

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

POMEN ANGELSKIH INVESTICIJ ZA PODJETNIŠTVO

Ljubljana, julij 2009

MARUŠA FLERIN

## IZJAVA

Študentka **Maruša Flerin** izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom **mag. Roka Stritarja** in skladno z 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 27. julija 2009

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1. RASTOČE ALI DINAMIČNO PODJETJE</b> .....	<b>1</b>
1.1. RAZLIKA MED STATIČNIM IN DINAMIČNIM PODJETJEM.....	2
1.2. VIRI FINANCIRANJA RASTOČEGA PODJETJA .....	3
<b>2. ANGELSKO INVESTIRANJE</b> .....	<b>5</b>
2.1. KDO SO POSLOVNI ANGELI.....	6
2.2. PREDNOSTI IN SLABOSTI .....	8
2.3. AKTIVNOSTI ZDRUŽENJ IN MREŽ POSLOVNIH ANGELOV TER PROCES INVESTIRANJA.....	9
2.4. TRG NEFORMALNEGA TVEGANEGA KAPITALA.....	11
2.4.1. <i>Podrobnejši pregled angelskega investiranja v ZDA</i> .....	12
2.4.2. <i>Podrobnejši pregled angelskega investiranja v Evropi</i> .....	13
2.4.3. <i>Podrobnejši pregled angelskega investiranja v Sloveniji</i> .....	15
<b>3. POMEN ZA PODJETNIŠTVO SKOZI PRIMERE</b> .....	<b>17</b>
3.1. PRIČAKOVANJA IN DODANA VREDNOST POSLOVNIH ANGELOV V SLOVENIJI .....	17
3.2. PREDSTAVITEV NAJBOLJ ODMEVNIH INVESTICIJ PO SVETU.....	18
3.3. PREDSTAVITEV DVEH INVESTICIJ V SLOVENIJI .....	21
<b>SKLEP</b> .....	<b>22</b>
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....	<b>24</b>
<b>PRILOGA</b> .....	<b>1</b>

## KAZALO TABEL IN SLIK

<i>Tabela 1: Razlike med malim in dinamičnim poslom. ....</i>	3
<i>Tabela 2: Primerjava aktivnosti mrež/združenj poslovnih angelov, ki so članice ACA ali EBAN.....</i>	11
<i>Tabela 3: Ocena celotnega trga neformalnega tveganega kapitala v ZDA in Evropi.....</i>	12
<i>Tabela 4: Prikaz nekaterih uspešnih angelskih investicij .....</i>	19
<i>Slika 1: Rast prihodkov, odhodkov in dobička podjetja Google od 1999 do 2008 v milijonih dolarjev.....</i>	20

## PRILOGA

<i>Priloga 1: Anketni vprašalnik za poslovne angele z odstotki izbranih odgovorov.....</i>	1
--------------------------------------------------------------------------------------------	---

## UVOD

Pridobitev sredstev v semenski in zagonski fazi življenjskega cikla podjetja je za podjetnika zahtevna. V tej fazi rasti podjetja je namreč tveganje za neuspeh veliko, saj je mnogo pomembnih faktorjev, kot so odnosi s strankami, cenovna strategija ter sposobnost podjetnika, še negotovih. Vrzeli lastniških sredstev, ki nastopi zaradi pomanjkanja sredstev v semenski in zagonski fazi, zapolnjujejo poslovni angeli, uspešni poslovneži, ki jim finančno stanje omogoča investirati v tvegane naložbe. Poleg tega pa lahko s svojim strokovnim znanjem, izkušnjami in kontakti, pridobljenimi skozi lastno poslovno pot, pomagajo podjetniku pri gradnji podjetja. Trg neformalnega tveganega kapitala, kamor sodijo investicije poslovnih angelov, še ni dobro raziskan, hkrati pa anonimnost mnogih angelskih investicij onemogoča popoln vpogled v aktivnosti ter dejansko dodano vrednost poslovnih angelov za podjetnika v smislu prenosa znanja in izkušenj.

Namen tega diplomskega dela je analizirati, kakšna podjetja so za lastniško investiranje poslovnih angelov primerna, katere so karakteristike trga neformalnega tveganega kapitala ter kakšen pomen imajo investicije za samo rast podjetja, pri čemer izhajam iz predpostavke, da lahko mentorska pomoč in finančna investicija poslovnega angela pomembno vplivata na uspeh in hitro rast podjetja v semenski ali zagonski fazi življenjskega cikla.

V prvem delu diplomske naloge bom obravnavala karakteristike rastočega podjetja v primerjavi z dinamičnim podjetjem ter vire financiranja, ki so podjetnikom na voljo. V drugem delu bom namenila pozornost neformalnemu tveganemu kapitalu z obrazložitvijo pojma poslovni angeli ter opisom lastnosti angelskega investiranja, njegovih prednosti in slabosti, hkrati pa bom analizirala še najbolj razvit trg angelskega investiranja, Združene države Amerike, evropski trg ter Slovenijo. V zadnjem, tretjem delu, bom predstavila pričakovanja nekaterih slovenskih poslovnih angelov, ki sem jih pridobila s pomočjo ankete, izvedene med člani Kluba Poslovni angeli Slovenije ter uspešna podjetja, ki so pridobila angelsko investicijo v tujini in dva primera angelskih investicij v Sloveniji.

## 1. RASTOČE ALI DINAMIČNO PODJETJE

Razvoj podjetij in financiranje le-teh je ena najpomembnejših nalog mnogih narodnih gospodarstev v svetu (Žugelj et al., 2001, str. 11). Na podjetništvo in število podjetnikov v posamezni državi ima pomemben vpliv družbeno, ekonomsko in kulturno okolje. Hkrati pa nanj vpliva tudi posameznikova motivacija, znanje in veščine, ki so za podjetništvo pomembne. Med 42 državami, ki so leta 2007 sodelovale v raziskavi, se je po indeksu zgodnje podjetniške aktivnosti Slovenija uvrstila na 33. mesto in tako glede na vključevanje v

podjetništvo še vedno ostaja v zadnji tretjini držav (Rebernik et al., 2008, str. 9). Raziskave **Globalnega podjetniškega monitorja** (angl. *Global Entrepreneurship Monitor*; v nadaljevanju GEM) v preteklih letih so pokazale, da le manjši delež nastajajočih in novih podjetij po svetu zagotovi večino novih delovnih mest. V povprečju namreč le osem odstotkov nastajajočih in novih podjetnikov pričakuje v naslednjih petih letih svojega poslovanja povečanje števila zaposlenih za dvajset ali več (Rebernik et al., 2008, str. 60).

Dinamična podjetja so tista, ki največ prispevajo k rasti nacionalnih gospodarstev, k družbenemu blagostanju, ustvarjanju priložnosti za delo, k tehnološkemu napredku in razvoju ter ustvarjajo največjo dodano vrednost (Pšeničny, 2002, str. 52). Izjemno vlogo dinamičnega podjetništva je v dvajsetem stoletju začela prepoznavati tudi Evropa, vendar je še vedno mogoče opaziti razlike v podjetniški miselnosti med državami. Tako je bilo v ZDA v zadnjih tridesetih letih dinamično vsako peto srednje veliko podjetje, v Evropi pa le eno od 25 srednje velikih podjetij (Pšeničny, 2002, str. 25).

### **1.1. Razlika med statičnim in dinamičnim podjetjem**

Tajnikar (2000, str. 15) definira dinamično podjetje kot podjetje, ki dolgoročno sprejema odločitve na način, ki vodi do njegove rasti, in se od statičnega podjetja razlikuje tudi po značilnostih poslovnih funkcij, ne zgolj po načinu fizične rasti podjetja. Za vodenje dinamičnega podjetja je potreben dinamičen podjetnik, ki ustvarja spremembe in vpliva na okolje, je inovativen in dolgoročno uspešen (Pšeničny, 2002, str. 3).

V statičnem podjetju financiranje podjetja igra pomembno vlogo predvsem pri njegovem nastanku. Takrat namreč podjetje še ne prinaša dobička in financiranje je namenjeno nakupu strojev, zagonskemu kapitalu in plačam delavcev, medtem ko so v kasnejši fazi finance povezane le z rastjo podjetja do optimalne velikosti in za menjavo strojev, ki se izvršuje postopoma. Financiranje rastočih poslov se od statičnih popolnoma razlikuje. Tukaj ne gre za vprašanje, koliko virov sredstev so si pripravljene zagotoviti, saj je uspešno pridobivanje sredstev del same podjetniške dejavnosti, pač pa je pomembnejša donosnost investicijskih projektov. Financiranje se prične z načrtovanjem določenih investicijskih izdatkov, nadaljuje pa z opredelitvijo tehnološkega in organizacijskega vidika in kalkulacijo višine investicije. Temeljna informacija pri finančnem planiranju izhaja iz stroškov kapitala, ki jih je potrebno primerjati z donosnostjo posameznih projektov za izvedbo določenih strategij rasti. Čim večje število projektov lahko izpeljemo, pri čemer mora biti njihova donosnost višja od stroškov njihovega financiranja, tem hitrejša bo rast podjetja. Tak pristop k financiranju je pravi podjetniški pristop, njegova značilnost pa je aktivna strategija rasti na področju financiranja. V dinamičnem podjetništvu si torej ustvarjamo ustrezne pogoje za financiranje rasti, v nasprotju s statičnim podjetništvom, kjer se z rastjo prilagajamo razmeram za financiranje

(Tajnikar, 2000, str. 180-185). V tabeli 1 so opisane nekatere razlike med malim poslom, ki je značilen za statično podjetje in dinamičnim poslom, značilnim za dinamično podjetje.

*Tabela 1: Razlike med malim in dinamičnim poslom.*

Mali posel	Dinamičen posel
Stagnanten	Rastoč
Čuva svoj položaj	Išče možnosti
Lokalen	Globalen
Razvojno skromen	Razvojno ekstenziven
Financiranje z notranjimi viri	Financiranje z zunanjimi viri
Samozaposlitven	Z delavci in profesionalci
Izogibajoč se konkurence	Iščoč konkurenco
Izogibajoč se tveganja	Iščoč izzive
Za preživetje	Za uspeh

*Vir: Tajnikar, Tvegano poslovanje: Knjigah o gazelah in rastočih poslih, 2000, str. 180.*

Rast podjetja je mogoče financirati na različne načine, pri zbiranju sredstev pa je pomembna tudi faza finančnega življenjskega cikla, v kateri se podjetje nahaja. Vsekakor pa mora podjetnik svojo resnost in zavzetost ter zaupanje v poslovno idejo izkazati najprej z lastnim finančnim vložkom.

## 1.2. Viri financiranja rastočega podjetja

Prvi vir financiranja, po katerem posamezniki posegajo na začetku podjetniške poti, so ustanovitelji sami. Raziskava GEM iz leta 2006 (Bygrave, 2007, str. 4), ki se je osredotočila na finančno plat podjetništva, kaže, da ustanovitelji sami zberejo več kot 60% semenskega kapitala. Preostali kapital običajno pridobijo pri sorodnikih, prijateljih in neznancih, tudi poslovnih angelih. Glede na raziskavo pa v tej fazi ni vidnega odstotka bančnih in državnih virov, čeprav pred dejanskim pridobivanjem virov večina podjetnikov zmotno predvideva, da bodo na tak način prejeli kar petindvajset odstotkov semenskega kapitala. Naslednji vir financiranja podjetniki v praksi poiščejo pri skladih tveganega kapitala. V letu 2005 je tako 910 podjetij v ZDA zbralo pri skladih tveganega kapitala 5,3 milijarde dolarjev, v primerjavi s tremi milijoni podjetij, ki so pri družini, prijateljih in neznancih zbrala 200 milijard dolarjev (Bygrave, 2007, str. 15). V Evropi in Sloveniji je slika povsem drugačna. Anthony Clarke, predsednik **Evropske mreže poslovnih angelov** (angl. *European Business Angel Network*; v nadaljevanju EBAN), meni, da Evropa dosega le dvajset odstotkov aktivnosti formalnega in neformalnega tveganega kapitala v ZDA. Zaostanek pripisuje predvsem drugačni podjetniški

kulturi, saj je ta v ZDA bolj podjetniško naravnana, investicije poslovnih angelov pa tam predstavljajo običajno aktivnost uspešnih podjetnikov (Pahor, 2008).

