



# Hibridni instrumenti finansiranja u ranim fazama startapova u Srbiji i Nemačkoj - prednosti i nedostaci

Igor Živkovski<sup>1</sup>, Aleksandar Đurđević<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Advokatska komora Beograda

<sup>2</sup>Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, Frankfurt am Main, Germany

Izuzetno brzi razvoj startap industrije na globalnom nivou doprineo je stvaranju različitih instrumenata finansiranja. Pored uobičajenih instrumenata finansiranja - dužničko finansiranje i ulaganje u osnovni kapital (dokapitalizacija), razvili su se i brojni instrumenti koji imaju elemente kako dužničkog finansiranja, tako i ulaganja u osnovni kapital. Takvi instrumenti finansiranja se nazivaju hibridnim, odnosno mezanin instrumentima finansiranja. Osnovna prednost ovih instrumenata jeste fleksibilnost prilikom strukturiranja runde finansiranja, kao i činjenica da investitori, koji su u ranim fazama finansiranja startapova jača ugovorna strana, putem hibridnih instrumenata finansiranja mogu da ostvare veću kontrolu nad svojom investicijom, ali bez nepotrebnog rizika. U ovom članku dat je uporedni prikaz hibridnih instrumenata koji se koriste u finansiranju startapova u Srbiji i Nemačkoj.

*Ključne reči:* Nemačka; Srbija; mezanin kapital; hibridni instrumenti finansiranja; investicija; startap

## Uvod

### *Šta je startap?*

Startap kompanije stvorene su u cilju testiranja i razvoja novih poslovnih ideja s globalnim ambicijama. Postoji više definicija startapa, ali je tačnu definiciju izuzetno teško pružiti.

Najrasprostranjenija definicija jeste da je startap institucija sačinjena od ljudi, osnovana sa ciljem da stvori novi proizvod ili uslugu u uslovima koje karakteriše velika neizvesnost [1]. Takođe, startap se često definiše kao privremena organizacija koja traži repetitivan i skalabilan biznis model [2].

Naime, reč je o kreiranju modela finansiranja preduzetništva, unapređenju pristupa kapitalu, kao i unapređenju pristupa novim poslovnim prilikama. Na početku, bitno je napomenuti da se pod startapom ne podrazumeva svako novoosnovano društvo. Pretežno su to kompanije koje razvijaju nove tehnološke ideje i dolaze do inovativnih rešenja, te se stoga pokretanje biznisa u vezi sa, primera radi, uslužnom delatnošću, bez ikakvih specifičnosti, ne može podvesti pod startap.

Startap je kompanija osnovana sa ciljem da ostvari brz rast, a investicija služi da ubrza taj rast kompanije. Pored perspektivne i inovativne ideje, veliki izazov za sve preduzetnike predstavlja privlačenje početnog kapitala, tj. investicije. Najvažnije je pažljivo proučiti prednosti i nedostatke načina finansiranja, jer iz jake želje za pronalaskom potrebnog početnog kapitala preduzetnici često zanemaruju važnost izbora pravog izvora kapitala koji dugoročno utiče na poslovanje.

*Seed* faza predstavlja početnu fazu u razvoju startapa, uspostavljanje samog koncepta poslovanja i razvoj proizvoda do faze kada može da ga koristi šira javnost. *Seed* investicija predstavlja, najjednostavnije rečeno, početni kapital, a nakon toga se investicije nastavljaju u serijama (serija A, serija B i serija C).



Investiranje u startapove u ovoj fazi se vrši najčešće putem anđela investitora i *seed accelerator*-a. Anđeli investitori predstavljaju investitore koji ulažu u kompanije koje se nalaze u početnoj fazi razvoja ili u poslovne ideje i projekte potencijalnih preduzetnika. Najčešće su to već uspešni preduzetnici ili iskusni rukovodioci kompanija s visokim stepenom obrazovanja i visokom vrednošću ličnog kapitala. Anđeli investitori zauzvrat zahtevaju udeo u vlasništvu kompanije ili procenat dobiti od projekta. *Seed accelerator* predstavlja vrstu poslovnih inkubatora, investiciju dovoljnu za pokretanje biznisa. Program nekog *seed accelerator*-a obično podrazumeva trajanje od tri meseca, investiciju dovoljnu za pokretanje biznisa (obično između 10.000 i 50.000 dolara), te *demo day*, tj. dan sa investitorima, gde se proverava da li su startapi spremni za sledeći korak i ozbiljnije investicije [3].

### *Kratak prikaz startap industrije u Srbiji i Nemačkoj*

Startap scena u Srbiji je vrlo aktivna i beleži značajan rast u poslednjih nekoliko godina. To je pokazao i izveštaj nastao kao rezultat istraživanja organizacije "Startup Genome", kojim je po prvi put, na ideju Inicijative "Digitalna Srbija", obuhvaćen i beogradsko-novosadski startap ekosistem i startap ekosistem Srbije [4]. Rezultati istraživanja pokazuju da se startap scena u Beogradu i Novom Sadu nalazi u ranoj fazi razvoja, gde trenutno postoji između 200 i 400 startapova. U izveštaju se takođe navodi da je Vlada Republike Srbije uložila 79 miliona dolara u infrastrukturu koja neguje startap kulturu i da je vrednost startap ekosistema 303 miliona dolara. Prema izveštaju, olakšice koje bi mogle da utiču na osnivače startapova su niske poreske stope na dobit pravnih lica i talentovana radna snaga. Srbija je među prvih pet ekosistema po broju pristupačnog kvalitetnog kadra u svetu. Ono što je izuzetno važno i ohrabrujuće jeste da je srpski ekosistem ocenjen najvišom ocenom (10) za rast investicija u domaće startapove i za nijansu slabijom (9) za rast ukupnog broja startapova.

Za razliku od tradicionalnih sektora privrede koji su u blagoj recesiji u Nemačkoj u poslednjih nekoliko godina, startap industrija konstantno beleži izuzetan rast. Prema studiji koju je sačinila revizorska kuća Ernst & Young, vodećih sto startapova u Nemačkoj je u 2017. godini ostvarilo akumulirani obim finansiranja od strane investitora u vrednosti od 8,5 milijardi američkih dolara, što je za 2,6 milijarde američkih dolara više nego u prethodnoj (2016) godini [5]. Takođe, broj pojedinačnih investicija (rundi finansiranja) se u 2017. godini povećao za 29 u odnosu na 2016. godinu i iznosio je 481 [5]. Biznis segmenti u koje su investitori imali najviše poverenja su IT industrija, elektronska trgovina, industrijska tehnologija/hardver i mobilne i veb aplikacije [6].

