

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**RAZŠIRJENOST TVEGANEGA KAPITALA KOT VIRA
FINANCIRANJA PODJETIJ V SLOVENIJI**

Ljubljana, avgust 2008

TINA IGLIČAR

IZJAVA

Študentka Tina Igličar izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Andreje Cirman, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 22. avgust 2008

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 VIRI FINANCIRANJA PODJETIJ	2
1.1 DOLŽNIŠKO FINANCIRANJE	3
1.2 LASTNIŠKO FINANCIRANJE.....	3
2 OPREDELITEV TVEGANEGA KAPITALA	4
2.1 ZNAČILNOSTI TVEGANEGA KAPITALA	5
2.2 INVESTICIJSKE STOPNJE FINANCIRANJA S TVEGANIM KAPITALOM.....	6
2.3 PREDNOSTI IN SLABOSTI FINANCIRANJA S TVEGANIM KAPITALOM.....	8
3 RAZVOJ TVEGANEGA KAPITALA V ZDA IN V EVROPI	10
3.1 RAZVOJ TVEGANEGA KAPITALA V ZDA.....	10
3.2 RAZVOJ TVEGANEGA KAPITALA V EVROPI.....	11
4 PRISOTNOST TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI	12
4.1 PONUDNIKI NA TRGU FORMALNEGA TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI – KRONOLOŠKI RAZVOJ	12
4.1.1 <i>Horizonte Slovene Enterprise Fund</i>	13
4.1.2 <i>Svetovalna družba za investicijska vlaganja, d. o. o.</i>	13
4.1.3 <i>Družba za prestrukturiranje in upravljanje podjetij, d. d.</i>	13
4.1.4 <i>Prophetes, d. d.</i>	13
4.1.5 <i>Aktiva Ventures</i>	14
4.1.6 <i>GEO</i>	14
4.1.7 <i>Alpe-Adria Venture fund</i>	14
4.1.8 <i>Sklad tveganega kapitala NLB</i>	14
4.1.9 <i>Sivent, d. d., Ljubljana</i>	15
4.1.10 <i>KD Private equity Fund B.V.</i>	15
4.1.11 <i>JAPTI</i>	15
4.1.12 <i>CEED</i>	15
4.1.13 <i>Razvojni sklad gospodarstva</i>	16
4.1.14 <i>Poteza Innovation and Growth Fund</i>	16
4.1.15 <i>Prva družba tveganega kapitala (PDTK)</i>	16
4.2 SLEVCA	17
4.3 STANJE NA NEFORMALNEM TRGU TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI	17
4.4 PREDNOSTI FINANCIRANJA Z NEFORMALNIM TVEGANIM KAPITALOM	18
5 PROBLEM RAZVOJA TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI	19
6 NAKLONJENOST SLOVENSkih PODJETNIKOV TVEGANEMU KAPITALU	21
SKLEP	22
LITERATURA IN VIRI	24

KAZALO SLIK IN TABEL

<i>Slika 1: Viri financiranja podjetij.....</i>	<i>2</i>
<i>Tabela 1: Primerjava dolžniškega in lastniškega financiranja podjetja.....</i>	<i>3</i>
<i>Slika 2: Primerjava terminologije v Evropi in v ZDA.....</i>	<i>6</i>
<i>Slika 3: Viri financiranja podjetja v različnih fazah razvoja.....</i>	<i>8</i>
<i>Slika 4: Delež naložb tveganega kapitala v % BDP v letu 2004.....</i>	<i>20</i>

UVOD

Tvegani kapital predstavlja ključni vir financiranja inovativnih in visokotehnoloških podjetij tretjega tisočletja, od katerih, sicer mnoga propadejo, tista, ki pa uspejo, pa so nadpovprečno donosna. Veliko pomembnih in uspešnih podjetij iz ZDA, nastalih v zadnjih 30 letih, je v neki fazi dobilo sredstva tako imenovanega tveganega kapitala. Prav zaradi tega je narodnogospodarski pomen tveganega kapitala mnogo večji, kot pa znašajo dejanske naložbe, ki v razvitih državah predstavljajo okoli 1 % BDP. Tvegani kapital se je pred dobrimi desetimi leti začel razvijati tudi v Sloveniji, vendar pa je obseg naložb v primerjavi z drugimi državami še vedno zelo nizek. Glede na visoke zahteve tveganega kapitala, v Sloveniji za to vrsto vlaganja pride v poštev zelo majhno število podjetij. Investitorji celo menijo, da zares dobrih poslovnih načrtov, ki bi se lahko razvili v donosen posel, v Sloveniji primanjkuje.