Za majhno podjetje, ki ima potencial in željo po hitri rasti, je običajno, da potrebuje večjo količino virov financiranja. Zbrani denar s strani **ustanoviteljev, njegovih prijateljev in družine** večkrat ne zadošča za financiranje hitre rasti. Vsekakor poznamo tudi izjemne zgodbe podjetnikov, ki jim je ta kapital zadoščal. Bill Hewlett in Dave Packard sta svoje podjetje začela leta 1939 v garaži z začetno investicijo 538 dolarjev (kar ima enako kupno moč kot 8.078,84 dolarjev v letu 2009). Njun prvi produkt, izboljšava na obstoječi tehnologiji oscilatorja, jima je prinesla prvo stranko, Walta Disneya, ki je z nakupom osmih oscilatorjev za film Fantasia prinesel podjetnikoma dovolj denarja za hitro rast (Smith, 2000, str. 36). Že naslednje leto sta najela poslovne prostore v Palo Alto, danes pa podjetje Hewlett-Packard z več kot sto milijardami dolarjev letnih prihodkov zaseda štirinajsto mesto na lestvici Fortune 500, ki letno objavlja lestvice največjih ameriških korporacij.

Viri financiranja, ki so podjetniku na voljo poleg lastnih sredstev ter sredstev njegovih prijateljev in družine so predvsem nepovratna sredstva ter dolžniški in lastniški viri financiranja. **Nepovratna sredstva** je mogoče pridobiti na lokalnih in nacionalnih razpisih ter na razpisih Evropske unije. V letu 2008 je bilo s strani Slovenskega podjetniškega sklada v obliki razpisov razdeljenih 58 milijonov evrov sredstev, v letu 2009 pa sklad ponuja tudi 35 milijonov evrov tveganega kapitala (Kaučič, 2008). Slovenski podjetniški sklad ni edini vir nepovratnih sredstev v Sloveniji. Preko razpisov jih podeljujeta tudi Javna agencija za podjetništvo in tuje investicije (JAPTI) in Tehnološka agencija Slovenije (TIA).

Najpogostejši vir financiranja rasti podjetja je **dolžniški kapital** (Tajnikar, 2006, str. 198). Med najemnikom dolžniškega kapitala in njegovim ponudnikom nastane upniško razmerje, ki se konča tako, da najemnik vrne posojeno glavnico in običajno plača fiksno dogovorjene obresti. Ponudnik kapitala ne posega v upravljanje podjetja, kakor je v praksi pri lastniškem financiranju, ampak svojo naložbo zavaruje na druge načine. Najbolj pogost način je vpisovanje hipotek na premoženje, s katerim razpolaga najemnik dolžniškega kapitala. Druge oblike dolžniškega kapitala pa so še: bančni krediti, leasing opreme, izposoja pri finančnih posrednikih in komercialni papirji. Posojilodajalec pri dolžniškem financiranju si izbojuje pravico do zavarovanja posojila, ponavadi s sredstvi podjetja ali osebnimi sredstvi podjetnika, medtem ko si pri lastniškem financiranju podjetnik in investitor tveganje neuspeha delita, hkrati pa investitor s podjetnikom sodeluje s svojim znanjem in poslovnimi vezami in mu tako pomaga pri gradnji podjetja.

Viri **lastniškega financiranja** so lastna sredstva podjetnika in sredstva drugih sovlagateljev, ki so lahko v podjetje vložena v obliki kapitalskih deležev ali pa v obliki delnic. Vložena



sredstva dajejo vlagatelju kapitala pravico do lastništva podjetja (Žugelj et al., 2001, str. 28). Podjetnik za pridobljena sredstva ne jamči s sredstvi podjetja, pač pa je izplačilo investitorju odvisno od uspešnosti poslovanja podjetja. Lastniški kapital hkrati predstavlja osnovo za zadolžitev, saj kreditodajalci z vloženim lastniškim kapitalom v podjetje dobijo določeno zagotovilo za poravnavanje obveznosti tudi takrat, kadar ima podjetje manjšo izgubo iz poslovanja. Ob ustanovitvi podjetja lastniški kapital v podjetje navadno vložijo podjetniki in njihove družine. Ta oblika pridobitve lastniškega kapitala, z redkimi izjemami, najbolj spodbuja podjetnika-lastnika, da bo naredil vse, kar je v njegovi moči, da bo podjetje poslovalo uspešno (Mramor, 1993, str. 251). Lastniške vire financiranja skozi lastna sredstva podjetnika, njegove družine ter prijateljev in investicije poslovnih angelov uvrščamo v **neformalne** vire lastniškega financiranja, pod **formalne ali institucionalne** pa uvrščamo sklade tveganega kapitala ter zasebne sklade tveganega kapitala. Vir sredstev sklada tveganega kapitala izhaja iz različnih finančnih institucij (bank, zavarovalnic, pokojninskih skladov, ipd.), managerji sklada pa sredstva s pomočjo strokovnega znanja vlagajo v rastoča podjetja v zameno za lastniški delež, medtem ko poslovni angeli v podjetja s potencialom hitre rasti investirajo lasten denar brez posrednika (Butler et al., 2006, str. 138).

## 2. ANGELSKO INVESTIRANJE

Investiranje poslovnih angelov poznamo stoletja. Že leta 1874 sta dva angelska investitorja iz Bostona zagotovila financiranje znanstveniku in inovatorju Alexandru Grahamu Bellu, najprej za njegove izume, kasneje pa še za začetek podjetja Bell Telephone. Izraz angel sicer izhaja iz Anglije in opisuje bogate posameznike, ki so zagotavljali denar za gledališko produkcijo. Mnogo let kasneje je profesor Univerze v New Hampshire-u uporabil izraz v svoji študiji trga semenskega kapitala v ZDA in z njim opisal investitorje, ki so pomagali podjetnikom pri zbiranju semenskega kapitala. Od takrat naprej se izraz uporablja za bogate posameznike, ki zagotavljajo lasten kapital, v smislu dolžniškega ali lastniškega financiranja, zasebnim podjetjem, ki jih ne vodijo niti njihovi prijatelji, niti njihovi sorodniki (Scott, 2008, str. 6). Poslovni angeli so torej uspešni poslovneži, ki s pomočjo lastnega kapitala krijejo tako imenovano **vrzel lastniških sredstev** (angl. *equity gap*), kjer gre predvsem za pomanjkanje zagonskega in semenskega kapitala v zgodnjih fazah življenjskega cikla podjetja, ki ga je izmed lastniških virov sredstev najtežje pridobiti (Žugelj et al., 2004, str. 52). Še dobro desetletje nazaj vrzel ni bila tako velika, saj trg tveganega kapitala takrat ni bil tako razširjen kot danes. Skladi so bili pripravljeni financirati tudi v vrednostih od enega milijona dolarjev naprej. Z razvojem trga tveganega kapitala pa so zrastle tudi ambicije skladov. Po ocenah Jeffreyja Sohla, direktorja centra za raziskave na trgu tveganega kapitala, so skladi v Ameriki pripravljeni financirati v podjetja nad sedem milijonov dolarjev, manjše investicije pa so tako izvzete iz tega trga (Business angels, 2006, str. 1).

Razvoj trga v ZDA je povsem na drugem nivoju kot v Evropi, prav tako kot tudi v Sloveniji. Podjetja za tvegani kapital so pravzaprav nastala v ZDA, v zibelki tehnoloških inovacij okoli univerzitetnih središč (Massachusetts Institute of Technology – MIT, Harvard in pozneje Stanford), po ugotovitvi, da tradicionalne oblike financiranja, zlasti bančne, niso primerne za financiranje visokotehnoloških, visoko rizičnih, potencialno pa visoko donosnih podjetij. Tudi ameriška vlada je pozneje podprla to dejavnost s sofinanciranjem podjetij za vlaganja v mala podjetja. Zahodna Evropa je ta razvoj začela posnemati v osemdesetih, ostali svet pa v devetdesetih letih (Žugelj et al., 2001, str. 3). Danes so razlike še očitne, vsekakor pa se Evropa uspešno približuje ameriškemu razvoju. Povprečna investicija podjetij tveganega kapitala v Angliji, ki je najbolj razvit trg v Evropi in šteje skoraj polovico celotnega evropskega trga, znaša od štiri do šest milijonov dolarjev (Business angels, 2006, str. 1), kar je precej manj kot v ZDA, kjer investicije znašajo nad sedem milijonov dolarjev. Skladi tveganega kapitala v Sloveniji investirajo v posamezno podjetje tudi zneske nižje od milijona evrov, na primer sklad Horizonte za slovenska podjetja (*Horizonte Slovene Enterprise Fund*) od 300.000 do 1,5 milijona evrov in *Poteza Innovation and growth Fund* od 500.000 do 4 milijone evrov.

Manjše investicije, ki so primerne za podjetja v zgodnejših fazah, izhajajo iz trga neformalnega tveganega kapitala, kamor uvrščamo investicije tako imenovanih poslovnih angelov. Bogati in izkušeni posamezniki, predvsem podjetniki, ki so sami postali milijonarji, so vedno pomembnejši vir kapitala za zagon novih podjetij. Pravi razmah lastniškega financiranja se je zgodil predvsem v ZDA in nekoliko kasneje tudi v Evropi konec sedemdesetih in v začetku osemdesetih let prejšnjega stoletja. Žugelj (2001, str. 59) meni, da je, predvsem v ZDA, vedno bolj pa tudi v Evropi, pri novih podjetnikih vsakdanje razmišljanje, da si za svoje projekte poiščejo soinvestitorje, ki bodo pripravljene sodelovati ne le s kapitalom, ampak tudi z lastnimi izkušnjami. Vsekakor pa je potrebno poudariti, da miselnost podjetnikov v Sloveniji še vedno ni povsem naklonjena formalnemu in neformalnemu tveganemu kapitalu. Veliko slovenskih podjetnikov raje vodi manjše podjetje, v katerem so 100% lastniki, kakor da bi hitro rast podjetja omogočili s pomočjo poslovnih angelov na račun lastniškega deleža. Nekateri podjetniki se bojijo, da jim bodo investitorji ukradli idejo ali pa prevzeli podjetje. Kljub temu pa se investicije poslovnih angelov pojavljajo tudi na slovenskem trgu, a v manjšem številu.

## **2.1. Kdo so poslovni angeli**

**Poslovni angeli** so bogati posamezniki, ki v podjetja vlagajo denar brez posrednika. Njihova glavna prednost je, da poleg kapitala vlagajo tudi svoje znanje, izkušnje, socialni kapital in poslovne nasvete, ter tako lahko pomembno pripomorejo k uspešnosti podjetja. Žugelj et al. (2001, str. 59) opredeljujejo, da je poslovni angel neformalni naložbenik, posameznik, ki se

odloči, da bo svoje prihranke ali premoženje vložil v novo ali rastoče podjetje. Njegov osnovni motiv investiranja je realizacija kapitalskih dobičkov in umik iz podjetja po določenem časovnem obdobju, hkrati pa obstajajo tudi tako imenovani psihološki motivi, kakršna sta zadovoljstvo zaradi udeležbe pri kreiranju novih uspešnih podjetij in priložnost za pomoč tem podjetjem (Macht, 2006, str. 3). Poslovni angeli se nagibajo k investicijam, ki so jim geografsko blizu, saj tako lahko podjetnikom nudijo več pomoči in jih lahko pogosteje obišejo (Griffith et al., 2007, str. 86).

Izmenjavo informacij o ponudbi in povpraševanju po lastniškem kapitalu nudijo klubi oziroma združenja, organizirana mednarodno, nacionalno, regionalno in lokalno, v katera se včlanijo mnogi poslovni angeli (Žugelj et al., 2001, str. 32), nekateri pa delujejo povsem individualno. V ZDA tako raje uporabljajo izraz združenje poslovnih angelov, saj ga po navadi vodi kar eden izmed poslovnih angelov. V Evropi pa se pojavljajo mreže poslovnih angelov, kjer posrednik izvaja dnevne aktivnosti mreže (EBAN: Statistics Compendium, 2008, str. 23). Združenja in mreže se lahko vključijo v nacionalna ali mednarodna združenja: v Evropi poznamo EBAN, v ZDA in Kanadi pa **Združenje angelskega kapitala** (*Angel Capital Association*; v nadaljevanju ACA). EBAN je neprofitna organizacija in združuje skoraj 70 evropskih organizacij poslovnih angelov in pet mednarodnih. Ustanovljena je bila leta 1999 v sodelovanju z Evropsko komisijo. Nameni mreže so raziskava trga angelskih investicij in investicij v začetnih fazah podjetja, identifikacija in delitev najboljših praks, promocija vloge in vidnosti mrež poslovnih angelov v Evropi, promocija sinergij in prednosti mreženja med akterji v industriji ter podpora internacionalizaciji industrije poslovnih angelov. ACA pa ponuja strokovni razvoj, najboljše prakse, mreženje in priložnosti sodelovanja za angelske investitorje, ki pripadajo združenjem poslovnih angelov v ZDA in Kanadi. V septembru 2008 je bilo v združenje vključenih 165 združenj poslovnih angelov.

