vidi kako s padom veličine poduzeća pada udjel kapitala i rezervi u ukupnoj pasivi, što nije kompenzirano nešto većim udjelom dugoročnih obaveza. Zbog toga mala poduzeća imaju najveći udjel kratkoročnih izvora, a u tome je najveći udjel financiranja trgovačkim kreditima od dobavljača.

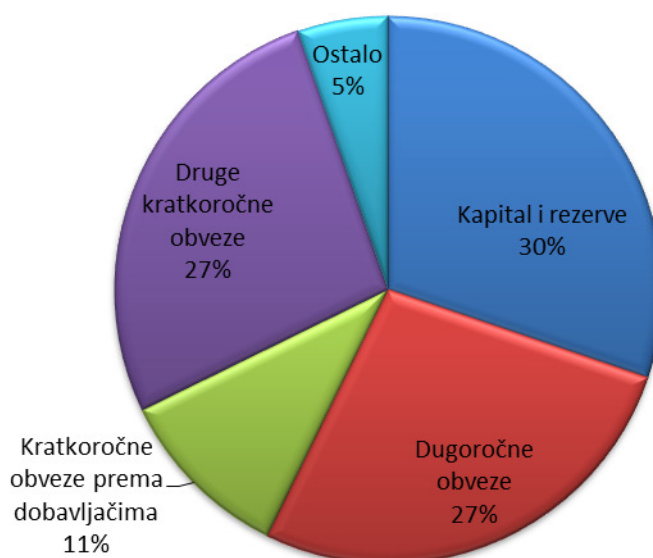
*Mala se poduzeća razmjerno najviše oslanjaju na trgovačke kredite dobavljača. Njihova je mreža najviše zavisna o tuđim sredstvima i utoliko najnestabilnija.*

SLIKA 4. STRUKTURA PASIVE VELIKIH PODUZEĆA 2014.



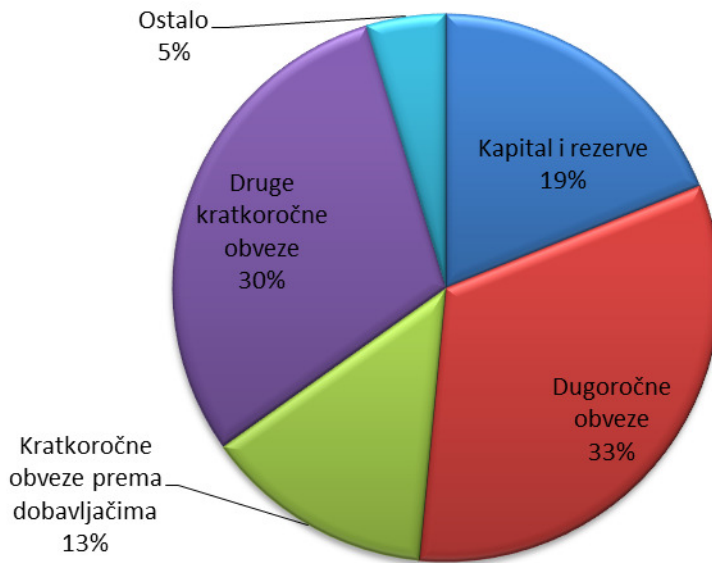
Izvor: FINA, izračuni Arhivanalitike

SLIKA 5. STRUKTURA PASIVE SREDNJIH PODUZEĆA 2014.



Izvor: FINA, izračuni Arhivanalitike

SLIKA 6. STRUKTURA PASIVE MALIH PODUZEĆA 2014.



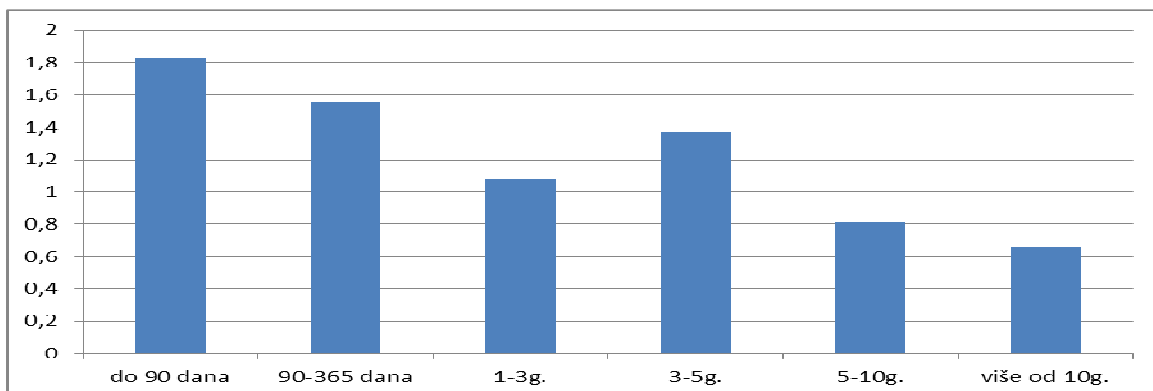
Izvor: FINA, izračuni Arhivanalitike

## II. KREDITNA AKTIVNOST I ODNOSI MALIH PODUZEĆA S BANKAMA

Razvojna stupica u kojoj se nalaze mala poduzeća na gornjoj se slici očituje u nastojanju da se visokim udjelom dugoročnih obaveza nadoknadi nizak udjel kapitala i rezervi. Međutim, kvalitetne dugoročne obveze osiguravaju financijske institucije. One pak pored solidnog poslovanja očekuju visok kapital i rezerve i/ili jamstva (kolaterale). Tako se krug zatvara: razmjerno veliko oslanjanje na kreditne institucije i društva za leasing znači razmjerno visoke troškove financiranja, jer banke su u kamatne stope prisiljene ugrađivati relativno visoke premije rizika u usporedbi s većim poduzećima. Premije rizika na male kredite u EU kreću se do 2%, s time da su na sjeveru niže, a na jugu više od prikazanog europskog prosjeka:

*Mala poduzeća u prosjeku posvuda plaćaju veće kamatne stope.*

SLIKA 7. PREMIJE RIZIKA NA MALE KREDITE DO 250 tis. € NASPRAM KREDITA IZNAD 1 mln € u %

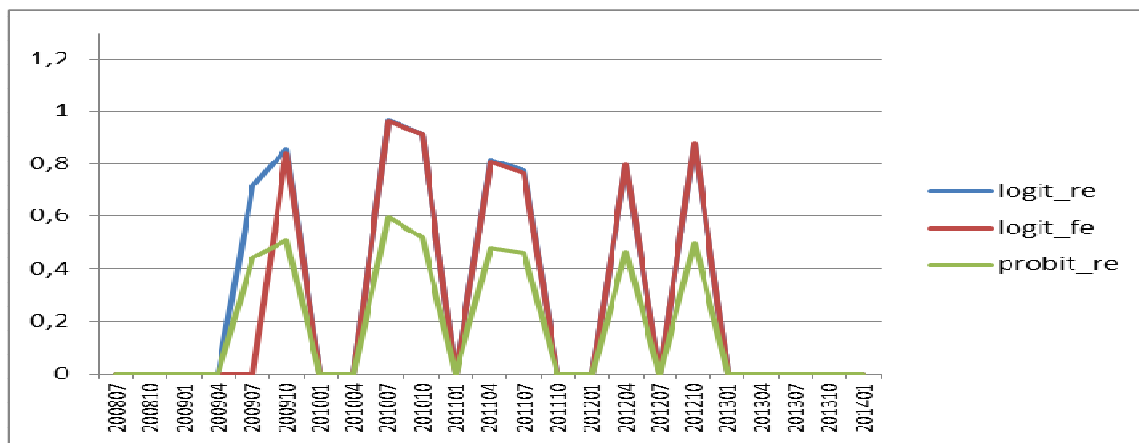


Izvor: Europska središnja banka, Statistical Data Warehouse, [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