Izuzetno brzi razvoj startap industrije u Nemačkoj uslovio je mnoge novine, koje se ogledaju prevashodno u razvoju različitih struktura finansiranja. Te strukture zavise od faze razvoja u kojoj se startap nalazi, od vrste investitora i od obima finansiranja. Tako, dok je u *pre-seed/bootstrapping* fazi (fazi začetka ideje, pre inkorporacije) karakteristično interno finansiranje i individualni napor osnivača (eventualno anđela investitora) [7] u *startup* i *growth (later stage)* fazi (startap fazi i fazi razvoja) je karakteristično pretežno eksterno finansiranje i timski napor. Investitori koji ulažu u toku startap faze i faze razvoja su uglavnom alternativni investicioni fondovi koji su specijalizovani za ulaganje u startapove (tzv. *Venture Capital*) [8].

Pored tradicionalnog internog finansiranja, ulaganja investitora u osnovni kapital i dužničkog finansiranja, razvili su se i različiti hibridni instrumenti, koji za osnovni cilj imaju balansiranje interesa osnivača startapa i (jednog ili više) investitora. Ti hibridni instrumenti se u finansiranju startapova uglavnom svode na tzv. mezanin kapital.

## Hibridni instrumenti finansiranja

Termini "mezanin finansiranje" i "hibridno finansiranje" se najčešće koriste kao sinonimi [9]. Reč je o instrumentima koji, s ekonomskog aspekta, u sebi sadrže kako elemente ulaganja u osnovni kapital, tako i elemente dužničkog finansiranja [10]. Struktura finansiranja mezanin kapitalom se u velikom broju slučajeva prvobitno zasniva na kreditiranju dužnika (subjekta finansiranja) tokom unapred određenog vremenskog perioda, sa fiksnom kamatom stopom [11]. Međutim, trenutak i način otplate zajma, odnosno kredita zavise ili od poslovnih performansi dužnika ili od jednog ili više događaja (tzv. okidača) koji se definišu u ugovoru o finansiranju. S druge strane, ugovorom o finansiranju može biti predviđeno da otplata zajma, odnosno kredita, ne mora biti izvršena u novcu, stvarima ili pravima, već je moguća i konverzija dužničkog instrumenta ili varanta u osnovni kapital dužnika. Najzad, određeni dužnički instrumenti finansiranja se, po slovu zakona ili pak u praksi, tretiraju kao osnovni kapital, a ne kao dug, te se mogu svrstati u instrumente mezanin kapitala.

Razlog zbog kojeg se investitori često opredeljuju za finansiranje startapa mezanin kapitalom jeste poseban pravni i ekonomski karakter startapa. Naime, kao što je već rečeno, reč je najčešće o mladom privrednom društvu koje u prvih nekoliko godina postojanja beleži konstantne gubitke u poslovanju (ne ostvaruje profit) [12], ali koje zbog inovativnosti biznis modela ima izuzetan potencijal za rast i, eventualno, za izlazak na tržište kapitala nakon određenog perioda uspešnog poslovanja [13]. Međutim, činjenica da postoji potencijal za rast ne podrazumeva automatski da će do rasta zaista i doći, te je rizik uspešnosti investicije u pogledu prihoda koji bi se ostvario od investiranja (*ROI*) izuzetno velik. Stoga se investitori i osnivači retko odlučuju za finansiranje klasičnim dužničkim instrumentima koji bi dodatno opteretili bilans stanja i bilans novčanih tokova startapa, a pritom doneli minimalan profit investitoru. Inicijalno ulaganje u osnovni kapital je u praksi znatno češće, ali i dalje veoma rizično, budući da investitor odmah postaje član društva, a istovremeno i poslednje rangirani (zajedno s osnivačima) u redu namirenja ukoliko startap padne u stečaj. "Zlatna sredina" jeste ulaganje mezanin kapitalom, gde je rizik za investitora manji, budući da sudbina ulaganja često zavisi od određenih okidača ili od performansi startapa. Dakle, osnovna prednost investitora prilikom finansiranja mezanin kapitalom je fleksibilnost finansijskih instrumenata mezanin kapitala [14], kao i širok spektar različitih primena ovih instrumenata [11], o čemu će biti više reči u daljem tekstu. Važno je napomenuti da u većini slučajeva investitor ima bolju pregovaračku poziciju od osnivača startapa, budući da je startap novo i malo privredno društvo sa velikim stepenom rizika (*liability of newness* [15] i *liability of smallness* [16]), te u ranim fazama razvoja teže privlači investicije.

Generalno posmatrano, zajedničke karakteristike instrumenata mezanin kapitala su duži rokovi dospelosti u odnosu na dužničko finansiranje (6–10 godina), jednokratna otplata na samom kraju perioda finansiranja (ukoliko ne dođe do konverzije), odsustvo sredstava obezbeđenja potraživanja (kolateralna), više kamatne stope u odnosu na klasično dužničko finansiranje (6–10 %, ukoliko ne dođe do konverzije) i mogućnost investitora da ostvari određeni stepen inicijalne ili naknadne kontrole nad startapom [17].

Mezanin finansiranje se retko javlja u poslovnoj praksi u Republici Srbiji, što je posledica normativne neusaglašenosti relevantnih zakona sa savremenim poslovnim tendencijama i sve češćom potrebom privrednih društava da brzo i jednostavno dođu do kapitala [18]. U Nemačkoj je, pak, često finansiranje hibridnim instrumentima u ranim fazama razvoja startapova.

## Hibridni instrumenti finansiranja startapova u Srbiji

U Srbiji se, u praksi, koriste hibridni instrumenti finansiranja u ranim fazama razvoja startapova, a to su: dokapitalizacija, dodatne uplate člana društva i zajam člana društva.