Pričakovani donosi poslovnih angelov so razmeroma visoki, saj je delež uspešnih investicij majhen. Glede na raziskavo iz leta 2007, ki je vključevala združenja poslovnih angelov iz ZDA in Kanade (Wiltbank et al., 2007, str. 3), je bilo kar 52 odstotkov investicij iz vidika poslovnega angela neuspešnih, kar pomeni, da so investitorji ob izhodu prejeli nižji znesek od investicije. Privlačnost trga neformalnega tveganega kapitala pa poudarja podatek, da je sedem odstotkov investicij prineslo donos desetkratnika začetne investicije. Wiltbank in Boeker (2007, str. 1) predvidevata, da so faktorji, ki najbolj vplivajo na uspešnost investicije, naslednji: vloženi čas za skrbni pregled podjetja, izkušnost angelskega investitorja v panogi kamor investira ter vpletenost investitorja v podjetje, kar pomeni mentorstvo, vodenje in spremljanje poslovanja vsaj enkrat mesečno.

Pomembna lastnost investicij poslovnih angelov, ki se vse bolj uporablja, je sindiciranje investicij, kar pomeni, da več investitorjev hkrati investira v eno podjetje. To omogoča

razpršitev tveganja investitorjev in transakcijskih stroškov ter zmožnost investiranja v več podjetij, na drugi strani pa podjetnik pridobi raznoliko znanje, izkušnje in mentorsko pomoč. To je tudi način, na katerega se neizkušeni investitorji učijo od izkušenih (Carriere, 2006, str. 2-36). Zaradi sindiciranja investicij imajo poslovni angeli sposobnost vlagati višje zneske v posamezna podjetja in se v ZDA po višini investicij že približujejo investicijam skladov tveganega kapitala. Sindiciranje investicij, ki prinaša vse višje investicije in izrinja možnost pridobitve manjše investicije, pomeni tudi slabost, saj lahko povzroči nastanek druge vrzeli lastniških sredstev, ki je v ZDA po mnenju Jeffrey Sohla že nastala (Business angels, 2006, str. 4).

## 2.2. Prednosti in slabosti

Investicije poslovnih angelov imajo številne prednosti in slabosti, ki so v primerjavi z lastniškim financiranjem skladov tveganega kapitala še posebej zanimive. Glavne razlike med skladi in poslovnimi angeli so višina investicije, dodana vrednost in življenjska stopnja podjetja v času investicije. Poslovni angeli v podjetja vstopajo prej, večinoma v semenski in zagonski fazi, skladi tveganega kapitala pa se takim investicijam zaradi nizkih donosov in prevelikega dela v primerjavi z velikostjo investicije izogibajo (Business angels, 2006, str. 3).

**Prednosti** investicij poslovnih angelov (Žugelj et al., 2001, str. 60; Manigart, 2004, str. 112):

- Faza in višina investicije. Poslovni angeli investirajo manjše zneske kot skladi tveganega kapitala in tako nudijo lastniški kapital v semenski in zagonski fazi podjetja, ko ga je najbolj zahtevno pridobiti. S tem zapolnjujejo vrzel lastniških sredstev, ki nastaja med vložki ustanovitelja, njegove družine in prijateljev ter med investicijami skladov tveganega kapitala.
- Vlagajo v semenski in zagonski fazi podjetja. Ti dve fazi sta iz vidika investitorjev najbolj tvegani, saj podjetje še ni prešlo točke preloma in njegova prihodnost ni gotova.
- Vse panoge. Poslovni angeli nimajo omejitve panog v katere vlagajo, saj prihajajo iz različnih področij in imajo zato različne interese glede področij investiranja.
- Prilagodljivost. V primerjavi s skladi tveganega kapitala imajo ti drugačne investicijske kriterije, kar pomeni dolgoročneje vlaganje, krajši proces pridobivanja investicije in nižje zahtevke po oplemenitenu investicije.
- Dodana vrednost. Angeli poleg finančne investicije podjetju ponudijo še svoje strokovno znanje, aktivno pomoč pri upravljanju podjetja, svetovanje, socialni kapital in motivacijo. Običajno se angeli odločajo za investicije v panoge, ki jih dobro poznajo, zato so ti prispevki temu primerno večji. Poleg omenjenega, poslovni angeli vložijo več časa in truda pri pomoči podjetniku, da investicija uspe.

- Manj zahtevne investicijske pogodbe. Poslovni angeli se bolj zanašajo na zaupanje in preventivno reševanje konfliktov, medtem ko skladi v izogib sporom pripravijo zahtevne pogodbe.

**Slabosti** investicij poslovnih angelov (Žugelj et al., 2001, str. 60; Manigart, 2004, str. 112; Wiltbank, 2009, str. 5):

- Ni veliko dodatnih investicij. Poslovni angeli le v manjši meri nudijo druge runde investicij, medtem ko skladi tveganega kapitala po navadi že vnaprej planirajo določen delež premoženja sklada za dodatne investicije v že investirana podjetja. Glede na raziskavo v Veliki Britaniji so investicije v podjetja, ki vključujejo drugo rundo investicij, manj donosne za poslovnega angela.
- Sodelovanje pri vodenju podjetja. Angel z investicijo postane pomemben dejavnik pri sprejemanju strateških odločitev v podjetju. Problem se pojavi, ko ima poslovni angel drugačno vizijo kot podjetnik in jo kljub temu želi uresničiti, kar lahko izhaja tudi iz nepoznavanja panoge podjetja.
- Manjša prepoznavnost angelov. Večina investicij poslovnih angelov ostane anonimnih, saj jih zakonsko ni potrebno prijaviti. Poslovni angeli so zato manj prepoznavni, tudi zaradi lastne želje po anonimnosti. Prepoznavnost investicije bi podjetju lahko omogočala prednosti in dobro ime pri investicijskih bankah, potencialnih strankah, dobaviteljih in zaposlenih.
- Nizka ocenitev vrednosti podjetja. Poslovni angeli mnogokrat ocenijo podjetje zelo nizko, kar oteži vstop tveganega kapitala v podjetje v kasnejši fazi.

Zmanjšanje slabosti je odvisno tudi od aktivnosti mrež in združenj poslovnih angelov, ki lahko pomembno prispevajo k izobraževanju poslovnih angelov in podjetnikov, olajšajo nadzorovanje podjetij z lastnim sodelovanjem ter prispevajo k večji razpoznavnosti izvedenih investicij in delovanja trga neformalnega tveganega kapitala nasploh.

### **2.3. Aktivnosti združenj in mrež poslovnih angelov ter proces investiranja**

Združenja in mreže poslovnih angelov niso le vir finančne spodbude, pač pa tudi mentorstva za nova in rastoča podjetja. Mreže in združenja morajo učinkovito pridobivati in zadržati uspešne poslovne anjele ter iskati podjetja, ki potrebujejo angelsko investicijo. Veliko število mrež in združenj ponuja tudi izobraževanja za investitorje in podjetnike, z namenom zagotoviti čim večjo uspešnost investicij. Izmed 162 članic EBAN-a, ki so sodelovale pri anketi, jih skoraj polovica izvaja mentorstvo za investitorje, tretjina pa izvaja izobraževanje za podjetnike kot pripravo na sprejem investicije v podjetje (EBAN Statistics Compendium, 2008, str. 11). Takšno izobraževanje poznamo tudi v Sloveniji. Klub Poslovni angeli

Slovenije skupaj z zunanjimi strokovnjaki izvaja šest modulni izobraževalni program za pripravo podjetnikov na sprejem investicije in ureditev investicijske dokumentacije. Izkušnje kažejo, da podjetniki, ki gredo skozi izobraževanje, boljše predstavijo svojo poslovno idejo in v svojem poslovnem modelu tudi odpravijo morebitne pomanjkljivosti, na katere niso bili pozorni.

Aktivnost, ki je izredno pomembna za uspešnost investicije, je skrben pregled podjetja. Osnovni pomen pregleda je zmanjšati tveganje z večjim razumevanjem podjetja in njegovega poslovanja. Skrbni pregled je zaradi zgodnejše faze podjetja pri investicijah poslovnih angelov še bolj pomemben kot pri investicijah skladov tveganega kapitala, saj je takrat stopnja tveganja mnogo višja (Eyler, 2007, str. 1). Dejavnik, pomemben za uspešna pogajanja, ki sledijo skrbnemu pregledu, je osebni odnos med podjetnikom in investitorjem. Pogajanje vodi do uskladitve pričakovanj in zahtev obeh strani, ki so podrobno utemeljene v investicijski pogodbi. Ta postaja vse bolj strukturirana in podobna pogodbi, ki jo uporabljajo skladi tveganega kapitala. Prav ta korak je najbolj zapleten, saj je potrebno opredeliti vrednost podjetja, lastniške deleže, možnosti za zmanjšanje tveganja, razdelitev kontrole nad podjetjem in skrb za likvidnost (Koss, 2007, str. 6). Po podpisu pogodbe o investiciji je eden izmed ključnih elementov uspeha podjetja vpletenost investitorja v podjetje (Wiltbank et al., 2007, str. 1). Investitor kot uspešni poslovnež podjetniku lahko nudi svoje znanje, izkušnje in socialni kapital, od obeh pa je odvisno koliko znanja bo v podjetje prenesenega. Glede na anketo (glej: Priloga 1), ki sem jo izpeljala med člani Kluba Poslovni angeli Slovenije, investitorji pričakujejo proaktiven pristop podjetnika pri iskanju pomoči in nasvetov pri svojem/jih investitorju/jih. Posebno vlogo pri nadzoru podjetja lahko pridobi tudi mreža ali združenje poslovnih angelov. Najboljše prakse v ZDA (Stavrand, 2007, str. 1) učijo, da je nadzor podjetja in vzdrževanje osebnih kontaktov za mrežo izrednega pomena in je potrebno vpletenost mreže opredeliti že v času pogajanj. Ta lahko pomeni, da je predstavnik mreže član upravnega odbora podjetja, hkrati je potrebno opredeliti na koliko časa bo prejemala mreža finančno analizo in katere podatke bo le-ta vsebovala. Zadnji korak v investicijskem procesu je izhod investitorja iz podjetja s prodajo njegovega lastniškega deleža z namenom realizacije donosa. Izhod je možen na več načinov: prodaja lastniškega deleža strateškemu partnerju, izhod podjetja na borzi, odkup lastniškega deleža investitorja iz strani podjetnika, prodaja lastniškega deleža drugemu investitorju in propad podjetja. V ZDA je najbolj priljubljen izhod skozi strateški odkup, ki se pojavi v kar 70 odstotkih primerov (Sohl, 2009, str. 2), v Evropi pa smo najpogosteje priča izhodu v obliki propada podjetja, sledi pa mu strateški odkup (EBAN: statistics Compendium, 2008, str. 15).

S svojimi aktivnostmi mreže ali združenja kot stičišče med podjetniki in investitorji poskušajo narediti trg bolj transparenten ter omogočiti lažji prehod informacij z zagotavljanjem komunikacijskega kanala med podjetniki in investitorji (Mason, 2009, str. 11-12). Poslovni

angeli ali neformalni investitorji delujejo na trgu neformalnega tveganega kapitala, ki je po svetu različno razvit.

## 2.4. Trg neformalnega tveganega kapitala

Trg neformalnega tveganega kapitala predstavlja skupina individualnih investitorjev, ki neposredno investirajo v nova in rastoča podjetja. Mnogi neformalni investitorji so težko izsledljivi in velikokrat želijo ostati anonimni. V številnih državah pa so organizirani v sklopu združenj ali mrež poslovni angelov (Žugelj et al., 2001, str. 32). Med državami je opazna velika razlika v razvitosti trga neformalnega tveganega kapitala, katere vzrok je tudi v spodbudah iz strani države in izobraževalnih institucij ter v miselnosti podjetnikov in poslovnih angelov.