Jedan je razlog, koji objašnjava prikazane premije rizika, u višim jediničnim troškovima obrade kredita manjih jediničnih iznosa. Banke nastoje prevladati problem premale ekonomije obujma automatiziranim tehnikama skoringa. Skoring smanjuje troškove financijskog posredovanja, no njime se s druge strane gubi izravan odnos s klijentom i dubinsko bančino poznavanje prirode njegova posla. Na taj se način potencijalno otvara novi problem: u vremenima kada neki nepredviđeni negativan šok pogodi kreditni sustav, smetnje u tokovima kreditiranja najprije se osjete u segmentu malih poduzeća koja su i inače relativno jače pogođena vanjskim šokovima. U [HUB Analizi br. 50](#) prikazan je rezultat ekonometrijskog modeliranja odnosa ponude i potražnje za kreditima koji je pokazao da su se velika poduzeća vrlo kratko suočila s vanjskim financijskim ograničenjima u vrijeme prvog udara krize 2009., dok su se manja poduzeća s istim problemom suočavala još neko vrijeme (ograničenje na strani ponude kredita nestalo je i za mala poduzeća tek 2013.):

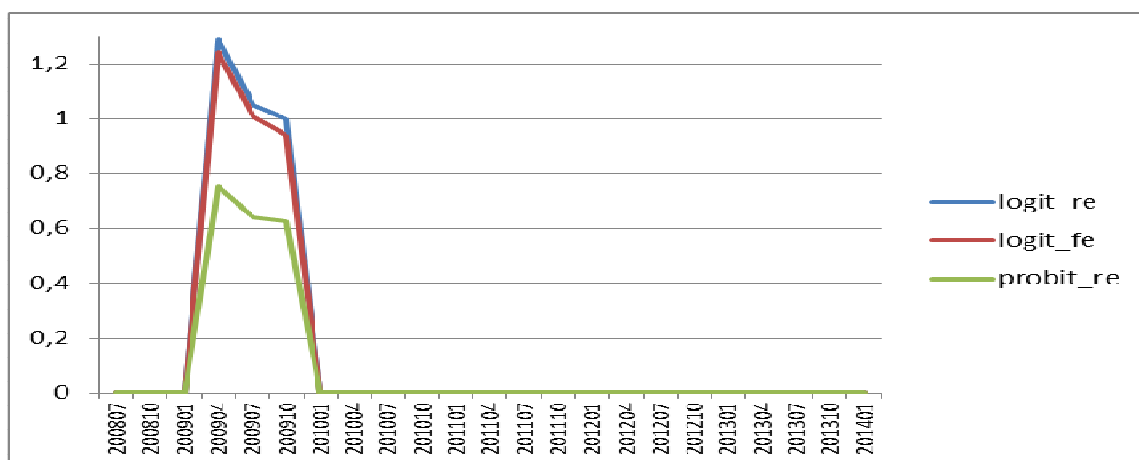
*Osim s većim premijama rizika koje se ugrađuju u kamatne stope mala poduzeća suočavaju se i s vanjskim financijskim šokovima koji se manifestiraju kroz teškoće u pristupanju kreditnim sredstvima.*

SLIKA 8. MJERA FINACIJSKOG OGRANIČENJA ZA MALA PODUZEĆA



Izvor: HUB Analiza br. 50, str. 15

SLIKA 9. MJERA FINACIJSKOG OGRANIČENJA ZA VELIKA PODUZEĆA



Izvor: HUB Analiza br. 50, str. 15



Stoga su nastojanja kreatora financijske politike da raznim poticajnim shemama i jamstvima olakšaju tijek kredita prema malim i srednjim poduzećima opravdana. Visina i varijabilnost premija rizika te povremeni prekidi kreditnih tokova - napose u početnim fazama recesija - čine mala poduzeća posebno ranjivima na svaku vrstu financijskog poremećaja. Međutim, ne postoji politika poticaja koja može otkloniti fundamentalne karakteristike rizika tržišnog segmenta malih poduzeća. Te se karakteristike ogledaju u kvaliteti kreditnih portfelja banaka.

U službenim statistikama nije moguće odvojeno pratiti rizičnost po segmentima portfelja kredita poduzećima. Stoga svake godine u okviru HUB Analiza provodimo anketu na uzorku vodećih banaka kako bismo odvojeno analizirali rizičnost kredita malim i srednjim poduzećima. Ovogodišnja anketa obuhvaća odgovore šest velikih banaka čiji zbrojeni tržišni udjeli prema aktivni čine 52,6% ukupne aktive bankovnog sustava. S obzirom na tržišni udjel uzorka banaka rezultati se mogu smatrati približno reprezentativnima za bankovni sustav u cjelini.

Omjer loših kredita kod malih i srednjih poduzeća (SME) puno je veći od prosjeka (oko 24% - v. Tablicu 2). I pokrivenost kredita klasificiranih kao B i C ispravcima vrijednosti u ovom je tržišnom segmentu veća od prosjeka. Međutim, rezultati ankete ukazuju na promjenu koja je nastupila 2014., a koja je posve u skladu s boljim financijskim rezultatima prikazanim u prvom poglavlju. Dok se razlika omjera loših kredita između SME i velikih poduzeća prijašnjih godina kretala na razini od 10 i više postotnih bodova, tijekom 2014. nastupila je promjena kakva nije viđena od početka krize: omjer loših kredita u SME segmentu smanjen je za oko 2 postotna boda, dok je kod kredita velikim poduzećima nastavio rasti s oko 15% na oko 16%. Razlika omjera loših kredita tako je smanjena na manje od osam postotnih bodova.

*Dok se razlika omjera loših kredita u portfelju SME naspram portfelja kredita velikim poduzećima prijašnjih godina kretala na razini od 10 i više postotnih bodova, u 2014. omjer loših kredita u SME segmentu osjetno je smanjen. Razlika omjera smanjena je na manje od 9 postotnih bodova.*

TABLICA 2. KVALITETA KREDITNOG PORTFELJA BANAKA NA UZORKU 6 VELIKIH BANAKA 2012.-2014.\*

Omjer loših kredita	Ukupno	SME	Velika poduzeća	Stanovni šтво
2012.	12,39%	23,57%	13,66%	8,28%
2013.	13,83%	26,10%	14,98%	9,48%
2014.	14,71%	23,89%	16,14%	10,03%
<b>Ispravci vrijednosti / krediti B i C u %</b>				
2012.	44,51%	45,78%	35,65%	57,54%
2013.	47,94%	51,07%	39,84%	58,78%
2014.	51,45%	52,69%	48,84%	56,02%

Banke koje odgovaraju na anketu variraju iz godine u godinu; ove su godine prikazani usporedivi rezultati za 6 banaka koje su sudjelovale u anketi, a 2012. je odabrana kao bazna godina. Banke dostavljaju podatke o SME segmentu prema internim pravilima klasifikacije tržišnih segmenata.

Izvor: obrada ankete Arhivanalitika

Blago poboljšanje poslovne i financijske situacije u tržišnom segmentu malih poduzeća ne znači da treba očekivati bitnu relaksaciju uvjeta kreditiranja. Razina zaoštrenosti kreditnih politika (koja se u anketi mjeri na skali od 1 – najviše relaksirana kreditna politika, do 7 – maksimalno zaoštrena kreditna politika) pokazuje podjednaku zaoštrenost kriterija za odobravanje kredita kod malih, srednjih i velikih poduzeća. Zaoštrenost je manja i u padu kod velikih državnih poduzeća, što otkriva odluku banaka da se usredotoče na potporu poslovanju državnih poduzeća. To je logična odluka, s obzirom da su u protekle dvije godine ona poboljšala svoje financijske parametre te smanjila stupanj zaduženosti, ali im je stupanj kapitalizacije neusporedivo veći u usporedbi s malim poduzećima te im je i rizičnost manja.

*Uvjeti kreditiranja ne mijenjaju se bitno iako postoje znakovi relaksacije.*

TABLICA 3. PROSJEČNA STROGOST (1-7) KREDITNIH POLITIKA BANAKA PO SEGMENTIMA

	Stambeni krediti	Potrošački krediti	Poduzeća - SME	Velika privatna poduzeća	Javna poduzeća
2012	5,2	5,1	5,6	5,6	5,0
2013	5,6	5,5	5,7	5,7	5,1
2014	5,7	5,3	5,7	5,6	4,9

Vrijednost 1 označava posve relaksirane, a 7 maksimalno zaoštrene uvjete kreditiranja. Prosječni pokazatelj računa se kao jednostavan prosjek za anketirane banke.