### *Dokapitalizacija (equity investment) - povećanje osnovnog kapitala*

Dokapitalizacija predstavlja jedan od načina finansiranja startapova u početnoj (*seed*) fazi. Zakonom o privrednim društvima - ZPD (Službeni glasnik RS, br. 36/2011, 99/2011, 83/2014, 5/2015, 44/2018, 95/2018. i 91/2019), čl. 146. st. 1. t. 1. propisano je da se osnovni kapital povećava novim ulozima postojećih članova ili člana koji pristupa društvu. U toku ugovaranja ove vrste investicije koja predstavlja investiciju visokog rizika, u bitnim uslovima investicije (*Term sheet*), koji predstavljaju neobavezujući ugovor kojim se postavljaju uslovi pod kojima će investicija biti ostvarena, investitori teže ka tome da zaštite svoj interes, postavljajući neke od sledećih uslova:

- Investicione tranše - Investitor, da bi se zaštitio, može podeliti ulaganja u nekoliko tranši koje uključuju određene uslove ili ciljeve koji se moraju postići da bi se tranša isplatila. Kada su u pitanju ulaganja u seed fazi teško je postaviti značajne uslove u početnoj fazi investicije, te se teži ka tome da se investicija dâ u celosti ili u dve tranše.
- Postavljanje člana/članova u odbor direktora startapa nije čest način u našoj praksi. Naime, pojedini investitori mogu pokušati da iskoriste svoje članstvo u odboru direktora kako bi preuzeli kontrolu nad startapovima. Osnivači bi u početnoj fazi trebalo da zadrže većinu glasova u upravi.
- Zabrana prodaje (*Lock-up rights*) predstavlja ograničavanje mogućnosti da osnivači prodaju udeo bez pristanka investitora.
- Pravo zajedničke prodaje (*Tag along/co-sale right*) - Ukoliko se osnivači odluče da prodaju većinu svog udela, investitor to može učiniti pod istim uslovima. Na primer, ako osnivači žele da prodaju 10% svog udela, investitor može prodati ceo svoj udeo, a ako kupac ne želi da kupi udeo koji nudi investitor, ne može da kupi ni udeo koji su mu ponudili osnivači.
- Pravo povlačenja (*Drag along*) omogućava investitoru da povuče sve ostale članove, uključujući i osnivače, ako želi da prodaju svoj udeo. To je obično moguće tek nakon određenog vremenskog perioda, a standardni vremenski period je jedna do tri godine od prvobitne transakcije.
- Pravo preče kupovine (*Right of first refusal*) je još jedno od prava povezanih sa prodajom udela. Ako član želi da proda svoj udeo trećem licu, prvo ga mora ponuditi drugim članovima društva pod istim uslovima, pa ga može prodati trećem licu tek ukoliko nijedan drugi član ne želi da kupi udeo.
- Pravo na srazmerno ulaganje garantuje srazmerno učešće u bilo kom budućem investiranju.
- Zaštita od dilutovanja vlasničke strukture (*Anti-dilution*) - U slučaju da jedan ili više članova društva izvrše investiciju u društvo povećanjem osnovnog kapitala, zaštita od dilutovanja vlasničke strukture ima za cilj da zaštiti preostale članove od toga da njihovi udeli budu umanjeni. Dva su osnovna načina: *full ratchet* i *weighted average anti-dilution*, koji nemaju

odgovarajuće prevode u srpskom jeziku. U prvom slučaju samo će se udeo osnivača razrediti, dok se u drugom razređuju i udeo investitora i udeo osnivača.

- Preferencijalni likvidacioni ostatak (*Liquidation preference*) je jedan od glavnih instrumenata koje investitori koriste kako bi zaštitili svoju investiciju. Uglavnom se javlja kao preferencijalni likvidacioni ostatak sa ili bez učestvovanja u likvidaciji (*participating* ili *non-participating*), ali i kao kombinacija, odnosno preferencijalni likvidacioni ostatak uz ograničeno učestvovanje u likvidaciji (*capped participating*).

### *Dodatne uplate društvu*

ZPD pruža mogućnost finansiranja startapova od strane člana društva putem dodatnih uplata. Za razliku od dokapitalizacije, dodatnim uplatama se ne povećava osnovni kapital društva. Dodatne uplate se vraćaju članovima društva onda kada ta sredstva društvu više nisu neophodna, stoga dodatne uplate predstavljaju u suštini najpovoljniji oblik spoljnog finansiranja društva. Dodatne uplate su specifičan vid finansiranja, zbog načina na koji se tretiraju, evidentiraju i vraćaju, ali i iz razloga što mogu biti samo u novcu.

Dodatne uplate su privlačne i u praksi široko primenjivane iz prostog razloga što je procedura prilično jednostavna. Naime, u tom slučaju članovi društva donose odluku o dodatnim uplatama, uplaćuju novac na račun društva, a ti iznosi se vraćaju slobodno uz poštovanje odredaba o ograničenju plaćanja [19]. ZPD odredbama čl. 178-180. reguliše način utvrđivanja obaveze dodatne uplate, posledice neizvršenja obaveze dodatne uplate i vraćanje dodatnih uplata.

Obaveza članova društva da izvrše dodatne uplate društvu srazmerno visini svog udela u društvu se utvrđuje osnivačkim aktom ili odlukom skupštine, međutim osnivačkim aktom ili odlukom skupštine može biti određena obaveza vršenja dodatnih uplata i u srazmeri koja je drugačija od one u vlasničkoj strukturi.

Odluka skupštine kojom se utvrđuje obaveza na dodatne uplate donosi se jednoglasno, osim ako je osnivačkim aktom za donošenje te odluke predviđena druga većina. Ako je osnivačkim aktom predviđeno da se prethodno navedena odluka donosi i drugom većinom, ta odluka obavezuje samo članove koji su za nju glasali.

ZPD propisuje pojačanu odgovornost članova u pogledu nepoštovanja obaveze dodatnih uplata [20]. Osnovno pravilo je da član društva odgovara društvu za izvršenje obaveze dodatne uplate na način na koji odgovara za uplatu upisanog osnovnog kapitala. Ova odgovornost, u krajnjoj liniji, može da dovede do isključenja člana društva, a isključeni član društva ostaje u obavezi prema društvu na dodatnu uplatu [21].