Tabela 2: Primerjava aktivnosti mrež/združenj poslovnih angelov, ki so članice ACA ali EBAN

	2005		2006		2007	
	ZDA (članice ACA)	Evropa (članice EBAN)	ZDA (članice ACA)	Evropa (članice EBAN)	ZDA (članice ACA)	Evropa (članice EBAN)
Število delujočih združenj/mrež poslovnih angelov	230	211	250	234	245	297
Število razvijajočih se združenj/mrež poslovnih angelov	22	12	18	21	324	Ni podatka
Število investitorjev v mrežah/združenjih	Približno 9.700	8.227	Približno 11.000	10.331	Približno 12.000	16.487
Povprečni znesek investicije	241.528 \$ (203.959 €)	200.178 €	211.087 \$ <sup>1</sup> (159.951 €)	177.311 €	265.926 \$ (182.104 €)	165.649 €
Število izvedenih investicij	Ni podatka	653	Ni podatka	843	Ni podatka	1111
Skupni znesek investicij	Ni podatka	130.716.719 €	Ni podatka	149.473.857 €	Ni podatka	184.202.562 €

Vir: EBAN Statistics Compendium, 2008, str. 23.

Tako evropski EBAN kot tudi ameriški ACA letno pripravljata analize aktivnosti članic, iz katerih je možen delni vpogled v razvoj trga neformalnega tveganega kapitala. Individualne investicije poslovnih angelov, ki ne pripadajo mrežam ali združenjem poslovnih angelov, v take ankete niso vključene, zato je glede na analize možna le primerjava aktivnosti združenj

<sup>1</sup> Znesek predstavlja povprečno višino investicij v prvem polletju 2006.

ali mrež poslovnih angelov v ZDA in v Evropi in ne celotnega trga. Iz tabele 2 na strani 11 je razvidno, da število investorjev v mrežah ali združenjih narašča tako v Severni Ameriki kot tudi v Evropi.

*Tabela 3: Ocena celotnega trga neformalnega tveganega kapitala v ZDA in Evropi*

	2006		2007	
	ZDA	Evropa	ZDA	Evropa
<b>Število aktivnih investorjev</b>	234.000	50.000 – 75.000	258.200	50.000 -100.000
<b>Povprečni znesek investicije</b>	501.961 \$	Ni podatka	455.182 \$	Ni podatka
<b>Število izvedenih investicij</b>	51.000	Ni podatka	57.120	Ni podatka
<b>Skupni znesek investicij</b>	25,6 milijard \$	2-3 milijarde €	26 milijard \$	Ni podatka

*Vir: Sohl, J., The angel investor market in 2007, 2008, str. 1-2; Sohl, J. The angel investor market in 2006, 2007, str. 1-3.*

Celoten trg neformalnega tveganega kapitala je mnogo večji, a je nemogoče natančno oceniti dejansko velikost, saj je velik delež investicij anonimnih. Tabela 3 prikazuje oceno celotnega trga angelskih investicij, od koder je razvidna očitna razlika med ameriškim in evropskim trgom. Celotni evropski trg angelskega investiranja v letu 2006 je bil po znesku vseh investicij tako desetkrat manjši od ameriškega in je imel štirikrat manj poslovnih angelov.

V Sloveniji je bilo v okviru dveh mrež poslovnih angelov izvedenih deset investicij, od tega štiri v okviru Kluba poslovnih angelov, ki je bil ustanovljen leta 2001 in je šest let deloval pod okriljem Javne agencije republike Slovenije za podjetništvo in tuje investicije (odslej JAPTI). Na iniciativo Branka Drobnaka, predsednika uprave Poteza Skupina d.d., pa je bil leta 2007 ustanovljen Klub Poslovni angeli Slovenije. V okviru slednjega so bile v letu 2008 izvedene tri investicije ter prav tako tri v prvem polletju 2009. Konec leta 2008 je imel klub 30 članov – poslovnih angelov in pregledanih več kot 250 podjetij. O uspešnosti investicij pa je še nemogoče govoriti, saj je od prve preteklo šele dobro leto.

#### **2.4.1. Podrobnejši pregled angelskega investiranja v ZDA**

Ameriški trg neformalnega tveganega kapitala je največji na svetu. Izjemno uspešno področje je Silicijeva dolina, območje, od koder izhaja veliko uspešnih zgodb iz trga neformalnega tveganega kapitala in je vodilno okolje na področju visoke tehnologije, podpornih tehnologij in tveganega kapitala ter dom stanfordske univerze. Tamkajšnja industrija se je pričela z inovacijami in poizkusi na področjih televizije, radia in vojaške tehnologije, pri razvoju pa je odigrala pomembno vlogo Univerza Stanford s svojimi zaposlenimi in študenti. Z iniciativami kot so vzpostavitev neprofitnega raziskovalnega inštituta, industrijskega parka ter raziskovalnimi projekti profesorjev je Stanford odločilno prispeval k razvoju doline. Glavna iniciativa je bila posledica zelo osnovnega problema – finančne stiske univerze. V ta namen so se odločili oddati del svojega ozemlja visoko tehnološkim podjetjem, ki bi potencialno



lahko univerzi v prihodnosti koristila, in tako je nastal industrijski park. Silicijeva dolina je zbirališče visoko usposobljenega kadra, inženirjev in strokovnjakov, in mreže skladov tveganega kapitala. Razcvet tveganega kapitala v Silicijevi dolini se je zgodil leta 1980, po Apple-ovem uspešnem izhodu na borzi, ko so vseh 4,6 milijonov delnic prodali v nekaj minutah. Iz tega okolja izhaja še več zgodb o uspehu. Te so Hewlett-Packard, Google, Yahoo, eBay, Sun Microsystems in Oracle (Gromov, 2002).

Prevladujoči investicijski sektorji v ZDA so (Sohl, 2009, str.1):

- zdravstveni pripomočki in oprema,
- programska oprema,
- trgovina,
- biotehnologija,
- industrija in energija ter
- mediji.

V Ameriki se po mnenju Jeffrey Sohla (Business angels, 2006, str. 4) že začneta pojavljati druga vrsta lastniških sredstev, saj se zaradi sindiciranja investicij poslovni angeli vse bolj obnašajo kot skladi tveganega kapitala. Prav kasnejša faza investiranja, faza razširitvenega kapitala, kaže največji porast glede na pretekla leta. Pozitiven vpliv na gospodarstvo se kaže v večanju števila novih delovnih mest. V letu 2007 se je posledično odprlo več kot 200.000 novih oziroma 3,3 nova delovna mesta na izvedeno investicijo, kar kaže, da je angelsko investiranje pomemben faktor pri rasti števila delovnih mest. Najbolj običajen izhod poslovnih angelov iz podjetij je glede na leto 2007 v obliki prevzemov in združitvev, ki ga je uporabilo dve tretjini podjetij. Omeniti pa je potrebno, da jih je skoraj tretjina propadla. V povprečju so letni donosi poslovnih angelov po izhodu iz podjetja znašali 28 odstotkov (Sohl, 2008, str. 2).

#### **2.4.2. Podrobnejši pregled angelskega investiranja v Evropi**

V zadnjih letih je bilo moč opaziti občutno napredovanje na evropskem trgu angelskega investiranja. Poslovni angeli so pomemben faktor pri zapolnitvi vrzeli lastniških sredstev, ki zaseda vrednosti od 250.000 do 2,5 milijona evrov, kar kaže poročilo EBAN iz leta 2007. Število poslovnih angelov v Evropi je ocenjeno na 50.000 do 100.000, kar je sicer majhno število v primerjavi z več kot 250.000 poslovnimi angeli iz ZDA. Število mrež poslovnih angelov v Evropi je v zadnjih desetih letih zraslo iz 66 na skoraj 300 (EBAN: Statistics Compendium, 2008, str.21). Glede na podatke EBAN-a so evropska združenja poslovnih angelov večinoma neprofitne organizacije, v glavnem financirane skozi sponzorstva in članarine poslovnih angelov. Poleg povezovanja investorjev in podjetnikov, združenja

zagotavljajo tudi druge storitve: investicijske sestanke, pošiljanje novic, izobraževanja za investitorje, predstavitvene dogodke za podjetja in podobno (EBAN: Statistics Compendium, 2008, str. 21).

Prevladujoči investicijski sektorji v Evropi so (EBAN Statistics Compendium, 2008, str. 30):

- Informacijska in komunikacijska tehnologija/internet/telekomunikacije/mediji,
- Energija/okoljevarstvo,
- Programska oprema/večpredstavnost ter
- Biotehnologija in proizvodnja.

Nekateri strokovnjaki menijo, da je napredovanje na evropskem trgu tvegane kapitala povzročila investicija v Skype. Podjetje je eno leto pred lansiranjem produkta, ki omogoča brezplačno glasovno in video telefonijo preko interneta, že prejelo dva milijona evrov vredno investicijo. Skype je leta 2005 kupil eBay za 2,1 milijardo evrov, kar je oba ustanovitelja v hipu spremenilo v milijonarja, njunim investitorjem pa je prineslo 350-kratni donos (Business angels, 2006, str. 1). Bygrave (2007, str. 19) pomemben vpliv napredovanju angelskega trga pripisuje nekdanjemu francoskemu predsedniku Jacques-u Chiracu-u in njegovi novoletni oznanitvi iz leta 2006, da vlada finančno podpira razvoj spletnega iskalnika Quaero z 90 milijoni evrov. Ta naj bi konkuriral obstoječima internetnima gigantoma Google-u in Yahooju.

Najpomembnejši izzivi, ki jih združenja poslovnih angelov vidijo v prihodnosti so (EBAN: White paper, 2007, str. 1-10):

- pridobivanje kvalitetnih in privlačnih projektov za poslovne angele,
- pridobivanje ključne mase poslovnih angelov,
- financiranje, vzdrževanje in konsolidacija združenja,
- izvedba večjega števila investicij,
- izboljšanje sodelovanja z lokalnimi skladi, univerzami, inkubatorji, ipd. ter
- izboljšanje pripravljenosti investitorja in investicij.

Da bi evropski trg angelskih investicij lahko dosegal večji tržni delež in večje število tveganih, a visoko potencialnih investicij, bi bilo potrebno privabiti na trg izkušene neformalne investitorje. Evropski neformalni trg tvegane kapitala je namreč še vedno v zgodnji fazi. Privabljanje novih investitorjev je možno tudi z boljšo komunikacijo o aktivnostih poslovnih angelov in znanja o delovanju tega trga, z izobraževanji za investitorje in s promoviranjem uspešnih zgodb. Pomemben dejavnik pri povečevanju števila izvedenih investicij pa je povezava z ostalimi akterji na finančnem trgu, saj investitorji potrebujejo ustrezne partnerje pri financiranju in različne možnosti in pogoje za izhod iz podjetja, v

katerega so investirali (EBAN: White paper, 2007, str. 6). Prav tako bo potrebno več državnih iniciativ za spodbudo in podporo trgu neformalnega tveganega kapitala, saj so se te v Zahodni Evropi pričele šele v poznih devetdesetih letih (Mason, 2009, str. 1). V Sloveniji pa se še po koncu socializma soočamo s podjetništvu nenaklonjeno miselnostjo ter trg neformalnega tveganega kapitala šele razvijamo.

### **2.4.3. Podrobnejši pregled angelskega investiranja v Sloveniji**

Slovenija po sami podjetniški aktivnosti sodi v zadnjo tretjino držav, ki so sodelovale v raziskavi GEM. Za podjetništvo se v Sloveniji v večini odločajo posamezniki iz višjega dohodkovnega razreda ter zaradi izkoriščanja poslovne priložnosti, želje po svobodi in neodvisnosti (Rebernik et al., 2008, str. 9-10). Dr. Aleš Vahčič (Kovač, 2005, str. 38) v intervjuju razglablja, da sta ključna razloga za nerazvitost podjetništva v Sloveniji institucionalno okolje, ki je naravnano proti razvoju podjetništva ter dejstvo, da podjetništvo sploh ni družbena vrednota, temveč so podjetniki sprejeti kot negativci. Že socializem naj bi po njegovem mnenju uničeval svobodno podjetniško kulturo, danes pa so vidne tudi druge pomanjkljivosti, kot so nesposobna davčna zakonodaja, draga zemljišča in neugodna bančna posojila.