Izvor: obrada ankete Arhivanalitika

Prikazane rezultate treba tumačiti s velikim oprezom jer anketa uključuje visok stupanj subjektivnosti pri davanju ocjena. HNB-ova anketa standarda odobravanja kredita<sup>3</sup> upućuje na to da je od druge polovice 2014. započela relaksacija kreditnih uvjeta, osobito za mala i srednja poduzeća, što bi bilo u skladu sa zabilježenim poboljšanjem poslovnih rezultata.

Bez obzira što se doista događa sa standardnim kreditnim uvjetima, omjeri loših kredita pokazuju da su fundamentalna ograničenja rizičnosti malih i srednjih poduzeća prisutna unatoč poboljšanju financijskog položaja. Takvo će stanje potrajati, jer je riječ o univerzalnim i trajnim (dakle, prirodnim) slabostima malih i srednjih poduzeća koje niti jedna državna financijska politika koja cilja kreditne poticaje i jamstva nikada neće moći otkloniti.

Takva je situacija posvuda. Zadnji izvještaj Europske središnje banke o uvjetima financiranja malih i srednjih poduzeća<sup>4</sup> pokazao je da širom EU rastu prihodi malih i

<sup>3</sup> Vujčić, Boris (2015): Izlaganje na Konferenciji Tržišta novca u Opatiji. [http://www.hnb.hr/govori-intervjui/govori/jr-gov-pdf-h-vujcic\\_07\\_05\\_15.pdf](http://www.hnb.hr/govori-intervjui/govori/jr-gov-pdf-h-vujcic_07_05_15.pdf)

<sup>4</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201411.en.pdf?f8c3f5c62a0686c738ddd51ea2be89f>

srednjih poduzeća za oko 10% (zanimljiva je podudarnost s rastom prihoda malih poduzeća u Hrvatskoj). Pri tome međutim ne dolazi do ozbiljnijeg smanjenja omjera duga prema imovini poduzeća.

Stabilnost cjelokupne gospodarske situacije najsigurniji je indikator koliki će postotak malih i srednjih poduzetnika isticati financijska ograničenja pri vrhu poslovnih poteškoća s kojima se susreću. Taj se postotak kreće od 7% u Austriji i 9% u Njemačkoj, preko 17% u Španjolskoj i Portugalu, do 32% u Grčkoj gdje je na djelu kreditni lom.

Međutim, uzročnost ne teče samo od makroekonomskog okružja k malim i srednjim poduzećima. Mala i srednja poduzeća važna su s gledišta utjecaja na prihode i zaposlenost u gospodarstvu. Stoga je logično pretpostaviti da uzročnost teče i u drugom smjeru: mala i srednja poduzeća u velikoj mjeri sudjeluju u kreiranju ukupnog makroekonomskog rezultata. Štoviše, dobrim ga dijelom određuju, što je suprotno „narodnoj predaji“ o tome da sve u gospodarstvu ovisi o nekoliko najvećih poduzeća. Stoga stabilnost i kapitalizacija malih i srednjih tvrtki, odnosno posjedovanje zdrave financijske strukture koja može poduprijeti rast, može u velikoj mjeri odrediti makroekonomske i razvojne ishode, bez obzira što se događa s velikima.

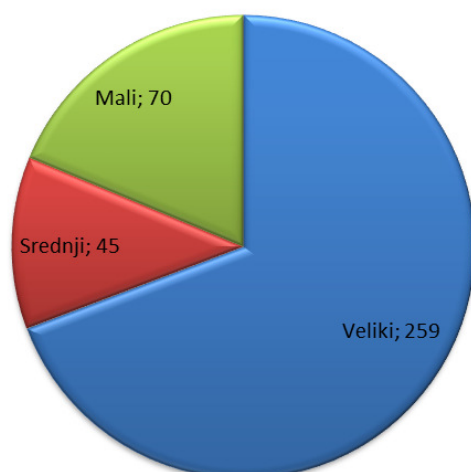
Ekonomski razvoj se u osnovi svodi na rast i razvoj poduzeća. Drugim riječima, mikroekonomija je najvažnija stvar u makroekonomiji. Stoga se postavlja sljedeće pitanje: ako dug nije krajnje rješenje problema financiranja rasta i razvoja poduzeća, kako riješiti problem kapitala koji malima i dijelu srednjih poduzeća nedostaje?

### **III. RAST I RAZVOJ PODUZEĆA: ULOGA RIZIČNOG KAPITALA**

Od 374 milijarde kuna računovodstvene vrijednosti kapitala i rezervi sektora poduzeća u Hrvatskoj najveći se dio odnosi na velika, a najmanji na srednja poduzeća. S oko 70 milijardi kuna kapitala i rezervi alociranih na kapital više od stotinu tisuća malih poduzeća 2014., kapitalizacija prosječne tvrtke u ovom segmentu iznosi oko 685 tisuća kuna. Prosječni kapital srednje hrvatske tvrtke iznosi oko 37 milijuna, a velike 731 milijun kuna. Raspored ukupne knjigovodstvene vrijednosti kapitala i rezervi na mala, srednja i velika poduzeća prikazan je na slici 9:

*Prosječni kapital i rezerve malog hrvatskog poduzeća iznose oko 685 tis. kuna, srednjeg oko 37 mln., a velikog oko 731 mln. Pitanje je kako rasti, kako prelaziti granice razreda?*

SLIKA 9. RASPODJELA KAPITALA I REZERVI MEĐU PODUZEĆIMA PO VELIČINI 2014. u mlrd HRK



Izvor: FINA, obrada Arhivanalitika

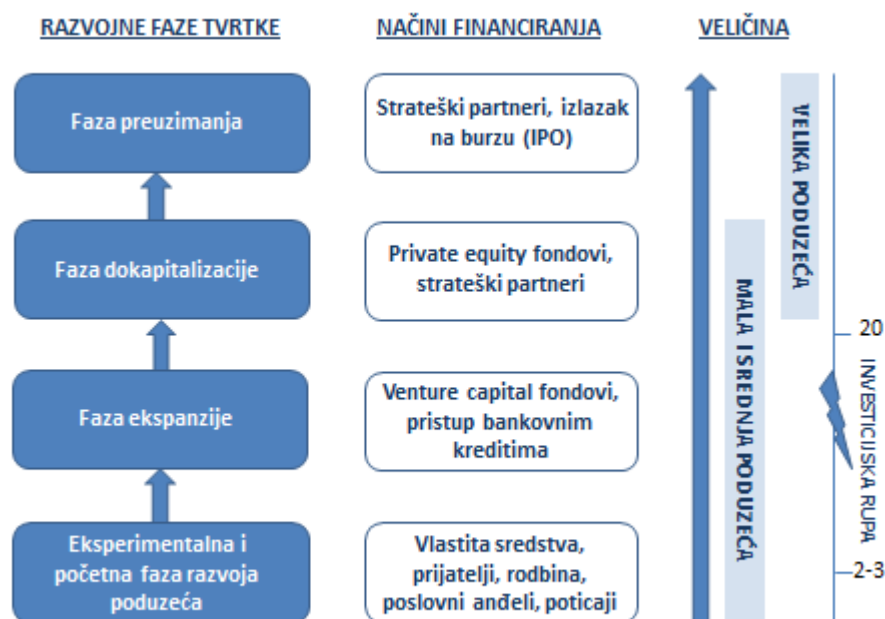
Ovaj je raspored bitan, jer se ekonomski rast i razvoj može razumjeti kao proces pokretanja posla (ulaska na tržište), opstanka, prerastanja iz zone malih u zonu srednjih poduzeća, opstanka u zoni srednjih, i prerastanja u zonu velikih poduzeća. U mikroekonomskom razvojnom procesu mnogi izlaze s tržišta zbog loših poslovnih odluka, nesreće i snage konkurencije. No, za one koji opstaju, postavlja se ključno pitanje: kako probijati granice? Kako rasti? Kako „skočiti“ iz segmenta u kojem prosječna tvrtka ima manje od milijun kuna kapitala, u segment u kojem prosječna tvrtka ima 37, pa 731 milijun kapitala i rezervi?

Vlastita sredstva najčešće nisu dovoljna za takav razvoj. Rijetkost je da se dobit ostvaruje po dovoljno visokoj stopi koja u svakom trenutku osigurava sredstva dostatna za planirana ulaganja u fazi rasta.

