

PODUZETNIŠTVO I IZVOZ U VISOKIM TEHNOLOGIJAMA

MATERIJALI ZA 3. CIKLUS PREDAVANJA

Sadržaj

| | | |
|--------|--|-------------------------------------|
| 1. | Uloga poslovnog plana u pribavljanju potrebnog kapitala..... | Error! Bookmark not defined. |
| 1.1. | Ljudi | 4 |
| 1.2. | Prilika | 5 |
| 1.3. | Kontekst | 6 |
| 1.4. | Rizik i dobitak | 7 |
| 1.5. | Preporučena struktura poslovnog plana | 10 |
| 2. | Ocjena efikasnosti investicijskog ulaganja | 11 |
| 2.1. | Statički pristup ocjeni projekta | 11 |
| 2.2. | Dinamički pristup ocjeni projekta | 12 |
| 2.3. | Financijski tok (primici i izdaci)..... | 13 |
| 2.4. | Osjetljivost investicije | 13 |
| 2.5. | Točka pokrića troškova | 13 |
| 3. | Specifičnosti financiranja malih i srednjih poduzeća..... | 14 |
| 3.1. | Prepreke financiranju malih i srednjih poduzeća..... | 14 |
| 3.2. | Razlike u financiranju velikih i malih poduzeća | 16 |
| 3.3. | Ekonomsko okruženje kao čimbenik financiranja malih i srednjih poduzeća..... | 16 |
| 4. | Izvori financiranja malih i srednjih poduzeća | 18 |
| 4.1. | Eksterni izvori financiranja malih i srednjih poduzeća..... | 19 |
| 4.1.1. | Bankovni krediti | 19 |
| 4.1.2. | Imovinski krediti | 20 |
| 4.1.3. | <i>Leasing</i> | 20 |
| 4.1.4. | Faktoring | 20 |
| 4.1.5. | Tržišni kredit | 21 |
| 4.1.6. | Osobni zajmovi | 21 |
| 4.1.7. | <i>Venture</i> kapital..... | 21 |
| 4.1.8. | Poslovni anđeli..... | 22 |
| 4.1.9. | Burze za mala i srednja poduzeća..... | 23 |
| 4.2. | Životni ciklus poduzeća i potrebe financiranja..... | 23 |
| 4.3. | Uloga države u financiranju malih i srednjih poduzeća | 25 |
| 5. | Olakšavanje pristupa malih i srednjih poduzeća financiranju | 26 |
| 5.1. | Novi pristup banaka sektoru malog i srednjeg poduzetništva..... | 27 |
| 5.2. | Institucionalna, financijska i pravna infrastruktura | 28 |
| 5.3. | Uloga međunarodne zajednice u poticanju financiranja malih i srednjih poduzeća | 29 |
| 6. | Poslovni inkubatori..... | 31 |
| 6.1. | Razvoj i vrste poslovnih inkubatora | 32 |
| 6.2. | Faze inkubacije | 34 |



1. Uloga poslovnog plana u pribavljanju potrebnog kapitala

Ukoliko poduzetnik ne raspolaže dovoljnim financijskim sredstvima, za pokretanje novog posla ili proširenja postojećeg posla, javlja se problem pribavljanja potrebnih financijskih sredstava. U tu se svrhu poduzetnik može obratiti financijskim institucijama ili drugim poslovnim subjektima koji nude svoja sredstva pod određenim uvjetima, odnosno za određenu cijenu.

Prije traženja izvora financiranja, poduzetnik mora voditi računa o nekim tzv. pred-investicijskim pitanjima¹:

- Poslovni plan. Nužno je da menadžerski tim razvije koherentni, potpun i čitljiv poslovni plan. On treba sadržavati poslovnu strategiju koju poduzeće namjerava provoditi i relativno potpunu sliku o potrebnim resursima za njeno ostvarivanje. Poslovni je plan značajan ne samo jer opisuje poslovnu priliku, već i jer demonstrira sposobnost menadžmenta da planira i organizira uspješno poduzeće. Poslovni je plan ovdje bitan i jer se investicijska struktura može planirati na temelju predviđenih rezultata u poslovnom planu te poslovni plan osigurava osnovne pretpostavke na temelju kojih poduzetnik, menadžment i/ili njihovi savjetnici mogu procijeniti potencijalni utjecaj investicijske strukture na samog poduzetnika i menadžment.
- Prava intelektualna vlasništva. Poduzeće mora osigurati prava vlasništva nad svojom intelektualnom imovinom. Ključni zaposlenici bi trebali biti obvezani ugovorima kako bi se poduzeće zaštitilo tužbi zaposlenika koji bi eventualno tražili individualna prava na intelektualnu imovinu ili tehnologiju koju poduzeće posjeduje.
- Povijest poduzeća. Entitet koji upravlja poslom ili u koji se investira ne bi smio imati neobičnu povijest u smislu da nije bio prije uključen u posao koji je propao ili je prodan. Organizacijski dokumenti poduzeća bi trebali biti jasni, kompletni, ažurirani, bez neuobičajenih pravila koja omogućavaju neka specijalna prava. Sva prijašnja izdavanja, odnosno nabavljanja kapitala moraju biti adekvatno dokumentirana i revidirana te u skladu sa zakonom.
- Regulatorna pitanja. Sve regulatorne obveze poduzeća trebaju biti ažurirane i dobro dokumentirane.
- Međunarodna pitanja. Za mnoge poduzetnike ova su pitanja od važnosti. S obzirom da su tržišta i konkurencija za većinu proizvoda i usluga globalna, svaki poslovni plan treba sadržavati odgovor na pitanje kako će se poduzeće nositi s međunarodnim prilikama i prijetnjama. Također, globalna strategija poduzeća može uključivati više *venture* investitora, iz različitih zemalja.

Prilikom obraćanja navedenim subjektima, poduzetnik je obavezan priložiti svoj poslovni plan ili investicijski projekt kako bi opravdao i potkrijepio svoj zahtjev za sredstvima. Poslovni plan ili investicijski projekt predstavlja temelj svakog poduzetničkog pothvata jer pokazuje opravdanost zahtjeva za financijskim sredstvima.

Brojni su kolegi na kojima se podučava te članci i knjige koji opisuju kako napisati dobar poslovni plan. Međutim, većina poduzetnika prilikom izrade poslovnog plana vodi previše računa o brojevima i daje premalo informacija o uistinu bitnim stvarima za potencijalne investitore. Kao što svaki investitor zna, često su financijske projekcije za novo poduzeće, posebno one detaljne, mjesečne projekcije za period duži od godine dana, nezahvalne. Novonastalo poduzeće susreće se s previše nepoznanica da bi se sa sigurnošću mogli predvidjeti prihodi, a kamoli profit.

¹ Lake, Rick i Lake, Ronald A. (ur.) (2000) *Private Equity and Venture Capital: A Practical Guide for Investors and Practitioners*. London: Euromoney Books.



Također, rijetko koji poduzetnik ispravno predvidi potreban kapital i vrijeme za ostvarivanje svojih ciljeva te su poduzetnici uvelike optimistični glede ostvarivanja istih. Investitori su svjesni toga te uzimaju s rezervom brojke u poslovnim planovima. Poslovni planovi moraju sadržavati brojke, bez sumnje, ali se ti brojevi trebaju pojavljivati više u obliku poslovnog modela koji pokazuje da je poduzetnički tim promislio o ključnim faktorima uspjeha poduzeća. Model također treba dati odgovor na pitanja na kojoj razini prodaje posao počinje činiti profit, kada novčani tok postaje pozitivan.

U pisanju poslovnog plana, poduzetnik bi trebao voditi računa i o nekim drugim aspektima, osim vlastitom. Potrebno bi bilo²:

- Naglasiti tržište: pokazati korist za ulagača, istražiti tržišne zahtjeve, argumentirati podacima i analizama navedeno
- Osvrnuti se na potrebe investitora: mogućnosti isplate investitora (*venture* fondovi najčešće žele vratiti svoje investicije u mala poduzeća u roku 3-7 godina), napraviti realne financijske projekcije³, izračunati cijenu poduzeća nakon određenog vremenskog perioda.

Informacije koje bi svaki poslovni plan trebao sadržavati su osnovne informacije o četiri međusobno ovisna krucijalna faktora (Slika 1)⁴:

1. Ljudi. Oni koji osnivaju poduzeće, kao i vanjski partneri koji nude ključne usluge poduzeću poput odvjetnika, računovođa i dobavljača.
2. Prilika. Pod ovim se podrazumijeva profil samog posla – što će se prodavati i kome, da li poduzeće može rasti i koliko brzo, tko i što stoji na putu do uspjeha.
3. Kontekst. Ovdje su uključeni faktori koji daju tzv. „veliku sliku“: regulatorna okolina, kamatne stope, demografski trendovi, inflacija i sl., odnosno faktori koji se neupitno mijenjaju, ali ih poduzetnik ne može kontrolirati.
4. Rizik i dobitak. Uzimanje u obzir svega što može naopako ili pozitivno krenuti i analiza odgovora poduzetničkog tima na takve (ne)prilike.

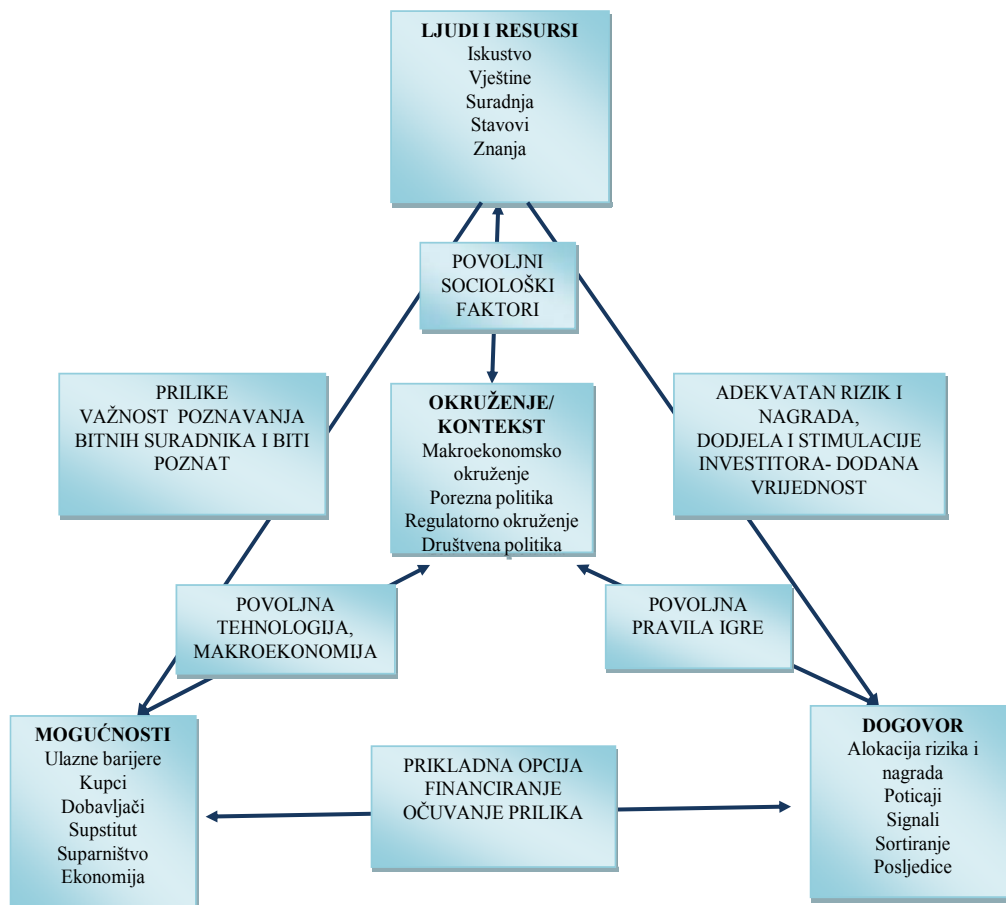
Ovaj okvir treba dati odgovor na pitanje do koje razine ljudi koji stoje iza poduzeća i posla imaju iskustvo, vještinu, znanje i stav da iskoriste poslovnu priliku i postignu dogovor u danom kontekstu, da li uzevši u obzir preostala tri faktora (ljude, kontekst i rizik i nagradu) poslovna prilika ima smisla, te do kojeg razmjera je kontekst povoljan te do koje je razine postizanje dogovora odnosno ostvarivanje dobitka moguće, odnosno koje su odluke donesene ili će biti donesene kako bi se povećao omjer dobitka i rizika.

² Sahlman, W. A., Stevenson, H. H., Roberts, M. J. i Bhidé, A. (ur.) *The entrepreneurial venture*. Boston: Harvard Business School.

³ Venture fondovi su prema nekim istraživanjima zadovoljni kada nova poduzeća ostvare 50% svojih zadanih ciljeva.

⁴ Sahlman, W. A (1997) How to Write a Great Business Plan. *Harvard Business Review*, July – August, str. 98-108





Slika 1. Strategije i taktike za privlačenje sredstava, rast i razvoj

Prilagođeno prema: Sahlman, W. A., Stevenson, H. H., Roberts, M. J. i Bhidé, A. (ur.) *The entrepreneurial venture*. Boston: Harvard Business School.

1.1. Ljudi

Što se tiče faktora ljudi, 14 je „osobnih“ pitanja na koje bi svaki poslovni plan trebao odgovoriti⁵:

1. Odakle su osnivači poduzeća?
2. Gdje su se obrazovali?
3. Gdje i za koga su radili?
4. Što su postigli, profesionalno i privatno, u prošlosti?
5. Kakva im je reputacija unutar poslovne zajednice?
6. Koje iskustvo posjeduju, a koje je direktno vezano uz priliku koju nastoje iskoristiti?
7. Koje vještine, mogućnosti i znanje posjeduju?
8. Koliko su realistični glede prilika poduzeća i potencijalnih nedaća s kojima će se suočavati?
9. Tko je još potreban u timu?
10. Jesu li spremni zapošljavati visoko kvalitetne ljude?
11. Kako će reagirati na nedaće?
12. Imaju li snage donositi neizbježne i teške odluke, odnosno izbore?
13. Koliko su odani i vezani sa svojim poduzećem?
14. Koja je njihova motivacija?

⁵ Sahlman, W. A (1997) How to Write a Great Business Plan. *Harvard Business Review*, July – August, str. 98-108

Investitori više cijene poduzetnički tim koji egzistira u svojoj specifičnoj industriji već neko vrijeme. Poslovni plan treba opisati kompetencije i znanja potrebna za razvoj poduzeća svakog člana poduzetničkog tima. Također pomaže navesti jesu li članovi tima već surađivali i prije. Investitori također gledaju povoljno na tim koji je poznat jer se u stvarnom svijetu obično ne preferira raditi sa *start-up* poduzećima s obzirom da se ishod njihovog poslovanja smatra manje predvidljivim. To se mijenja ukoliko je novo poduzeće u rukama ljudi dobro poznatih dobavljačima, zaposlenicima i klijentima. Njihovo poduzeće može biti potpuno novo, ali oni nisu pa se time na neki način smanjuje iznenađujući faktor rada s novoosnovanim poduzećem. Smatra se kako najpromućurniji investitori upravo ovom dijelu poslovnog plana posvećuju najviše pažnje.

Potencijalni investitori su zatrpani ogromnim brojem poslovnih planova na godišnjim razinama. Svi ti planovi puni su ideja za nove proizvode i usluge koji će promijeniti svijet i na kojima je moguće zaraditi milijune. No, većina investitora smatra kako je ideja samo dio, odnosno kako dobra ideja ne znači nužno uspjeh, već ono što je presudno je vještina, odnosno umijeće provedbe te ideje ili izvršavanje ciljeva iz poslovnog plana.

1.2. Prilika

Kada se govori o samoj prilici, dobar se poslovni plan fokusira na dva pitanja⁶:

1. Je li ukupno tržište za proizvod ili uslugu poduzeća veliko, brzo rastuće ili oboje?
2. Je li industrija trenutno ili ima potencijala postati atraktivnom?

Poduzetnici i investitori traže većinom velika ili brzo rastuća tržišta jer je lakše ostvariti određen udjel rastućeg tržišta nego se boriti za udjel na malom ili stagnirajućem tržištu. Mudri investitori jako se trude identificirati potencijalno visoko rastuća tržišta na početku njihovog razvoja kada se to najviše isplati. Cilj je odabrati industriju s puno potencijala za stvaranjem i zaštitom vrijednosti. Dobar menadžment u takvoj industriji ima više šansi za uspjeh. Analizirajući atraktivnost nekog posla, potrebno je imati na umu i postoje li načini na koje poduzeće može širiti spektar proizvoda i usluga koje nudi.

Što se tiče poslovne prilike, 9 je pitanja na koje bi svaki poslovni plan trebao odgovoriti⁷:

1. Tko su kupci poduzeća?
2. Kako kupac odlučuje o kupovini tog proizvoda ili usluge?
3. Do kojeg je stupnja proizvod ili usluga neodoljiv kupcu za kupnju?
4. Kako će se određivati cijena proizvoda ili usluge?
5. Kako će poduzeće doseći sve identificirane segmente kupaca?
6. Koliko košta (vremenski i u resursima) pridobivanje kupaca?
7. Koliko košta proizvodnja i isporuka proizvoda ili usluge?
8. Koliko košta podupiranje/potpomaganje kupaca?
9. Koliko je lako zadržati kupca?