Tvegani kapital je za vsako državo izjemno pomemben, saj pospešuje nastajanje malih in srednje velikih podjetij (MSP), ki predstavljajo najbolj primeren okvir za realizacijo inovativnih in perspektivnih podjetniških idej. Poleg tega MSP pomenijo tudi način realizacije inovacij, ki so bile razvite v okviru univerzitetnih ter drugih raziskovalnih institucij. Mala in srednja podjetja dajejo tudi možnost novega zaposlovanja, poleg tega pa so tudi ključna za gospodarski razvoj, rast BDP-ja in proračunskih prihodkov v državi.

Tvegani kapital je zlasti pomemben v začetnih fazah življenjskega cikla podjetja, ko je tveganje propada podjetja največje. Takrat je namreč zaradi majhnega premoženja podjetja zelo težko pridobiti druge vire financiranja, kot na primer bančno posojilo. Poleg tega ima tvegani kapital za podjetje še številne druge prednosti.

V diplomskem delu bom skušala predstaviti in razložiti razširjenost tveganega kapitala v Sloveniji ter prikazati, kako se je spreminjal obseg tveganega kapitala v zadnjih letih. Skušala bom tudi predstaviti, zakaj prihaja do takšne nesorazmerne porazdelitve tveganega kapitala v svetu in kateri dejavniki spodbujajo razvoj tveganega kapitala.

Cilj mojega diplomskega dela je izpostaviti nekatere prednosti in priložnosti financiranja s tveganim kapitalom predvsem za mlada in inovativna mikro, mala in srednja podjetja. Pri pisanju diplomskega dela sem si pomagala s strokovno literaturo, članki, različnimi študijami in strokovnimi poročili.

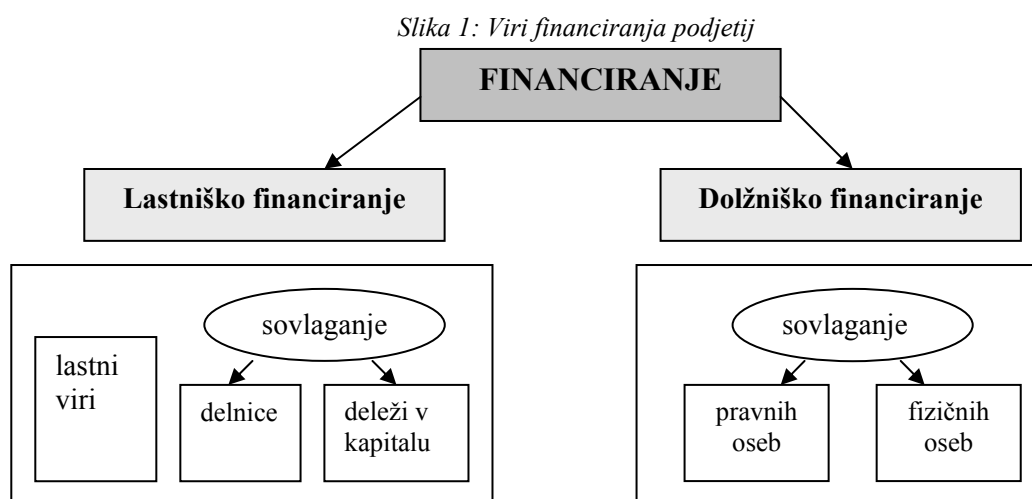
V prvem poglavju bom s teoretičnega vidika predstavila različne vire financiranja, ki jih ima podjetje na razpolago za financiranje podjetniškega posla v različnih fazah razvoja. Nato bom pojasnila pojem tveganega kapitala kot eno izmed oblik financiranja podjetij. Opredelila bom tudi glavne karakteristike tveganega kapitala, značilnosti različnih investicijskih stopenj ter prednosti in slabosti financiranja s tveganim kapitalom. V tretjem poglavju bom predstavila razvoj tveganega kapitala v Evropi in ZDA, v četrtem poglavju pa se bom osredotočila na Slovenijo. Tu bom na kratko predstavila vse institucionalne ponudnike in posrednike tveganega kapitala v Sloveniji ter opisala stanje na neformalnem in formalnem trgu tveganega kapitala v Sloveniji. Za konec pa bom skušala opisati probleme razvoja tveganega kapitala v Sloveniji ter

opisati, v kolikšni meri so slovenski podjetniki sploh naklonjeni financiranju s tveganim kapitalom in zakaj je tako.