Dakle, kada poduzeće uđe u fazu ekspanzije (slika 10), pristup bankovnim kreditima možda neće biti dovoljan. Niti prije korišteni izvori – vlastito financiranje, financiranje od povezanih osoba ili poslovnih anđela te državni poticaji, možda neće više biti dovoljni. Potencijalni vanjski kapitalni partneri postaju *venture capital fondovi* (dalje: VCF). Oni su više usmjereni na ideje i ljude, a manje na financijske izvještaje i imovinu poduzeća. Ponajprije tragaju za propulzivnim poduzetničkim pričama, a rizikom upravljaju kroz diversifikaciju – disperziju sredstava fonda na veći broj manjih ulaganja od po nekoliko milijuna kuna. Problem je što takvih fondova u Hrvatskoj nema.

*Nedostatak venture capital fondova i sličnih izvora kapitala u Hrvatskoj predstavlja ozbiljno razvojno ograničenje.*

SLIKA 10. RAZVOJ PODUZEĆA I NAČINI FINANCIRANJA



Izvor: Merović, Milina (2012): Private Equity & Venture Capital u Hrvatskoj i regiji: pusti snovi ili skriveni potencijali?, stilizirani prikaz, prilagodila Arhivanalitika

To stvara *investicijsku rupu* (područje označeno na skali vrijednosti ulaganja na desnoj strani prikaza 10). Naime, oblik rizičnog kapitala koji je prisutan u Hrvatskoj – *private equity fondovi* (dalje: PEF) – u pravilu traži etablirane tvrtke sa stabilnim tijekom novca i unaprijed gleda prema izlasku iz ulaganja kroz prodaju udjela strateškom partneru ili plasman dionica na uređenom tržištu (IPO ili SPO). Za PEF-ove su zanimljiva ulaganja u srednja poduzeća. Oni ne pokrivaju prve dvije faze životnog ciklusa poduzeća, što se na slici očituje činjenicom da na skali krajnje desno njihovo poslovanje započinje od potencijalnih ulaganja reda veličine 20 mln HRK. Ispod toga zjapi već spomenuta *investicijska rupa*.

*Investicijska rupa* može predstavljati ozbiljno financijsko i razvojno ograničenje, osim ako je riječ o djelatnostima čiji razvoj počiva na ljudskom, organizacijskom i reputacijskom kapitalu. Stoga nas je zanimalo kako o nepokrivenom dijelu ulagačkog spektra, i o drugim pitanjima u vezi s razvojem rizičnog kapitala, razmišljaju upravitelji fondova rizičnog kapitala.

U razdoblju od 21.IV. do 5.V.2015. obavljani su intervjui s tri najveća domaća društva za upravljanje fondovima rizičnog kapitala (Nexus, Prosperus, Quaestus).<sup>5</sup> Riječ je o upraviteljima s dugogodišnjim iskustvom<sup>6</sup> koji prema podacima o neto imovini iz

<sup>5</sup> Ovim se putem zahvaljujemo predstavnicima spomenutih društava za susretljivost pri provedbi intervjua.

<sup>6</sup> Industrija rizičnog kapitala počela se razvijati nakon rata osnivanjem malog fonda Croatia Capital Partnership LP kojeg je vodio bivši guverner HNB-a Ante Čičin Šain kroz tvrtku Adriatic Capital (poslije Copernicus Capital). Među drugim sličnim pokušajima koji su uslijedili ističe se

lipnja 2014. upravljaju s oko 119 mln HRK ulaganja u privatnim fondovima rizičnog kapitala i oko 622 mln HRK ulagaja u fondovima za gospodarsku suradnju (FGS) (Nexus je u međuvremenu preuzeo Alternative, tako da je Honestas FGS jedini domaći upravitelj koji nije obuhvaćen istraživanjem).<sup>7</sup>

TABLICA 4. FONDOVI RIZIČNOG KAPITALA POTKRAJ LIPNJA 2014.

u kn / in HRK

Fondovi rizičnog kapitala <i>Venture capital funds</i>	Društvo za upravljanje <i>Fund Management Company</i>	Neto imovina <i>Net Assets</i>	Cijena udjela <i>Unit Price</i>
Nexus Alpha	Nexus Private Equity Praterni d.o.o.	45.292.875	143,0512
Quaestus Private Equity Kapital	Quaestus Private Equity d.o.o.	73.792.084	513,1247
<b>Ukupno / Total</b>		<b>119.084.959</b>	

Izvor / Source : HANFA, Društva za upravljanje / HANFA, Fund Management Companies

\* Privremeni podatci / Preliminary data

Fondovi rizičnog kapitala-FGS <i>Funds for economic cooperation</i>	Društvo za upravljanje <i>Fund Management Company</i>	Planirana veličina fonda <i>Planned size of the fund</i>	Kvalificirani ulagatelj (HBOR) <i>Qualified investor(HBOR)</i>	Neto imovina <i>Net Assets</i>
Alternative Private Equity FGS	Alternative Private Equity d.o.o.	600.000.000	300.000.000	31.322.896
Honestas FGS	Honestas Private Equity Partneri d.o.o.	155.000.000	77.500.000	10.880.130
Nexus FGS	Nexus Private Equity Praterni d.o.o.	380.000.000	190.000.000	325.442.530
Prosperus FGS	Prosperus Invest d.o.o.	340.000.000	170.000.000	150.777.586
Quaestus Private Equity Kapital II	Quaestus Private Equity d.o.o.	540.000.000	262.500.000	105.174.170
<b>Ukupno / Total</b>				<b>623.597.313</b>

Izvor / Source : HANFA, Društva za upravljanje / HANFA, Fund Management Companies

Stvarno stanje ulaganja PEF-ova u trenutku provedbe istraživanja bilo je bitno drukčije nego u trenutku na koji se odnosi zadnja statistika HANFA-e.<sup>8</sup> Tri analizirana društva upravljala su sa šest fondova kroz koje su realizirana 22 pojedinačna ulaganja ukupne vrijednosti 892 milijuna kuna i prosječne pojedinačne vrijednosti 40,6 milijuna kuna. Samo 4 od 22 ulaganja manja su od 20 milijuna kuna, od čega je samo jedno manje od 10 milijuna, a najmanje pojedinačno ulaganje iznosi 6 milijuna kuna.

Visina prosječnog ulaganja od 40,6 milijuna kuna upućuje na to da se fondovi rizičnog kapitala bave poduzećima srednje veličine.

Quaestus, društvo koje je osnovano 2003. i čije je djelovanje osiguralo vidljivost industrije u javnosti zahvaljujući jednom od osnivača – bivšem ministru financija i potpredsjedniku Vlade RH Borislavu Škegri. Iako usporedo počinje djelovanje ulagača rizičnog kapitala iz inozemstva, domaća industrija obogaćena je tek 2008. pokretanjem društva i fonda Nexus. Kriza je i u ovoj industriji ostavila traga. Ipak, za mandata Jadranke Kosor (2011.) pokreću se fondovi za gospodarsku suradnju (FGS) u kojima vlada preko HBOR-a sudjeluje s jednakim iznosom koji uspiju prikupiti privatni investitori. Tada na tržištu nastupa i treće veće domaće društvo – Prosperus.

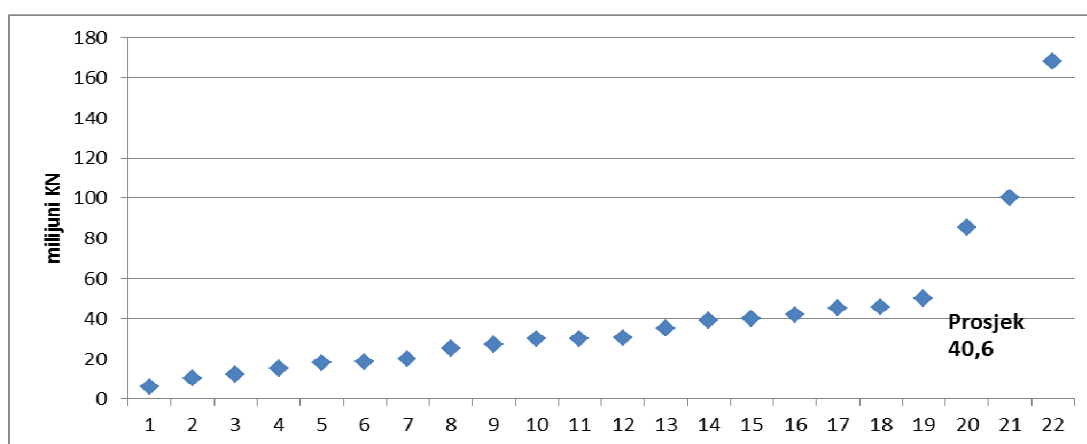
<sup>7</sup> Jedini je razlog zašto Honestas nije obuhvaćen ovim istraživanjem u nedostatku vremena.