Prvi je korak za poduzetnike da budu sigurni da ulaze u industriju koja je velika ili rastuća. Drugi je korak da budu sigurni da njihov poslovni plan opisuje kako je to upravo slučaj. Ako to nije slučaj, njihov poslovni plan mora specificirati kako će poduzeće ipak uspjeti ostvariti dovoljan profit da bi investitori bili voljni sudjelovati. Nakon analize industrije novog poduzeća, poslovni plan mora opisivati u detalje kako će poduzeće graditi i lansirati svoj proizvod ili uslugu na tržište. Postoje situacije kada poduzetnici imaju izvrstan proizvod, ali je preskupo naći kupce koji bi ga kupili, stoga treba voditi računa o navedenih devet pitanja vezanih uz analizu prilike. Teško je predvidjeti što će ljudi kupovati, a što ne, odnosno na koji će način reagirati na određeni proizvod ili uslugu. Također je teško predvidjeti koliko bi ljudi plaćali za određeni proizvod ili uslugu, ali poslovni se plan mora osvrnuti na taj problem. Investitori uvijek traže tržišta gdje su troškovi proizvodnje niski, a kupci bi i dalje plaćali dosta za određeni proizvod.

⁶ Sahlman, W. A (1997) How to Write a Great Business Plan. *Harvard Business Review*, July – August, str. 98-108

⁷ Sahlman, W. A (1997) How to Write a Great Business Plan. *Harvard Business Review*, July – August, str. 98-108

Sveobuhvatni prijedlog osim odgovora na već navedena pitanja uključuje i poslovni model iz perspektive koja uključuje potrebne investicije. Iz tog razloga potrebno je u poslovnom planu odgovoriti i na sljedeća pitanja, kako bi investitori mogli razumjeti implikacije na novčani tok:

- Kada je potrebno raditi nabavku, kupovati sirovine i zapošljavati ljude?
- Kada ih je potrebno platiti?
- Koliko je potrebno vremena da se pridobije kupac?
- Koliko je potrebno vremena dok kupac ne plati?
- Koliko je potrebno kapitala po novčanoj jedinici prodaje?

Investitori, naravno, traže poslove u kojima menadžment može kupiti jeftino, prodati skupo, imati što kraće rokove naplate, a plaćati što kasnije. Najbolji su poslovi oni gdje su ostvarivi veliki profiti, gdje kupci plaćaju prije isporuke.

Dio poslovnog plana koji se odnosi na analizu poslovne prilike mora također prikazati i analizirati kako prilika može rasti, odnosno kako novo poduzeće može proširiti svoj program proizvoda i usluga, potrošačku bazu ili geografsko područje djelovanja.

Za novonastala, *start-up* poduzeća, svaki poslovni plan treba odgovoriti na sljedeća pitanja vezana uz konkurenciju⁸:

- Tko su trenutni konkurenti novonastalog poduzeća?
- Koje resurse ta poduzeća kontroliraju? Koje su snage i slabosti konkurentskih poduzeća?
- Kako će konkurencija reagirati na odluku novog poduzeća o ulasku u posao?
- Kako može novo poduzeće odgovoriti na reakciju konkurentskih poduzeća?
- Tko bi drugi mogao primijetiti i iskoristiti istu priliku?
- Postoje li mogućnosti suradnje s potencijalnim ili stvarnim konkurentima u vidu formiranja saveza?

Posao je kao šah; da bi bio uspješan potrebno je anticipirati više poteza unaprijed i zahtijeva donošenje i implementaciju kvalitetne strategije. Sve poslovne prilike obećavaju, ali imaju i svojih ranjivosti. Dobar poslovni plan ne pokušava negirati ovo zadnje, već dokazuje kako poduzetnički tim poznaje sve dobro i loše s čim se njihovo poduzeće može suočavati u budućnosti.

1.3. Kontekst

Poslovne prilike postoje u određenom kontekstu. Na jednoj razini to je makroekonomska okolina koja uključuje ekonomsku aktivnost, inflaciju, devizni tečaj i kamatne stope. Na drugoj razini nalazi se široki spektar državnih pravila i regulacije koji imaju utjecaj na priliku te način prikupljanja i korištenja resursa. Primjeri se mogu naći od porezne politike do pravila o prikupljanju kapitala za privatno ili javno poduzeće. Na trećoj razini nalaze se faktori poput tehnologije koja definira ograničenja, onom što poduzeće i konkurencija mogu postići.

Kontekst često ima značajan utjecaj na svaki aspekt poduzetničkog procesa. Čak u nekim slučajevima promjene u nekom kontekstualnom faktoru stvaraju priliku (primjerice deregulacija zrakoplovne industrije), ali isto tako ponekad i otežavaju stvaranje novih poduzeća (primjerice recesija).

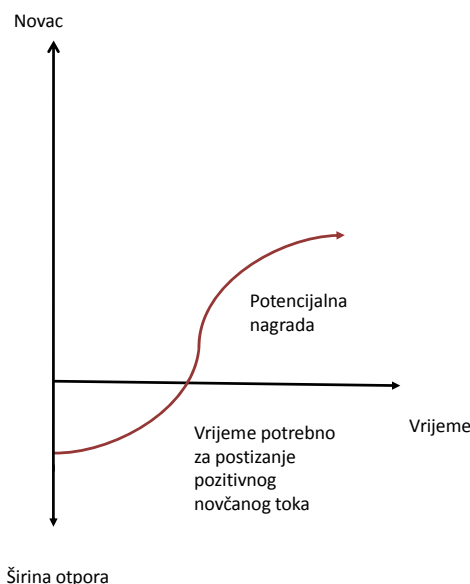
Svaki poslovni plan treba sadržavati određenu analizu konteksta. Prvo, poduzetnici bi trebali pokazati svijest o kontekstu novog poduzeća te način na koji kontekst potpomaže ili potkopava njihov prijedlog. Drugo, i važnije, poduzetnici bi trebali pokazati da su upoznati s neizbježnim promjenama u kontekstu poduzeća te opisati kako te promjene mogu utjecati na njihov posao. Poslovni plan bi također trebao istaknuti što menadžment može učiniti ukoliko promjene konteksta počnu negativno utjecati na samo poduzeće.

⁸ Sahlman, W. A (1997) How to Write a Great Business Plan. *Harvard Business Review*, July – August, str. 98-108

1.4. Rizik i dobitak

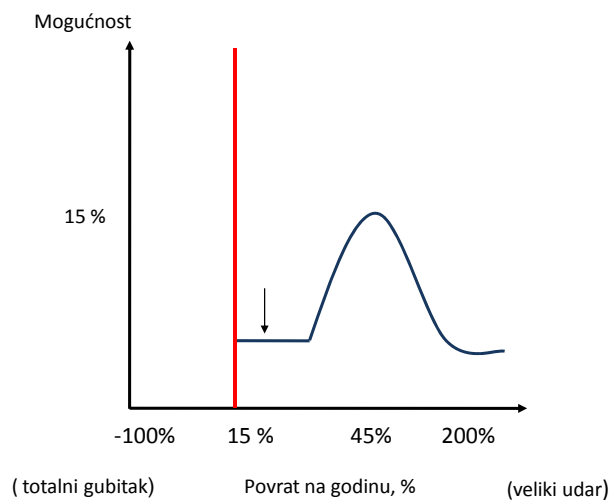
Glede pitanja rizika i dobitka u novom poduzeću, dobro bi bilo u poslovni plan uključiti dva shematska prikaza koji ilustriraju najvjerojatniju povezanost između rizika i nagrade. Prva slika prikazuje iznos novca potreban za pokretanje novog poduzeća, vrijeme do ostvarivanja pozitivnog novčanog toka i očekivanu isplativost (Slika 2). Ta slika pomaže investitoru da razumije dubinu i trajanje negativnog novčanog toka kao i vezu između investicija i mogućeg povrata. Nepotrebno je i spominjati da bi bilo idealno imati novčani tok rano i često. Čak i kada je ovakva slika preoptimistična, i to predstavlja upozorenje potencijalnom investitoru da poduzetnički tim koji stoji iza novog poduzeća nije povezan sa stvarnošću.

Druga slika nadopunjuje prvu (Slika 3). Pokazuje investitorima razmjer mogućih povrata i vjerojatnost ostvarivanja istih. Primjer na Slici 3 pokazuje investitorima da postoji 15%-tna šansa da izgube svoj novac. Ravni dio otkriva kako postoji zanemariva šansa gubitka samo manjeg dijela novca. „Grba“ u sredini pokazuje da postoji značajna šansa zarade između 15% i 45% u istom periodu. I naposljetku, postoji mala šansa da će se inicijalni izdatak vratiti sa stopom povrata od 200%. U principu, ova slika pomaže investitorima odrediti koji razred investicije im poslovni plan nudi; visokorizična ili manje rizična investicija.



Slika 2. Novac potreban za pokretanje novog pothvata, vrijeme za postizanje pozitivnog novčanog toka, i očekivana veličina plaćanja

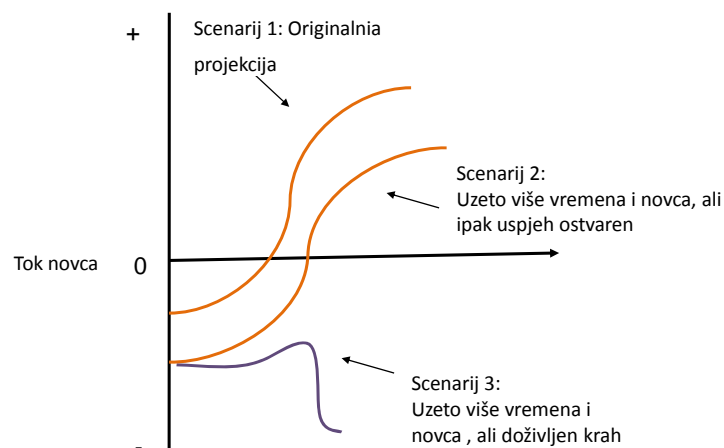
Prilagođeno prema: Sahlman, W. A (1997) How to Write a Great Business Plan. *Harvard Business Review*, July – August, str. 98-108



Slika 3. Vjerojatnost ostvarivanja određenih povrata

Prilagođeno prema: Sahlman, W. A (1997) How to Write a Great Business Plan. *Harvard Business Review*, July – August, str. 98-108

Slika 4 pokazuje primjer tri scenarija novčanog toka: originalni poslovni plan koji pokazuje željeni rezultat (scenarij 1), uspješni scenarij u kojem poduzeće ostvaruje svoje ciljeve usprkos odstupanju od originalnih projekcija, ali samo nakon investiranja još novca i vremena (scenarij 2) te treći scenarij u kojem poduzeće propada nakon značajnih ulaganja i određenog vremenskog perioda.



Slika 4. Mogući scenariji

Prilagođeno prema: Sahlman, W. A., Stevenson, H. H., Roberts, M. J. i Bhidé, A. (ur.) *The entrepreneurial venture*. Boston: Harvard Business School.

Dobri poslovni planovi su kao filmovi o budućnosti. Pokazuju ljude, priliku i kontekst iz različitih kuteva. Sva tri faktora i veze između njih će se vjerojatno mijenjati kroz vrijeme kako se poduzeće razvija od *start-up* do poduzeća s vlastitom poviješću. Stoga je potrebno da se svaki poslovni plan bavi dinamičkim aspektima poduzetničkog procesa. Naravno, budućnost je teško predvidjeti no ipak je moguće dati potencijalnim investitorima uvid u vrstu i razinu rizika i dobitka na koje novo poduzeće može računati. Jedan od često spominjanih mitova vezanih uz poduzetnike je da oni podnose visoke rizike, no logično je kako svi zdravi ljudi žele izbjegavati rizik.⁹ Poduzetnici bi htjeli uzeti cijelu nagradu, a cijeli rizik dati drugima.

Novo poduzeće može primjerice biti vrlo zaduženo i stoga jako osjetljivo na kamatne stope. U poslovnom planu je onda vrlo korisno navesti kako se menadžment planira zaštititi od rizika kroz financijsko ročno tržište kupovinom ugovora koji ublažavaju rast kamatnih stopa.

Također, vezano uz problematiku rizika i dobitka, postavlja se pitanje može li poduzeće nekad u budućnosti javno ponuditi dionice (*IPO Initial Public Offering*) ili ne. Za neke je to poslove teško s obzirom da mogu otkriti informacije koje bi onda naštetile njihovoj konkurentskoj poziciji. Poslovni plan treba dati i odgovor na pitanje kako na kraju investitor može dobiti svoj novac natrag. Kada profesionalci ulažu, oni preferiraju posebno poduzeća sa širokim spektrom mogućnosti izlaza.

U svojoj potrazi za kapitalom, poduzetnicima najviše odgovaraju oni investitori koji će ostati pasivni i neće zahtijevati određenu kontrolu nad poduzećem s obzirom na uložena sredstva. Ponekad je važnije od koga se dobivaju sredstva nego pod kojim uvjetima. Nova poduzeća su riskantna po svojoj samoj prirodi i ukoliko upadnu u probleme, određena vrsta investitora paničari, ljuti se i često odbija davati daljnja sredstva novom poduzeću. Suprotno, sofisticirani investitori nastoje pomoći poduzeću da izađe iz problema. Oni razumiju osjetljivu strategiju poslovanja i snažan taktički plan, znaju kako vrbovati, kompenzirati i motivirati članove poduzetničkog tima, razumiju prednosti i nedostatke javne ponude dionica i slično, a većina se poduzetnika kad-tad suoči s nekim od problema. Ovaj *know-how* je vrijedan plaćanja. Dobri dogovori između poduzetnika i investitora većinom imaju sljedeće karakteristike: jednostavni su, pravedni, odražavaju povjerenje, ne propadaju ukoliko se stvarnost malo razlikuje od plana, ne uzrokuju destruktivno ponašanje uključenih strana, papir koji ih opisuje je vrlo kratak. Vezano uz sklapanje dogovora, potrebno je imati na umu sljedeća pitanja:

- Od koga bi se trebao prikupiti novac?
- Koliko je novca potrebno i za koju svrhu?
- Koji su uvjeti dogovora pravedni i osiguravaju adekvatne poticaje svim uključenim stranama u većem broju scenarija?

Bilo bi korisno, ukoliko je moguće, testirati proizvod, razviti prototip i pratiti performanse. Takvi eksperimenti uvelike pomažu određivanju visine sredstava potrebnih novom poduzeću u različitim fazama svog razvoja. Investitori bi trebali uložiti u izvođenje ovakvih eksperimenata, međutim, često se o njima razmišlja kao o riskantnim i skupim.

Rizik je neizbježan i upravljanje rizikom ključno. Poslovni plan mora demonstrirati vještinu cijelog poduzetničkog procesa. Nije cilj zavarati potencijalne investitore, jer na kraju, jedini zavarani su poduzetnici. Mnogo je primjera danas velikih i uspješnih poduzeća koja su počela samo s poslovnim planom (Cisco Systems, Genentech, Microsoft...) i nije poznato jesu li ona uspjela isključivo zbog kvalitetnog poslovnog plana, ali sigurno je da se njihov razvoj temeljio na istom.

⁹ Sahlman, W. A (1997) How to Write a Great Business Plan. *Harvard Business Review*, July – August, str. 98-108

1.5. Preporučena struktura poslovnog plana

Poslovni plan treba biti kratak, jasan i precizan, najčešće sadrži između 20 i 45 stranica¹⁰. Osim na kvalitetu sadržaja potrebno je pažnju obratiti i na adekvatan izgled i uređenje teksta. Najčešći elementi poslovnog plana su:

- Sažetak
- Podaci o poduzeću/poduzetniku
- Analiza tržišta i konkurencije: procjena ponude i konkurencije, tržište prodaje ili pružanja usluge, tržište nabave, marketing
- Struktura i dinamika zaposlenih
- Tehnički elementi ulaganja: opis tehničko-tehnološkog procesa, utrošak sirovina, materijala, energenata, tehnička struktura ulaganja
- Zaštita čovjekove okoline
- Dinamika realizacije ulaganja
- Ekonomsko financijska analiza: ulaganja u osnovna i obrtna sredstva, struktura ulaganja u osnovna i obrtna sredstva, izvori financiranja i kreditni uvjeti, proračun amortizacije, proračun troškova i kalkulacija cijena, projekcija računa dobiti i gubitka, financijski tok, ekonomski tok, projekcija bilance
- Ekonomsko-tržišna ocjena: statička ocjena efikasnosti, dinamička ocjena efikasnosti
- Analiza osjetljivosti
- Zaključna ocjena
- Prilozi.

¹⁰ Brusić, A., Cvitanović, V., Gregov, Z., Kutnjak, V., Tomić, D. i Žanić, V. (2009) *Poduzetništvo 1*. Zagreb: VERN.



2. Ocjena efikasnosti investicijskog ulaganja

Pod općim pojmom ocjene investicijskog projekta podrazumijeva se skup radnji čiji je cilj sagledavanje opravdanosti i prihvatljivosti određenog projekta. Učinkovitost investicijskog projekta može se ocjenjivati u jednom jedinom razdoblju vijeka projekta ili tokom čitavog vijeka pa se razlikuje statički i dinamički pristup ocjeni investicijskog ulaganja. Statički pristup ocjeni investicijskog ulaganja podrazumijeva analizu njegove učinkovitosti korištenjem podataka o uspješnosti poslovanja u reprezentativnoj godini poslovanja. Cilj je statičkog pristupa pružiti grubi uvid u učinkovitost projekta, pa se analiziraju samo neposredni učinci unutar projekta, koristi se stalnim tržišnim cijenama i službenim tečajem stranih sredstava plaćanja, a točnost rezultata je manja. Dinamički pristup ocjeni koristi se podacima iz cijelog vijeka projekta i ima za cilj definitivnu spoznaju učinkovitosti, uključuje neposredne i posredne učinke projekta u analizu, primjenjuje stalne tržišne i ispravljene cijene, službeni i ispravljeni tečaj, uzima u obzir vremenske preferencije, a točnost rezultata je veća. U predinvesticijskoj studiji koristi se uglavnom statičkim pristupom, i to i u tržišnoj i u društveno-ekonomskoj ocjeni, budući da je njen cilj samo pružanje informacija o svrsishodnosti daljnje detaljne analize projekta. Za projekte s velikim društveno-ekonomskim značajem korisno je i u predinvesticijskoj studiji služiti se dinamičnim pristupom, ako to omogućuje raspoloživa informacijska osnovica. U investicijskoj studiji primjenjuju se oba pristupa, i dinamički i statički.