Pred pisanjem diplomskega dela, sem postavila tudi hipotezi, in sicer da je povpraševanje po tveganem kapitalu v Sloveniji večje kot ponudba in da se obseg tveganega kapitala v Sloveniji iz leta v leto povečuje. Tako bom z diplomskim delom, preverila, ali omenjeni hipotezi držita, v sklepu pa ju bom bodisi potrdila bodisi ovrgla.

1 Viri financiranja podjetij

Kot prikazuje slika 1, vire financiranja v osnovi delimo na dolžniške in lastniške. Med prve spadajo vsi notranji viri (nerazdeljeni dobiček, amortizacija ter drugi notranji viri) ter kapitalski vložki in subvencije. V okviru dolžniškega financiranja pa govorimo o vseh ostalih zunanjih virih financiranja, med katere uvrščamo kredite in kapitalne vloške tako fizičnih kot tudi pravnih oseb (Filipič, Mlinarič, 1999, str. 113).



Vir: Weston & Brigham, Essentials of Managerial Finance, 1993, str. 226.

Izbira oblike vira financiranja je v določeni meri odvisna tudi od faze razvoja, v kateri se podjetje nahaja, od velikosti podjetja, pravno statusne oblike ter od namena financiranja. Pri tem je seveda potrebno upoštevati tudi prednosti in slabosti ter stroške, povezane s posameznim virom financiranja (Weiss, 2004). Glavne značilnosti ter nekatere prednosti in slabosti posameznega vira financiranja so prikazani v tabeli 1.

Običajno podjetnik za financiranje podjetja izkorišča tako dolžniško kot tudi lastniško financiranje, kajti optimalni donos na naložbo lahko prinese le optimalna zadolženost. Sicer pa je le ta, poleg kapitalne strukture odvisna tudi od nekaterih drugih parametrov v okolju, v katerem podjetje deluje (Vadnjal, 2000, str. 22).

Tabela 1: Primerjava dolžniškega in lastniškega financiranja podjetja

	Dolžniško financiranje	Lastniško financiranje
Glavna značilnost	Odplačilo dolga in pripadajočih obresti	Vlagatelj pridobi lastniški delež v podjetju
Delitev tveganja	Majhna	Velika
Način plačila cene denarja	Denarni tok	Delež lastništva
Lastništvo	Ostaja enako	Lastniško partnerstvo
Zavarovanje	Da	Ne
Dodana vrednost	Majhna	Velika
Prednosti	Podjetnik ne prepušča lastništva in nadzora. Izposojenih sredstev ne odplača takoj, ampak v prihodnosti.	Ni treba zastaviti sredstev podjetja. Plačilo je odvisno od dobička podjetja.
Slabosti	Redno odplačevanje glavnice in obresti ne glede na rezultate podjetja.	Podjetnik mora prepustiti del lastništva in nadzora v podjetju.

Vir: Antončič et al., *Podjetništvo*, 2000, str. 304.

1.1 Dolžniško financiranje

V okviru dolžniškega financiranja govorimo o izposojenih denarnih sredstvih, pri katerih mora podjetnik odplačati izposojeno vsoto in obresti. Po navadi gre za posojilo, za katerega se običajno neka lastnina (premičnina ali nepremičnina) uporabi kot jamstvo. Poleg bank, ki so najobičajnejši vir dolžniškega kapitala, pa sem uvrščamo tudi financiranje z dobavitelji in kupci, družino in prijatelje, državo (včasih sodeluje z banko oz. subvencionira obrestno mero) ter druga finančna podjetja.