<sup>8</sup> Uočite da statistika HANFA-e za ove fondove u prijevodu koristi pogrešan termin *venture capital funds*.

Prosječno ulaganje od 40,6 milijuna kuna približno odgovara prosječnom kapitalu i rezervama srednje velikog poduzeća u Hrvatskoj (37 milijuna). Dakle, aktivnosti PEF-ova primarno su usmjerene prema srednjem tržišnom segmentu (15 od 22 ulaganja smještena su između 20 i 60 milijuna kuna). S obzirom da ukupna vrijednost kapitala i rezervi srednjih poduzeća u Hrvatskoj iznosi 45 mlrd HRK (slika 9), dosadašnja ulaganja PEF-ova u tome predstavljaju značajan udjel i imaju veliku važnost, osobito ako su ulaganja dobro alocirana na brzorastuća poduzeća sa solidnom perspektivom. Sljedećih mjeseci očekuje se još nekoliko značajnijih ulaganja i svi će fondovi prijeći iz faze investiranja u fazu upravljanja portfeljima i pripreme za izlazak (za cca 3 godine).

*Fondovi će rizičnog kapitala uskoro završiti prvi ciklus investiranja s oko 25 ulaganja ukupne vrijednosti veće od milijardu kuna, što ih čini važnim kapitalnim financijerom srednjih poduzeća u Hrvatskoj, osobito ako se njihove investicijske odluke pokažu razboritima.*

SLIKA 11. PORTFELJ BRUTO POJEDINAČNIH ULAGANJA NEXUSA, PROSPERUSA I QUAESTUSA



Izvor: ankete društava za upravljanje, obrada Arhivanalitika

Sektorska struktura ulaganja veoma je raznolika. S dva ili više ulaganja ističu se turizam, trgovina, energetika (obnovljivi izvori), ICT, prehrambena i druga prerađivačka industrija. Izostanak sektorske specijalizacije povećava rizike jer nema koncentracije znanja i poskupljuje se proces selekcije (javlja se potreba za angažmanom skupih eksperata). No, to je za očekivati u maloj ekonomiji u kojoj nije moguć sektorski specijaliziran fond zbog previsokih troškova u odnosu na volumen potencijalnih ulaganja.

Ulaganja se mogu podijeliti na tri vrste prema stanju poduzetničkog pothvata: startup, restrukturiranje ili preokret poduzeća, te ekspanzija (uz koju se najčešće veže i konsolidacija). Najviše je ulaganja u startupove (osam), ali u njih je uložen najmanji iznos, pa je i prosječan iznos ulaganja najmanji (30 mln HRK). No, i to je razmjerno velik iznos, što znači da ovdje nije riječ o romantičnim početcima u garažama, nego o ozbiljnim startupovima koji odmah počinju poslovati kao poduzeća srednje veličine, s

ambicijom da rastu dalje.<sup>9</sup> Prosječna ulaganja u ekspanzije i restrukturiranja očekivano su veća (42 odnosno 49 milijuna kuna):

*Prema vrsti ulaganja, najveći je broj startupova, no to nisu romantični startupovi iz garaže, nego ozbiljni početci srednjih poduzeća.*

TABLICA 5. RASPODJELA ULAGANJA PREMA VRSTAMA

Vrsta ulaganja	Broj ulaganja	Ukupni iznos ulaganja u mln KN	Prosječni iznos ulaganja
Startup	8	250,6	31,3
Ekspanzija	7	296,3	42,3
Restrukturiranje	7	345,5	49,4
<b>UKUPNO</b>	<b>22</b>	<b>892,4</b>	<b>40,6</b>

Izvor: ankete društava za upravljanje, obrada Arhivanalitika

Prema tome, PEF-ovi su u svjetlu slike 10 pozicionirani u srednjem dijelu distribucije poduzeća prema veličini. Najveći dio donjeg segmenta distribucije – tamo gdje su potencijalna ulaganja manja od 20 mln HRK - ostao je ispod njihova radara. Stoga nas je kroz intervju s upraviteljima fondova zanimalo saznati više o različitim aspektima njihova poslovanja kako bismo identificirali mogućnosti za daljnji razvoj industrije rizičnog kapitala kao i konkretne mogućnosti za spuštanje fokusa pojedinačnih ulaganja prema manjim pojedinačnim iznosima (prema zoni koja je na slici 10 označena kao zona *venture capital* fondova).

Slijed intervjua pratio je logiku životnog ciklusa fondova rizičnog kapitala. U svim dijelovima intervjua posebno su naglašena pitanja regulacije i odnosa s vladom na projektu FGS-ova. Dakle, ključne teme razgovora bile su:

- Prikupljanje sredstava
- Seleksijski proces i investiranje
- Upravljanje portfeljom ulaganja
- Izlazak

<sup>9</sup> Najpoznatiji slučaj iz ove kategorije ujedno je poduzeće koje je bilo najveći startup što su ga poduprli PEF-ovi u Hrvatskoj (Metronet).



## Prikupljanje sredstava<sup>10</sup>

U Hrvatskoj općenito nedostaje zainteresiranih ulagača u industriju rizičnog kapitala. Stoga će se svaki sljedeći ciklus mobilizacije sredstava investitora možda susresti i s većim ograničenjima nego do sada. Neki od ulagača koji sada sudjeluju u ulaganjima mijenjaju poslovne politike u smjeru koji će smanjiti njihovu sklonost za preuzimanje rizika. To se odnosi na banke, osiguravajuća društva i velike korporacije. Bogatiji pojedinci u Hrvatskoj tradicionalno ne pokazuju interes za ulaganja u fondove rizičnog kapitala. Nekih od ulagatelja koji su važan izvor financiranja fondova rizičnog kapitala na svjetskom tržištu (npr. *hedge fondovi*) - u Hrvatskoj nema.

Stoga svi intervjuirani upravitelji ističu da je vlada kroz FGS-ove odigrala ključnu ulogu u održanju i razvoju industrije. U ovom je trenutku teško zamisliti daljnji razvoj bez vladina sudjelovanja na strani ulaganja. Među ostalim potencijalnim ključnim investitorima postoje samo tri skupine: (a) strani investitori, (b) međunarodne financijske institucije i zadnje, ali ne i najmanje važno, (c) obvezni mirovinski fondovi (OMF).

Od stranih se investitora ne može očekivati značajniji interes za ulaganja u hrvatske fondove rizičnog kapitala. Domaći su fondovi premali u odnosu na volumene i profile kakve oni traže. Neki strani fondovi rizičnog kapitala već izravno rade s hrvatskim poduzećima i realizirano je nekoliko ulaganja. Dakle, iz perspektive stranih fondova postavlja se pitanje zašto ne raditi izravno, nego kroz hrvatske fondove? Stoga upravitelji očekuju da će se odnos sa srodnim stranim fondovima graditi na druge načine.

Primjerice, lako je zamisliti prodaju udjela/dionica nekog poduzeća stranom fondu kao izlaznu strategiju za ulaganje nekoga domaćeg PEF-a koji uspije razviti domaću tvrtku srednje veličine do razmjera i potencijala koji će u sljedećoj razvojnoj fazi zahtijevati angažman kapitala koji prelazi potencijale domaćih fondova, a još uvijek nije dovoljan za učinkovit IPO (npr. ako će sljedeća faza dokapitalizacije zahtijevati 50 milijuna €, koliko otprilike iznosi prosječno ulaganje za koje su zainteresirani strani PEF-ovi, a koje daleko prelazi kapitalne potencijale domaćih fondova).