2.1. *Statički pristup ocjeni projekta*

Statički pristup ocjeni projekta podrazumijeva analizu njegove učinkovitosti korištenjem podataka o uspješnosti poslovanja u reprezentativnoj godini poslovanja. Taj pristup ocjeni je zapravo standardni račun ekonomičnosti i profitabilnosti, koji se, zahvaljujući svojoj jednostavnosti i brzini dobivanja rezultata, uspješno može primjenjivati za osnovnu orijentaciju o učinkovitosti projekta.

Podaci koji se koriste u statičnoj ocjeni, najvećim dijelom nalaze se u okviru osnovnih financijskih izvješća (Računa dobiti i gubitka i Bilance), a prema potrebi koriste se i podaci iz posebnih tabličnih prikaza strukture investicija, izvora financiranja, te broja i kvalifikacijske strukture radnika, priprema i prezentacija. Na temelju raspoloživih podataka, koji se nalaze u dijelu pripreme investicijskog projekta, moguće je izračunati mnogo različitih pokazatelja. Izbor pokazatelja za statičnu ocjenu projekta ovisi uvelike o značajkama projekta.

Osnovni nedostatak statičnog pristupa ocjeni je u tome što reprezentativna godina, ma koliko pažljivo izabrana, često nije dovoljno reprezentativna za cijeli vijek projekta, jer različiti vremenski raspored primitaka i izdataka u vijeku projekta teško može biti adekvatno prikazan jednom jedinom godinom. Osim toga, taj pristup zanemaruje vremenske preferencije u procesu investiranja i poslovanja. Kada bi pokazatelji ekonomičnosti, profitabilnosti i likvidnosti bili računati i po godinama vijeka trajanja projekta u nominalnim iznosima, zanemarila bi se temeljna odrednica investiranja, a to je vrijeme¹¹. Uzimanje vremenskih preferencija u obzir nužno je za vođenje investicijske i poslovne politike.

¹¹ Neki od pokazatelja (1) profitabilnosti: profitabilnost poslovanja (dobit prije oporezivanja/ukupna aktiva), bruto profitna marža (dobit prije oporezivanja/ukupni prihod), neto profitna marža (neto dobit/ ukupni prihod), ROA (neto dobit ili gubitak/ukupna aktiva), ROE (neto dobit ili gubitak/kapital i rezerve); (2) aktivnosti: koeficijent obrtaja ukupne imovine (ukupni prihod/ukupna aktiva), koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine (ukupni prihodi/kratkotrajna imovina), koeficijent obrtaja potraživanja (prihodi od prodaje u zemlji i inoz./potraživanja od kupaca i ostala potraž.), koeficijent obrtaja potraživanja u danima (365/koeficijent obrtaja potraživanja); (3) zaduženosti: koeficijent zaduženosti (ukupne obveze/ukupna imovina), koeficijent vlastitog financiranja (glavnica/ukupna imovina), koeficijent financiranja (ukupne obveze/upisani kapital + rezerve), pokriva troškova kamata (dobit prije poreza + kamate/financijski troškovi), *gearing* (dugoročne obveze/upisani kapital u rezerve); (4) likvidnosti: koeficijent tekuće likvidnosti (kratkotrajna imovina/kratkoročne obveze), koeficijent ubrzane likvidnosti ((kratkotrajna imovina - zalihe)/kratkoročne obveze), koeficijent trenutne aktivnosti (novac/kratkoročne obveze), koeficijent financijske stabilnosti (dugotrajna

2.2. Dinamički pristup ocjeni projekta

Dinamička ocjena isplativosti projekta uključuje vrednovanje sljedećim metodama:

- Metoda razdoblja povrata investicijskog ulaganja (na temelju originalnih i diskontiranih novčanih tokova)
- Metoda čiste sadašnje vrijednosti
- Metoda interne stope profitabilnosti
- Indeks profitabilnosti.

U dinamičkoj ocjeni utvrđuju se profitabilnost i likvidnost projekta, a polazne informacije za tu ocjenu sadržane su u izrađenom financijskom i ekonomskom toku projekta. Bit ocjene profitabilnosti ili ekonomske ocjene s gledišta projekta je procijeniti je li njegova imovina povećana ili smanjena, kad se uzme u obzir cijeli vijek projekta, bez obzira na njeno kretanje u pojedinim godinama vijeka trajanja. Pojedina metoda ocjenjuje samo neke aspekte projekta te je u procesu ocjene potrebno primijeniti sve navedene metode.

Metodom povrata investicije utvrđuje se period u kojem se vraćaju uložena sredstva u investicijski projekt. Neka od pravila koja vrijede za ovu metodu su: povoljnije je kraće razdoblje povrata ulaganja, vijek trajanja projekta (korištenje) mora biti duži od razdoblja povrata, razdoblje povrata nije jedini čimbenik razmatranju odluke o kapitalnim ulaganjima (zadovoljavajuće vrijeme povrata nije jedini niti dovoljan faktor za odluku o prihvatljivosti programa). Nedostatak ove metode je u tome što ne uzima u obzir mnoge činitelje kao: dinamiku budućih novčanih tokova, visinu kamatnih stopa u vremenu razdoblja povrata te što se računa samo na temelju nominalnih vrijednosti.

Neto sadašnja vrijednost je razlika između svih primitaka i izdataka u ekonomskom vijeku projekta svedenih na sadašnju vrijednost. Za izračunavanje sadašnje vrijednosti investicijskog ulaganja, potrebno je sve buduće veličine svesti na današnju vrijednost, pomoću diskontiranja. Izbor diskontne stope je najveći problem u izračunavanju sadašnje vrijednosti jer s njenim porastom opada sadašnja vrijednost budućih efekata i obratno. Pri ocjenjivanju nekoliko projekata, potrebno je uvijek primjenjivati istu diskontnu stopu za sve projekte, kako bi se omogućila ispravna usporedba rezultata ocjene. Kriterij za ocjenu u primjeni metode neto sadašnje vrijednosti projekta je sam iznos neto sadašnje vrijednosti projekta. Projekt je prihvatljiv ako je njegova neto sadašnja vrijednost pozitivna ili jednaka nuli, a neprihvatljiv ako je ona negativna. Metoda neto sadašnje vrijednosti uzima u obzir cijeli vijek projekta i vodi brigu o vremenskim preferencijama. Njen osnovni nedostatak je da mjeri samo apsolutni učinak na imovinu projekta, ne ukazujući na veličinu investicija koje su potrebne da bi se ostvarila ta sadašnja vrijednost.

Interna stopa profitabilnosti je ona diskontna stopa koja izjednačuje sadašnju vrijednost čistih godišnjih novčanih tokova s vrijednošću novčanog toka u nultoj godini. Ovu je metodu potrebno primjenjivati kada je to moguće, što znači uvijek osim u situaciji pojave nekoliko različitih internih stopa profitabilnosti za isti projekt i u ocjeni međusobno isključivih projekata. Korisno ju je kombinirati s neto sadašnjom vrijednosti projekta, da bi analitičar vidio i relativnu i apsolutnu učinkovitost projekta.

Indeks profitabilnosti predstavlja inačicu metode čiste sadašnje vrijednosti. Naime, riječ je o indeksu koji stavlja u omjer sadašnju vrijednost čistih godišnjih novčanih tokova projekta i investicijskog novčanog toka.

imovina/(kapital +dugoročne obveze)), obrtni kapital (kratkotrajna imovina-kratkoročne obveze); (5) efikasnosti: ukupni prihod po zaposlenom, neto dobit po zaposlenom; (6) ekonomičnosti: ekonomičnost redovnog poslovanja (poslovni prihodi/poslovni rashodi), ekonomičnost ukupnog poslovanja (ukupni prihodi/ukupni rashodi), ekonomičnost financiranja (financijski prihodi/financijski rashodi), operativna marža (prihod od prodaje-(materijalni troškovi prodane robe+troš.osoblja+ostali troš.poslovanja).



2.3. *Financijski tok (primici i izdaci)*

Financijski (novčani) tok utvrđuje likvidnost projekta tokom ekonomskog vijeka projekta. Financijski tok projekta temelji se na dinamičkom promatranju projekta u toku njegovog ekonomskog vijeka trajanja. Primici u financijskom toku projekta su oni poslovni događaji koji povećavaju financijski potencijal projekta, odnosno svi priljevi financijskih sredstava u projekt, bez obzira o obliku sredstava plaćanja i vlasništva nad tim sredstvima. Primici u financijskom toku projekta uključuju: ukupni prihod, izvore financiranja i ostatak vrijednosti projekta.

Izdaci u financijskom toku projekta su oni poslovni događaji koji smanjuju financijski potencijal projekta, svi odljevi financijskih sredstava iz projekta, bez obzira o kojem je obliku sredstava plaćanja riječ, te bez obzira na vlasništvo nad tim sredstvima. Izdaci u financijskom toku projekta uključuju: investicije u osnovna i obrtna sredstva, rashode poslovanja bez amortizacije, obveze prema izvorima financiranja (otplata kredita) i porez iz dobiti.

2.4. *Osjetljivost investicije*

Analiza osjetljivosti služi se informacijama iz cijelog vijeka projekta i kao takva podrazumijeva dinamički pristup ocjeni neizvjesnosti. Analizom osjetljivosti projekta procjenjuje se prihvatljivost projekta, ako vrijednosti kritičnih parametara projekta budu drugačije nego što je planirano u toku dosadašnje analize. Pod kritičnim parametrima projekta podrazumijevaju se oni elementi projekta koji značajno utječu na učinkovitost projekta i istovremeno su i naglašeno neizvjesni.

Suvremene uvjete poslovanja karakterizira stalna prisutnost rizika i neizvjesnosti. Inflacija i tečajni rizik su neki od čimbenika koji bi se negativno mogli odraziti na efekte investicijskih odluka. Iako se povećan rizik od inflacije i promjene tečaja snažnije reflektira u slučaju dugoročnih financijskih odluka, njihovo postojanje se ne smije zanemariti niti kod donošenja odluka o investiranju u kratkoročne i srednjoročne projekte. Broj kritičnih parametara je različit kod različitih projekata, ali najčešće se javljaju¹²: opseg plasmana na prodajnom tržištu, prodajna cijena *outputa*, nabavna cijena *inputa*, stupanj iskorištenosti kapaciteta, trajanje projekta, iznos investicija, kamatne stope na kredite, diskontna stopa, stopa inflacije, promjene mjera ekonomske politike, prekoračenje planiranih rokova izvedbe projekta i sl.

Osnovna značajka analize osjetljivosti je da ona mjeri posljedice pretpostavljenih promjena vrijednosti kritičnih parametara, ali ne ukazuje na to koja je vjerojatnost da će do tih promjena doći. Kada je provedena analiza osjetljivosti nekog projekta, poslovnog plana ili pothvata, zaključuje se je li ovaj projekt elastičan ili ne, odnosno koliko dobro i da li podnosi promjene određenih parametara. Na temelju tako iznesenih činjenica i cjelokupno provedene ekonomsko-financijske analize odlučuje se je li izvedba pothvata, poslovnog plana ili projekta prihvatljiva.

2.5. *Točka pokrića troškova*

Točka pokrića troškova ukazuje na činjenicu kada su u poslovnoj godini troškovi i prihodi izravnani, tj. kada je poslovni rezultat jednak nuli. Analizom te točke može se doći i do tzv. sigurnosnih koeficijenata (ili stopa) koje pokazuju koliko poduzeće može podnijeti djelovanje nepovoljnih utjecaja na poslovanje (pad prometa, sniženje prodajnih cijena, povećanje nabavnih cijena i dr.), a da ne posluje s gubitkom. Točka pokrića troškova može se izraziti u količini učinaka, u visini prihoda i u postotku iskorištenosti kapaciteta. Jednom kada se zna točka pokrića, tada se zna i minimalni plan prodaje koji se treba ostvariti. Bitno je znati da povećanje prihoda iz prodaje ne znači nužno i povećanje dobiti. Puno poduzeća je propalo zbog zanemarivanja važnosti točke pokrića, osobito u slučajevima kada su se, kako je volumen prodaje rastao, varijabilni troškovi (primjerice nabavne cijene prodane robe) oteli kontroli.

¹² Bendecković, J. (1993) *Planiranje investicijskih projekata*. Knjige I-IV. Zagreb: Ekonomski institut.

3. Specifičnosti financiranja malih i srednjih poduzeća

Mala i srednja poduzeća danas se smatraju pokretačima gospodarstva¹³. Njihovo djelovanje ključno je za ostvarenje gospodarskog rasta i razvoja, postizanje konkurentnosti, stvaranje i usvajanje inovacija te konačno, mala i srednja poduzeća važan su izvor radnih mjesta.

Financiranje malog i srednjeg poduzetništva važno je pitanje s obzirom na velik broj ograničavajućih čimbenika s kojima se manja poduzeća susreću tokom svog životnog ciklusa. Poznato je da manja poduzeća najčešće započinju svoje poslovanje na temelju jedne dobre ideje, s jednim ili dva zaposlenika te s vrlo malo početnog kapitala na raspolaganju. Razvoj šireg spektra financijskih usluga i potpore ovom sektoru nužan je kako bi se poticao razvoj poduzetništva. Većina malih i srednjih poduzeća ovisi o internim izvorima financiranja. Međutim, kako poduzeća rastu i poslovanje napreduje, javlja se potreba za većim iznosima financijskih sredstva koje mogu pružiti eksterni izvori financiranja, a oni su nerijetko teško dostupni manjim poduzećima.

Banke i ostali eksterni izvori financiranja boje se rizika i rizičnih ulaganja te s ciljem vlastite zaštite od istih često koriste širok spektar kamatnih stopa koje obračunavaju na posuđena sredstva. To znači da su tražitelji zajmova čiji se zahtjevi čine riskantnima suočeni s vrlo visokim kamatnim stopama na zajmove i da im je pristup većim iznosima financijskih sredstava otežan i ograničen. Navedeni problemi financiranja na privatnim tržištima duga ili tzv. *private equity* tržištima posljedica su informacijskih asimetrija, odnosno informacijskog jaza između poduzetnika i investitora. Kada bi se informacijske asimetrije uklonile i financijska ograničenja bi nestala¹⁴.

Razlika između ponude i potražnje sredstava u sektoru malog i srednjeg poduzetništva naziva se financijski jaz¹⁵. Mnogo je razloga nastanka jaza. Neki tvrde da je to posljedica specifičnih karakteristika malih poduzeća, dok drugi tvrde da je posljedica nesavršenosti tržišta. Činjenica je da se manja poduzeća suočavaju s financijskim jazom zbog kombinacije razloga koji leže na strani ponude, ali i na strani potražnje¹⁶. Rješavanje problema jaza dobiva sve više na važnosti s obzirom na globalno poslovno okruženje, konstantne promjene i zahtjeve koji se stavljaju pred sudionike globalnog poslovnog sustava.

3.1. Prepreke financiranju malih i srednjih poduzeća

Prilikom davanja zajmova ili drugih oblika posuđivanja financijskih sredstava svaki će davatelj sredstava htjeti osigurati povratak istih uz minimalan rizik. Posuđivanje malim i srednjim poduzećima je riskantnije nego posuđivanje velikim poduzećima jer se poslovanje prvo spomenutih teže prati. Naime, velika poduzeća obvezna su javno objavljivati svoje poslovne i financijske rezultate pa je do njihovih podataka lakše doći i jednostavnije procijeniti potencijalni rizik posuđivanja. Investitori ili zajmodavci će zato nerijetko biti skloniji odobravanju kredita većim nego manjim poduzećima.

¹³ Cull, R., Davis, E.L., Lamoreaux, N.R. i Rosenthal, J.L. (2006) Historical financing of small and medium size enterprises; Chen, C.J. (2009) Technology commercialization, incubator and venture capital, and new venture performance; Wengenroth, U. (1999) Small-scale business in Germany: The flexible element of economic growth i sl.

¹⁴ Lerner, J. (1998) Angel financing and public policy: an overview. *Journal of banking and finance* 22, str. 773-783.

¹⁵ Park, J.H., Lim, B.-C. i Koo, J.-H. (2008) Developing the capital market to widen and diversify SME financing: the Korean experience. *Korea Institute of finance*. Dostupno na: <http://www.aseansec.org/22633-8.pdf> [09.11.2009.]

¹⁶ Ibid.

Nekoliko je karakteristika malih i srednjih poduzeća koje ih čine različitim od velikih i rizičnijim za odobravanje kredita, odnosno za posuđivanje financijskih sredstva.