Član društva koji je svoj udeo preneo pre izvršenja obaveze na dodatnu uplatu odgovara solidarno sa sticaocem udela za tu obavezu u periodu od tri godine od dana registracije prenosa udela u skladu sa zakonom o registraciji.

Član društva može da se oslobodi obaveze dodatne uplate, ukoliko je u celosti uplatio, odnosno uneo svoj ulog, ako u roku od 30 dana od dana dospelosti te obaveze ovlasti društvo da proda njegov udeo u postupku javnog nadmetanja ili na drugi način.

Ako prodajom udela člana društva na navedeni način društvo ostvari cenu koja je, nakon odbitka troškova prodaje, niža od iznosa njegove obaveze dodatne uplate, član društva ostaje u obavezi da društvu doplati tu razliku, a ako društvo tom prodajom ostvari cenu koja,

nakon odbitka troškova prodaje, prelazi iznos njegove obaveze dodatne uplate, društvo je dužno da tu razliku isplati tom članu društva.

Ako član društva ne ovlasti društvo da izvrši prodaju njegovog udela u skladu sa čl. 179, st. 3. ZPD ili ako njegov udeo ne bude prodat u roku od dve godine od dana dospeća obaveze dodatne uplate, odnosno u roku određenom osnivačkim aktom ili ugovorenim roku sa tim članom društva iz razloga za koje nije odgovorno društvo, skupština može u roku od 180 dana od dana isteka propisanog, odnosno određenog ili ugovorenog roka doneti odluku o isključenju tog člana iz društva bez prava na naknadu vrednosti njegovog udela.

Pojačana je odgovornost članova, te je odgovornost i materijalna (obaveza da se izvrši dodatna uplata plaćanjem ili prodajom) i statusna (mogućnost isključenja člana). Pritom, jedna odgovornost ne isključuje drugu, pa će tako i isključeni član društva ostati odgovoran za obavezu dodatnih uplata.

Pravilo je da se dodatne uplate vraćaju u roku koji je određen osnivačkim aktom ili odlukom skupštine društva. Ukoliko rok za vraćanje nije određen, član društva ima pravo da zahteva vraćanje samo ako to nije neophodno za pokriće gubitaka ili za namirenje poverilaca društva. Bitno je napomenuti da se dodatne uplate ne mogu vratiti članu društva koji nije u potpunosti uneo upisani ulog u društvo.

Dodatne uplate obezbeđuju pravu meru finansiranja društva jer na osnovu dodatnih uplata društvo stiže dodatna sredstva u trenutku kada su mu potrebna, bez povećanja osnovnog kapitala i bez trajnog vezivanja dodatnog novca članova društva.

### *Zajam člana društva*

Zajam predstavlja relativno jednostavan mehanizam finansiranja društva (startapa), pri čemu je društvo dužno da vrati pozajmice članovima društva. Ugovaranje i realizacija zajma privrednom društvu od strane osnivača regulisano je odredbama Zakona o obligacionim odnosima i Zakona o privrednim društvima.

Ugovorom o zajmu zajmodavac se obavezuje da preda u svojini zajmoprimcu određenu količinu novca ili kojih drugih zamenljivih stvari, a zajmoprimac se obavezuje da mu vrati posle izvesnog vremena istu količinu novca, odnosno istu količinu stvari iste vrste i istog kvaliteta [22]. ZOO ne postavlja ograničenja kada je u pitanju zaključivanje ugovora o zajmu, te zajmodavac može da bude kako pravno tako i fizičko lice, dok čl. 275. ZPD-a reguliše ograničenja plaćanja akcionarima (shodna primena na članove privrednog društva).

Ukoliko se radi o prekograničnom zajmu (član društva koji daje zajam je strano pravno lice), on se registruje kod Narodne banke Srbije i taj zajam se vraća tek posle određenog vremena i određenom dinamikom, u skladu sa Zakonom o deviznom poslovanju [23]. Nepovoljna strana ovog načina finansiranja ogleda se u činjenici da zajam kao ugovor između člana i društva može biti predmet posebnog odobrenja, kao i u tome da je kod zajmova između povezanih lica, u smislu Zakona o porezu na dobit pravnih lica [24], potrebno poštovati pravila o transfernim cenama i pravila o utanjenoj kapitalizaciji.

Dakle, kod zajma postoje mnogi faktori predviđeni poreskim i deviznim propisima, o kojima treba voditi računa i koji, u krajnjoj liniji, ovu opciju čine manje atraktivnom.

Na kraju, obaveza vraćanja primljenog zajma može prestati ne samo ispunjenjem ugovorene obaveze zajmoprimca, već i zastarelošću, oprostom duga, kompenzacijom, konverzijom duga u osnovni kapital društva i sl.



## Hibridni instrumenti finansiranja startapova u Nemačkoj

Budući da je paleta hibridnih instrumenata koji se u praksi koriste ograničena činjenicom da je pravna forma u kojoj se startapovi po pravilu osnivaju i registruju tzv. *GmbH* (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*), odnosno, nemački pandan srpskom društvu sa ograničenom odgovornošću<sup>1</sup>, određeni instrumenti koji su po slovu zakona rezervisani za privredna društva koja imaju pristup tržištu kapitala (*ECM*) ostaju van sfere razmatranja u pogledu strukturiranja rundi finansiranja u ranim fazama razvoja startapova. Reč je o zamenljivim obveznicama (*Wandelschuldverschreibung*) [25] [26] i obveznicama sa varantom (*Optionsanleihe*) [25] [27], koji su rezervisani za nemačka akcionarska društva (*AG - Aktiengesellschaft*). Ipak, potrebe tržišta su dovele do razvoja instrumenata koji u velikoj meri konceptualno nalikuju zamenljivim obveznicama i obveznicama sa varantom, a koji su primenljivi i u finansiranju *GmbH* [28].