Strani fondovi mogli bi biti zainteresirani za izravna ulaganja u domaće fondove samo ako bi u Hrvatskoj nastao fond sa širim regionalnim ambicijama i u skladu s time s puno većim investicijskim potencijalom. Međutim, postavlja se pitanje tko bi na investicijskoj strani mogao biti inicijator – sponzor i glavni ulagatelj takvoga fonda. Vlada kao najveći pojedinačni ulagatelj u PEF-ove (FGS-ove) teško bi politički pravdala ulaganje u PEF koji razvija tvrtke u drugim državama (iako je tako nešto posve normalno i veoma korisno, jer na taj način porezni obveznici imaju koristi od razvoja i rasta u drugim državama).<sup>11</sup> Stoga jedini kandidati za ulogu sponzora ostaju

*Inozemni fondovi rizičnog kapitala aktivni su u Hrvatskoj, rade izravno s domaćim tvrtkama i nije za očekivati da će se pojaviti kao značajni investitori u domaće fondove. Prije su zanimljivi kao potencijalni interesenti u fazi izlaza.*

<sup>10</sup> Tekst do kraja ovog poglavlja sadrži interpretacije intervjua s upraviteljima fondova rizičnog kapitala. Odgovornost je za interpretacije razgovora isključivo na Arhivanalitici. Niti jedno izneseno stajalište ne može se pripisati nekome od upravitelja pojedinačno.

<sup>11</sup> Npr. Danska ima FGS-ove s međunarodnom perspektivom ulaganja.

međunarodne financijske institucije i mirovinski fondovi koji su bitni i za manje buduće fondove s fokusom ulaganja na Hrvatsku.

Međunarodne, a napose europske javne financijske institucije (npr. Svjetska banka i IFC, te EBRD, EIB i EIF) mogu imati interes za poticanje i ulaganje u industriju rizičnog kapitala. Takvi su poslovi dio njihova mandata za potporu gospodarskom razvoju. Kao i drugi strani investitori, oni preferiraju volumene i međunarodnu diversifikaciju. Međutim, ne treba isključiti mogućnost poticanja domaće industrije rizičnog kapitala ako bi o tome postojao dobar i vjerodostojan plan s jasnom političkom potporom i definiranom ulogom vlade i mirovinskih fondova, moguće i uz korištenje sredstava iz EU fondova.

Mirovinski fondovi već su pokazali da su važni ulagači u fondove rizičnog kapitala. Prisutni su u svim aktivnim fondovima. Sva četiri društva za upravljanje OMF-ovima ulažu u PEF-ove ukupan iznos od 168 milijuna kuna.<sup>12</sup> Međutim, taj iznos predstavlja zanemarivih 0,24% ukupne imovine OMF-ova. Očito postoji značajan prostor za povećanje izloženosti OMF-ova prema industriji rizičnog kapitala, pogotovo ako se ima na umu da su mirovinski fondovi na globalnoj razini najveći ulagatelji u industriju jer imaju dugoročne izvore sredstava i životno su zainteresirani za kapitalne dobitke u dugom roku. Na tome tragu, domaći OMF-ovi mogli bi odigrati i ulogu atraktora prema većim srodnim mirovinskim fondovima iz drugih zemalja.

OMF-ovi su dugo bili ograničeni pravilom ulaganja do 10% pojedinog fonda. Nisu mogli biti sponzori, samo su mogli pratiti druge, veće ulagače. Zadnjim zakonskim promjenama uvedena su dva nova limita. Pravilo pojedinačnog ulaganja povećano je na 20% za alternativne fondove uvrštene u najvišu kotaciju uređenog tržišta (odnosno do 15% za one fondove koji ne ispunjavaju najviše kriterije uvrštenja). Ukupni limit za ulaganja u alternativne fondove postavljen je na 3% ukupne imovine pod upravljanjem. Prema podacima iz ožujka, 3% portfelja OMF-ova je 2,1 milijarda kuna ili dvanaest i po puta više od njihove trenutne izloženosti fondovima rizičnog kapitala. Međutim, taj se potencijal neće realizirati dok pojedinačni limit stoji na 20%, jer drugi investitori i sponzori u ovom trenutku nemaju dovoljne kapacitete. Osim ako svaki od četiri OMF-a ne uloži značajnih 10-20% u pojedini fond, tako da ostali ulagači samo dopune nedostajuća sredstva.

Prema tome, vrata za ulaganja doimaju se otvorena, premda limit na 20% odnosno 15% pojedinog fonda i dalje isključuje ulogu pojedinog OMF-a kao sponzora novih fondova. O tome i o drugim pitanjima mobilizacije kapitala za sljedeći krug ulaganja raspravlja se u zaključnom poglavlju dalje u tekstu.

Važno je naglasiti da se rasprava o prikupljanju sredstava ulagača odnosi na PEF-ove. Ako se razmišlja o *venture capital* fondovima (VCF), sva nabrojana ograničenja djeluju još i jače. Naime, VCF-ovi su rizičniji od PEF-ova, što se kompenzira većom diversifikacijom. Upitno je postoje li u Hrvatskoj investitori koji bi bili zainteresirani za takav odnos očekivanog povrata i rizika. Upitno je i bi li klasični VCF bio interesantan

*Obvezni mirovinski fondovi ostali su jedini pravi potencijalni domaći investitori u industriju. Problem pronalaska zainteresiranih investitora još je veći kod VCF-ova nego kod PEF-ova.*

<sup>12</sup> Prema stanju iz ožujka 2015.

mirovinskim fondovima. Sugovornici su suglasni da VCF za sada vjerojatno nije moguće pokrenuti bez značajne uloge države i/ili potpore međunarodnih financijskih institucija.

### Selekcija i investiranje

Najvažnija razlika između VCF-ova i PEF-ova očituje se u fazi selekcije potencijalnih prigoda i investiranja. Seleksijski i investicijski procesi u VCF-ovima odvijaju se brže i donekle su standardizirani. To je jedini način za spuštanje jediničnog operativnog troška ulaganja i postizanje diversifikacije na 30-40 pojedinačnih pozicija po fondu. PEF-ovi s druge strane imaju manji broj ulaganja po fondu. Analize, pripreme i pregovori traju puno dulje, te je veći postotak pokušaja pregovora koji ne uspiju zbog odustajanja upravitelja nakon dubinske analize ili zbog odustajanja postojećih vlasnika.

Industrijski standard u PEF-ovima je omjer 1:20: za jedno realizirano ulaganje u prosjeku je potrebno analizirati 20 potencijalnih (uspješnost 5%). Jedan upravitelj naveo je upravo takav omjer na temelju dosadašnjeg iskustva. Drugi je naveo da je analizirao 600 potencijalnih projekata od čega je oko 10% došlo do *due dilligence* faze i početka pregovora na temelju predloženih ugovora, dok će na kraju, po završetku investicijske faze, biti realizirano maksimalno do 2%. Treći je detaljno opisao seleksijsko-investicijski proces na sljedeći način: od oko 300 inicijalnih pregleda i kontakata trećina je ušla u predseleksijski postupak, osmina je došla do ozbiljnog razmatranja i pregovora, a u oko 5% proveden je *due dilligence* postupak, uz očekivanu kranju stopu uspjeha od oko 2%.

Svi navode vrlo slične kanale uspostave komunikacije s potencijalnim ciljevima za ulaganja: trećinu do polovinu potencijalnih prigoda za ulaganja identificirali su i pristupili im sami, dok se preostali dio podjednako dijeli na potencijalne projekte koje su im kanalizirale banke, ili koji su im na vrata zakucali sami. U posljednje se vrijeme događa da klijenti koji sami pokušaju na vrata dolaze posredstvom savjetnika.

Međutim, daleko najveći postotak uspjeha postignut je kod projekata koje su pronašli sami. Samo je nekoliko uspješnih projekata u slučajevima kada su klijenti sami ili uz pomoć savjetnika pokušali na vrata. Nije realiziran niti jedan projekt među onima koje su banke kanalizirale prema fondovima. To ukazuje da između banaka i industrije rizičnog kapitala nije ostvarena osobita sprega.

O razlozima je teško govoriti na temelju samo tri intervjua. S obzirom na potrebe za restrukturiranjem poduzeća u problematičnim dijelovima kreditnih portfelja banaka, kao i s obzirom na potrebe za kapitalom zdravih i brzo rastućih korisnika kredita, očekivala bi se veća učinkovitost bankarskog kanala usmjerenja potencijalnih projekata prema fondovima rizičnog kapitala. Analiza zašto ta sprega nije ostvarena i kako ju u budućnosti ojačati ostaje za neka buduća istraživanja.

Upravitelji inače ističu pozitivne učinke predstečajnih nagodbi kroz koje su stekli udjele u nekoliko poduzeća.