Mali poduzetnici imaju privilegiran pristup podacima o vlastitom poslovanju i nisu dužni te podatke objavljivati javno. Budući da investitori ne mogu doći do podataka o poduzeću, vrlo će teško procijeniti stupanj rizičnosti ulaganja i teško će razlikovati poduzeća koja uspješno posluju od onih koja imaju lošiji poslovni rezultat. Također, ograničene informacije otežavaju proces praćenja poslovanja nakon što se investitor odluči dati financijska sredstva na raspolaganje. Kako bi se investitori, odnosno zajmodavci zaštitili, nerijetko traže od poduzetnika neku vrstu jamstva ili kolaterala na posuđena sredstva.

Poslovanje malih i srednjih poduzeća znatno je volatilnije nego poslovanje velikih poduzeća pa je i njihov financijski rezultat nestabilan i nesiguran. Stopa preživljavanja malih i srednjih poduzeća niža je od one velikih poduzeća¹⁷. Rezultati istraživanja čak su pokazali da proizvodna poduzeća s manje od dvadeset zaposlenih imaju pet puta veću vjerojatnost propadanja od većih poduzeća¹⁸. Upravo su zato ulaganja u mala i srednja poduzeća riskantnija od ulaganja u velike kompanije. Mala i srednja poduzeća raspolažu s manje ljudskog i financijskog kapitala, a to im otežava da uspješno konkuriraju na tržištu.

Odnosi između malih poduzeća i vlasnika udjela više su personalizirani nego u velikim kompanijama u kojima su jasno postavljena pravila korporativnog upravljanja, revizije, podjele dobiti, dividenda i sl..

Trošak procjene kreditne sposobnosti je velik neovisno radi li se o malom ili velikom poduzeću. Troškovi uključuju administrativna davanja, pravne troškove, troškove dobivanja određenih informacija, primjerice podataka o kreditnom profilu poduzeća i sl. Ukoliko se radi o davanju kredita manjeg iznosa, tada je vjerojatnost pokrivanja ili drugim riječima isplativost ovih troškova manja.

Ukoliko poduzeća traže kredit od banke ili druge financijske institucije, obično se od njih traži jamstvo za taj kredit. Problem malih poduzeća je da nemaju adekvatno jamstvo za dobivanje sredstava. Jamstvo se obično procjenjuje s obzirom na traženi iznos kredita. Ukoliko poduzeća zatraže prevelik iznos kredita u odnosu na procijenjenu vrijednost projekta, od njih će se tražiti veliko jamstvo koje ne mogu osigurati. Na taj se način zajmodavci žele osigurati od rizika.

Dodatne prepreke financiranju su nedovoljno razvijen financijski, bankovni i pravni sustav, osobito u zemljama u razvoju. Tamo se poduzeća suočavaju s vrlo konzervativnim politikama posuđivanja i visokim kamatnim stopama na kredite. Nerazvijen pravni sustav otežava razvoj i stvaranje novih oblika financijskih instrumenata, uključujući i korištenje kolaterala kao instrumenta upravljanja rizikom.

Međutim, treba imati na umu da nisu samo zahtjevi banaka ili investitora elementi koji otežavaju financiranje malog i srednjeg poduzetništva. Nerijetko se i na strani tražitelja sredstava pojavljuju ograničavajući faktori. Nekvalitetni prijedlozi projekata, nesposobnost iskorištavanja postojećih prilika na najbolji mogući način te negativan stav prema vanjskim investitorima otežavaju postupak pribavljanja sredstava¹⁹.

Još jedna od prepreka, pogotovo u sektoru visoke tehnologije, jest predaja zahtjeva za financiranjem projekata koji ne zadovoljavaju ni minimalne potrebne standarde. Nedovoljno elaborirane ideje, izostanak objašnjenja plana poslovanja ili plana otplate kredita razlozi su odbijanja financiranja od strane financijskih institucija. Poduzetnici često nevoljko gledaju na potrebu komuniciranja s bankama ili drugim financijskim institucijama kako bi osigurali potrebna sredstva. Poteškoće nastaju jer mnogi poduzetnici ne znaju dobro

¹⁷OECD (2006) The SME financing gap (Vol. 1.). Theory and finance. Dostupno na: http://www.insme.org/documents/SME_Financing_Gap_OECD.pdf [02.11.2009.]

¹⁸OECD (2006) The SME financing gap (Vol. 1.). Theory and finance. Dostupno na: http://www.insme.org/documents/SME_Financing_Gap_OECD.pdf [02.11.2009.]

¹⁹Ibid.

prezentirali svoje ideje niti artikulirati svoje potrebe ili ne raspolažu dovoljnim znanjem o svim raspoloživim financijskim instrumentima.

Problem financiranja malih i srednjih poduzetnika predstavlja i njihova averzija prema vanjskim investitorima. Ovo osobito ističe kada je riječ o dioničkom financiranju i prepuštanju kontrole nad poduzećem vanjskim dioničarima.

3.2. Razlike u financiranju velikih i malih poduzeća

Velika i mala poduzeća razlikuju se u brojnim aspektima poput izbora strategija poslovanja, izbora tržišta, proizvodnim mogućnostima, širini asortimana, broju zaposlenih, financijskim resursima i dr.. Što se financiranja tiče, najveće razlike između velikih i malih poduzeća ogledaju se u dostupnim izvorima financiranja. Velika poduzeća se pored zaduživanja na *private equity* tržištima i tržištima privatnog duga (eng. *private debt markets*), mogu koristiti i javnim zaduživanjem, dakle javnom ponudom svojih vrijednosnih papira na burzi. Mala i srednja poduzeća zadužuju se najčešće na *private equity* i *private debt* tržištima, prodajom vlasničkih vrijednosnih papira koji ne kotiraju na burzi ili zaduživanjem kod banaka i drugih financijskih institucija. Osnovni razlozi ograničenja malih i srednjih poduzeća u pogledu javne ponude vrijednosnica ogledaju se u visokim troškovima javne ponude koji uključuju provođenje detaljne provjere likvidnosti i boniteta te distribucije i registracije vrijednosnih papira. Ekonomska isplativost i atraktivnost javne ponude vrijednosnih papira ovisi o mogućnosti i praksi pripreme transparentnih izvještaja poslovanja te troškovima izdavanja²⁰.

Mogućnost pribavljanja financijskih sredstava putem javne prodaje dionica koja je karakteristična za velike kompanije ne isključuje pribavljanje financijskih sredstava na *private equity* tržištima. Štoviše, velika poduzeća vrlo često kombiniraju ta dva načina financiranja. Mala i srednja poduzeća nemaju tu mogućnost kombiniranja privatnog i javnog izdavanja vlasničkih vrijednosnih papira već najčešće koriste bankovne kredite ili zajmove te ulaganja privatnih investitora kao izvore financijskih sredstava.

Olakšavajući faktor malim i srednjim poduzećima jest činjenica da nemaju poteškoća s izborom politike upravljanja ili kapitalnom strukturom, budući da je vlasnik poduzeća taj koji odlučuje.

3.3. Ekonomsko okruženje kao čimbenik financiranja malih i srednjih poduzeća

Ekonomsko okruženje u kojem poduzeća djeluju utječe na njihov izbor i pristup traženju izvora financijskih sredstava. Brojni čimbenici utječu na odluku poduzeća o izboru načina financiranja. Neki su čimbenici dio institucijskog okruženja koji utječe na sve sudionike na tržištu, dok su neki posljedica preferencija zajmodavaca i samih poduzetnika²¹.

Stabilno makroekonomsko okruženje preduvjet je dobrog funkcioniranja gospodarstva i svih njegovih sudionika. Čimbenici stabilnosti razlikuju se od zemlje do zemlje, ovisno o stupnju razvoja. Tako su, u pravilu, u zemljama u razvoju niska inflacija i stabilan devizni tečaj ključne komponente stabilnosti ekonomskog okruženja povoljnog za razvoj poduzetništva.

Kako bi se održalo makroekonomsko okruženje s niskom inflacijom i stabilnom valutom vlade koriste različite politike i ekonomske mjere. Jedna od često implementiranih politika je restriktivna monetarna politika kojom se utječe na ponudu novca, a time i na visinu kamatnih stopa koje tada utječu i na cijene

²⁰ Berger, A.B. i Udell, G.F. (1998) The economics of small business finance: the role of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking and finance* 22, str. 613-673.

²¹ Hughes, A. (1997) Finance for SMEs: A U.K. *Perspective Small Business Economics* Vol. 9, No.2, 151-166.



kredita banaka. Što je monetarna politika više restriktivna, kamatne stope će rasti, odnosno banke će postrožiti uvjete posuđivanja. Budući da mnoga poduzeća ovise upravo o financijskom sredstvima posuđenim od banaka, monetarna politika posredno utječe i na razvoj i mogućnost širenja poduzetništva.

Stroži uvjeti posuđivanja financijskih sredstava kao posljedica nestabilnog makroekonomskog okruženja imat će veći utjecaj na poduzetnike u zemljama u kojima su banke glavni izvori financijskih sredstva, a to je najčešće slučaj u tranzicijskim i sabije razvijenim zemljama.

Financijski i bankovni sektor stoga predstavljaju važan element uspješnog funkcioniranja čitavog gospodarstva i ovise o sveukupnom stabilnom makro okruženju. Potrebno je izgraditi kvalitetnu financijsku infrastrukturu, uspostaviti i provoditi financijsku regulaciju te omogućiti korištenje što više financijskih instrumenata.

Ostali aspekti makroekonomskog okruženja uključuju vladine politike usmjerene na poticanje određenog sektora. Nerijetko se događa da vlade žele poticati industrijalizaciju, odnosno industrijski sektor u koji su više uključene velike kompanije nauštrb ostalih sektora gospodarstva. S ciljem efikasnog funkcioniranja gospodarstva potrebno je razviti adekvatnu pravnu i institucionalnu infrastrukturu, odgovarajuće vladine politike, efikasan, transparentan i zdrav financijski sustav kako bi se omogućila optimalna alokacija raspoloživih resursa zemlje.

Budući da je globalizacija značajno utjecala na promjene u okruženju svi subjekti koji žele opstati, bez obzira na sektor u kojem djeluju, moraju se prilagoditi novonastalim uvjetima. Kada je riječ o bankama i bankovnom poslovanju, usporedno s jačanjem procesa globalizacije javila se tendencija spajanja i udruživanja banaka s ciljem izgradnje financijskih konglomerata²². Tradicionalna se uloga banaka kao institucija koje posuđuju sredstva primarno velikim kompanijama ili građanstvu promijenila. Danas banke sve više nastoje razvijati područja poslovanja u kojima bi stvorile dugoročne veze s klijentima i pružale usluge savjetovanja, nadzora i kreditiranja malih i srednjih poduzeća.

Kako bi banke bile zainteresirane i voljne pružati financijske usluge malim i srednjim poduzećima, oni moraju omogućiti bankama dobivanje informacija o njihovom poslovanju. Dakle, poduzeća bi morala objavljivati transparentne i detaljne izvještaje koji daju uvid u poslovanje i omogućuju procjenu kreditne sposobnosti. Kvalitetno poslovno okruženje kao dio cjelokupnog ekonomskog okruženja motivirat će i olakšati poduzećima da posluju što transparentnije i uspješnije. Prvenstveno se misli da smanjivanje administrativnih zahtjeva i birokracije prilikom započinjanja nekog poslovnog pothvata, izradu kvalitetne porezne politike, postojanje institucija za informiranje poduzeća, iniciranje programa za poticanje poduzetništva i sl.

²²The OECD, The SME financing gap (Vol. 1.). Theory and finance (2006), ch. 1. Dostupno na: http://www.insme.org/documents/SME_Financing_Gap_OECD.pdf (02.11.2009.)



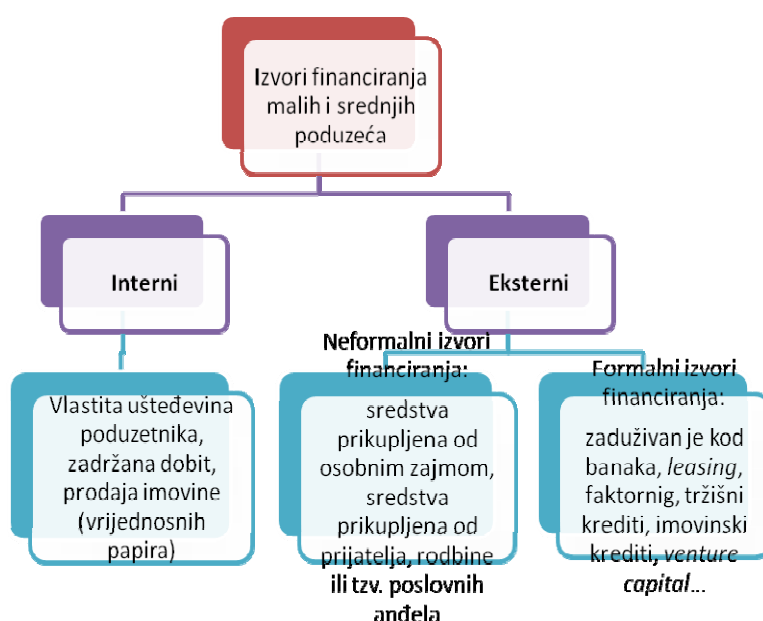
4. Izvori financiranja malih i srednjih poduzeća

Značaj i doprinos malih i srednjih poduzeća za rast i razvoj gospodarstva osobito se ističe posljednjih nekoliko desetljeća. Kako bi poduzeća mogla ispuniti svoju ulogu u gospodarstvu, promicati i stvarati inovacije, omogućiti otvaranje novih radnih mjesta, konkurirati na globalnom tržištu, ona moraju imati na raspolaganju određene financijske resurse.

Izvori financiranja koji su raspoloživi manjim poduzećima znatno su oskudniji od izvora dostupnih velikim kompanijama. Razlog tomu je povećan rizik manjih poduzeća koji je posljedica nedostatnih informacija o poslovanju, ali i drugih specifičnosti poput nižih stopa preživljavanja na tržištu, nedostatak imovine koja bi služila kao jamstvo i drugi. Izvori i načini financiranja poduzeća ovise o fazi životnog ciklusa u kojem se ono nalazi. Nisu jednake potrebe poduzeća koje tek započinje s poslovanjem i poduzeća koje ima dugu tradiciju poslovanja na domaćem i međunarodnim tržištima.

Postoji čitav niz različitih izvora financiranja poduzeća. Osnovna podjela je na interne i eksterne izvore (Slika 5). Interno financiranje najčešće koriste mala i srednja poduzeća, a ono podrazumijeva vlastitu ušteđevinu poduzetnika, zadržanu dobit i prodaju imovine poduzeća. Eksterno ili vanjsko financiranje može se podijeliti na neformalne izvore i formalne izvore financiranja. Neformalni eksterni izvori financiranja su sredstva prikupljena od prijatelja, rodbine ili tzv. poslovnih anđela. Više formalni izvori financiranja poduzeća obuhvaćaju zaduživanje kod banaka ili drugih financijskih institucija, mikro-kredite, faktoring, tržišne kredite te ostale izvore eksternog financiranja koji se zajednički mogu nazvati rizični kapital, a koji su pogodni za brzo rastuća nova poduzeća.

U slučaju eksternog financiranja moguće se zaduživati na *private equity* tržištima i *private debt* tržištima ili tržištima privatnog duga te na javnim tržištima vrijednosnih papira (eng. *public markets*). Manja i srednje velika poduzeća najčešće sudjeluju na *private equity* i *debt* tržištima, dok se velika poduzeća financiraju javnom ponudom svojih vrijednosnih papira na javnim tržištima.



Slika 5. Izvori financiranja malih i srednjih poduzeća

Potrebno je razlikovati dva načina posuđivanja: transakcijsko posuđivanje (eng. *transactions lending*) i posuđivanje temeljeno na poznanstvu (eng. *relationship lending*). Oni se razlikuju s obzirom na način pribavljanja informacija o poduzeću, uvjetima, strukturi ugovora o zajmu ili kreditu te mehanizmima nadzora.

Transakcijsko posuđivanje temelji se na čistim kvantitativnim podacima i novija istraživanja su pokazala da obuhvaća različite načine financiranja poput posuđivanja na temelju *credit scoringa*, *leasing*, imovinske kredite i sl. Transakcijsko posuđivanje usmjereno je uglavnom na velika poduzeća transparentnog poslovanja.

Posuđivanje na temelju poznanstva temelji se na kvalitativnim informacijama i smatra se da je ovaj način posuđivanja češći među manjim poduzećima.

4.1. Eksterni izvori financiranja malih i srednjih poduzeća

Većina se malih i srednjih poduzeća koristi eksternim financiranjem kako bi prikupila potrebne financijske resurse. Eksterno financiranje može se odvijati na *private equity* tržištima na kojima poduzeća prodaju vlastite vrijednosne papire koji ne kotiraju na javnim burzama ili na privatnim tržištima duga (eng. *private debt market*), odnosno zaduživanjem kod banaka ili drugih financijskih institucija. Druga opcija se smatra privlačnijom za mala i srednja poduzeća budući da vlasnici žele zadržati što veću kontrolu nad poduzećem. Upravo zato ponuda vrijednosnih papira na javnim burzama obično nije opcija za manja poduzeća, već za veće i etablirane kompanije. U nastavku su navedeni najčešći oblici eksternog i zaduživanja.

4.1.1. Bankovni krediti

Zaduživanje kod banaka još je uvijek jedan od najčešćih oblika financiranja manjih poduzeća. Krediti banaka mogu biti osigurani ili neosigurani što ovisi o kreditnom rejtingu poduzeća. Banke često traže kolaterale i garancije kako bi se zaštitile od rizika te kako bi bile u mogućnosti ponuditi manjim poduzećima koje karakteriziraju asimetrične informacije kredite po povoljnim uvjetima. Kolaterali i garancije su korisni jer banke ili druge financijske institucije ne moraju koristiti usluge posrednika prilikom procjene rizika već mogu odrediti uvjete kreditiranja procjenom imovine koju je poduzeće stavilo kao jamstvo.