Hibridni (mezanin) instrumenti koji se u nemačkoj praksi koriste u ranim fazama finansiranja startapova, a koji više nalikuju dužničkom finansiranju su subordinirani zajam i tipični tihi ortakluk, dok su zajmovi članova društva, atipični tihi ortakluk, zamenljivi dug i tzv. *SAFE* ugovori, instrumenti koji više nalikuju ulaganju u osnovni kapital.<sup>2</sup>

Osnovna razlika između hibridnih instrumenata koji više nalikuju dužničkom finansiranju i onih koji više nalikuju ulaganju u osnovni kapital jeste postojanje tzv. *equity kicker*-a. Naime, reč je o odredbi ugovora u finansiranju koja predstavlja osnov za sticanje udela u osnovnom kapitalu privrednog društva po okončanju perioda dužničkog finansiranja (momentat dospelosti duga ili nastupanje tzv. okidača). U praksi su *equity kicker* odredbe karakteristične upravo za mezanin finansiranje startapova instrumentima koji više nalikuju ulaganju u osnovni kapital. Sa stanovišta nemačkog prava, *equity kicker* se javlja u formi prava na konverziju duga u osnovni kapital ili opcije [29]. Neki autori navode i prelaznu varijantu, tzv. "virtualni" *equity kicker*, koji karakteriše pravo učešća investitora u dobiti startapa, iako je finansiranje dužničko (npr. tipični i atipični tihi ortakluk) [17]. U praksi je češće finansiranje startapova hibridnim instrumentima koji više nalikuju na ulaganje u osnovni kapital, dakle onima koji sadrže *equity kicker* odredbu, budući da je rizik ulaganja manji, a potencijalna dobit za investitora veća.

### *Instrumenti mezanin kapitala koji nalikuju dužničkom finansiranju*

Subordinirani zajam, kao instrument mezanin kapitala koji nalikuje dužničkom finansiranju, zapravo i predstavlja dužničko finansiranje, ali s određenim specifičnostima. Reč je o klasičnom zajmu, koji je dvojako subordiniran. S jedne strane, ugovorom o finansiranju, ugovorom između poverilaca ili posebnim ugovorom o subordinaciji [30] predviđeno je da za ovo potraživanje ne postoji pravo prvenstva otplate, odnosno da je subordinirano potraživanje niže rangirano. S druge strane, pak, subordinacija potiče i iz činjenice da su ova potraživanja retko obezbeđena kolateralom [31]. Bitno je naglasiti da subordinacija u praksi proizvodi pravno dejstvo samo ukoliko postoji opasnost od prezaduženosti ili od nastupanja nekog drugog stačajnog razloga, kao i ukoliko je odredbama ugovora između poverilaca (*Intercreditor Agreement*) predviđen inicijalno različit tretman potraživanja u zavisnosti od rangiranja; u suprotnom, reč je o klasičnom zajmu. Subordinirani zajmovi su, u ranim fazama finansiranja startapova u nemačkoj praksi, izuzetno retki kao samostalan instrument finansiranja, dok se češće javljaju kao dodatni instrument (uglavnom u kombinaciji s instrumentima koji nalikuju ulaganju u osnovni kapital).

Češći mehanizam hibridnog finansiranja startapova u praksi jeste tipičan tihi ortakluk (*die typische stille Gesellschaft* ili *Innengesellschaft*). Naime, reč je o ugovornom odnosu između startapa ("aktivnog ortaka") i investitora ("tihog ortaka") u kojem se investitor obavezuje da finansira startap, dok se saugovarač obavezuje da investitoru isplati udeo u dobiti od poslovanja, udeo u prikrivenim rezervama startapa, kao i povraćaj uloženog (ili po dospelosti, ili u slučaju stečaja ili likvidacije startapa) [32]. Zakonska pretpostavka da

"tihi ortak" učestvuje i u snošenju gubitaka do visine uloženog kapitala u praksi se najčešće isključuje ugovorom o saradnji/finansiranju. Ortakluk je "tih" budući da se "tihi ortak" ne registruje u privrednim registrima (ukoliko je u pitanju *GmbH*) [33] i, po pravilu, ne učestvuje u upravljanju startapom (sem ovlašćenja da izvrši uvid u poslovne knjige).<sup>3</sup> Iako je učešće u dobiti od poslovanja jedno od imovinskih prava članova društva, nemački finansijski regulator (*BaFin*) karakteriše tipičan tihi ortakluk kao dužnički instrument (zajam sličan zajmu članova društva) [33]. To je ujedno i najveći rizik za investitora. Stoga, s aspekta investitora, tipični tihi ortakluk se kao instrument finansiranja koristi isključivo ukoliko investitor veruje osnivačima (budući da sam ne učestvuje u upravljanju) i ukoliko veruje u profitabilnost startapa u (daljoj) budućnosti.

### *Instrumenti mezanin kapitala koji nalikuju ulaganju u osnovni kapital*

Zajam članova društva je instrument internog hibridnog finansiranja startapa koji nalikuje ulaganju u osnovni kapital. Specifičnost ovog instrumenta jeste činjenica da je investitor već član društva. Slično kao u slučaju subordiniranog zajma, potraživanje člana društva za otplatu zajma je u stečajnom postupku rangirano niže od svih ostalih nekolateralizovanih potraživanja [34]. Dodatno, pravilima stečajnog prava je predviđeno da stečajni upravnik ima pravo da od člana društva, kojem je kao poveriocu otplaćeno potraživanje, zahteva povraćaj otplaćenog, ukoliko je predlog za otvaranje stečajnog postupka podnet u vremenskom roku kraćem od godinu dana nakon delimične ili potpune otplate duga od strane društva (tzv. pravo kontesta) [34].<sup>4</sup> U ranim fazama razvoja startapa, reč je najčešće o zajmovima osnivača ili o zajmovima spoljnih investitora, koji kombinuju ulaganje u osnovni kapital i dužničko finansiranje. Generalno posmatrano, svrha upotrebe ovog instrumenta (nezavisno od toga da li su investitori osnivači ili treća lica) jeste mogućnost isplata članovima društva bez kršenja pravila o očuvanju vrednosti osnovnog kapitala, ali i stabilizacija koeficijenta zaduženosti (*Leverage Ratio*) i smanjivanje prosečne cene kapitala (*WACC*) startapa. Ipak, budući da je reč o ranim fazama razvoja startapa, treba biti vrlo oprezan prilikom određivanja odgovarajuće strukture kapitala. Drugim rečima, očekivanja članova društva (startapa) u pogledu profita od investiranja su u prvih nekoliko godina mala budući da, po pravilu, startap ne ostvaruje profit [35]. S druge strane, kamatne stope u dužničkom finansiranju (koje je vrlo retko kao samostalan instrument) su visoke. Stoga, prosečna cena sopstvenog kapitala startapa u pojedinačnom slučaju ne mora biti veća od cene pozajmljenog kapitala, te ni struktura kapitala sa značajnim učešćem pozajmljenog kapitala ne smanjuje prosečnu cenu kapitala.<sup>5</sup> Dodatno, u narednim rundama finansiranja startapa dolazi do većih promena u strukturi kapitala (u zavisnosti od instrumenata koji se koriste), te je u momentu kada startap počinje da ostvaruje profit tržišna cena sopstvenog kapitala drugačija u odnosu na cenu u toku ranih faza razvoja startapa. Shodno navedenom, zajmovi članova društva se u praksi ne koriste veoma često kao instrumenti finansiranja startapa u ranim fazama razvoja.