*Omjer pregledanih i realiziranih potencijalnih ulaganja nepovoljniji je od standardnog međunarodnog omjera 1:20, a najveći dio realiziranih ulaganja upravitelji su sami pronašli.*

Dakle, pogledaju li se brojke, dolazi se do zaključka da su upravitelji fondova u proteklih nekoliko godina preliminarno pregledali više od 1000 srednjih i većih malih poduzeća u Hrvatskoj. Sami upravitelji ističu kako imaju osjećaj da su detaljno pročešljali značajan dio hrvatskog gospodarstva (dio gdje se nalaze potencijalna ulaganja 20-100 milijuna kuna). Smatraju da u tom segmentu nema više dobrih investicijskih priča za koje oni ne bi znali.

Upravitelji ističu da među ulaganjima koja nisu realizirana ima i vrlo dobrih poduzetničkih priča. Upitani o preprekama zbog kojih nije došlo do realizacije ulaganja odgovaraju vrlo različito. U odgovorima gotovo da i nema preklapanja, pa je za vjerovati upraviteljima kada ističu da je svaka investicijska priča posebna i da nisu uočili zajedničke nazivnike. Stoga jednostavno nabrajamo prepreke koje su upravitelji naveli u razgovorima:

1. **Sindrom životne misije.** Mnogi su poduzetnici toliko emotivno vezani uz svoje životne pothvate, da nisu u stanju razmišljati o krajnjem izlasku/prodaji nakon čega bi raspolagali kapitalom koji bi im omogućio da rade nešto drugo ili pokušaju ponoviti dobru poduzetničku priču. Dio hrvatskih poduzetnika jednostavno nisu ambiciozni kapitalisti.
2. **Strah od izlaska.** Donekle je povezan sa sindromom životne misije, ali riječ je o problemu koji se drukčije manifestira. U ovom slučaju, poduzetnik vjeruje upravitelju i želi kapital za brži razvoj poduzeća. Međutim, zna da će fond rizičnog kapitala za nekoliko godina izaći iz vlasničke strukture – što je odluka koju neće moći nadzirati – te se plaši krajnjeg ishoda i nepoznatog budućeg vlasnika pa zbog toga odustaje.
3. **Strah od rasta.** Neki su ljudi jednostavno zadovoljni polaganim i upravljivim rastom, ne mare previše zbog propuštenih prigoda i rukovode se navodnom mudrošću da brz rast nije zdrav rast.
4. **Nerazumijevanje što znači imati partnera u vlasništvu – strah od gubitka potpune kontrole.** Dio poduzetnika iznenađen je uvjetima koje postavlja upravitelj kao zastupnik fonda - ulagatelja. Jednostavno se ne prihvaća promjena poslovne filozofije i načina upravljanja i odlučivanja. Ovaj se problem često vraća i nakon što je ulaganje već realizirano, iako je poduzetnik unaprijed upoznat s promjenom pravila igre.
5. **Nerazumijevanje prirode posla PEF-ova: PEF se doživljava kao još jedna alternativa bankovnom kreditu.** Naročito prisutno kod poduzetnika koje prema fondovima usmjeravaju banke.
6. **Želja za izlaskom.** Fondovima se obraćaju i poduzetnici – vlasnici, najčešće u zrelih godinama, koji žele prodati 100% poduzeća. Riječ je o nepoznavanju naravi industrije, s obzirom da PEF-ovi najčešće traže većinsko sudjelovanje, ali uz ostanak vlasnika i menadžera koji su doveli poduzeće do zatečene

*Ne postoji zajednički nazivnik kod dobrih investicijskih priča s kojima upravitelji nisu uspjeli sklopiti sporazume o ulaganjima. Svaka je priča posebna, a upravitelji ukupno navode devet razloga neuspjeha.*

razvojne razine. PEF-ovi ne mogu zamijeniti dobar menadžment niti ga mogu brzo pronaći.

7. **Previsoko subjektivno vrednovanje vlastitog poduzeća.** Riječ je o klasičnom sindromu previsokog vrednovanja vlastitoga posjeda koji je dobro dokumentiran u bihevioralnim financijama i poslovnoj praksi.
8. **Opterećenost poduzeća rizicima koji ne predstavljaju jezgru poslovanja.** Najčešće je riječ o usputnim nekretninskim projektima koje su poduzetnici realizirali kroz svoja poduzeća, a za koja PEF-ovi nisu zainteresirani i traže da se izdvoje iz poduzeća prije realizacije ulaganja. Neki poduzetnici na to nisu pristali, očito se nadajući da će kroz partnerstvo s PEF-om podijeliti rizik problematičnih usputnih projekata.
9. **Utjecaj investitora.** Hrvatska nema anglosaksonski tip PEF-ova u kojima ulagatelji na temelju informacija iz prospekta pasivno biraju fondove rizičnog kapitala čiji upravitelji autonomno odlučuju. Ulagatelji su – formalno ili neformalno, više ili manje uključeni u razne faze investicijskog odlučivanja. To vrijedi osobito za FGS-ove, ali i za 100% privatne PEF-ove. Bilo je ulaganja od kojih se odustalo zbog tvrdih investitorovih stajališta, iako je upravitelj smatrao da je riječ o idealnoj kombinaciji očekivanog povrata i rizika.

Promotri li se brojke (do sada više od 1000 pregledanih i 22 realizirana ulaganja), razmjerno niske stope uspjeha (očekuje se do 2%), složenost selekcijskog i investicijskog procesa, kompleksnost problema koje treba savladati (devet gornjih prepreka) i uzme li se u obzir sve što čeka upravitelje u predstojećoj fazi upravljanja i pripreme za izlazak, jasnije je zašto su jedinični troškovi ulaganja toliko visoki da ne trpe posvećivanje prevelike pozornosti ulaganjima u prosjeku nižima od 20-40 milijuna kuna. Zbog toga smo zamolili upravitelje da na temelju dosadašnjeg iskustva zamisle profil VCF-a koji bi popunio *investicijsku rupu* i spustio letvicu potencijalnih ulaganja ispod 10 milijuna kuna u prosjeku.

Jedan je upravitelj odgovorio općenito, drugi je zamislio fond od 150 milijuna kuna raspršen na 30 ulaganja po 5 milijuna kuna u prosjeku, a treći je govorio o fondu od 40 milijuna eura s 40 ulaganja od po 1 milijun eura u prosjeku. Svi su spominjali očekivanu naknadu za upravljanje od 2% koja bi bila dostatna za upravljanje takvim VCF-om, ali su izrazili veliku skepsu u pogledu mogućnosti da se na domaćem tržištu pronađu sredstva investitora za takav profil rizika. Drugi, jednako važan razlog za skepsu, povezan je s poteškoćama u vezi s izlaskom iz *venture capital* ulaganja, o čemu se detaljnije raspravlja dalje u tekstu, u odjeljku o izlasku iz ulaganja.

#### Operacije, regulacija i FGS-ovi

Industrija je započela kao neregulirana industrija. Najiskusniji upravitelj ističe da izostanak regulacije može izazvati jednako ili više problema od pretjerane regulacije. Regulacija je otpočela 2006. i u početku se zaoštravala neprimjereno naravi posla (fondove rizičnog kapitala promatralo se kao da su klasični otvoreni investicijski

*U Hrvatskoj je teoretski moguć VCF koji bi prikupio 20-30 milijuna eura uz naknadu za upravljanje od 2% i raspršio ulaganja na 30-tak projekata, no osim prikupljanja sredstava za takav fond najveća je prepreka neizvjestan izlazak/prodaja ulaganja.*

fondovi s javnom ponudom). S godinama i stjecanjem iskustva, a napose sa zadnjim izmjenama i dopunama zakona, odnos s regulatorom se posve normalizirao. Svi u pozitivnom tonu ističu da regulator razumije prirodu njihova posla. Neki iznose primjedbe na neke regulatorne detalje (npr. problematizira se uloga depozitne banke i izvještavanje na konsolidiranoj osnovi), no opća je ocjena upravitelja da industrija ne traži radikalnu deregulaciju (štoviše, ističe se da bi potpuna deregulacija mogla biti štetna). Ističe se da regulatorni trošak ne predstavlja nerazmjerni dio ukupnih troškova poslovanja koji su primarno opterećeni drugim operativnim troškovima (analize, due diligence, vanjski eksperti i sl.).