Kreditne obveze i kreditne linije još su neki od načina financiranja eksternim zaduživanjem. Kreditna obveza je ugovor koji izdaje financijska institucija i kojim se obvezuje osigurati sredstva po unaprijed specificiranim uvjetima tokom određenog budućeg vremenskog razdoblja osim ako korisnik ne pretrpi iznimne materijalne štete ili ako ne prekrši uvjete ugovora. Kreditne linije nisu ništa drugo nego *revolving* krediti koji omogućavaju poduzeću posuđivanje sredstava prema njegovim potrebama tokom određenog vremenskog razdoblja i vraćanje duga u ratama prema svojim mogućnostima.

Još jedan oblik zaštite banaka i alat za premošćivanje problema nedostatnih informacija su ugovori i odabir vremena sazrijevanja duga. Ugovorima o dugu se banke ili druge financijske institucije žele zaštititi od rizičnog ponašanja poduzeća na način da ih obvezuju na savjetovanje s bankom kad god se promijeni financijska situacija poduzeća ili kad se pojavi prilika povećanja vrijednosti pothvata za koji su uzeli kredit i sl. Istraživanja su pokazala da su investicijski troškovi poduzeća koja su se zadužila kod banaka i obvezala strogim ugovorom o dugu manje osjetljiva na promjene novčanog toka od poduzeća koja se nisu obvezala ugovorom o dugu²³.

Bliski odnosi banke i poduzeća olakšat će postupak dobivanja dugoročnih kredita. Ovdje je riječ o takozvanom posuđivanju na temelju poznanstva (eng. *relationship lending*). Bit je u tome da se informacije

²³Morgan, D.P. (1994) What is special about bank loans? is bank lending special? *Federal Reserve Bank of Boston*, Conference series. Dostupno na: <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf39.pdf> [02.11.2009.]

prikupljaju kroz kontinuiranu komunikaciju banke ili financijske institucije i poduzeća. Prikupljene informacije tada služe kao pomoć pri nadzoru izvršavanja ugovornih obveza ili prilikom ponovne procjene ugovornih uvjeta.

4.1.2. Imovinski krediti

Ovaj način financiranja predstavlja transakcijsko posuđivanje u kojem financijske institucije rješavaju problem asimetričnosti informacija orijentirajući se na imovinu poduzeća koju ono stavlja kao jamstvo. Primarni fokus je na imovini koju poduzeće posjeduje, a ne na procjeni vrijednosti čitavog poduzeća. Iznos odobrenog kredita određuje se na temelju procjene likvidacijske vrijednosti založene imovine. Budući da se vrijednost imovine neprestano mijenja, potrebne su svakodnevne provjere te vrijednosti, a ponekad se čak i vrše inspekcije fizičkog stanja same imovine²⁴.

4.1.3. Leasing

Leasing je drugi najčešći izvor eksternog financiranja²⁵. U poslovnoj praksi *leasing* se pojavljuje u više oblika, a podjela se može izvršiti po različitim kriterijima (npr. prema položaju davatelja *leasinga*, prema dužini trajanja, prema mogućnostima otkazivanja ugovora, prema predmetu *leasinga* i dr.)²⁶. Neovisno o tome, zajednička karakteristika svih *leasing* ugovora jest da predstavljaju specifičan način financiranja. Ugovorom o *leasingu* vlasnik imovine odobrava korisniku *leasinga* pravo korištenja imovine na određeno vrijeme koji mu zauzvrat plaća ugovorenu naknadu u više obroka. *Leasingom* se najčešće financira nabava strojeva, opreme, vozila i nekretnina. Postoje dvije vrste *leasinga*: operativni i financijski. Kod operativnog *leasinga*, na kraju ugovornog razdoblja imovina se vraća vlasniku i time završavaju sve obveze korisnika. U slučaju financijskog *leasinga*, nakon isteka ugovora korisnik obično otkupljuje imovinu i postaje njen vlasnik. Najveća prednost *leasinga* očituje se u mogućnosti obročnog financiranja nabavke imovine oslobađajući financijska sredstva poduzeća za druge investicije.

4.1.4. Faktoring

Faktoring predstavlja potpunu financijsku uslugu koja objedinjuje financiranje radnog kapitala, zaštitu od rizika naplate, upravljanje potraživanjima i uslugu naplate potraživanja²⁷. Podrazumijeva sklapanje ugovora između faktora i prodavatelja robe ili usluge. Prema takvom ugovoru faktor otkupljuje prodavateljeva potraživanja i preuzima rizik naplate od kupca. Kupac nedospjelih potraživanja (faktor) obično naplaćuje prodavatelju naknadu za obavljenу uslugu čija visina ovisi o vremenu koje je potrebno za izvršavanje naplate od dužnika. Faktoring se temelji na pravnom razdvajanju imovine od poduzeća. Pogodan je način financiranja za brzo rastuća, nova poduzeća kojima obujam financijskih transakcija raste usporedno s obujmom naplativih potraživanja²⁸. Razlike faktoringa i bankovnog kredita su u tome što se kod faktoringa naglasak stavlja na vrijednost potraživanja, a ne na procjenu kreditne sposobnosti poduzeća. Faktoring nije zajam, on označava kupnju imovine (potraživanja). U slučaju faktoringa postoje tri ugovorne strane, prodavatelj ili klijent, kupac potraživanja ili faktor i dužnik, dok kod bankovnih kredita postoje samo dvije ugovorne strane. Nadalje, prednost financiranja putem faktoringa je u tome što se kod faktoringa primarno

²⁴ Berger, A.N. i Udell, G.F. (2006) A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of banking and Finance* vol. 30, str. 2945-2966.

²⁵ OECD (2006) The SME financing gap (Vol. 1.). Theory and finance, ch.3. Dostupno na: http://www.insme.org/documents/SME_Financing_Gap_OECD.pdf [02.11.2009.]

²⁶ Jelinić, S. i Kaleb, Z., op. cit. str. 10, Ugovor o leasingu u hrvatskom trgovačkom pravu, Informator, broj 5278, 06.10. 2004. str. 19.

²⁷ Agencija za promicanje izvoza i ulaganja. Dostupno na: <http://www.apiu.hr/hr/Home.aspx?PageID=154> (09.11.2009.)

²⁸ The OECD, The SME financing gap (Vol. 1.). Theory and finance (2006), ch.3. Dostupno na: http://www.insme.org/documents/SME_Financing_Gap_OECD.pdf (02.11.2009.)

ispituje bonitet prodavatelja i dužnika, dok kod zahtjeva za kredit banka ispituje bonitet poduzeća uz određene instrumente osiguranja. Daljnja je prednost faktoringa što se brzim unovčavanjem potraživanja poboljšava likvidnost poslovanja, kreditna sposobnost i bonitet, te rentabilnost poslovanja.

4.1.5. Tržišni kredit

Tržišni kredit je način financiranja malih i srednjih poduzeća, ali ne od strane financijskih institucija. Osobito je značajan kao izvor financiranja u zemljama sa slabo razvijenim financijskim sustavom. Tržišni kredit predstavlja kredit dobavljača kojim se poduzećima dozvoljava odgoda plaćanja kupljene opreme ili neke druge imovine. Koristeći tržišne kredite, mala i srednja poduzeća odgađaju plaćanja dospjelih obveza za kupljenu robu ili usluge i time pozitivno djeluju na vlastiti novčani tok. Tržišni kredit je vrlo čest oblik financiranja malih i srednjih poduzeća unatoč činjenici da je nerijetko skuplji od bankovnog kredita.

4.1.6. Osobni zajmovi

Osobni zajmovi predstavljaju prikladan način dobivanja financijskih sredstva potrebnih za podmirivanje nekih kratkoročnih obveza, a nerijetko se koriste radi mogućnosti ostvarivanja poreznih olakšica na takve zajmove. Pored osobnih zajmova samog vlasnika poduzeća, financijska sredstva se mogu prikupiti i zajmovima od strane prijatelja ili rodbine te ostalih investitora. Uz osobne zajmove, poduzetnicima se često nudi mogućnost financiranja poslovnim kreditnim karticama, ali takav način financiranja nije se pokazao kao privlačan izvor potrebnih financijskih sredstva, barem ne za veće investicije s potencijalno velikim povratima.

4.1.7. Venture kapital

Venture capital (rizični kapital, poduzetnički kapital) je oblik financiranja malih i srednjih poduzeća na *private equity* tržištu. Predstavlja vezu između poduzeća i institucionalnih i drugih izvora financiranja. *Venture* ili poduzetnički kapital zapravo podrazumijeva investiranje u mala i srednja poduzeća kupujući njihove vlasničke udjele ili dionice. Poduzeće osnovano *venture* ili poduzetničkim kapitalom obično je uređeno kao ograničeno partnerstvo.

Osim što ulažu potreban kapital, *venture* investitori ulažu upravljačka i ostala znanja i vještine u perspektivna, brzo rastuća poduzeća. Znači, osim financijske injekcije, investitori doprinose i boljem kredibilitetu poduzeća i opskrbljuju menadžment s novim znanjima, kontaktima i informacijama što predstavlja temelj daljnjeg unapređenja poslovanja. U ovakvom poduzeću detaljno se razgranjuju funkcije i imenuju se osobe zadužene za obavljanje i kontrolu pojedinih funkcija. To je ostvarivo samo ako investitori raspolažu velikim fondom znanja u određenom području za koje su oni zaduženi.

Jedna od karakteristika *venture* investitora jest da ulažu prvenstveno u nova poduzeća s visokom potencijalom rasta i ostvarivanja velikih povrata na investicije. Najčešće je riječ o poduzećima koja djeluju u sektoru visoke tehnologije, a poznata su pod nazivom "gazele". Investitori ulažu u nova, brzo-rastuća poduzeća s očekivanjem da će im se povećani rizik i produženi period nelikvidnosti kompenzirati velikim povratima na uloženo²⁹.

Osnovna razlika ovakvog oblika financiranja od tradicionalnog zaduživanja kod banaka je u spremnosti *venture* investitora na prihvaćanje znatno većih rizika od banaka. *Venture* investitori ne zahtijevaju jamstvo ili garancije za uložena sredstva. Također, sredstva ulažu na srednji ili dugi rok za razliku od komercijalnih

²⁹ OECD (2006) The SME financing gap (Vol. 1.). Theory and finance, ch.3. Dostupno na: http://www.insme.org/documents/SME_Financing_Gap_OECD.pdf [02.11.2009.]



banaka koje su oprezne prilikom kreditiranja malih i srednjih poduzeća pa stoga većinom odobravaju kratkoročne kredite. Izlazak iz poduzeća ostvaruju ili putem javne prodaje svojih dionica na burzi ili prodajom udjela interno, ostalim članovima poduzeća.

Venture investicije kroz fondove upravljane iskusnim poduzećima omogućavaju investitorima pristup spektru pažljivo odabranih, propulzivnih, kvalitetnih visoko rastućih kompanija prije no što realiziraju svoj puni potencijal, postanu poznate ili kotiraju na burzi. Svake godine oko 40% flotacija poduzeća na London Stock Exchange čine poduzeća koja se baziraju na *venture* kapitalu³⁰.

SAD predstavlja ogledni primjerak *venture* investicija u poduzeća visokih tehnologija kojem mnoge zemlje teže. 1998. godine investicije u Velikoj Britaniji u poduzeća visokih tehnologija relativno prema BDP-u predstavlja trećinu onoga što se ulagalo u SAD-u³¹.

Za većinu poduzetnika koji još nisu prošli proceduru financiranja *venture* kapitalom, strukture koje im se nude za financiranje čine se kompleksnim, zbunjujućim, uključuju veliku kontrolu *venture* investitora i premalo se cijene žrtve i doprinosi samih osnivača i drugih članova menadžmenta. Sa stajališta *venture* investitora, osnovna struktura većine investicija u poduzetnike je slična.

Venture investitora prilikom ulaska u investiciju posvećuje posebnu pozornost na sljedeće:

1. Makisimiranje financijskih povrata.
2. Zaštita naspram gubitka. *Venture* investitori očekuju da se njihov investirani kapital štiti od gubitka više nego kapitalni interesi osnivača ili vlasnika udjela u nekim ranijim fazama.
3. Sudjelovanje u menadžmentu i potencijalna kontrola.
4. Prava izlaza. S obzirom da je primarni cilj *venture* investitora ostvarivanje profita, logično je da on zagovara strukturu koja osigurava visoku likvidnost odnosno realizaciju povrata kroz prodaju investicije ili poduzeća. Izraz „izlaz“ se odnosi na ove staze prema likvidnosti i tipična struktura će osigurati najmanje jedan ili često dva izlazna mehanizma.

4.1.8. Poslovni anđeli

Poslovni anđeli predstavljaju još jednu mogućnost pribavljanja kapitala na *private equity* tržištima. Poslovni anđeli su bogati pojedinci koji osiguravaju sredstva novim, manjim poduzećima. Za razliku od *venture* investitora, anđeli ulažu u poduzeće na samim počecima njegovog djelovanja, a mogu se uključiti i u financiranje daljnjih razvojnih faza.

Ulaganje poslovnih anđela podrazumijeva stjecanje vlasničkih udjela ili vrijednosnih papira poduzeća, najčešće je riječ o zajedničkim dionicama (eng. *common stock*). Budući da se radi o bogatim investitorima sa znatnim financijskim sredstvima na raspolaganju s jedne strane i manjim, novim poduzećima s druge strane, iznosi koji poslovni anđeli ulažu obično odgovaraju potrebama poduzeća, što znači da se poduzeća ne moraju zaduživati drugdje.

Poslovni anđeli nerijetko i sami imaju određena poduzetnička iskustva. Upravo na temelju vlastitih iskustava i osjećaja za posao odlučuju u koji posao uložiti. Osim iskustva i instinkta potrebno je proučiti projekt i poslovni plan nekog poduzeća kao nadopuna takvoj odluci.

Ne postoji pravilo kojim bi se odredilo tko može biti poslovni anđeo, a tko ne može. Osobine, vještine i karakteristike poslovnih anđela vrlo su diversificirane. Neki od njih su i sami poduzetnici, neki anđeli su više

³⁰ Lake, Rick i Lake, Ronald A. (ur.) (2000) *Private Equity and Venture Capital: A Practical Guide for Investors and Practitioners*. London: Euromoney Books.

³¹ Lake, Rick i Lake, Ronald A. (ur.) (2000) *Private Equity and Venture Capital: A Practical Guide for Investors and Practitioners*. London: Euromoney Books.

financijski sofisticirani, drugi su manje. Postoje anđeli koji detaljno i temeljito analiziraju projektnu dokumentaciju i sve dostupne informacije o poduzeću i njegovom vlasniku, a postoje i oni koje donesu odluku vrlo brzo samo na temelju svog unutarnjeg osjećaja.

Poslovni se anđeli također razlikuju i po stupnju njihove uključenosti u poduzeće. Pa tako postoje aktivni i pasivni anđeli³². Aktivni anđeli aktivno sudjeluju u poslovanju poduzeća u koje su uložili, imaju mjesto u upravnom odboru, kontroliraju i savjetuju poduzetnike oko različitih poslovnih odluka. Pasivni anđeli osiguravaju samo financijska sredstva i uopće ne sudjeluju u poslovanju poduzeća.

Aktivni anđeli su ipak više zastupljeni od pasivnih. Neke od zajedničkih karakteristika aktivnih anđela su: prijašnje poduzetničko iskustvo, raspolaganje velikim iznosima novčanih sredstva, sudjelovanje u više različitih poslovnih projekata pored ulaganja u nova poduzeća. Još jedno obilježje aktivnih poslovnih anđela jest da preferiraju održavati bliske kontakte s vlasnicima poduzeća i na taj način pratiti poslovanje pa se često događa da poslovni anđeli ulažu u poduzeća koja su geografski koncentrirana na nekom području i koja su relativno blizu, umjesto ulaganja na geografski diversificirane lokacije jer bi im to otežalo održavanje kontakata i veza s poduzetnicima.

4.1.9. Burze za mala i srednja poduzeća

S obzirom da je trošak kapitala za mala i srednja poduzeća visok, konstantno postoji potreba za omogućavanjem brzog pristupa kapitalu po niskim troškovima. Stoga se razvila ideja o posebnim burzama za mala i srednja poduzeća (primjeri: Alternative Investment Market (AIM) u Londonu, Growth Enterprises Market (GEM) u Hong Kongu i MOTHERS u Japanu). Pojava ovakvih burzi omogućila je veće mogućnosti malim i srednjim poduzećima za pristup kapitalu potrebnom za rast i ekspanziju, širi raspon investicijskih mogućnosti za privatne i korporativne investitore te služi kao potencijalni poticaj razvoj sektora malih i srednjih poduzeća. Najveća razlika između glavnih burzi i programa za mala i srednja poduzeća je u mnogo nižim troškovima i kriterijima kotiranja. Najveći rizik potencijalnim investitorima je u nedostatku informacija o poduzećima koja kotiraju pa se pokušavaju uvesti obveze informiranja i objavljivanja informacija vezanih uz poslovanje malih i srednjih poduzeća.

4.2. Životni ciklus poduzeća i potrebe financiranja

Poduzeća prolaze kroz različite stadije razvoja i u skladu s tim imaju različite potrebe financiranja. Svaki stadij karakteriziraju specifični uvjeti pa se tomu moraju prilagoditi i potrebe te načini pribavljanja potrebnog kapitala.