Kadar govorimo o kratkoročnem financiranju¹ z dolžniškim kapitalom, se denar običajno nameni za zagotavljanje obratnega kapitala, financiranje zalog ali terjatev ter za tekoče poslovanje podjetja. Po drugi strani pa se dolgoročno financiranje² z dolžniškim kapitalom uporablja predvsem za financiranje nakupa opreme, zemljišča, stavbe, ipd., pri čemer se del vrednosti kupljenega sredstva uporabi kot jamstvo (Antončič et al., 2000, str. 303).

1.2 Lastniško financiranje

Pri financiranju z lastniškim kapitalom gre za pridobitev sredstev v zameno za lastništvo. To pomeni, da vlagatelji dobijo sredstva povrnjena le pri uspešnem poslovanju, kar je tudi najpomembnejša razlika v primerjavi z dolžniškim kapitalom. Pri financiranju z dolžniškim kapitalom so posojena sredstva običajno zavarovana s hipoteko na podjetnikovo osebno premoženje, kar pomeni, da lahko podjetnik v najslabšem primeru lahko ostane brez strehe nad

¹ Kratkoročno dolžniško financiranje je opredeljeno s časovnim okvirjem enega leta ali manj.

² Dolgoročno dolžniško financiranje je opredeljeno s časovnim okvirjem, daljšim od enega leta.

glavo. Pri lastniškem financiranju pa propad podjetja pomeni tudi izgubo za vlagatelja, saj le-ta deli usodo uspeha ali neuspeha naložbe (Vadnjal, 2000, str. 21).

Lastniški kapital je za investitorje najbolj tvegana oblika financiranja podjetij. Za sama podjetja, posebej visokotehnološka, hitro rastoča podjetja, pa je lastniško financiranje bistvenega pomena. Zadosten lastniški kapital namreč omogoča podjetjem lažji dostop do tržnih posojil in drugih oblik financiranja, obenem pa jim omogoča izboljšati njihovo kreditno sposobnost.

Lastniško financiranje nudi podjetnikom tudi pomoč pri poslovanju podjetja. Vlagateljem lastniškega kapitala je zaradi visokega tveganja izgube cilj, da je podjetje čim bolj uspešno ter da dosega čim boljše finančne rezultate, zato so pripravljeni s svojim strokovnim znanjem in poslovnimi povezavami pri tem pomagati.

Optimalni delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih podjetja je v veliki meri odvisen od dejavnosti podjetja. Mlada podjetja običajno zaradi slabe bonitetne ocene težko dobijo dolžniški kapital, če pa ga že pridobijo, pa je odobreno posojilo običajno zelo nizko. Tako naj bi mlada in hitro rastoča podjetja svoje poslovanje financirala skoraj izključno z lastniškim kapitalom, dolžniško financiranje pa naj bi prišlo v poštev šele v kasnejših fazah razvoja podjetja (Kleindinst, 2000, str. 47).

2 Opredelitev tveganega kapitala

Tvegani kapital (ang. »*venture capital*«) ima kar nekaj različnih opredelitev. Evropsko združenje tveganega kapitala (EVCA – European Venture Capital Association) ga opredeljuje kot obliko zasebnega kapitala zasebnih in investicijskih podjetij, ki je investiran v potencialna, inovativna in hitro rastoča mlada podjetja. Poglavitni cilj investitorjev je visok kapitalski dobiček, zato investitorji tudi pogosto sodelujejo pri vodenju podjetja (EVCA, Yearbook 2002, str. 11).

V skladu z Zakonom o družbah tveganega kapitala (ZDTK, 2007) tvegani kapital predstavlja lastniške naložbe v mikro, mala in srednje velika podjetja, katerih vrednostni papirji ne kotirajo (oz. niso kotirali) na borzi. Gre za naložbe v smislu aktivnega upravljanja v obliki povečanja osnovnega kapitala z vložki ali ustanovitve gospodarske družbe.

Tvegani kapital vstopa v podjetje predvsem v začetnih fazah, ko je tveganje likvidacije podjetja največje. Tako se financiranje s tveganim kapitalom uporablja za financiranje razvoja začetnega koncepta poslovnega modela (semenski kapital), za financiranje razvoja izdelkov ali storitev ter začetnega trženja (zagoni kapital) ali pa za financiranje nadaljnega razvoja podjetja za povečanje proizvodnih zmogljivosti, razvoj trga, izdelkov ali storitev in zagotavljanje dodatnega obratnega kapitala (razširitveni kapital) (EVCA, Annual report 2004, str. 5–7).