Atipični tihi ortakluk je, slično već obrađenom tipičnom tihom ortakluku, ugovorni odnos između "aktivnog ortaka" i "tihog ortaka" u kojem se "tihi ortak" obavezuje da finansira startap, dok se "aktivni ortak" obavezuje da "tihom ortaku" isplati udeo u dobiti od poslovanja, udeo u prikrivenim rezervama startapa, kao i povraćaj uloženog (ili po dospelosti ili u slučaju stečaja ili likvidacije startapa). Osnovna razlika u odnosu na tipičan tihi ortakluk je postojanje tzv "preduzetničke inicijative" [11]. Drugim rečima, tihi ortakluk je atipičan ukoliko "tihi ortak" ima veći obim upravljačkih ovlašćenja od onih predviđenih u čl. 233. nemačkog Trgovinskog zakonika (uvid u poslovne knjige) [36]. Dakle, "tihi ortak" na osnovu ugovora o saradnji/finansiranju u praksi stiče pravo da odobri ili uskrati odobrenje odlukama menadžmenta, kao i da, u retkim slučajevima, bude član nadzornog ili savetodavnog odbora startapa [11]. U pogledu svih ostalih karakteristika (izuzev poreskog tretmana), između tipičnog i atipičnog tihog ortakluka nema razlika.



U praksi najčešće korišćeni instrument hibridnog finansiranja je zamenljivi dug. Reč je zajmu startapu, koji se po dospelosti ili usled nastupanja tzv. "okidača" u celosti ili delom konvertuje u osnovni kapital startapa. Pravni mehanizam koji se u praksi primenjuje radi ostvarivanja finansiranja zamenljivim dugom je ugovor između članova startapa i investitora kojim se investitor obavezuje da finansira startap i da se upiše kao sticalac udela prilikom povećanja osnovnog kapitala startapa, dok se članovi obavezuju da po nastupanju dospelosti ili "okidača" povećaju osnovni kapital startapa i da se odreknu prava na preči upis udela [28]. Povećavanje osnovnog kapitala je uglavnom zasnovano na autorizovanom osnovnom kapitalu menadžmenta [37].<sup>6</sup> Kao što je već navedeno, do konverzije dolazi ili po dospelosti potraživanja ili po nastupanju tzv. "okidača". "Okidač" za konverziju može biti naredna runda finansiranja, dostizanje određene sume u valuaciji startapa, ostvarivanje određene vrednosti profita, izlazak startapa na tržište kapitala ili pak neki drugi, ugovorom predviđeni, događaj. Do konverzije može doći u celosti (nastupanjem samo jednog "okidača") i to ukoliko je ugovorom određeno da do konverzije dolazi usled nove runde finansiranja ili izlaska na tržište kapitala (*IPO*), ili u delovima (tzv. *staging*), ukoliko su ugovorom predviđene tzv. *milestone* odredbe, što je slučaj ukoliko je "okidač" dostizanje određene sume u valuaciji ili određenih prihoda/finansijskih rezultata. U nemačkoj praksi se zamenljivi dug često nadograđuje dodatnim pravima koja nastupaju posle konverzije, a koja su inače uobičajena u slučaju finansiranja ulaganjem u osnovni kapital. Naime, neretko se ugovorom predviđa i drugi "okidač" u formi tzv. *tag along* i *drag along* prava. Tako, ukoliko menadžment (najčešće osnivači koji su u ranim fazama finansiranja većinski vlasnici) odluče da napuste startap i izađu iz investicije, investitor dobija pravo da se zajedno sa njima povuče prema pro rata principu (*tag along*); odnosno ukoliko investitor odluči da proda svoj udeo trećem licu, ima pravo da "povuče" i članove menadžmenta (osnivače) da prodaju svoje udele (*drag along*), kako bi kupcu omogućio kupovinu većeg udela u startapu [38].

Prednosti ulaganja zamenljivim dugom su višestruke. Prvo, do momenta nastupanja "okidača", investitor je poverilac startapa i, u zavisnosti od senioriteta potraživanja, ima bolji položaj u odnosu na članove startapa. Po nastupanju "okidača", odnosno događaja koji po pravilu vodi boljoj valuaciji startapa i smanjivanju rizika, investitor postaje član društva i uživa sva vlasnička prava. Drugo, investitor je u poziciji da ostvari visok stepen kontrole nad investicijom tokom celog perioda finansiranja, te je i konstrukcija režima finansiranja strateške prirode. Konačno, ugovorom o investiranju se gotovo uvek predviđa tzv. "diluciona zaštita" za investitora, te ukoliko u narednim rundama finansiranja cena pojedinačnog udela<sup>7</sup> bude manja od konverzijske cene pojedinačnog udela koju je investitor platio, investitor dobija "besplatne pojedinačne udele" [39].<sup>8</sup> "Diluciona zaštita" predstavlja podsticaj i nagradu investitoru koji se odluči da uloži u ranim fazama razvoja startapa, kada je rizik ulaganja veći.