Krajem devetnaestog i početkom dvadesetog stoljeća brojni priznati ekonomisti poput Schumpetera, Robertsona, Wicksella i Cassela bavili su se objašnjavanjem teorije životnog ciklusa poduzeća. Nakon Keynesovog djela Opće teorija o zaposlenosti, kamatama i novcu koje je predstavljalo preokret u razmatranju fluktuacija agregatnog *outputa*, Hicks, Kaleck, Metzler i Samuelson su prvi započeli s razvijanjem matematičkog modela životnog ciklusa poduzeća³³.

Nadalje, veliki doprinos proučavanju različitih stadija i ciklusa poduzeća dao je Chandler³⁴ koji je naglasio da se usporedno s promjenom stadija i uvjeta poslovanja mijenjaju i strategije i strukture poduzeća. Njegova ideja da se struktura poduzeća mijenja ovisno o strategiji bila je revolucionarna na području poduzetništva.

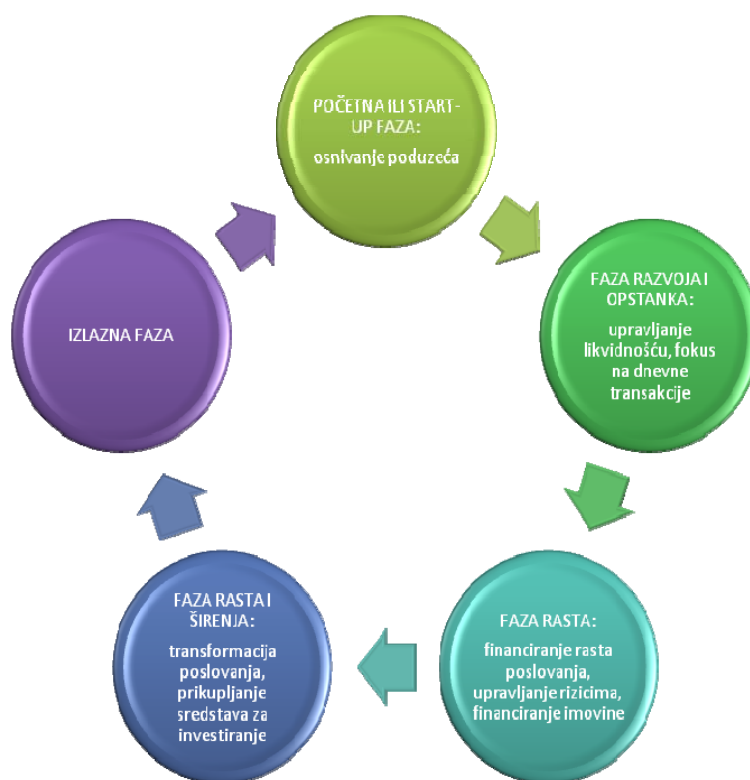
³²Prowse, S. (1998) Angel Investors and the market for angel investments. *Journal of banking and finance*, 22, str. 785-792.

³³Arnold, L.G. (2002) *Business cycle theory*. New York: Oxford University Press.

³⁴Chandler, A.D. (1962) *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*. Cambridge, M.I.T. Press

Međutim, dok je Chandlerov fokus bio na velike kompanije, Churchill i Lewis³⁵ su se još od 1983. godine bavili proučavanjem malih i srednjih poduzeća. Prema njihovoj teoriji, životni ciklus poduzeća dijeli se na pet različitih faza. Početak postojanja poduzeća i razvoja proizvoda je prva faza u kojoj poduzetnik izvršava višestruke uloge. Poduzetnik je vlasnik, menadžer, direktor i kontrolor. Slijedeća je faza opstanka ili preživljavanja. Poduzeće je započelo svoje djelovanje i sudjeluje na tržištu zajedno sa svim ostalim konkurentima. U ovoj su fazi potrebni resursi za financiranje daljnjeg rasta i razvoja. Završne faze životnog ciklusa su faze rasta i zrelosti poduzeća te prestanak djelovanja. Prelaskom iz početnih dviju faza u faze rasta, zrelosti i izlaska dolazi do promjene strategija poduzeća. U kasnijim je fazama veći naglasak na razvijanju različitih funkcija i uloga, a manji na poduzetnika i njegove sposobnosti.

Većina autora po uzoru na svoje prethodnike i u današnjim okolnostima globalnog okruženja životni ciklus poduzeća također promatra kroz četiri ili pet različitih stadija: početna (*start-up*) faza, faza razvoja i opstanka, faza rasta, faza zrelosti i zadnja faza opadanja ili izlaska s tržišta (Slika 6).

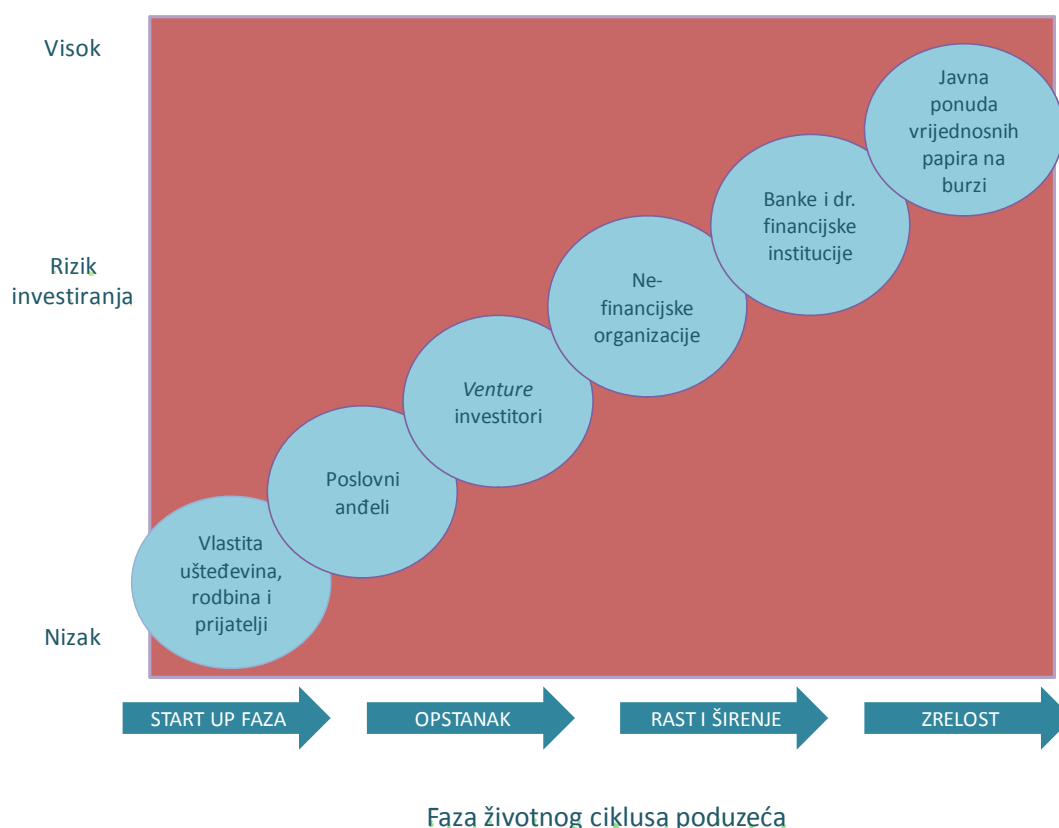


Slika 6. Životni ciklus poduzeća

U skladu s fazama životnog ciklusa poduzeća mijenjaju se i njegove potrebe i dostupni izvori financiranja (Slika 7). U samom početku postojanja poduzeća i razvoja proizvoda potrebna financijska sredstva dolaze od samog poduzetnika ili njegove rodbine i prijatelja te eventualno od poslovnog anđela. U ovoj je fazi zbog visokog stupnja rizika gotovo nemoguće dobiti potrebna sredstva iz bilo kojeg drugog izvora, a pogotovo od banaka ili drugih financijskih institucija. Slijedeća je faza opstanka. Poduzeće je započelo svoje djelovanje i sudjeluje na tržištu zajedno sa svim ostalim konkurentima. U ovoj su fazi potrebni resursi za financiranje daljnjeg rasta i razvoja. Ukoliko poduzeće ima dobar i kvalitetan poslovni plan za buduće djelovanje, postoji mogućnost financiranja od strane *venture* investitora. Kako se poduzeće razvija i jača svoj položaj na tržištu više izvora financiranja postaje dostupno, uključujući i zaduživanje kod banaka. Tek kada se u bilanci poduzeća može vidjeti postojanje dostatne materijalne (opipljive) imovine poput opreme, nekretnina i dospelih potraživanja i koja može poslužiti kao jamstvo, banke će uzeti u obzir posuđivanje sredstava manjim i srednjim poduzećima. U kasnim fazama životnog ciklusa kada poduzeće stekne siguran i značajan

³⁵Solymossy, E., i Penna, A.A. Sustainable Growth for the Small Business: A Theory of Organizational Transition . Dostupno na: <http://usasbe.org/knowledge/proceedings/proceedingsDocs/USASBE2001proceedings-079.pdf> [4.11.2009.]

udio na tržištu te u potpunosti razvije i ojača svoje poslovanje ono ima na raspolaganju i financiranje javnom ponudom vrijednosnih papira na burzama.



Slika 7. Životni ciklus poduzeća i izvori financiranja

4.3. Uloga države u financiranju malih i srednjih poduzeća

Osnovna uloga države jest osigurati nesmetano i slobodno djelovanje tržišta i prijenos tržišnih signala. Vlada mora kreirati i implementirati takve politike i zakone koji će omogućiti razvoj poduzetništva i stvaranje efikasnog, stabilnog i poticajnog poduzetničkog okruženja. Prvi korak je stvaranje kvalitetnog pravnog i financijskog sustava. Kada je financijski sustav dovoljno razvijen, tržište će se pobrinuti da svi sudionici pronađu način zadovoljavanja svojih financijskih potreba, odnosno, mehanizam ponude i potražnje ispuniti će svoju ulogu.

Porezna politika može biti prepreka ili poticaj ulaganjima. S obzirom na povećan rizik ulaganja u nova poduzeća, vlada bi trebala nuditi svojevrsne porezne olakšice potencijalnim ulagačima³⁶. Isto tako je važno da porezna politika ne djeluje restriktivno prema ulagačima u smislu visokog oporezivanja dobiti od ulaganja.

Država mora osigurati nesmetano djelovanje tržišnih sila i nastojati spriječiti bilo kakva ometanja tržišta. Do tržišnog neuspjeha u sektoru malog i srednjeg poduzetništva najčešće dolazi zbog nedostatka informacija na strani samih poduzetnika, ali i na strani ulagača. Poduzetnici često ne znaju koje im sve opcije financiranja stoje na raspolaganju. S druge strane, ulagači ili zajmodavci se boje rizika povezanog s

³⁶ OECD (2006) The SME financing gap (Vol. 1.). Theory and finance, ch.1. Dostupno na: http://www.insme.org/documents/SME_Financing_Gap_OECD.pdf [02.11.2009.]

ulaganjem u nova poduzeća čije je poslovanje netransparentno. Vlada ima obvezu uspostavljanja računovodstvenih, fiskalnih i regulatornih sustava koji će poticati poduzeća da posluju transparentno, olakšati im izradu financijskih izvješća i smanjiti potrebu za sudjelovanjem u sivoj ekonomiji. Inicijative poput osnivanja poslovnih inkubatora (više o inkubatorima u dijelu 4) korisne su jer pomažu kompanijama u dobivanju pristupa informacijama ili savjetodavne i tehničke pomoći³⁷.

Nadalje, osim osiguravanja nesmetanog djelovanja tržišnog mehanizma, kreiranja kvalitetnih računovodstvenih i fiskalnih politika te stabilnog financijskog i regulatornog sustava, država može staviti na raspolaganje kredite ili subvencije malim i srednjim poduzetnicima ili pružiti potporu u obliku garancija ili sudjelovanja u otkupu vrijednosnih papira potencijalnim zajmodavcima. Međutim, nije niti sasvim dobro da država preuzme sav rizik. Najbolje rješenje je uspostavljanje suradnje između države, investitora i poduzetnika³⁸.

5. Olakšavanje pristupa malih i srednjih poduzeća financiranju

Usporedno s razvijanjem novih poslovnih praksi, načina proizvodnje, novih proizvoda i tržišta, razvijali su se i novi načini financiranja. Unatoč razvoju brojnih alternativnih načina pribavljanja financijskih sredstava, bankovni se krediti još uvijek smatraju jednim od najvažnijih izvora financiranja malih i srednjih poduzeća³⁹. Kako bi se zaštitile od rizika banke provjeravaju poslovnu situaciju i bonitet svojih klijenata, postavljaju uvjete posuđivanja i uvijek imaju određen iznos kapitala u rezervi u slučaju ne mogućnosti vraćanja kredita od strane klijenata. U srpnju 2004. godine izdan je pravilnik nazvan Basel II kojim se nastojalo postaviti međunarodna pravila o visini potrebnog kapitala kojeg banke moraju držati. Konkretno, riječ je o kompleksnoj problematici koja donosi velike promjene u načinu izračuna kapitalnih zahtjeva za kreditni rizik, stanovite izmjene na području tržišnih rizika i uvođenje pravila za kapitalno pokriće operativnih rizika⁴⁰. Prema novom pravilniku Basel II, postojat će razlika u uvjetovanju davanja kredita velikim i malim poduzećima. Prednost uvođenja novih pravila je povećana osjetljivost kapitalnih zahtjeva na rizike. Glavni razlog diferenciranom tretmanu velikih i malih poduzeća jest manja osjetljivost poslovnih zajmova i kredita malim i srednjim poduzećima na sistemske (tržišne) rizike. To znači da će banka čiji je kreditni portfelj nisko rizičan imati manje kapitalne zahtjeve u odnosu na banku čija je izloženost kreditnom riziku veća. Na taj će način banke dobiti poticaj za poboljšanje vlastitih sustava upravljanja rizicima, što bi trebalo unaprijediti pravovremenu identifikaciju rizika, rezultirati preciznijim mjerenjem rizičnosti, kvalitetnijim nadzorom nad izloženosti rizicima i slično, te u konačnici, većom stabilnosti banaka pojedinačno i bankovnog sustava u cjelini⁴¹.

Tri su ključne zadaće banaka ili drugih financijskih posrednika prilikom postupka financiranja poduzeća: odabir klijenata (engl. *screening*), sklapanje ugovora (engl. *contracting*) i nadzor (engl. *monitoring*)⁴².

³⁷Ibid.

³⁸Ibid.

³⁹Jacobson, T., Linde, J. i Roszbach K. (2005) Credit risk versus capital requirements under Basel II: are SME loans and retail credit really different? *Journal of financial services research* 28:1/2/3 43-75.

⁴⁰ Čupić, R. „006) Primjena BASEL II u EU 2007., u Hrvatskoj 2010. godine. SAP MAG 35. Dostupno na: http://www.sapmag.com.hr/show_article.php?id=326 [03.11.2009.]

⁴¹ Čupić, R. (2006) Primjena BASEL II u EU 2007., u Hrvatskoj 2010. godine. SAP MAG 35. Dostupno na: http://www.sapmag.com.hr/show_article.php?id=326 [03.11.2009.]

⁴²Berger, A.B. i Udell, G.F. (1998) The economics of small business finance: the role of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking and finance* 22, str. 613-673.



Prva zadaća posrednika je odabir potencijalnih klijenata provodeći tkz. *due diligence*, odnosno provjeravajući sve informacije o poduzeću, tržištima na kojima djeluje, imovini i ostalim sredstvima jamstva kojima raspolaže te informacije o samom poduzetniku i njegovom timu.

Nakon što na temelju prikupljenih informacija posrednik procijeni klijente, sklapa se ugovor. Uvjeti ugovora ovise o karakteristikama samog poduzeća. Visokorizična poduzeća s uglavnom neopipljivom imovinom uglavnom se financiraju izdavanjem vlasničkih vrijednosnih papira, dok se nisko rizična poduzeća, koja posjeduju dosta opipljive, materijalne imovine financiraju vanjskim zaduživanjem kod banaka ili drugih institucija.

Kada se jednom sklopi ugovor posrednik ima zadatak nadzirati poduzeće, odnosno pratiti izvršava li poduzeće sve obveze navedene u ugovoru.

5.1. Novi pristup banaka sektoru malog i srednjeg poduzetništva

Brojna istraživanja potvrdila su postojanje sklonosti velikih banaka prema posuđivanju velikim kompanijama transparentnijeg poslovanja i manjeg rizika, dok su manje banke ili druge financijske institucije više spremne posuđivati malim i srednje velikim poduzećima. Također, velike banke nerijetko naplaćuju niže kamatne stope na posuđena sredstva od manjih banaka, što znači da veća, nisko rizična poduzeća imaju bolje uvjete posuđivanja od ostalih⁴³.

S obzirom na rastuću važnost malog i srednjeg poduzetništva u gospodarstvu i pojave novih trendova u financijskoj industriji, banke su se našle pred velikim pritiskom da razviju nove mehanizme i proizvode kojima bi se bolje prilagodile potrebama malih i srednjih poduzeća. Kako bi uspješno konkurirale u financiranju sektora malog i srednjeg poduzetništva, banke moraju razviti financijske usluge koje će zadovoljiti specifične potrebe poduzeća koja djeluju u tom sektoru.