Tvegani kapital, kot že ime pove, spremlja veliko tveganje, posledično pa ga spremljajo tudi visoki zahtevani donosi (zahtevani donosi so od 30 do 50 odstotkov na letni ravni). Najpogostejši

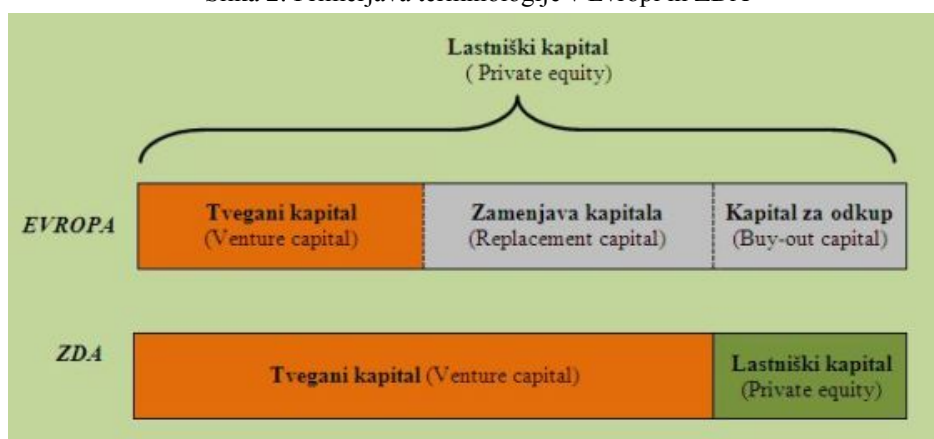
viri tveganega kapitala so poslovni angeli in skladi tveganega kapitala. Z njim se najpogosteje financirajo mlada, hitro rastoča podjetja, ki imajo neko inovativno idejo. Investitorji iščejo predvsem podjetja z rastočimi trženjskimi priložnostmi in nekimi dolgoročnimi konkurenčnimi prednostmi, ki so zagotovljene s pomočjo inovativne tehnologije, poleg tega pa imajo tudi ambiciozno in sposobno vodstveno ekipo (Tajnikar, 2000, str. 214).

Potrebno je ločiti pojme tvegani kapital, zasebni lastniški kapital (ang. *private equity capital*) in rizični kapital (ang. *Risk capital*). Rizični kapital je širši pojem od tveganega kapitala, saj vključuje tudi vlaganje **navideznega lastniškega kapitala**, vključno z neformalnimi naložbami poslovnih angelov, tveganim kapitalom in alternativnimi borzami, specializiranimi za mala in srednja podjetja (MSP). Navidezni lastniški kapital se po navadi pojavlja kot zadnja faza lastniškega financiranja podjetij. Ta faza financiranja je pogosto opredeljena tudi kot hibridno financiranje ali vmesne finance, v slovenski zakonodaji pa so takšne vrste naložb opredeljene kot »mezzanin« oblika financiranja podjetij. Takšno financiranje je nekakšna vmesna faza med lastniškim in dolžniškim financiranjem. Zanj je značilno, da pri nepopolnem ali nepravočasem vračilu posojilojemalca, konvertira v lastniški kapital.

Poleg tega pa je tvegani kapital tudi ožji pojem od lastniškega kapitala, saj zasebni lastniški kapital poleg tveganega kapitala zajema tudi **nadomestni kapital** (kapital, namenjen za nakup obstoječih lastniških deležev v gospodarskih družbah – ang. *replacement capital*) in **odkupni kapital** (nadomestni kapital, namenjen zagotovitvi kontrole nad gospodarsko družbo – ang. *buyout capital*) (EVCA, Annual report 2006, str. 5–7).

Omeniti pa je treba tudi terminologijo, ki se v Evropi nekoliko razlikuje od terminologije v ZDA in je prikazana na sliki 2.

Slika 2: Primerjava terminologije v Evropi in ZDA



Vir: Prvi kapital, 2008.