Konačno, hibridni finansijski instrument koji je u nemačkim stručnim krugovima poznat svega nekoliko meseci, a prema saznanjima autora, u praksi nikada nije korišćen, jeste tzv. *SAFE* ugovor (*Simple Agreement for Future Equity*). Reč je o ugovoru o investiranju između startapa i investitora kojim se predviđa da će, ukoliko nastupi tzv. "okidač", doći do konverzije duga u osnovni kapital startapa. Sa pravnog aspekta, nije reč o konvertibilnoj noti, budući da konvertibilne note po pravilu imaju određeni momenat dospelosti, kao i (unapred) određenu kamatu. Prema mišljenju većine autora (pretežno iz Sjedinjenih Američkih Država), *SAFE* ugovor je po pravnoj prirodi varant. Specifičnost *SAFE* ugovora jesu tzv. korektivni mehanizmi za valuaciju i to "valuacijski plafon" i "popust". "Valuacijski plafon" je unapred određeni maksimalni iznos prednovčane valuacije pre momenta naredne faze ulaganja, tako da cena po kojoj će se izvršiti konverzija bude manja za ulagača *SAFE* ugovorom (ulagač *SAFE* ugovorom na taj način dobija veći udeo u osnovnom kapitalu). "Popust" je procentualno umanjenje cene konverzije za ulagača *SAFE* ugovorom i iznosi uglavnom 15-20 %. Praksa ulaganja u startapove u narednih nekoliko godina će pokazati da li *SAFE* ugovori imaju budućnost u nemačkoj praksi finansiranja startapova.

## Zaključak

Aktivan razvoj i stvaranje novih instrumenata finansiranja startupova uslovljen je potrebama biznis prakse. U većini slučajeva, kako u Srbiji, tako i u Nemačkoj, reč je ili o pravno neregulisanim ili o samo okvirno regulisanim instrumentima finansiranja.

Razlog za stvaranje novih instrumenata finansiranja ili modifikaciju postojećih jeste specifičnost startup industrije. Za razliku od tradicionalnih industrija, startupovi se odlikuju činjenicom da u prvih nekoliko godina poslovanja po pravilu trpe gubitke u poslovanju, te im je opstanak na tržištu neizvestan, ali imaju izuzetan potencijal za rast i profitabilnost u budućnosti. Pravilnim strukturiranjem rundi finansiranja u ranim fazama razvoja startupova investitori smanjuju rizik od potpunog gubitka uloženog tako što ulažu dužničkim kapitalom, a potencijalno ostvaruju profit od investicije konverzijom u osnovni kapital, ukoliko startup opstane i postane izuzetno profitabilan. Stoga su hibridni instrumenti finansiranja, kao izuzetno fleksibilni, čest izbor investitora prilikom finansiranja startupova u ranim rundama finansiranja u Nemačkoj, dok srpska praksa pokazuje da ovi instrumenti nisu korišćeni u meri u kojoj bi mogli biti.

Poredeći instrumente koji se koriste u Srbiji i one koji se koriste u Nemačkoj, može se zaključiti da je reč o konceptualno sličnim instrumentima. Ugovorima o finansiranju se predviđaju različite povlastice za investitore - počev od prava konverzije sa "valuacijskim plafonima" ili "popustima", preko "dilucione zaštite", do tag along i drag along odredbi. Takođe se može zaključiti da se novi instrumenti ili modifikacije već postojećih instrumenata stvaraju gotovo svake godine. Imajući u vidu izrazito brz razvoj startup industrije u Srbiji i Nemačkoj, vrlo je izvesno da će i u narednom periodu doći do razvoja novih varijacija u strukturiranju finansiranja startupova u ranim fazama razvoja.

### *Endnote*

<sup>1</sup>Treba naglasiti da je između GmbH i društva sa ograničenom odgovornošću postoje i određene značajne razlike, ali je, konceptualno, reč o istoj formi privrednog društva.

<sup>2</sup>Treba naglasiti da ovakva podela ne postoji u teoriji, a u praksi je samo jedna od mnogih podela hibridnih instrumenata finansiranja.

<sup>3</sup>Treba napomenuti da čak i u tipičnom tihom ortakluku postoji mogućnost davanja prokure tihom ortaku, ali da je reč o posebnom pravnom odnosu.

<sup>4</sup>Treba napomenuti da postoji zakonska mogućnost da se zaobiđe primena prava kontesta stečajnog upravnika, te da je otplata zajma članova društva nekontestabilna (tzv. privilegija u restrukturiranju). Ipak, u slučaju finansiranja startupova u ranoj fazi razvoja, privilegija u restrukturiranju je teško primenljiva, budući da je pristup u stečajnom postupku nad nerazvijenim startupom najčešće bankrotstvo, a ne restrukturiranje.

<sup>5</sup>Detaljno objašnjenje matematičke podloge ovog pomoćnog elementa u valuaciji biznisa (WACC) znatno prevazilazi okvire ovog rada, te na ovom mestu neće biti pruženo.

<sup>6</sup>Autorizovano povećanje osnovnog kapitala je kod startapa u ranoj fazi razvoja prilično jednostavno, budući da menadžerska ovlašćenja vrše najčešće sami osnivači, te se ne javlja principal – agent problem. Ipak, treba napomenuti da postoji zakonsko ograničenje, te da unominalna momentu autorizacije vrednost autorizovanog kapitala ne sme da pređe polovinu ukupnog osnovnog kapitala

<sup>7</sup>Bitno je naglasiti da u nemačkom pravu, za razliku od srpskog prava, članovi društva sa ograničenom odgovornošću (GmbH) mogu imati više udela u društvu, slično kao u akcionarskom društvu. Da bi se izbegla zabuna, koristimo izraz „pojedinačni udeo”.

<sup>8</sup>Matematička podloga za obračun broja „besplatnih pojedinačnih udela” zavisi od volje ugovornih strana, ali se u većini slučajeva u praksi koristi tzv. Weighted Average Ratchet.