Inicijative poduzete od strane banaka s ciljem boljeg zadovoljavanja financijskih potreba sektora malog i srednjeg poduzetništva uključuju⁴⁴:

- smanjivanje informacijskih asimetrija i percipiranog rizika koristeći *credit scoring* sustav, vanjske suradnike kao izvor informacija, samoevaluaciju rizičnosti i sl.
- smanjivanje transakcijskih troškova koristeći najnoviju informacijsku tehnologiju
- razvoj proizvoda i usluga bolje prilagođenih potrebama malih i srednjih poduzeća
- suradnja banaka i poduzeća te ostalih poslovnih entiteta s ciljem smanjivanja rizika i kombiniranja financijskih i nefinancijskih usluga.

Kako bi banke mogle kvalitetno i uspješno upravljati rizicima nužna je dostupnost informacija o njihovim potencijalnim klijentima. Postoje bitne razlike u uvjetima poslovanja i financijskom sustavu razvijenih zemalja i zemalja u razvoju. U razvijenim zemljama obično nema većih problema u komunikaciji zajmodavca i zajmoprimca i opskrbljivanju potrebnim informacijama zbog razvijenijih financijskih sustava, boljih računovodstvenih zakona, poreznih politika i općenito, boljeg poslovnog okruženja. Što su informacije dostupnije i podaci transparentniji, to je veća spremnost banaka i ostalih institucija na posuđivanje financijskih sredstva. Međutim, u zemljama u razvoju mala i srednja poduzeća nisu dužna prijavljivati svoju financijski rezultat ukoliko nisu ostvarila određen iznos profita, ukoliko ne raspolažu imovinom određene vrijednosti ili ne zapošljavaju određen broj zaposlenih. Ukratko, ukoliko obujmom i rezultatom poslovanja ne dosežu određene postavljene standarde, poduzeća ne moraju javno obznanimati financijske informacije niti

⁴³Berger, A. N., Miller, N., Petersen, A.P., Rajan, R.G., i Stein C. (2005) Does Function Follow Organizational Form? Evidence from the Lending Practices of Large and Small Banks. *Journal of Financial Economics*, vol. 76, no. 2, str. 237-269.

⁴⁴UNCTAD secreteriat (2001) Improving the competitiveness of SME in developing countries. UN conference on trade and development, Geneva. Dostupno na: http://www.unctad.org/en/docs/itetebmisc3_en.pdf [28.10.2009.]



podnositi specifične financijske izvještaje. Takva pravila smanjuju transparentnost njihovog poslovanja i otežavaju procjenu rizičnosti od strane banaka ili drugih posrednika. Kako bi se riješio spomenuti problem, mnoge su zemlje uvele posebna pravila i zakone o računovodstvu kojima bi osigurale jasno i detaljno izvještavanje od strane svih poslovnih subjekata.

Nadalje, s ciljem smanjivanja rizika banke su uvele poseban sustav procjene rizičnosti nazvan *credit scoring* sustav. Ovaj su sustav prvi puta uvele velike banke početkom 1990. -ih godina u Sjedinjenim Američkim Državama⁴⁵. Sustav predstavlja statističku metodu kojom se na temelju povijesnih podataka o klijentu nastoji izraditi njegov profil i procijeniti vjerojatnost neispunjavanja preuzetih obveza u budućnosti. Na temelju dobivenih rezultata banke mogu izraditi listu poduzeća u skladu s visinom rizika koja veže njih i njihove zahtjeve za kreditiranjem. Kod malih i srednjih poduzeća podaci o poslovanju su obično oskudni i upitne vjerodostojnosti pa se banke često služe podacima o vlasnicima poduzeća.

Ukoliko banka ne može sama sakupiti dovoljno podatka o klijentu, ona može zatražiti usluge vanjskih, specijaliziranih ustanova za procjenu rizičnosti nekog poduzeća, primjerice agencije za procjenu kreditnog rizika. Nerijetko banke traže jamstvo ili formalne ugovore o dugovanju kako bi se dodatno zaštitile od rizika.

Još jedan od načina poboljšanja usluge banaka je uporaba nove informacijske tehnologije koja omogućuje uštedu vremena i troškova prilikom procedure davanja kredita, zajmova ili ostalih financijskih usluga. Aplikacije poput standardizacije postupka traženja zajma, standardizacije uvjeta davanja zajmova, centralizacije analize kreditnih zahtjeva i pripreme dokumentacije, automatizacije sustava procesiranja zahtjeva, poboljšanja kvalitete proizvoda, poboljšanje komunikacije s klijentima (poduzećima) mogu utjecati na poboljšanje efikasnosti bankovnog poslovanja suradnje s poduzećima.

Ponuda novih proizvoda posebno prilagođenih potrebama malih i srednjih poduzeća omogućuje bankama bolju suradnju s tim sektorom i ostvarivanje profita. Neki od proizvoda i usluga koji se nude u novije vrijeme su: usluge osiguranja početnog kapitala potrebnog za pokretanje poduzeća, sudjelovanje u investicijskim fondovima, mogućnost financiranja *leasingom* ili *factoringom*, mogućnost dobivanja poslovnih kreditnih kartica te mnogi drugi proizvodi i usluge.

Suradnjom s ostalim nefinancijskim institucijama poput gospodarske komore, različitih poslovnih udruženja i sl., banke mogu smanjiti rizik financiranja malih i srednjih poduzeća i pružiti im bolje i raznovrsnije i kvalitetnije proizvode i usluge.

5.2. Institucionalna, financijska i pravna infrastruktura

Financiranje malih i srednjih poduzeća ovisi o institucionalnom razvoju i razvoju novih politika kojima bi se omogućio pristup širem spektru financijskih usluga i izvora financiranja. Mogućnost vanjskog zaduživanja poduzeća ovisi o pravnoj i financijskoj infrastrukturi zemlje. Istraživanja su pokazala da je u zemljama sa slabo razvijenim pravnim sustavom i posljedično tome, sa slabim i neefikasnim financijskim sustavom poduzetnička aktivnost znatno manje intenziteta i te zemlje ostvaruju sporiji ekonomski rast⁴⁶.

U mnogim zemljama se nesigurnost pravnog sustava i regulatornog okruženja percipira kao glavni razlog oklijevanja financiranja malih i srednjih poduzeća. Pravni sustav utječe na odnose zaduživanja zakonima kojima se štite prava vlasništva povezana s nekom komercijalnom transakcijom. Sveukupno gledajući, postojanje vladavine prava značajno utječe na odnose zaduživanja i s tim povezane rizike. Empirijska su

⁴⁵UNCTAD secreteriat (2001) Improving the competitiveness of SME in developing countries. UN conference on trade and development, Geneva. Dostupno na: http://www.unctad.org/en/docs/itetebmisc3_en.pdf [28.10.2009.]

⁴⁶Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. i Levine, R. (2003) Legal obstacles to external finance. University of Minnesota mimeo. Levine, R. i Beck, T. (2003) Legal institutions and financial development. NBER working paper series, National Bureau of Economic Research, Cambridge.



istraživanja pokazala da poduzeća u zemljama s kvalitetnim financijskim sustavom i pravima vlasništva više koriste vanjsko zaduživanje kod banaka od zemalja s loše definiranim zakonima o pravima vlasništva i nižim stupnjem financijskog razvoja, koje se oslanjaju na posuđivanje od države, razvojnih banaka ili drugih protutpropisnih izvora⁴⁷.

Regulatorno okruženje i politike vlada utječu na ulazak različitih tipova financijskih institucija u zemlju, njihov tržišni udio i uvjete kreditiranja. Politike vlada koje ograničavaju ulazak inozemnih financijskih institucija mogu imati značajan utjecaj na dostupnost i mogućnost eksternog zaduživanja malih i srednjih poduzeća uzimajući u obzir da se veći tržišni udjeli inozemnih banaka povezuju s većom mogućnošću kreditiranja malih i srednjih poduzeća⁴⁸.

Istraživanje Becka, Demirgüç-Kunta i Maksimovića⁴⁹ o utjecaju financijske i pravne infrastrukture na financiranje malih i srednjih poduzeća pokazala su da će manja poduzeća biti sklonija korištenju ostalih eksternih izvora financiranja pored financiranja bankovnim kreditima ako u njihovim zemljama ne postoji adekvatan institucionalni i financijski okvir. Također su pokazali da manja poduzeća više koriste nezakonite izvore i načine financiranja (sivu ekonomiju) od velikih poduzeća. Iako se pretpostavlja da će se manja poduzeća u zemljama u kojima vlada ima velik udio u bankovnom sektoru financirati državnim subvencijama ili sredstvima razvojnih banaka, istraživanje je pokazalo suprotno. Zaključak cjelokupnog istraživanja upućuje na veću ograničenost financiranja malih poduzeća u zemljama s nedovoljno razvijenom financijskom, pravnom i institucionalnom infrastrukturom od poduzeća u zemljama s razvijenom i kvalitetnom infrastrukturom.

S aspekta vlasništva, za institucije u državnom vlasništvu se smatra da su negativno povezane s financiranjem malih i srednjih poduzeća. Iako se državnim institucijama nameću pravila o subvencioniranju malih i srednjih poduzeća, takav oblik financiranja često ne polučuje željene rezultate zbog nesavršenosti tržišta i nedostatka tržišne discipline. Neke subvencije državnih institucija se daju više iz političkih nego iz ekonomskih razloga pa se sredstva ne iskoriste na najbolji mogući način. Također, državne institucije ne provode stroge kontrole i procjene rizičnosti prilikom dodjeljivanja subvencija ili subvencioniranih kredita pa se sredstva daju i onim poduzećima koja možda neće imati mogućnosti vraćanja tih kredita ili efikasnog korištenja subvencija. U zemljama s visokim udjelom države, to jest s velikim brojem institucija u državnom vlasništvu u bankovnom sektoru, postoji opasnost od učinka istiskivanja (eng. *crowding out effect*) stranih i privatnih financijskih institucija što negativno utječe na mogućnost financiranja poduzeća.

5.3. Uloga međunarodne zajednice u poticanju financiranja malih i srednjih poduzeća

Neophodno je postojanje stabilnog, transparentnog i diversificiranog financijskog sustava u svim zemljama bez obzira na stupanj razvoja. Štoviše, potreban je stabilan financijski sustav na globalnoj razini. Takav bi sustav omogućio uspješno financiranje potreba malih i srednjih poduzeća koja su pokretači ekonomskog razvoja. Kako bi se stvorio stabilan i efikasan financijski sustav potrebno je kreirati adekvatne makroekonomske politike, izgraditi potrebnu infrastrukturu i regulativne mjere. Međunarodne organizacije imaju važnu ulogu u pomaganju i promoviranju izvršavanja navedenih zadataka.

⁴⁷Vidjeti: Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. i Maksimović, V. (2004) Financing patterns around the world: are small firms different? World Bank working paper, dostupno na: http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/84797-1114437274304/FinancingPatterns_Aug2004-revisions.pdf [03.11.2009.]

⁴⁸Berger, A.N. i Udell, G.F. (2006) A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of banking and Finance* vol. 30, str. 2945-2966.

⁴⁹Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. i Maksimović, V. (2004) Financing patterns around the world: are small firms different? World Bank working paper, dostupno na: http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/84797-1114437274304/FinancingPatterns_Aug2004-revisions.pdf [03.11.2009.]

Međunarodne organizacije djeluju u velikom broju razvijenih i zemalja u razvoju s različitim ciljevima; od promoviranja društvenog mira do smanjenja siromaštva, poticanja ekonomskog rasta i razvoja te poboljšanja kvalitete života. Kao takve utječu na sve sfere ekonomskog, političkog i socijalnog okruženja. Upravo su zato međunarodne organizacije ključne u promicanju svijesti i važnosti malog i srednjeg poduzetništva i problema s kojima se taj sektor suočava, osobito na području financiranja.

Uloga međunarodnih organizacija u promoviranju financiranja malog i srednjeg poduzetništva ogleda se u ispunjavanju nekoliko važnih zadataka⁵⁰:

- Utjecaj međunarodnih organizacija važan je prilikom kreiranja međunarodnih standarda i pravila financiranja. Te se organizacije moraju zalagati za kreiranje infrastrukture, regulacije i politika koje će olakšati malim i srednjim poduzećima pristup različitim izvorima financiranja.
- Međunarodne organizacije imaju zadatak poticati dijalog između privatnog i javnog sektora, odnosno poticati dijalog između poduzetnika, vlade i banaka kako bi se pronašlo odgovarajuće rješenje za problem financiranja malog poduzetništva.
- Još jedna zadaća međunarodnih organizacija je pružanje tehničke pomoći prilikom izgradnje i unapređivanja tržišne infrastrukture. Zemljama je potrebno predložiti uspostavljanje što više institucija i agencija koje bi prikupljale informacije o poduzećima i lakše procjenjivale rizik. Također, uvođenje *credit scoring* sustava značajno unapređuje mehanizme eksternog zaduživanja.
- Međunarodne financijske institucije rijetko izravno daju sredstva na raspolaganje malim i srednjim poduzećima. Obično se takvo financiranje odvija putem posrednika, odnosno putem lokalnih financijskih institucija koje dobivena sredstva od međunarodnih institucija plasiraju malim i srednjim poduzećima. Kako bi se potaklo financiranje manjih poduzeća od strane lokalnih institucija, potrebno je da one vide mogućnost ostvarivanja profita. Profitabilno financiranje biti će moguće ukoliko se banke i ostale lokalne institucije prilagode specifičnim potrebama manjih poduzeća i razviju proizvode i usluge koje će odgovarati tom sektoru.
- Svako poduzeće ima svoje specifičnosti, a to znači i specifične potrebe financiranja. Kako bi se mogle zadovoljiti različite potrebe financiranja potrebno je da im na raspolaganju bude što veći broj financijskih institucija, financijskih proizvoda i instrumenata. Međunarodne organizacije utječu na promoviranje diverzificiranosti financijskog sektora putem suradnje sa različitim tipovima financijskih institucija poput primjerice, suradnje sa vladom i privatnim partnerima ili suradnje s investicijskim bankama i sl.

⁵⁰UNCTAD secreteriat (2001) Improving the competitiveness of SME in developing countries. The UN conference on trade and development, Geneva. Dostupno na: http://www.unctad.org/en/docs/itetebmisc3_en.pdf [28.10.2009.]



6. Poslovni inkubatori

U novije se vrijeme sve više pažnje posvećuje poduzetništvu i malim poduzećima kao izvorima radnih mjesta i ekonomskog rasta. Problem leži u činjenici da vrlo malo novih poduzeća opstane na tržištu. Mnogo je prepreka i ograničenja razvoju malih poduzeća i njihovom preživljavanju. Neki od najčešćih razloga propadanja novih, malih poduzeća su nedostatak upravljačkog znanja, ograničena financijska sredstva kao i slaba informiranost o svim mogućnostima probavljanja financijskih resursa⁵¹. Nemogućnost dobivanja administrativne potpore i visoki operativni troškovi također ograničavaju mala poduzeća na putu ka napretku i rastu.

Razvoj novih znanja, novih tehnologija i telekomunikacija te velik broj novih poduzeća na tržištu rezultirali su stvaranjem potpuno novog globalnog okruženja koje karakteriziraju kontinuirane i turbulentne promjene. Politike i programi usmjereni pomaganju osnivanja novih poduzeća i promoviranju poduzetničke kulture stvarajući tako poticajno poduzetničko okruženje moraju biti dio ekonomskih politika svih zemalja. Jedan od načina poticanja poduzetništva i pomaganja pri osnivanju novih, malih poduzeća je formiranje poslovnih inkubatora. Poslovni sustavi, politike i strategije na globalnoj, nacionalnoj, lokalnoj razini i na razini poduzeća moraju biti međusobno povezane i usklađene jer su dio zajedničkog sustava konkurentnosti (Slika 8).

Poslovni inkubatori osiguravaju novim poduzećima resurse poput prostora, financijskih sredstava, marketinških, računovodstvenih, pravnih i drugih usluga kako bi im omogućili rast i razvoj. Poslovni inkubatori zapravo čine okruženje u kojem se malim poduzećima osiguravaju sredstva i predispozicije za opstanak na tržištu.