Zgodovina neformalnega trga tveganega kapitala v Sloveniji sega v leto 2001, ko je bil pod okriljem JAPTI kot neprofitna ustanova ustanovljen Klub poslovnih angelov. Vse do leta 2006 je deloval kot posrednik med poslovnimi angeli in podjetniki z glavnim ciljem vzpostavitve stalne ponudbe in povpraševanja neformalnega tveganega kapitala. V šestih letih delovanja se je v klub vključilo 26 poslovnih angelov, registriranih je bilo 170 podjetniških projektov, izvedene pa štiri investicije.

Na iniciativo Branka Drobnaka, ustanovitelja in predsednika uprave Poteza skupina d.d., je bil leta 2007 ustanovljen Klub Poslovni angeli Slovenije. Vzpostavljen je po vzoru ameriških združenj in kluba v Cambridge-u. Glavno poslanstvo je stičišče med v letu 2008 trideset najuspešnejšimi slovenskimi poslovneži in podjetji s potencialom hitre rasti. V času delovanja od sredine leta 2007 do konca leta 2008 je bilo pregledanih več kot 250 podjetij, od tega se jih je pred investitorji predstavilo nekaj manj kot trideset, izvedenih pa je bilo šest investicij, in sicer:

- dve investiciji v informacijsko tehnologijo (ena v letu 2008, druga v prvi polovici leta 2009),
- v trgovino v letu 2008,
- v strojništvo/elektrotehniko v letu 2008,
- v biotehnologijo v prvi polovici leta 2009 in

- v izobraževanje v prvi polovici leta 2009.

Kljub finančni krizi, ki je nastopila oktobra 2008, so bile od takrat izvedene kar tri investicije. Povprečni znesek investicije članov kluba je 230.000 evrov, lastniški deleži investitorjev pa se gibajo med 25 in 40 odstotki. Kljub temu, da so investitorji v anketi (priloga 1) v večini označili, da investirajo v podjetja, ki že imajo prve stranke, sta se kar dve investiciji izmed šestih izvedli še v fazi razvoja prototipa. Izkušnje kluba kažejo, da znanja o lastniškem financiranju na trgu primanjkuje, prav tako kot tudi zaupanja podjetnikov v namene investitorjev. V Sloveniji med nekaterimi podjetniki še vedno vlada prepričanje, da bodo investitorji ukradli podjetniško idejo in da bodo z lastniškim deležem prevzeli vso kontrolo v podjetju ter ga spremenili v svojo vizijo, zato se ne odločijo za lastniško investicijo. V primerjavi z ostalimi evropskimi državami ali Ameriko je projektov precej manj, saj ideja o lastniškem financiranju še ni povsem poznana. Zaradi omenjenih razlogov Klub Poslovni angeli Slovenije večino svojih aktivnosti namenja izobraževanju podjetnikov in promociji lastniškega investiranja. Klub je sodeloval pri evropskih projektih EASY in INNO DEAL, je aktiven član EBANA ter partner pri evropskem projektu Ready for Equity! 2, skozi katerega pridobiva nova znanja in si deli izkušnje z drugimi mrežami.

Večina investicij na trgu neformalnega tveganega kapitala tako v Sloveniji kot tudi v tujini pa poteka izven delovanja združenj. To je razvidno tudi iz ankete med člani kluba Poslovni angeli Slovenije (Priloga 1), saj so vsi vprašani že investirali zunaj sklopa izvedenih investicij omenjenega kluba. Glede na to, da je izredno pomemben dejavnik pri investiranju ravno kemija med podjetnikom in investitorjem, se veliko investicij izvede preko poznanstev ali pa podjetniki osebno poiščejo potencialnega investitorja, za katerega menijo, da jim bo glede na strokovno znanje in socialno mrežo lahko najbolj pomagal pri doseganju svoje vizije.

Nekatere angelske investicije, ki jih poznamo v Sloveniji so:

- Branko Drobnak je poslovni angel v biotehnološkem podjetju Acies Bio, ki deluje na področju raziskav, razvoja in svetovanja za farmacevtsko, prehransko in kemično industrijo,
- Mirko Tuš, lastnik podjetja Engrotuš d.d. ter najbogatejši Slovenec glede na lestvico revije Manager, je leta 2008 investiral v podjetje G-1 d.o.o. Podjetje se ukvarja z razvojem in aplikacijami preprostih tehnologij uporabe alternativnih virov energije v avtomobilski industriji,
- angelska investicija v podjetje Optilab, d.o.o., ki je sicer *spin-off* Fakultete za računalništvo in informatiko. Podjetje danes združuje več kot petnajst strokovnjakov, njihov vodilni produkt pa je programsko orodje Admiral, ki zavarovalnicam pomaga odkrivati, preprečevati in razreševati goljufije.

### **3. POMEN ZA PODJETNIŠTVO SKOZI PRIMERE**

Investicije poslovnih angelov k rasti spodbujajo majhna podjetja, ki so ključni vir inovacij, ustvarjanja novih delovnih mest in rasti produktivnosti (Mason, 2009, str. 1). Rastoča podjetja pa so tista, ki največ prispevajo k rasti nacionalnih gospodarstev in ustvarjanju priložnosti za delo (Pšeničny, 2002, str. 52). Investicije so tako zelo pomembne za gospodarstvo, saj omogočajo kapital in znanje za podjetnike s potencialom hitre rasti. Po svetu poznamo že več uspešnih angleških investicij v podjetja, ki danes zagotavljajo več tisoč delovnih mest. Pomembno vprašanje, ki se zastavlja, je, v katera podjetja želijo poslovni angeli v Sloveniji sploh investirati ter kakšna je njihova dodana vrednost v realnosti.

#### **3.1. Pričakovanja in dodana vrednost poslovnih angelov v Sloveniji**

Najboljši dostop do informacij o investicijskih interesih poslovnih angelov je preko članov mreže poslovnih angelov, saj ostali investitorji večinoma ostanejo anonimni. Kratko anketo o investicijskih interesih in aktivnostih po izvedbi investicije sem izvedla med člani Kluba Poslovni angeli Slovenije, ki so eni izmed najuspešnejših slovenskih poslovnežev. Izmed tridesetih investitorjev jih je enajst sodelovalo v anketi (glej: Priloga 1).

V prvem delu ankete so anketirani poslovni angeli opredelili ključne faktorje, ki vplivajo na privlačnost podjetnika, njegovega podjetja ter panoge. Ti faktorji so tako za klub kot za podjetnike izrednega pomena. Klubu pomagajo pri boljši predhodni selekciji projektov ter usmerjanju in izobraževanju podjetnikov, hkrati pa podjetnike predhodno opozarjajo na pričakovanja investitorjev, zato lahko svoje morebitne napake popravijo oziroma so nanje pozorni.

Ključni faktorji za izvedbo investicije so:

- odlično poznavanje trga iz strani podjetnika,
- podjetnikova vizija,
- zaupanje, ki se vzpostavi med investitorjem in podjetnikom,
- velik prodajni potencial podjetja,
- donos na investicijo ter
- prve stranke (kljub temu sta bili izmed šestih investicij kluba dve izvedeni še v času razvoja prototipa).

Člani kluba veliko pozornost namenijo panogam, ki jih sami dobro poznajo, vsekakor pa morajo imeti potencial hitre rasti. Za odličen projekt oziroma podjetja se vedno najde

interesente, saj so vse v anketi opredeljene panoge prejele vsaj en interes. Najbolj privlačne panoge so enake prevladujočim investicijskim sektorjem v Evropi, in sicer: energija, internet (spletna podjetja) ter biotehnologija. Tudi na slovenskem trgu se opaža želja po sindiciranju investicij, ki je v tujini vse bolj pogosti način investiranja. Vsi poslovni angeli namreč želijo investirati v posamezen projekt še z vsaj enim ali dvema investitorjema. Pet izmed vprašanih investitorjev je pripravljenih investirati maksimalno 100.000 do 200.000 evrov v posamezno podjetje, v večini pa pričakujejo 10 – 30 % donos na letni ravni.

Drugi del ankete je bil posvečen dodani vrednosti v smislu mentorstva in prenosa znanja, izkušenj ter socialnega kapitala iz investitorja na podjetnika. Večina anketiranih poslovnih angelov je pripravljena pomagati podjetnikom v katere investirajo tudi na tedenski ravni, vendar od njih pričakujejo proaktivnost.

Ključna področja, kjer člani kluba vidijo možnost in pripravljenost pomoči, so:

- pomoč pri reševanju strateških vprašanj podjetja,
- pomoč pri iskanju strateških partnerjev ter
- pomoč pri operativni organizaciji podjetja.

Nekaj investitorjev pa je pripravljeno podjetniku pomagati tudi pri iskanju kupcev, pri pridobivanju novih virov financiranja in pri iskanju novega kadra. Poleg proaktivnosti podjetnika bi investitorji povečali vpletenost v podjetje tudi v primeru, da bi bil produkt/storitev podjetja investitorju izredno blizu.

Zadnji sklop vprašanj je bil namenjen razlogom za članstvo v klubu Poslovni angeli Slovenije. Razlog za sodelovanje v klubu za večino sodelujočih članov v anketi je želja po sodelovanju pri kreiranju novih uspešnih podjetniških zgodb. V tujini so take zgodbe že številne in prinašajo uspeh tako podjetnikom kot tudi investitorjem.

### **3.2. Predstavitev najbolj odmevnih investicij po svetu**

Le majhen delež podjetij, ki pridobi investicijo poslovnega angela, je izredno uspešnih, toda prav ta dandanes spreminjajo življenja ljudi po svetu, ali pa jih morda še bodo. Odmevne zgodbe, ki so finančni uspeh in slavo prinesla tako podjetnikom kot tudi investitorjem so: spletna iskalnika Google in Yahoo, računalniški podjetji Dell in Apple, veriga kavarn Starbuck's, spletna knjigarna Amazon, trgovina s kozmetiko The Body Shop, in druge. Kot je razvidno iz tabele 4 na strani 19, so podjetja z nekaj začetnega kapitala izredno hitro zrastle v milijonska podjetja, kar je močno povečalo vrednost lastniškega deleža poslovnega angela.

Tabela 4: Prikaz nekaterih uspešnih angelskih investicij

Podjetje	Poslovni angel	Zvrst posla	Investicija v USD	Vrednost lastniškega deleža investitorja ob izhodu iz podjetja v USD
Apple Computers	Mike Markkula	računalniki	91.000	154 mio
Amazon.com	Thomas Alberg	internet	100.000	26 mio
Blue Rhino	Andrew Filipowski	propan	500.000	24 mio
Body Shop	Ian McGlenn	kozmetika	4.000	42 mio
Google	Andreas von Bechtolsheim	internet	100.000	1.500 mio
Matcon	Ivan Semenko	kontejnerji	15.000	2,5 mio

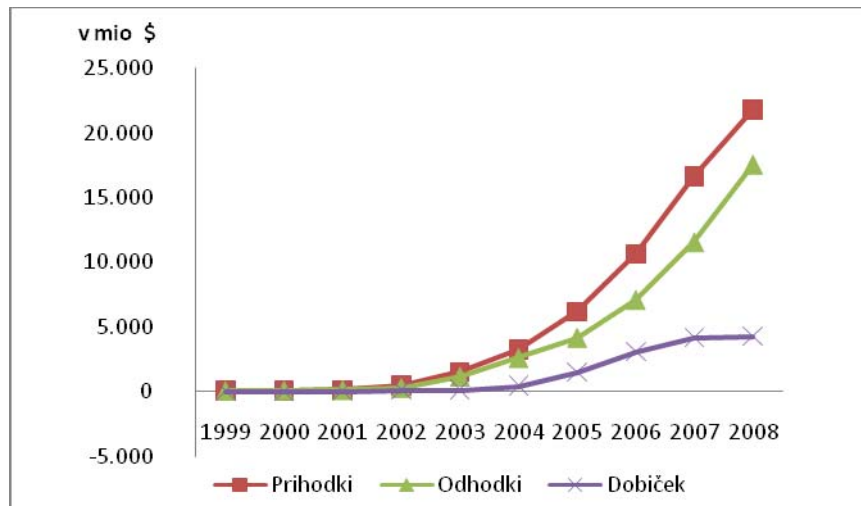
Vir: Van Osnabrugge, *Angel investing: matching startup companies with startup funds, 2000 in Forbes, The midas List: Andreas von Bechtolsheim, 2006.*

Mnoge uspešne zgodbe, tudi Yahoo, Google in Amazon.com, so se začele z razvojem interneta. Način pridobivanja prihodkov preko interneta je bil na začetku še neznanka. Internet se sprva ni uporabljal za poslovne in trgovske namene, pač pa se je pojavil kot nov medij in mnogi so trdili, da ga je mogoče uporabljati v oglaševalske namene. Možnost generiranja prihodkov preko internetnega medija sta prva dokazala ustanovitelja Yahoo-ja z objavo oglasov na svojem iskalniku. Število uporabnikov se je povečevalo, kar je prinašalo dodatne oglaševalce in sprožilo internetno konjunkturo. Skupaj z naraščanjem uporabnikov je naraščalo tudi število spletnih podjetij, oglaševalski prihodki pa so podjetja vedno bolj vodili stran od prvotne storitve: urejanja informacij. To sta izkoristila Sergey Brin in Larry Page, ustanovitelja podjetja Google (Allen, 2009), ki uporabnikom omogoča hitre poizvedbe in preproste spletne strani (Hammonds, 2007, str. 1).