Najveći regulatorni stres odnosio se na FGS-ove u trenutku kada je naknada za upravljanje odlukom vlade najprije smanjena s 2% na 1,375%, a potom povećana na 1,6% na investirani umjesto na cjelokupni obećani dio sredstava. Obračun naknade na investirani dio ne koristi se u najboljoj praksi. Stvara se perverzni poticaj upravitelja da što brže investira sredstva, što može dovesti do pogrešaka i preuzimanja prevelikih rizika. Odluka je donesena u vrijeme velike medijske vidljivosti propasti ulaganja fonda Alternative u Centar banku, pa se može govoriti o tome da je ta odluka bila plod nerazumijevanja prirode posla i podcjenjivanja visokih operativnih troškova i rizika s kojima se ovaj posao suočava. Jedan je upravitelj nakon smanjenja naknade dvije godine poslovao s gubitkom.

Izuzme li se problem s naknadom, u razgovorima s upraviteljima ipak se osjeća mogli bismo reći – zahvalnost prema vladi – s obzirom da su FGS-ovi bili jedini način razvoja industrije rizičnog kapitala u kriznim vremenima. Ističe se vrlo dobra operativna suradnja s HBOR-om na tehničkoj razini, te svi ponavljaju da nije bilo političkih pritisaka pri donošenju odluka. Međutim, stječe se dojam da upravitelji ipak nisu zadovoljni s obzirom na administrativnu kompleksnost procesa donošenja odluka u FGS-ovima. Smatraju da bi se industrija lakše razvijala da se upraviteljima pruži više autonomije u svim fazama donošenja odluka. Jedan je upravitelj otvoreno govorio o potrebi micanja politike iz procesa i procedura upućujući na britanski i sjevernoeuropski model FGS-ova, gdje se javna sredstva ulažu uz privatna, ne zato da bi se kontroliralo privatne donositelje odluka, nego zato što se očekuje da će javni novac proizvesti najveće razvojne učinke ako prati privatni, a ne da utječe na njega. Kontrola korištenja javnih sredstava je, naravno, nešto posve drugo.

Dio regulatornih problema proizlazi iz činjenice da su svi bitni elementi regulacije FGS-ova ostavljeni regulaciji podzakonskim propisima. Vladi takav regulatorni obrazac ostavlja širok prostor diskrecije, a upraviteljima i privatnim partnerima povećava regulatorni rizik i neizvjesnost. U eventualnom sljedećem krugu korištenja fondova rizičnog kapitala u cilju vođenja razvojne politike uporabom javnog novca uz privatne ulagatelje ovaj bi problem trebalo otkloniti definiranjem što detaljnijeg, trajnog zakonskog okvira koji se neće mijenjati tijekom investicijskog ciklusa.

*Bitni elementi regulacije – uključujući i detalje – trebali bi biti regulirani zakonom i nepromjenjivi u jednome investicijskom ciklusu.*

### Izlazak

Buduća faza izlaska/prodaje ulaganja nepoznanica je i za same upravitelje. Dva upravitelja izražavaju skepsu prema IPO-ovima i uporabi plasmana dionica općenito,

jer smatraju da poduzeća u portfelju neće doseći veličinu koja je potrebna za optimalan IPO. Spominju i problem nezainteresiranosti domaćih investitora s obzirom na stanje na burzi. Jedan je upravitelj u tom smislu optimističan, jer ima dva ulaganja u poduzeća čije su dionice već izlistane na burzi.

Svi naglašavaju pronalazak strateških partnera (domaćih ili stranih) kao naizgledniji model izlaska/prodaje, ali dodaju zrno skepse jer u mnogim industrijama još ne postoje profilirani konsolidatori koji bi bili prirodno zainteresirani za preuzimanja.

Upitani o rješenju problema izlaska u hipotetičkom slučaju pojave VCF-ova, svi ističu kako nema optimalnog izlaska iz VCF-a bez razvijenih PEF-ova. PEF-ovi su prirodni preuzimatelji rezultata ulaganja VCF-ova, tako da eventualni budući razvoj VCF-ova mora biti komplementaran s nastavkom rasta i razvoja PEF-ova. To je još jedno podsjećanje da budući razvoj industrije rizičnog kapitala mora biti cjelovito osmišljen i strateški usklađen.

#### **IV. UMJESTO ZAKLJUČKA: PREPORUKE ZA RAZVOJ INDUSTRIJE RIZIČNOG KAPITALA**

Godina 2014. ostat će zapamćena po početku primjetnog oporavka segmenta malih poduzeća i rastu udjela prihoda od prodaje na stranim tržištima u ukupnim prihodima svih veličinskih tržišnih segmenata poduzeća. I srednja poduzeća bilježe rast prihoda. Iako se rizici u kreditnim portfeljima banaka počinju smanjivati, bankarski krediti – komercijalni ili poticani – ne predstavljaju krajnje rješenje za problem kapitala koji nedostaje malim i srednjim poduzećima s velikim potencijalom za rast i razvoj. Industrija rizičnog kapitala prirodna je kapitalna premosnica za takve tvrtke i njena je važnost sistemska; ona može otkloniti najvažniju barijeru rastu poduzeća i potaknuti ukupan ekonomski rast.

Industrija rizičnog kapitala još uvijek je u početnim stadijima razvoja, ponajprije ograničena nedostatkom zainteresiranih ulagača i nenaviknutošću poduzetnika na pravila igre koja ona nameće kada uđe u kapitalnu strukturu poduzeća. Unatoč tomu, kraju se uspješno privodi prvi investicijski ciklus, kreće se s fazom upravljanja i izlaska. To je dobar trenutak da se na temelju dosadašnjeg isklustva iskristalizira pet zaključaka, ujedno i preporuka za brži razvoj ove vrste poslova u budućnosti:

1. **Potrebno je osmisliti cjelovitu strategiju i akcijski plan razvoja industrije rizičnog kapitala u Hrvatskoj.** Potencijali i problemi koji su prepoznati u ovoj analizi upućuju na potrebu da sljedeća hrvatska vlada osmisli cjelovitu strategiju i akcijski plan razvoja industrije koji će i dalje uključivati aktivnu ulogu države, ali će proširiti krug aktera te strategije i na zainteresirane međunarodne financijske institucije te potencijalne strane partnere. Potrebno je paralelno razvijati PEF-ove i VCF-ove zbog njihove komplementarnosti i otklanjati barijere koje priječe spuštanje radara potencijalnih ulaganja ispod 20 milijuna kuna.

2. **Industrija treba poprimiti regionalnu perspektivu u odnosu prema Jugoistočnoj Europi.** Regionalna će perspektiva donijeti volumene i diversifikaciju koji će poboljšati odnos očekivanog povrata i rizika te potaknuti aktivnije uključivanje stranih partnera u svim fazama investiranja.
3. **Mirovinski fondovi trebaju preuzeti aktivniju ulogu u investiranju i razvoju industrije.** S obzirom na ročnost i predvidivost izvora sredstava „mirovinci“ su prirodno zainteresirani za kapitalne dobitke u dugom roku. Njihovu dosadašnju ulogu na investicijskoj strani treba dodatno potaknuti. Zadnje zakonske izmjene na tom su tragu, no potrebne su dodatne prilagodbe propisa kako bi OMF-ovi preuzeli još aktivniju ulogu kao jedini preostali potencijalni domaći investitori u industriju. Upravitelji OMF-ova mogu odigrati i ulogu premosnice prema srodnim mirovinskim fondovima u Europi.
4. **Edukacija i sustavna suradnja s kanalima distribucije, osobito bankama.** Poduzetnike je potrebno educirati o naravi i pravilima igre u slučaju suradnje s rizičnim kapitalom, a osobito je važno djelovati na strani savjetnika i banaka koji imaju funkciju kanala distribucije – dovođenja potencijalnih ciljeva za ulaganja. Dojam je da do sada nisu iskorišteni svi potencijali suradnje s bankama u dijelu kompanija koje trebaju financijsko restrukturiranje kao i kompanija koje su u fazi rasta, ali im nedostaje kapitala.
5. **Bitni elementi regulacije trebaju biti uređeni zakonom a ne podzakonskim aktima.** I ne smiju se mijenjati tijekom jednog investicijskog ciklusa.