2.1 Značilnosti tveganega kapitala

Tvegani kapital razlikujemo od ostalih oblik financiranja zato, ker je to poseben vir kapitala, ki ga uvrščamo v trajni kapital, od katerega pa ga ločijo nekatere lastnosti (Tajnikar, 2000, str. 214–216):

- je **trajni kapital**, kar pomeni, da investitor pričakuje ustrezen donos, medtem ko glavnica ostane v podjetju, v zameno za to pa dobi lastniški delež. Investitor tveganega kapitala običajno nudi pomoč pri vodenju podjetja, vendar pa ostaja lastnik in ne prevzema podjetniške vloge. To pojasnjuje tudi dejstvo, da investitorji tveganega kapitala ne vlagajo sredstev le v eno podjetje, temveč so njihove naložbe zaradi visokega tveganja čim bolj razpršene. V statistikah se pojavlja podatek, da so investitorji zelo selektivni, saj od 100 predlogov izberejo le 2–5, za katere je značilno tveganje v razmerju 20 : 60 : 20. To pomeni, da 20 % naložb prinese izreden donos, kakršnega investitor tudi pričakuje, 60 % daje normalni tržni donos, 20 % investicij pa po navadi v celoti propade. Ta statistika kaže, da tvegani kapital »živi« predvsem od 20 % svojih naložb, ki morajo biti tako uspešne, da pokrijejo tudi tiste, ki so manj uspešne ali tiste, ki celo propadejo;
- tvegani kapital **nudi pomoč pri poslovanju** podjetja, saj imajo investitorji tveganega kapitala pogosto dostop do številnih podatkov, raznih študij ter poslovnih načrtov. Investitor nudi pomoč pri upravljanju predvsem zato, ker ni možnosti hitrega izstopa iz podjetja in je zato njegov interes dolgoročen. Izstop investitorja je smiseln šele po nekaj letih, ko podjetje doseže zrelost in s tem najvišjo tržno vrednost. Poleg tega pa podjetnik pogosto nima dovolj znanja za upravljanje in vodenje hitro rastočega podjetja in prav investitorji so tisti, ki imajo s tem veliko izkušenj in potrebnih znanj;
- tretja lastnost tveganega kapitala je, da so **zahtevani donosi izredno visoki**. Vzrok sta pomoč pri poslovanju in pa visoka stopnja tveganja, ki ga prevzema investitor. Najnižji pričakovani donosi se gibljejo med 30 in 50 odstotki, odvisno, v kateri fazi finančnega cikla se podjetje nahaja. Tako investitorji pri semenskem kapitalu pričakujejo vsaj 50-odstotni donos, v startni fazi, ko je tveganje nekoliko nižje, vsaj 40-odstotni donos, v vseh kasnejših fazah pa pričakovana donosnost pade in se ustali pri vsaj 30-odstotni;
- zadnja značilnost tveganega kapitala je visoka stopnja potrpežljivosti, saj donosi nastanejo šele po nekaj letih in so odvisni tudi od stanja na finančnem trgu. Nizka likvidnost v zgodnjih letih delovanja podjetja je zagotovo velik problem, saj investitorju ne prinaša nobenih tekočih donosov. V razvitih državah donosi običajno nastanejo med 5. in 7. letom po nastanku podjetja.

2.2 *Investicijske stopnje financiranja s tveganim kapitalom*

Bovaird (1990, str. 29) razvršča finančni življenjski cikel podjetja na sedem stopenj glede na to, v kateri fazi življenjskega cikla se podjetje nahaja. Stopnje nam kažejo, kakšno obliko kapitala potrebuje podjetje v določenem trenutku oz. fazi razvoja in kakšno vrsto kapitala sploh lahko pridobi v posamezni stopnji.

Investicijske stopnje ter njihove značilnosti, kot jih opredeljuje Bovaird (1990, str. 29), so:

1. **semenski kapital** – nanaša se na razvoj podjetniške ideje oziroma podjetniškega projekta. V tej fazi podjetnik potrebuje kapital za preverjanje smiselnosti podjetniške ideje, izdelavo poslovnega načrta ter razvoj prototipa. Za semenski kapital ni značilno, da se financira s tveganim kapitalom, saj je za to fazo značilen relativno majhen obseg investicij. To fazo večinoma financirajo podjetnik, njegova družina ter prijatelji, včasih pa tudi država v obliki subvencij;
2. **zagonski kapital** – zagonski ali startni kapital podjetje potrebuje za razvoj poskusne proizvodnje v serijsko, izpopolnitev proizvoda in pripravo vseh potrebnih resursov, ki so potrebni za normalno proizvodnjo. Investiranje v zagonski kapital je še vedno zelo tvegano, saj so zneski že večji kot pri semenskem kapitalu, poleg tega pa ne zagotavljajo niti normalne proizvodnje, še manj pa normalnega donosa in povračila investicije. Viri financ so še vedno v veliki meri zasebni viri podjetnika in sredstva države;
3. **financiranje zgodnje faze** – v zgodnji fazi podjetje potrebuje kapital za dokončen razvoj proizvoda in začetek serijske proizvodnje. To je kapital, s katerim se financira nakup vse potrebne opreme in surovin ter zaposlitev prvih delavcev. V tej fazi podjetje začne pridobivati prve prihodke od prodaje, vendar pa proizvodnja še ne prinaša dobička. Kapital se v tej fazi potrebuje tudi za financiranje tekoče proizvodnje, ki pogosto zahteva dodatna sredstva za ohranitev oziroma razširitev. Tudi v to fazo tvegani kapital še ne vstopa, vendar pa podjetniki že lahko pridobijo kredite, zlasti ko jih lahko zavarujejo s hipotekami;
4. **financiranje druge faze** – s kapitalom iz druge faze si podjetje zagotovi sredstva za doseg tistega obsega proizvodnih zmogljivosti, ki bi jih lahko označili za optimalne. V tej fazi zasebni kapital podjetnika in sredstva države izgubljajo pomen, pojavljati pa se začnejo tudi druge oblike kapitala. V tej fazi v podjetje prvič vstopa tvegani kapital, saj je v tem obdobju prihodnost podjetja lahko pregledna in je, zato tudi privlačna za tvegani kapital;
5. **razširitveni kapital** – to je kapital, ki je potreben za investicije v nove trge in nove proizvodnje zmogljivosti, dodatni obratni kapital, novo organizacijo podjetja, izboljšave obstoječih proizvodov, zaposlovanje novih specializiranih kadrov ipd.. V tej fazi je najbolj aktiven prav tvegani kapital, saj so visoki kapitalski dobički najbolj zagotavljeni;
6. **kapital za odkup podjetja** – to je faza, ko je podjetje tržno, kadrovsko, organizacijsko in proizvodno zrelo, po drugi strani pa izraža možnost realizacije visokih dobičkov tudi v prihodnje. Cena takega podjetja se ne oblikuje zgolj na podlagi premoženja podjetja, pač pa predvsem na podlagi pričakovanih bodočih donosov. V tej fazi v podjetje vstopajo investitorji, ki se ne nameravajo dolgoročno vezati v podjetje, temveč zgolj oploditi svoj kapital in doseči zeleni donos. V tej fazi govorimo tudi o tako imenovanih notranjih in zunanjih odkupih. Pri notranjem odkupu podjetja gre za to, da poslovodstvo podjetja kupi delež podjetja in s tem povečuje svoje lastniške deleže. Zunanji odkup podjetja pa pomeni,

da lastniki podjetja prodajo svoje deleže zunanjim managerjem, ki tudi prevzamejo upravljanje podjetja;

7. **vmesne finance** – to so finance, ki v podjetje vstopajo v zadnji fazi oz. takrat, ko se le-to pripravlja na prodajo. Najpogostejša oblika financiranja v tej fazi so bančna posojila, saj stari lastniki ne želijo več vlagati kapitala v podjetje, novi pa še niso vstopili.

Slika 3: Viri financiranja podjetja v različnih fazah razvoja



Vir: Viri financiranja podjetij, 2008.

Na sliki 3 so prikazani viri financiranja podjetja, ki se najpogosteje pojavljajo v različnih fazah razvoja podjetja. Kot vidimo, je opredelitev zelo podobna Bovairdovi. V semenski fazi razvoja podjetja so najpogostejši vir kapitala družina in prijatelji podjetnika, kasneje v »start-up« fazi vstopijo tudi že poslovni angeli in nato še skladi tveganega kapitala. Po koncu faze rasti, ko ima podjetje najvišjo tržno vrednost in prvi lastniki izstopajo, je najobičajnejše dolžniško financiranje, nato pa v fazi širitve vstopajo še razni zasebni skladi in javni delniški skladi.