V času internetne konjunktore sta bila Page in Brin le dva izmed številnih podjetnikov, ki sta iskala investicijo za svojo rast, a so jih investitorji pogosto opredelili kot »Ne še en spletni iskalnik« (izvirnik: *Not another search engine*). Eden redkih zainteresiranih investitorjev, ki sta jih spoznala, je bil Vinod Khosla, soustanovitelj Sun Microsystems. Njegova ideja je bila prodaja podjetja Google Excite-u, glavnemu konkurentu Yahoo-ja, za približno milijon dolarjev. Do prodaje ni prišlo, razlog pa ni bilo finančno pomanjkanje, pač pa dvom v generiranje prihodkov na internetu, ki ga je izrazilo še mnogo drugih podjetij in investitorjev. Investicija se je tako zdela vse bolj potrebna, a nemogoča. Po številnih zavrnitvah sta uspela prepričati Andreasa von Bechtolsheim-a, da postane njun poslovni angel. Leta 1998 je po ogledu demo verzije napisal ček za 100.000 dolarjev angelske investicije. Že leto kasneje sta podjetnika pridobila dodaten kapital v vrednosti 25 milijonov dolarjev s strani skladov tveganega kapitala, Sequoia Capital in Kleiner Perkins Caufield & Byers. Michael Moritz in John Doerr, partnerja omenjenih skladov, sta ob investiciji postala tudi člana upravnega odbora Google-a in tako pomagala pri gradnji podjetja. Investicije so jima omogočile pridobiti kader, ki ju je stal skoraj pol milijona mesečno. Z novim kadrom so iskali nov način pridobivanja prihodka z bolj smiselnim in ciljno usmerjenim oglaševanjem, ki ne zavira

osnovnega namena iskalnika, to je urejanja informacij. Idejo za storitev AdWords, ki je danes temeljni vir prihodkov podjetja, sta dobila pri inovatorju Billu Grossu, ustanovitelju Idealab-a. Gross je svojo idejo spremenil v spletno stran Overture, ki je spominjala na rumene strani, plačane oglase, Page in Brin pa sta kmalu po začetku Overture lansirala AdWords (Allen, 2009). V le petih letih je podjetje zrastle na tri milijarde letnih prihodkov in 19. avgusta 2004 stopilo na borzo. Izjemna rast podjetja je razvidna iz slike 1.

Slika 1: Rast prihodkov, odhodkov in dobička podjetja Google od 1999 do 2008 v milijonih dolarjev



Vir: Google Financial tables, 2009.

Google je leta 2004 postal delniška družba. Prihodke pridobiva iz oglaševanja, povezanega s svojimi produkti, kot so spletni iskalnik, elektronska pošta, spletni zemljevid, izmenjava video posnetkov in podobno. Konec leta 2008 je imelo skupaj 20.222 redno zaposlenih. Kultura podjetja je unikatna, zaradi česar je bilo podjetje v sklopu revije Fortune že dvakrat identificirano kot Najboljši delodajalec v Ameriki.

Podjetje Google visoko kotira na različnih lestvicah poslovne revije Fortune, in sicer:

- prvo mesto na lestvici Top MBA delodajalci v letu 2008; kar 24 % študentov je Google postavilo med prvih 5 delodajalcev,
- četrto mesto na lestvici Najboljši delodajalec v Ameriki (leta 2008 in 2007 je bil na prvem mestu),
- četrto mesto na lestvici Najbolj občudovana podjetja na svetu in prvo mesto v svoji panogi v letu 2009,
- 24. mesto na lestvici Najhitreje rastoča podjetja v Ameriki leta 2008 ter
- 117. mesto na lestvici Fortune 500 leta 2008, ki razvršča največje ameriške korporacije glede na njihove prihodke (leta 2008 je bil na 150. mestu in leta 2007 na 241. mestu).



Google je primer izredno uspešne angelske investicije, ki je na lestvico najbogatejših zavihetela tako podjetnika kot tudi investitorja. Angelske investicije v Sloveniji sicer ne dosegajo uspeha podjetja Google, imajo pa potencial za uspeh tudi v svetovnem merilu.

### 3.3. Predstavitev dveh investicij v Sloveniji

V okviru Kluba Poslovni angeli Slovenije je bilo od njegovega nastanka junija 2007 izvedenih šest investicij. Ena izmed prvih investicij je bila izvedena v podjetje OBS (*Online Booking System*) posredništvo, d.o.o., ki je bilo ustanovljeno leta 2007. S platformo MountVacation, ki so jo lansirali v letu 2008, ponujajo širok spekter počitnic v gorah in počitniških paketov v dvanajstih državah po svetu. Glede na število ponujenih ležišč je MountVacation vodilni evropski ponudnik počitnic v gorah, ki ponuja rezervacijo prenočišč preko interneta, s konkurenčnimi cenami za vse tipe nastanitev. Za podjetjem stoji tudi izkušen mednarodni tim, direktor Dejan Romih, produktni manager Dušan Guštin in odgovorna za PR Maude Choquette. Pred izidom platforme MountVacation v začetku leta 2008 je imelo podjetje le dva pogodbeno zaposlena in 600 vpisanih objektov. Po prejetju angelske investicije maja 2008 se je pričela izjemna rast v podjetju, saj so z investicijo dobili kapital in dragoceno mentorstvo za razvoj globalnega sistema v veliko krajšem času. Po ocenah direktorja podjetja OBS d.o.o. bi bilo podjetje brez investicije ob koncu leta 2008 na 20% trenutnega razvoja.

Dejan Romih je poslovne angele prepričal s svojo zavzetostjo, energijo in odlično pripravljenim poslovnim načrtom, ki je prejel tudi nagrado Najpodjetniška ideja časnika Finance. Sindicirana skupina poslovnih angelov je v podjetje investirala 200.000 evrov. Poleg investicije poslovni angeli podjetniku ponujajo pomoč pri reševanju ključnih vprašanj. Z glavnim investitorjem se srečujejo enkrat tedensko in so redno v stikih preko telefona. Rezultat tega je omenjena platforma MountVacation, povečanje števila zaposlenih na dvajset strokovnjakov iz šestih različnih držav in velika rast v številu sklenjenih partnerstev s ponudniki prenočišč v gorah.

Druga investicija Kluba Poslovni angeli Slovenije je bila izvedena v podjetje Versor d.o.o., ki je bilo ustanovljeno marca 2007 kot rezultat dvoletnega raziskovalnega dela na področju elektronskih sistemov na Fakulteti za strojništvo in Fakulteti za računalništvo, elektrotehniko in informatiko v Mariboru. Versor d.o.o. je tehnološko podjetje, usmerjeno k razvoju inovativnih sistemov za upravljanje s prometnimi tokovi.

Ustanovitelja podjetja sta Primož Zajšek in Dejan Rojko, oba univerzitetna diplomirana inženirja strojništva. Julija 2008 sta v podjetje sprejela lastniško investicijo članov Kluba Poslovni angeli Slovenije. Že skozi individualne sestanke, katerih namen je bila uskladitev

pogojev investicije, sta podjetnika pridobivala strokovno znanje bodočih investorjev in tako izboljšala poslovni načrt ter vzpostavila trdno zaupanje, ki jih združuje še danes. Investicija poslovnih angelov je bila po mnenju ustanoviteljev za podjetje izrednega pomena. Svoje tehnično znanje sta obogatila s kapitalom in pomembnimi nasveti s področja podjetništva. Kapital je podjetju pospešil razvojne aktivnosti z zaposlitvijo novega kadra, ki že šteje pet oseb, razvojnim materialom in instrumenti, ki zagotavljajo hiter in napreden razvoj. Pomembna dodana vrednost investicije je tudi mentorstvo iz strani poslovnih angelov. Ti podjetju pomagajo pri organizaciji podjetja, svetujejo pri oblikovanju prodajnih strategij, pomagajo pri iskanju strateških partnerjev ter opozarjajo na določene pasti, na katere v podjetju sami ne bi bili pozorni. Podjetnika se z investorji redno srečujeta na sestankih z namenom spremljanja in svetovanja.

## **SKLEP**

Vsaka poslovna ideja se tako ali drugače prične z investicijo podjetnika samega, v obliki časa in energije ter tudi finančnih sredstev. Ta je namreč edini, ki lahko spremeni idejo v podjetje, zaradi njegovega znanja, ambicije in zagona. Finančna sredstva podjetnika in njegovih bližnjih so omejena, zato je v dinamičnem podjetništvu pogosto potrebno poseči po drugih virih financiranja. Glede na raziskavo GEM je delež pridobljenega bančnega kapitala v semenski fazi neznatni, pač pa kar šestdeset odstotkov kapitala izhaja iz strani ustanovitelja, njegove družine, prijateljev ter tudi poslovnih angelov. Investicije poslovnih angelov spodbujajo hitro rast podjetij z znanjem in kapitalom. Prav nova in hitro rastoča podjetja, ki prvih deset do petnajst let rastejo tudi po sto in več odstotkov letno, pa so v vsaki državi glavno gibalno gospodarstvo, meni dr. Aleš Vahčič v intervjuju (Kovač, 2005, str. 38). Investicije poslovnih angelov torej niso le pomembna dodana vrednost za podjetnika, pač pa tudi za narodno gospodarstvo v splošnem, saj podjetja s hitro rastjo ustvarjajo dodatna delovna mesta, so ključni vir inovacij ter prispevajo k rasti produktivnosti.

Neotipljiv prispevek poslovnih angelov, v obliki mentorstva, socialnega kapitala in motiviranja, je težko merljiv. Glede na izvedeno anketo med poslovnimi angeli v Klubu Poslovni angeli Slovenije je vpetost neformalnega investitorja v podjetje odvisna predvsem od proaktivnosti podjetnika samega. Med izvedenimi investicijami pa se je po besedah podjetnikov izkazalo, da so že v času pogajanj in v kratkem času po investiciji prejeli mnogo pomoči pri reševanju strateških vprašanj podjetja ter iskanju strateških partnerjev in dodatnih virov financiranja, sama investicija ter zaupanje poslovnih angelov pa sta jim dala poseben zagon in motivacijo.

Trg neformalnega tveganega kapitala, predvsem dejanska dodana vrednost poslovnih angelov v po-investicijskem obdobju, je razmeroma neraziskan. Z željo po anonimnosti vedenje o

uspešnosti investicij onemogočajo tudi poslovni angeli sami. Menim, da je brez večje promocije uspešnih zgodb težko razbiti mite, ki vladajo v slovenskem prostoru, o negativnih namelih investitorjev, hkrati pa je potrebno še več izobraževanja podjetnikov in poslovnih angelov, da bodo investicije čim bolj uspešne. Vpetost poslovnega angela je namreč, kot predvidevata Wiltbank in Boeker (2007, str. 1), izrednega pomena za uspeh investicije; potrebni so znanje, izkušnje ter proaktiven pristop poslovnega angela. Pomemben doprinos na trgu neformalnega tveganega kapitala tako ustvarjajo mreže in združenja poslovnih angelov, ki omogočajo lažjo komunikacijo med povpraševalci in ponudniki, promovirajo angelsko investiranje ter izobražujejo podjetnike in poslovne angele.