## Reference

- Aldrich, H.E., & Yang, T. (2012). What did stinchcombe really mean?: Designing research to test the liability of newness among new ventures. *Entrepreneurship Research Journal*. [[Crossref](#)] [[Google Scholar](#)]
- Bascha, A., & Walz, U. (2002). Financing practices in German venture capital industry: An empirical assessment. *CFS Working Paper Series No 2002/08*. [[Google Scholar](#)]
- Berger, K.P. (2008). Fremdkapitalnahe Mezzanine-Finanzierungen. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*. [[Google Scholar](#)]
- Berger, K.P. (2019). *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*. München. [[Google Scholar](#)]
- Blank, S.G., & Dorf, B. (2012). *The startup owners manual: The step-by-step guide for building a great company*. Peskadero, Sjedinjene Američke Države. [[Google Scholar](#)]
- Bock, C. (2016). *Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften*. München: C. H. Beck. [[Google Scholar](#)]
- Bundestag. (1965). Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 9 des Gesetzes vom 17. Juli 2017. *BGBl.* [[Google Scholar](#)]
- Bundestag. (1994). Insolvenzordnung vom 5. Oktober 1994 (BGBl. I S. 2866), die zuletzt durch Artikel 24 Absatz 3 des Gesetzes vom 23. Juni 2017. *BGBl.* [[Google Scholar](#)]
- Bundestag. (2017). Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4123-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 10 des Gesetzes vom 17. Juli 2017. *BGBl.* [[Google Scholar](#)]
- Bundestag. (2019). Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 8 Absatz 4 des Gesetzes vom 8. Juli 2019. *BGBl.* [[Google Scholar](#)]
- Churchill, N., & Lewis, V. (1983). Five stages of small business growth. *Harvard Business Review*, 61(3). [[Google Scholar](#)]
- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *J Bus Ventur*, 18(3). [[Crossref](#)] [[Google Scholar](#)]
- Desaché, G. (2014). *How to value a start-up?: The use of options to assess the value of equity in start-ups*. Paris: HEC. [[Google Scholar](#)]
- Gleske, C., & Laudenklos, F. (2014). *Unternehmensfinanzierung: Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Rechnungslegung*. C. H. Beck. [[Google Scholar](#)]
- Global startup ecosystem report 2019 with new life sciences ecosystem ranking. (2019). San Francisco.
- Golland, F., Gehlhaer, L., Grossmann, K., Eickhoff-Kley, X., & Jänisch, C. (2005). Mezzanine-Kapital. *Betriebs Berater*. [[Google Scholar](#)]
- Kaplan, S., & Stromberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *Rev Econ Stud*, 70(2). [[Crossref](#)] [[Google Scholar](#)]
- Kollmann, T., Stöckmann, C., Hensellek, S., & Kensbock, J. (2016). *European startup monitor 2016: Country report Germany*. ESM. [[Google Scholar](#)]
- Müller-Känel, O. (2004). *Mezzanine Finance: Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung*. Bern - Stuttgart - Wien. [[Google Scholar](#)]
- Maidl, J. (2006). Die Wandelschuldverschreibung bei der GmbH. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*. [[Google Scholar](#)]
- Oechsler, J. (2019). *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*. C. H. Beck. [[Google Scholar](#)]
- Prüver, T., & Weber, M. (2017). Fast growth in Germany: Tech start-ups and investorsetting new benchmarks (Venture Capital and start-ups in Germany 2017). Retrieved from <https://start-up-initiative.ey.com/>

- Ries, E. (2011). *The lean startup: How today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses*. Njujork, Sjedinjene Američke Države. [Google Scholar]
- Risse, J., & Kästle, F. (2018). *M&A und corporate finance von A-Z*. C. H. Beck. [Google Scholar]
- Salamzadeh, A., & Kawamorita, K.H. (2015). Startup companies: Life cycle and challenges. *4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE), Belgrade, Serbia, Proceedings*. [Google Scholar]
- Seibt, C. (2018). *Münchener Anwalts Handbuch GmbH Recht*. München: C. H. Beck. [Google Scholar]
- Seiler, O. (2019). Kommentar zum Aktiengesetz. In G. Spinder, & E. Stilz, (Ed.). C. H. Beck. [Google Scholar]
- Steigertah, L., & Mauer, R. (2018). *EU startup monitor: 2018 report*. ESCP Europe. [Google Scholar]
- Stresing, C., Bolits, M., Dahmann, A., Parsons, C., Styma, F., Fuest, K., & Born, D. (2018). *Venture capital-fueling innovation and economic growth*. Roland Berger + IEF + BVK. [Google Scholar]
- Vesić, I. (2012). Kako do investicije za vaš startap? Evo glavnih načina. Retrieved from <https://startit.rs/kako-do-investicije-za-vas-startap-evo-glavnih-nacina/>
- Weitnauer, W. (2019). *Handbuch Venture Capital: Vor der Innovation zum Börsengang*. C. H. Beck. [Google Scholar]
- Wooldridge, F. (2009). The German limited and silent partnership. *Amicus Curiae*, 80. [Crossref] [Google Scholar]
- Zakon o deviznom poslovanju. (2006-2018). *Službeni glasnik RS*, 62, 31, 119, 139, 30.
- Zakon o obligacionim odnosima - ZOO. (1978-2003). *Službeni list SFRJ*, 29, 39, 45, 57, 31, 1.
- Zakon o porezu na dobit pravnih lica. (2001-2018). *Službeni glasnik RS*, 25, 80, 43, 84, 18, 101, 119, 47, 108, 68, 142, 91, 113, 95.
- Zakon o privrednim društvima - ZPD. (2011-2019). *Službeni glasnik Republike Srbije*, 36, 99, 83, 44, 95, 91.
- Živkovski, I. (2015). Dodatne uplate i zajam društvu od člana društva. *Lege Artis*, 28. [Google Scholar]
- Živkovski, I. (2015). Mešovito (mezanin) finansiranje. *Lege Artis*, 33. [Google Scholar]
- Živkovski, I. (2016). Istupanje člana iz društva s ograničenom odgovornošću. *Advokatska kancelarija - Stručni časopis za advokate*, 25. [Google Scholar]

## Hybrid financing instruments in the early stages of start-ups in Serbia and Germany: Advantages and disadvantages

Development and growth of the start-up industry worldwide has led to the creation of various financing instruments. In addition to the traditional financing instruments - debt financing and equity financing, business practice has given rise to the creation of financing instruments that have the elements of both debt and equity. Those instruments are referred to as hybrid financing instruments, or, in other words, mezzanine capital instruments. The core advantage of these instruments is their flexibility in structuring of the financing rounds, as well as the fact that the investors, who have a strong bargaining position in early stage financing, can obtain higher levels of control of their investment, while not exposing themselves to unnecessary risk. The authors of this article comparatively analyze hybrid financing instruments that are used in start-up financing in Serbia and in Germany.

*Keywords:* start-up; investment; hybrid financing instruments; mezzanine capital; Serbia; Germany