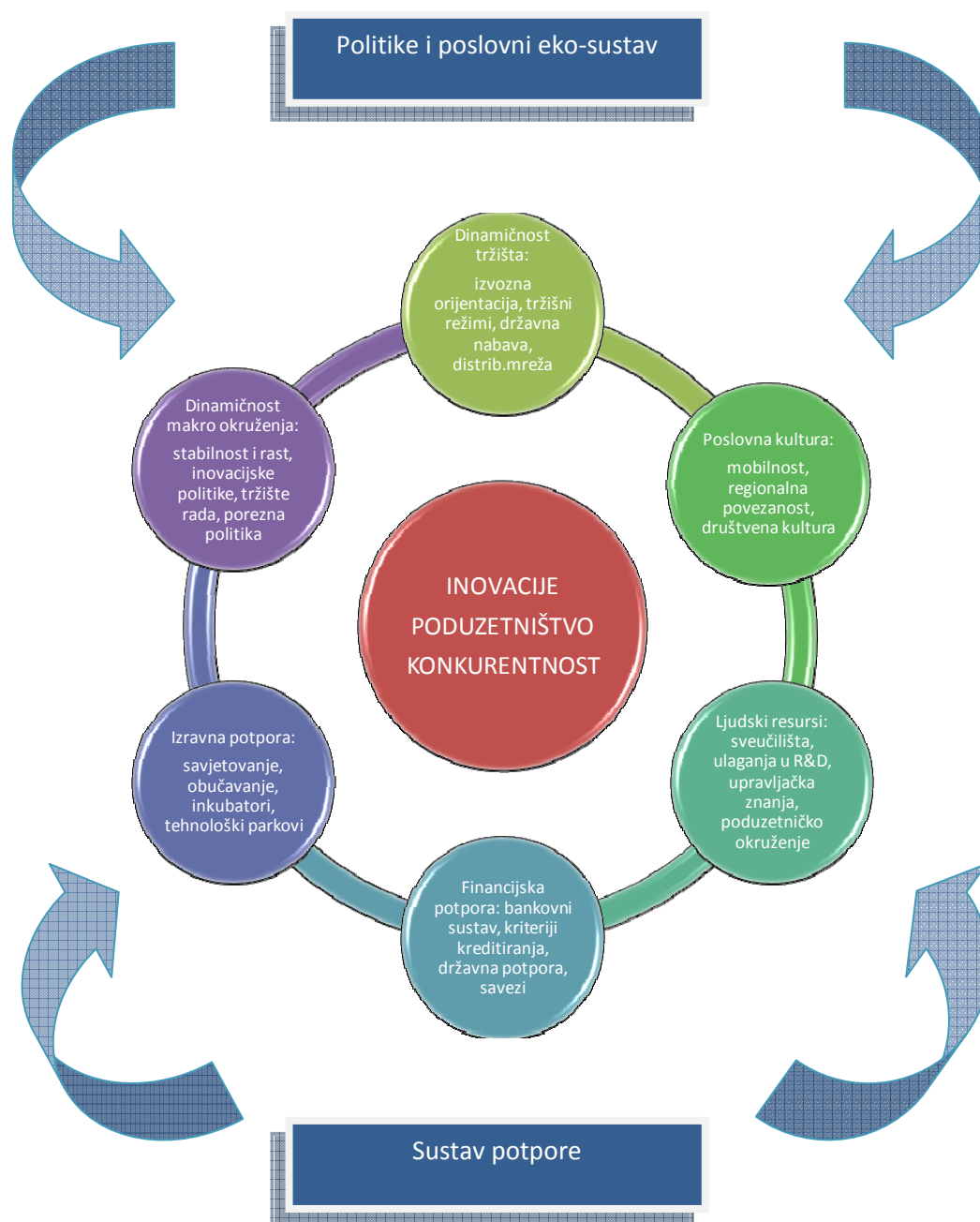
Kombinirane usluge kao što su osiguravanje prostora, orijentacije na nova, mala i srednja poduzeća, pružanje savjetodavnih usluga, poticanje kolaboracije između kompanija koja su dio inkubatora, ali i ostalih organizacija i kompanija u regiji, čine poslovne inkubatore različitim od ostalih vrsta industrijskih centara⁵². Poslovni inkubatori pozitivno djeluju na razvoj novih poduzeća time što omogućuju i potiču suradnju između više različitih poduzeća na istom području. Zajedničkom suradnjom i povezanošću više manjih poduzeća s jakim centrima znanja i moći mogu se stvoriti komparativne prednosti tih poduzeća te cjelokupne regije. Jačanjem malih poduzeća ona postaju privlačnija lokalnim i inozemnim investitorima te na taj način kreiraju nove mogućnosti financiranja i potpore. U literaturi se poslovni inkubatori često nazivaju različitim terminima poput poslovnih akceleratora, parkovima znanja, industrijskim parkovima, inovacijskim centrima, tehnopolima i dr. što ukazuje da imaju različite uloge i zadaće⁵³. Finalni cilj poslovnih inkubatora jest potpomaganje poduzetničkih inicijativa. Oni predstavljaju vezu između poduzetničkih aktivnosti i procesa komercijalizacije tako što opskrbljuju poduzetnike sredstvima, uslugama i resursima potrebnim za iskorištavanje i implementaciju postojećih talenata, resursa, ideja i planova na najbolji mogući način i u najbolje svrhe.

⁵¹ Smilor, R.G., i Gill, M.D. (1986) *The new business incubator. Linking talent, technology, capital and know-how*. Toronto: Lexington books.

⁵² OECD i UNCTAD, Transition economies forum on entrepreneurship and enterprise development. Policy guidelines and recommendations. Dostupno na: <http://www.oecd.org/dataoecd/22/43/33959424.pdf> [05.11.2009.]

⁵³ Bollingtoft, A., i Ulhoi, J.P. (2005) The networked business incubator – leveraging entrepreneurial agency? *Journal of business venturing* 20, str. 265-290.





Slika 8. Sustav konkurentnosti

Prilagođeno iz: Lalkaka, R. (2001) Best Practices in Business Incubation: Lessons (yet to be) Learned. International Conference on Business Centers: Actors for Economic & Social Development Brussels.

6.1. Razvoj i vrste poslovnih inkubatora

Promjene u globalnom ekonomskom okruženju koje su se događale početkom 1980.-ih godina rezultirale su promjenom stajališta o ulozi i važnosti malih poduzeća. Države širom svijeta, a osobito zemlje u SAD-u i Europi počele su kreirati politike i programe kojima bi se poticajno djelovalo na razvoj lokalnog poduzetništva. Tokom tog razdoblja razvila se ideja o osnivanju poslovnih inkubatora kao alata ekonomskog razvoja.

Poslovni inkubatori stvarani su s ciljem osiguravanja poslovnog prostora, resursa, znanja, informacija i ostalih usluga poduzećima potičući njihov razvoj i rast. Koncept poslovnih inkubatora razvijao se u više faza (generacija). Prva generacija inkubatora nastala je početkom 1980.-ih i bila je usmjerena na osiguravanje fizičke infrastrukture koja se nudila poduzećima po relativno niskim cijenama. Kasnije se koncept dodatno razvio i stvoreni su inkubatori druge generacije više orijentirani na samo poduzeće, odnosno na izgradnju poticajnog poduzetničkog okruženja. Inkubatori su se nerijetko koristili i za poticanje poduzetničkih aktivnosti među manjinama, poduzetništva u manje razvijenim područjima ili drugim društveno i ekonomski uskraćenim područjima⁵⁴. *Treća generacija* inkubatora nastala je kao posljedica razvoja novih znanja, tehnologija i tehnoloških procesa i potrebe njihovog usvajanja i implementacije, te osobito kao posljedica nicanja novih poduzeća u sektoru visoke tehnologije. U ovu generaciju inkubatora ubrajamo i tehnološke inkubatore. Suradnjom tehničkih fakulteta, istraživačkih centara i instituta stvara se inovativna baza potrebna za tehnološki razvitak koji je preduvjet globalne konkurentnosti.

Danas se na poslovne inkubatore gleda kao na važne čimbenike ekonomskog i društvenog razvitka. Osnivaju se s ciljem pružanja široko disperziranih usluga uključujući pružanje i osiguravanje:

- fizičke infrastrukture po povoljnijim uvjetima (primjerice, povoljnija najamnina, režije...)
- pristupa komunikacijskim i ostalim informatičkim uslugama po povoljnijoj cijeni
- državne potpore u financiranju putem subvencioniranih zajmova i sl.
- pristupa poslovnim informacijama
- poslovnih usluga kao što su poslovno i financijsko planiranje
- osobne potpore poduzetniku u smislu razvijanja njegovih znanja i sposobnosti
- stvaranja mreža i poticanja komunikacije i razmjene informacija i iskustava među sudionicima inkubatora, ali i stvaranje mreža s vanjskim kontaktima.

Međutim, dobro osmišljeni poslovni inkubatori pored koristi koje pružaju svojim sudionicima donose koristi i njihovim osnivačima, lokalnoj i međunarodnoj zajednici.

Vlada neke zemlje može imati koristi od inkubatora tako što oni pomažu u premošćivanju tržišnih neuspjeha, promoviranju regionalnog razvitka, stvaranju novih radnih mjesta što pozitivno utječe na cjelokupnu zaposlenost zemlje, ali i na državni proračun. Istraživački centri i fakulteti imaju koristi od inkubatora jer im oni omogućuju jačanje veza i interakcije s industrijama, promoviraju komercijalizaciju istraživanja i omogućuju studentima da bolje iskoriste stečena znanja. Svojim djelovanjem, poslovni inkubator pomaže jačanju ugleda lokalne zajednice, ali i povećanju prihoda zajednice jer većina poduzeća koja su dio inkubatora, jednom kad ga napuste i dalje ostanu posloovati na tom području. Zajedničkom suradnjom poduzeća i stvaranjem mreža kontakata, poslovni inkubatori pomažu cjelokupnoj međunarodnoj zajednici omogućavajući transfer tehnologije, znanja i iskustava, bolje razumijevanje poslovne kulture, olakšavanje stvaranja međunarodnih asocijacija i saveza⁵⁵.

Mnogi su autori proučavali pojavu i vrste poslovnih inkubatora i davali različite podjele i grupacije. Najčešće se poslovni inkubatori dijele u dvije osnovne grupe: inkubatore usmjerene na osiguravanje poslovnog prostora i inkubatore usmjerene na razvoj poduzeća. Ukoliko se navedenoj podjeli detaljnije pristupi mogu se razlikovati četiri vrste inkubatora⁵⁶:

- poslovni inovacijski centri
- akademski inkubatori
- nezavisni privatni inkubatori i
- korporativni privatni inkubatori.

⁵⁴Zablocki, E.M. (2007) *Formation of business incubator*. Intellectual property management in health and agricultural innovation: a handbook of best practices. UK: Oxford.

⁵⁵Lalkaka, R. (2001) Best Practices in Business Incubation: Lessons (yet to be) Learned. International Conference on Business Centers: Actors for Economic & Social Development Brussels, 14 – 15 November 2001. Dostupno na: <http://www.businessgrowthinitiative.org/KeyPracticeAreas/Documents/Best%20Practices%20in%20Business%20Incubation.pdf> [07.11.2009.]

⁵⁶Grimaldi, R. i Grandi, A. (2005) Business incubators and new venture creation: an assesment of incubating models. *Technovation* 25, str. 111-121. Dostupno na: www.sciencedirect.com [06.11.2009.]



Poslovni inovacijski centri i sveučilišni inkubatori su javni inkubatori, odnosno osnovani su od strane države ili javnih institucija. Osnovni cilj poslovnih inovacijskih inkubatora jest osiguravanje poslovnog prostora te ostale fizičke i telekomunikacijske infrastrukture kao i informiranje sudionika o dostupnim vanjskim mogućnostima financiranja i dr.

Akadske inkubatore osnivaju fakulteti i sveučilišta koji se žele uključiti u program poticanja poduzetništva na način da inače teško dostupne resurse i usluge kao što su specifična znanja, tehnologija, konzultantske usluge te usluge poput iznajmljivanja poslovnog prostora učine dostupnima poduzećima sudionicima inkubatora.

Promjenom globalnog okruženja i uvjeta na tržištu došlo je i do promjene u potrebama i načinima poslovanja. Osvajanje novih tržišta, prednost „prvog poteza“, pristup kapitalu, najnovijoj tehnologiji, sinergija i umrežavanje nove su karakteristike, ali i uvjeti opstanka i konkurentnosti poduzeća. Neke od usluga koje su javni inkubatori prije pružali više nisu dostatne niti prikladne za nove uvjete poslovanja te se koncept javnih inkubatora morao prilagoditi i nadograditi u skladu s navedenim promjenama. Tako je došlo do pojave privatnih inkubatora. Privatni inkubatori uključuju nezavisne privatne i korporativne privatne inkubatore i riječ je o profitno orijentiranim institucijama.

Privatni inkubatori osnivaju se s ciljem pomaganja poduzećima, ali uz određenu cijenu. Najčešće je riječ o naplaćivanju pruženih usluga ili sudjelovanju u dobiti poduzeća sudionika inkubatora. Dakle, privatni inkubatori nastoje pomoći poduzeću da se što brže razvije i unaprijedi svoje poslovanje, a za uzvrat inkubatoru pripadne dio kapitala odnosno dionica poduzeća⁵⁷.

Glavne usluge koje privatni inkubatori pružaju su: pristup mreži brojnih kontakata, pristup kapitalu potrebnom za osnivanje i razvoj novog poduzeća, usluge iskusnog osoblja, pristup tehnologiji te različite savjetodavne usluge.

Razlika između nezavisnih privatnih i korporativnih privatnih inkubatora jest u njihovim osnivačima. Korporativne poslovne inkubatore osnivaju velike, poznate korporacije s ciljem poticanja osnivanja i razvoja novih poduzeća. Za njih je karakteristično da pomažu poduzećima u početnim fazama osnivanja i poslovanja.

S druge strane, nezavisne poslovne inkubatore osnivaju pojedinci ili grupe nezavisnih pojedinaca s ciljem pomaganja poduzetnicima u razvoju i unapređivanju njihovih poduzeća. Ulažu vlastiti kapital, ali imaju pravo na dio kapitala poduzeća kada se ono jednom razvije i počne ostvarivati dobit. Nezavisne inkubatore često nazivaju i akceleratorima zato što najčešće ne sudjeluju u početnim osnivanja poduzeća već potiču i pomažu rast već osnovanog poduzeća⁵⁸.

6.2. Faze inkubacije

Formiranje poslovnih inkubatora je proces koji se sastoji od nekoliko faza koje reflektiraju faze razvoja poduzeća sudionika inkubatora. Najčešće se taj proces dijeli na četiri faze (Slika 5)⁵⁹:

1. faza pred-inkubacije
2. faza rane inkubacije
3. faza klasične inkubacije
4. faza post-inkubacije.

⁵⁷Chinsonmboon, O. (2000) Incubatin in the new economy. MBA disertation, MIT, USA. Dostupno na: <http://www.chinsonmboon.com/incubator/> [07.11.2009.]

⁵⁸Grimaldi, R. i Grandi, A. (2005) Business incubators and new venture creation: an assesment of incubating models. *Technovation* 25, str. 111-121. Dostupno na: www.sciencedirect.com [06.11.2009.]

⁵⁹Prilagođeno iz prezentacije Jones, E. (2004) The incubation chain. NBIA's 18th international conference on business incubation. Vidjeti: Good practice, objective types of business incubators. Dostupno na: www.idisc.net/en/DocumentArticle.38689.html [06.11.2009.]



U prvoj fazi pred-inkubacije vrše se pripreme i sva potrebna istraživanja prije formiranja samog inkubatora. Potrebno je procijeniti koja poduzeća uključiti u inkubator, koje resurse im pružiti, pod kojim uvjetima te na koliko dugo vremena. Također, potrebno je izvršiti poslovno planiranje, odnosno procijeniti hoće li inkubator polučiti poslovni uspjeh i hoće li se sve uloženo i vratiti. Ova pred faza traje obično oko godinu dana.

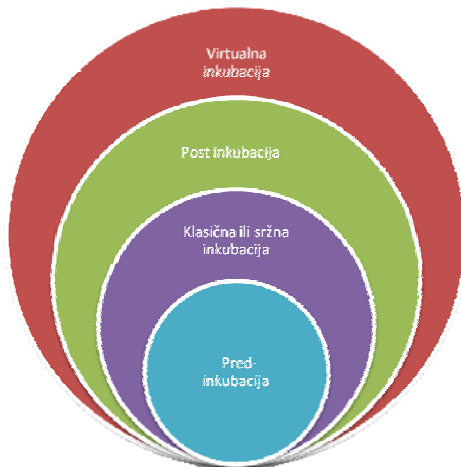
Slijedeća faza rane inkubacije uključuje osiguravanje prostora, financijskih sredstava i brojnih usluga uključujući računovodstvene, pravne, marketinške i savjetodavne usluge svim poduzećima u okviru inkubatora. U ovoj se fazi nastoji potaknuti izgradnja mreže suradnje između sudionika inkubatora te između sudionika inkubatora i vanjskih subjekata. Faza rane inkubacije traje oko jedne godine.

Nakon rane inkubacije slijedi faza potpune ili klasične inkubacije. U ovoj se fazi poduzećima i dalje osigurava prostor i ostala fizička infrastruktura, financijska sredstva te potpora poslovanju i samom poduzetniku. Mrežna suradnja se i dalje dodatno ohrabruje. Stadij klasične inkubacije traje otprilike tri godine.

Četvrta faza inkubacije naziva se post ili izlaznom fazom. Traje jednu godinu kod većine poduzeća. U ovoj su fazi poduzeća dovoljno razvijena i jaka da mogu izaći iz inkubatora i samostalno djelovati na tržištu. Inkubator i mreža kontakata koju je poduzeće ostvarilo sudjelovanjem u inkubatoru pružaju mu pomoć u na području marketinga i komercijalizacije te kontinuiranu potporu u poslovanju.

Poslovni inkubatori omogućuju poduzećima ostvarivanje rasta i razvoja prolazeći kroz više različitih faza, od razvijanja početne ideje do osnivanja poduzeća te konačno do izlaska iz inkubatora kao jakih i samostalnih poduzeća.

Neka poduzeća ne moraju fizički biti dio inkubatora. Postoje poduzeća koja ne ovise o inkubatoru u smislu osiguravanja poslovnog prostora, ali im je potrebna potpora u obliku pružanja savjetodavnih, marketinških ili računovodstvenih usluga ili su im potrebna financijska sredstva za pokretanje poduzeća i sl. Ukoliko je riječ o takvim poduzećima ili ako su na udaljenim ili nedostupnim geografskim lokacijama, moguće je virtualno sudjelovati u inkubatoru. Zahvaljujući razvoju telekomunikacijske i cjelokupne informacijske tehnologije, poslovni inkubator može mnogobrojne usluge, savjete i potporu pružati elektroničkim putem.



Slika 9. Faze inkubacije