Nekatera podjetja, ki so prejela angelsko investicijo (na primer Apple, Google ter Amazon.com) danes spreminjajo način našega življenja, dela in zabave. Podjetje Google bi ob nezmožnosti prejema angelske investicije lahko bilo celo odkupljeno s strani konkurenčnega podjetja Excite oziroma ne bi bilo sposobno financirati razvoja glavnega produkta AdWords, ki danes ustvarja večino prihodkov. Zaradi vpletenosti poslovnega angela v podjetje jim je bilo pridobivanje nadaljnjih sredstev s strani skladov tveganega kapitala najbrž olajšano, saj slednji angelsko investicijo vrednotijo kot pozitiven znak kvalitete podjetja. Investicija poslovnih angelov naj bi bila namreč za obe strani zmagovalna, saj z njo podjetnik pridobi aktivnega in izkušenega mentorja, ki pozna področje iz prakse, neformalni investitor pa skozi zgodbo podjetnika podoživlja lastne uspehe in izzive ter ima moč aktivnega vpliva na svojo investicijo preko pomoči podjetniku.

## LITERATURA IN VIRI

1. Allen, M. (izvršni producent). (2009, 3. marec). Download: The true story of the internet [televizijska oddaja]. Ljubljana: Discovery Channel.
2. *Business angels: Giving ideas wings*. Najdeno 24. februarja 2009 na spletnem naslovu [http://www.angelinvestor.ca/userfiles/file/News%20Archive/2006/2006%20-%20Business%20Angels-Giving%20Ideas%20Wings%20\\_Economist%20-%20Sept%2006\\_.pdf](http://www.angelinvestor.ca/userfiles/file/News%20Archive/2006/2006%20-%20Business%20Angels-Giving%20Ideas%20Wings%20_Economist%20-%20Sept%2006_.pdf)
3. Bygrave, W. D. (2007, 01. maj). *Global Entrepreneurship Monitor: 2006 Financing Report*. Najdeno 23. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.gemconsortium.org/document.aspx?id=608>
4. Carriere, S. R. (2006, januar). *Best practices in angel groups and angel syndication*. Najdeno 29. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.eban.org/>
5. EBAN: Statistics Compendium 2008. Najdeno 27. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.eban.org>
6. EBAN: White paper 2007. Najdeno 27. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.eban.org>
7. Eyler, D. (2007, julij). *Best practice guidance for angel groups – due diligence*. Najdeno 27. aprila 2009 na spletnem naslovu [http://www.angelcapitalassociation.org/dir\\_resources/best\\_practices.aspx](http://www.angelcapitalassociation.org/dir_resources/best_practices.aspx)
8. *Forbes - The midas List: Andreas von Bechtolsheim*. Najdeno 28. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.forbes.com/lists/2006/99/0JRL.html>
9. *Google Financial Tables*. Najdeno 28. marca 2009 na spletnem naslovu [http://investor.google.com/fin\\_data.html](http://investor.google.com/fin_data.html)
10. Griffith, T. L., Yam, P. J., & Subramaniam, S. (2007). Silicon Valley's "one-hour" distance rule and managing return on location. *Venture Capital*, 9 (2), 85 - 106.
11. Gromov, G. (2002). Silicon Valley History. Najdeno 22. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.netvalley.com/svhistory.html>
12. Hammonds, K. H. (2007, 19. december). How Google Grows...and Grows...and Grows. Najdeno 28. marca 2009 na spletnem naslovu: <http://www.fastcompany.com/magazine/69/google.html>
13. Kaučič, P. (2008, 09. januar). *Več denarja za podjetništvo*. Najdeno 8. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.podjetnik.si/default.asp?KatID=309&ClanekID=4324>
14. Koss, A. M. (2007, julij). *Best practice guidance for angel groups – deal structure and negotiation*. Najdeno 27. aprila 2009 na spletnem naslovu [http://www.angelcapitalassociation.org/dir\\_resources/best\\_practices.aspx](http://www.angelcapitalassociation.org/dir_resources/best_practices.aspx)
15. Kovač, S. (2005, 16. november). Intervju z Alešem Vahčičem: Nimamo prave podjetniške elite. *Mag*, 36-40.
16. Macht, S. (2006, 31. Oktober). The Post-Investment Impact of Business Angels upon their Investee Companies. Najdeno 2. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.newcastlebusinessschool.co.uk/>
17. Manigart, S., Meuleman, M. (2004). *Financing entrepreneurial companies*. Larcier.
18. Mason, C. M. (2009). Public policy support for the informal venture capital market in Europe: a critical review. Najdeno 27. aprila 2009 na spletnem naslovu [http://www.angelcapitalassociation.org/dir\\_resources/research.aspx](http://www.angelcapitalassociation.org/dir_resources/research.aspx)
19. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. (1). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
20. Pahor, N. (2008, 5. junij). *Vlaganje v podjetja je stvar kulture*. Najdeno 8. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.podjetnik.si/default.asp?KatID=309&ClanekID=3976>
21. Pšeničny, V. (2002). *Pogoji in možnosti za dinamično podjetništvo v Sloveniji*. (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

22. Rebernik, M., Tominc, P. & Pušnik, K. (2008). *Premalo razvojno usmerjenih podjetij : GEM Slovenija 2007*. (1). Maribor: Univerza v Mariboru, Ekonomsko-poslovna fakulteta.
23. Scott, S. (2008, september). The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures. Najdeno 24. januarja 2009 na spletnem naslovu: <http://www.sba.gov/advo/research/rs331tot.pdf>
24. Smith, R. L. (2000). *Entrepreneurial Finance*. (1). New York: John Wiley & Sons, Inc.
25. Sohl, J. (2009, 26. marec). *The angel investor market in 2008: A down year in investment dollars but not in deals*. Najdeno 22. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.unh.edu/cvr>
26. Sohl, J. (2008). *The angel investor market in 2007: mixed signs of growth*. Najdeno 13. marec 2009 na spletnem naslovu <http://www.unh.edu/cvr>
27. Sohl, J. (2007). *The angel investor market in 2007: mixed signs of growth*. Najdeno 13. marec 2009 na spletnem naslovu <http://www.unh.edu/cvr>
28. Stavrand, P. (2007, julij). *Best practice guidance for angel groups – post investment monitoring*. Najdeno 27. april 2009 na spletnem naslovu [http://www.angelcapitalassociation.org/dir\\_resources/best\\_practices.aspx](http://www.angelcapitalassociation.org/dir_resources/best_practices.aspx)
29. Tajnikar, M. (2000). *Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih*. (2.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
30. Tajnikar, M. (2006). *Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih*. (3.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
31. Van Osnabrugge, M. (2000). *Angel investing: matching startup funds with startup companies*. (1.) San Francisco: Jossey-Bass.
32. Wiltbank, R. & Boeker, W. (2007, 7. november). Returns to Angel Investors in Groups. Najdeno 13. marca 2009 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1028592](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028592)
33. Wiltbank, R. E. (2009, maj). Siding with the angels: Business angel investing – promising outcomes and effective strategies. Najdeno 22. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.nesta.org.uk/siding-with-the-angels/>
34. Žugelj, D., Penca, P., Slavnič, N., Žunec, B. & Vadnjal, J. (2001). *Tvegani kapital: si upate tvegati?* (1). Ljubljana: Lisac&Lisac.
35. Butler, J. E., Lockett, A. & Ucbasaran, D. (2006). *Venture capital and the changing world of entrepreneurship*. Charlotte: Information Age Publishing.

## PRILOGA

### *Priloga 1: Anketni vprašalnik za poslovne angele z odstotki izbranih odgovorov*

Anketni vprašalnik je bil v prvem polletju 2009 posredovan vsem tridesetim investitorjem, članom Kluba Poslovni angeli Slovenije. Vprašalnik je izpolnilo enajst investitorjev in vsi so odgovorili na vsa vprašanja. Nekatera vprašanja so ponujala možnost večih odgovorov, kar je posebej navedeno pri vsakem posameznem vprašanju.

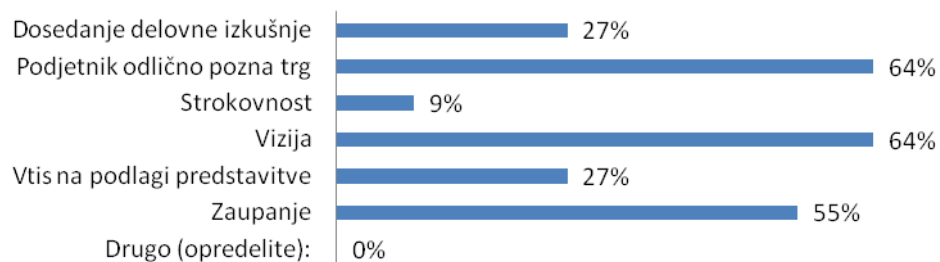
Vprašanja so razdeljena v tri sklope:

- odločitev za investicijo
- aktivnosti po izvedeni investiciji ter
- članstvo v klubu.

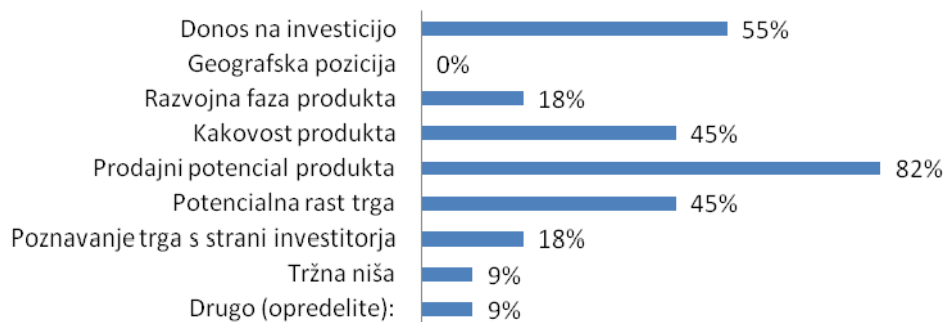
### 1. ODLOČITEV ZA INVESTICIJO

---

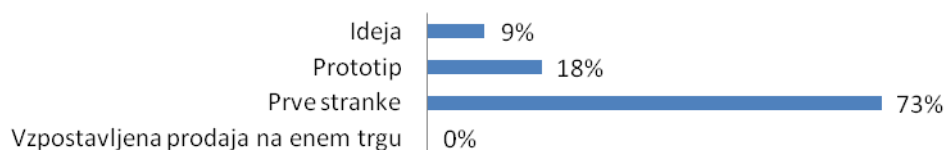
1.1. Katere lastnosti podjetnika so za vas najpomembnejše, da se odločite za investicijo vanj? (Možnost največ treh odgovorov)



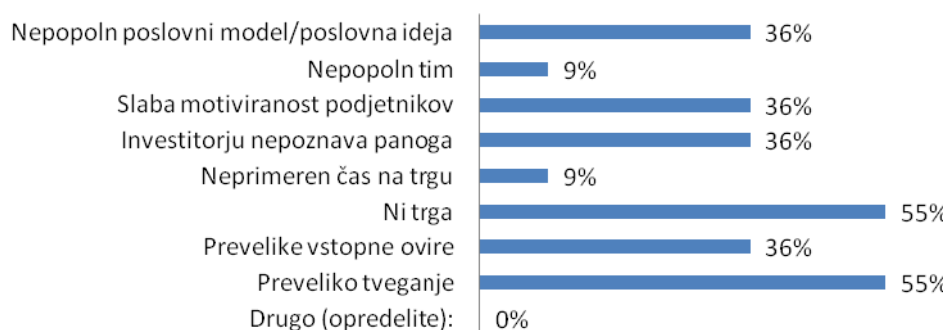
1.2. Kateri lastnosti projekta/podjetja se vam zdijo najpomembnejše, da se odločite za investicijo vanj? (Možnost največ treh odgovorov)



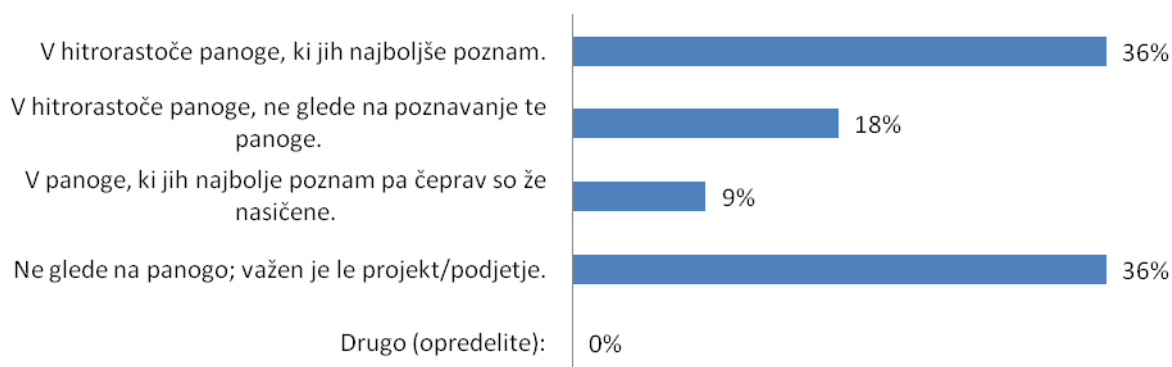
1.3. V kakšni fazi razvoja mora biti produkt, da ste vanj pripravljeni investirati? (Možnost izbire enega odgovora)



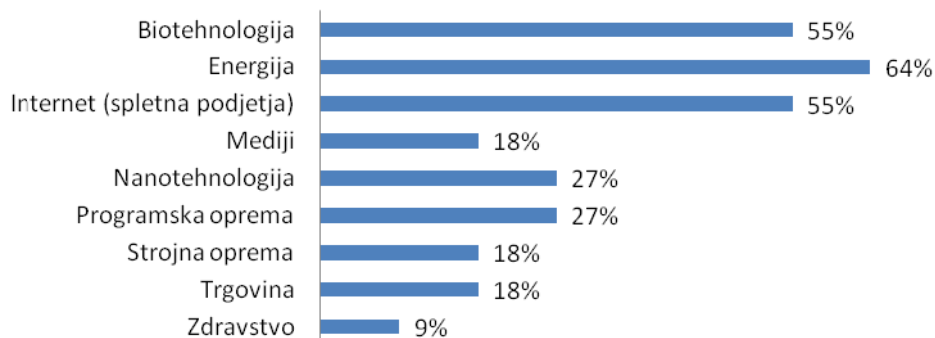
1.4. Kateri izmed naštetih faktorjev je največji razlog, da se NE odločite za investicijo v projekt? (Možnost največ treh odgovorov)



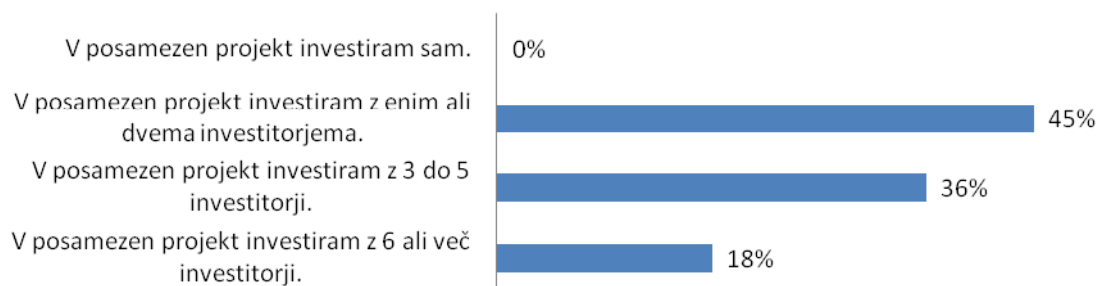
1.5. V katere panoge najraje investirate? (Možnost izbire enega odgovora)



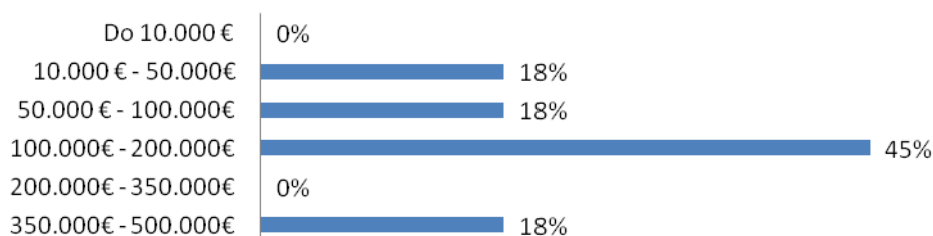
1.6. Katere panoge izmed navedenih, so vam najbližje pri investiranju? V katere si želite investirati? (Možnost največ treh odgovorov)



### 1.7. Kakšen način investiranja vam je ljubši? (Možnost izbire enega odgovora)



### 1.8. Kakšen je maksimalen znesek, ki ste ga pripravljeni investirati? (Možnost izbire enega odgovora)



### 1.9. Kakšen donos običajno pričakujete? (Možnost izbire enega odgovora)



## 2. AKTIVNOSTI PO IZVEDENI INVESTICIJI

---

### 2.1. Ali ste že investirali v podjetje zunaj sklopa izvedenih investicij Poslovnih angelov Slovenije?

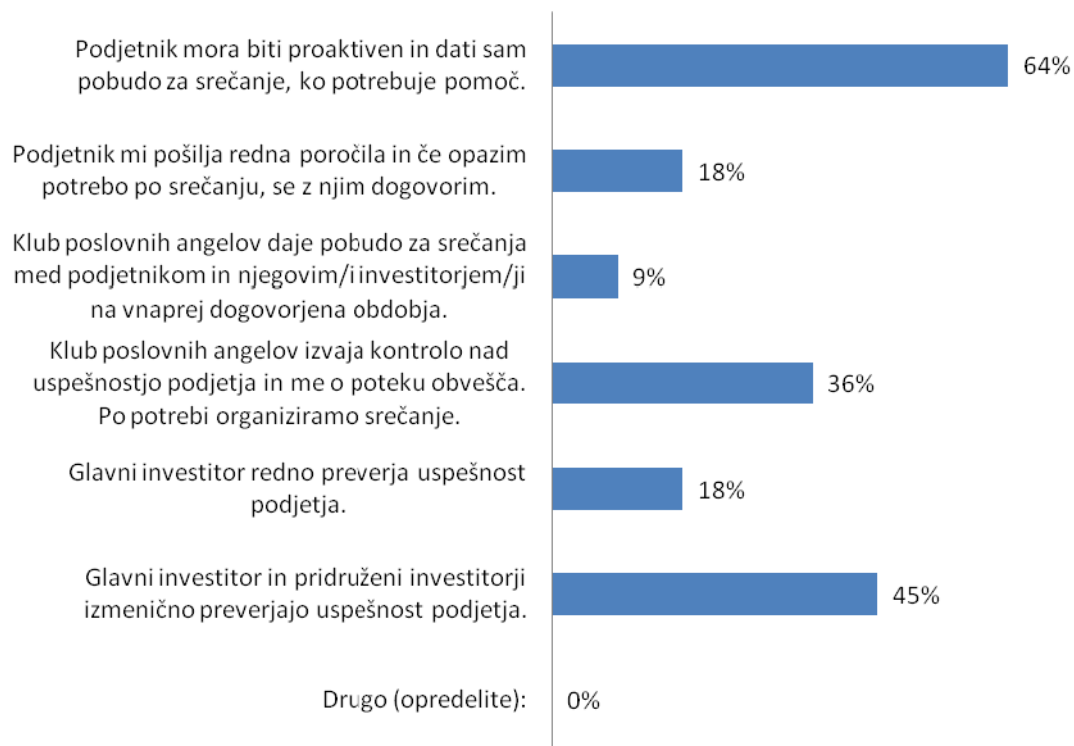


### 2.2. Članstvo v Klubu Poslovni angeli Slovenije štejem kot:

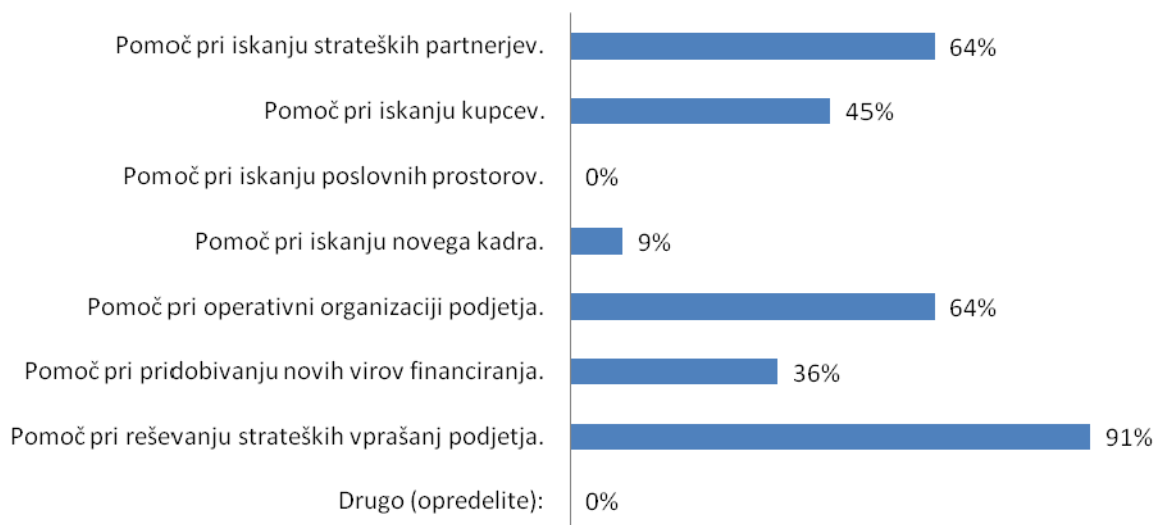




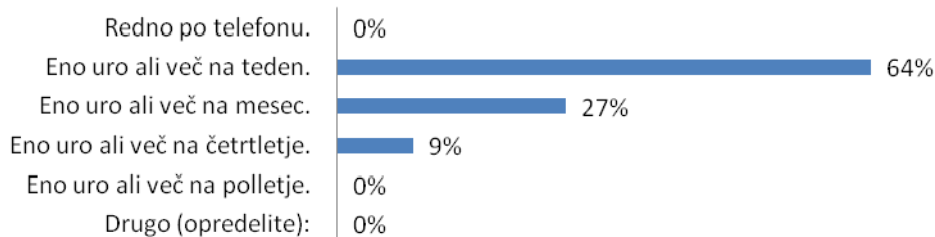
2.3. Kakšno je za vas idealno sodelovanje s podjetnikom v katerega ste/boste investirali? (Možnost največ dveh odgovorov)



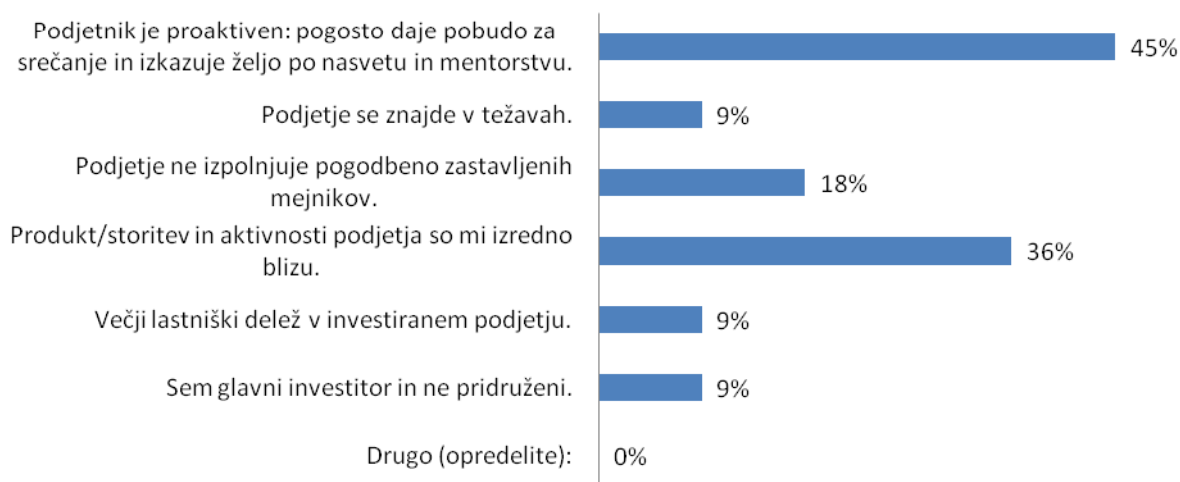
2.4. Na kakšen način ste podjetnikom, v katere ste že investirali, najbolj pomagali oziroma kje vidite priložnost za pomoč pri prihodnjih investicijah? (Možnost več odgovorov)



2.5. Koliko časa ste pripravljeni nameniti podjetniku, v katerega ste investirali? (Možnost izbire enega odgovora)



2.6. Kaj bi povečalo vašo vpletenost v podjetje v katerega ste investirali? (Možnost izbire enega odgovora)



### 3. ČLANSTVO V KLUBU

---

3.1. Kateri je ključni razlog, da sodelujete v Klubu Poslovni angeli Slovenije in investirate v start-up podjetja?