Pred vstopom tveganega kapitala v podjetje investitor opravi skrbni pregled poslovanja podjetja (ang. *due dilligence*). Če je pregled uspešen in je podjetje ovrednoteno, se pripravijo pogoji vstopa, v katerih se določi: znesek investicije, delež zahtevanega lastništva, oblika investicije (vrsta delnic, posojilo itd.), opredelijo se pravice pri upravljanju podjetja in pravice glede javne prodaje delnic oziroma deleža, opredelijo se zahteve po poročanju in podobno (Blanchard, 2007).

2.3 Prednosti in slabosti financiranja s tveganim kapitalom

Pri financiranju s tveganim kapitalom se pojavljajo določene prednosti in slabosti, ki so za podjetnika zelo pomembne, saj močno vplivajo tudi na poslovanje in vodenje podjetja.

Prednosti tveganega kapitala so predvsem v tem, da podjetje pridobi potreben obseg sredstev za uresničenje podjetniškega projekta, kar pa je lahko začetek hitre rasti podjetja. Višja vrednost

lastnega kapitala v bilanci stanja pozitivno vpliva tudi na kreditno sposobnost za morebitno kasnejše dodatno zadolževanje. Poleg tega je investitor tveganega kapitala po navadi strokovnjak na področju, kjer podjetje deluje in se zato, ker je povračilo njegovega vložka odvisno od uspešnosti podjetja, zanima za aktivno pomoč pri vodenju podjetja. Tovrstna pomoč omogoča sprejemanje bolj pretehtanih investicijskih in strateških odločitev ter hitrejše zaznavanje morebitnih slabosti pri poslovanju (Penca, 2001). Poleg tega investitor tveganega kapitala tudi ne zahteva zavarovanja za svojo naložbo in je v primeru, da gre podjetje v stečaj, poplačan šele po poplačilu obveznosti vsem drugim upnikom.

Iz raziskave o primernosti lastniškega kapitala (Glas et al., 2002), je razvidno, da so najpomembnejše nedenarne prednosti, ki jih podjetniki pričakujejo od investorjev naslednje: pomoč pri vstopu na tuje trge, dostop do ključnih tržnih informacij, ideje za nove proizvode ali storitve, investitorjevo strokovno znanje ter kontakti za poslovno mreženje.

Naj omenim tudi nekatere rezultate raziskave »Koristi tveganega kapitala za ameriško gospodarstvo«, ki jo je izvedlo združenje National Venture Capital Association (NVCA) leta 2004 in v katero je bilo vključenih več kot 20.000 podjetij za obdobje 1970–2003. Rezultati so potrdili, da ima tvegani kapital v ZDA pomembno vlogo pri zaposlovanju, rasti prodaje in tehnološkem razvoju podjetij. Podjetja, v katera je vstopil tvegani kapital, so v letu 2003 zaposlovala 10 milijonov ljudi, ki so ustvarili 1,8 trilijona dolarjev prihodkov. V obdobju od leta 2000 do leta 2003 se je v teh podjetjih zaposlenost povečala za 6,5 odstotka, medtem ko je v ostalih delih zasebnega sektorja padla za 2,3 odstotka. Prav tako, se je povečala prodaja za 12 odstotkov, v preostalih delih zasebnega sektorja pa je porasla le za 6,5 odstotka. Rezultati študije tudi kažejo, da so mala in srednja podjetja, v katerih je bil v strukturi financiranja prisoten tvegani kapital, rasla dvakrat hitreje od tistih, ki ga nimajo.

Tvegani kapital pa lahko poleg mnogih zgoraj naštetih prednosti prinaša tudi določene slabosti. Ena izmed slabosti je lahko ta, da podjetnik po vstopu tveganega kapitala v podjetje izgubi 100-odstotno lastništvo, s tem pa tudi pravico odločanja in dolgoročnega načrtovanja. Ker gre tu po navadi za zelo tvegane projekte, ki imajo posledično tudi visoko zahtevano donosnost, je pritisk investitorja na podjetnika lahko toliko večji. Ti pritiski lahko vodijo v konflikte s podjetnikom, saj je prisotna močna kontrola s strani investitorja. Obstaja pa tudi možnost, da investitor deluje le v svojem interesu in se ne posveča dolgoročnim interesom podjetja (Advani, 2007).

Podjetniki, ki so se soočili z investicijo tveganega kapitala, pravijo, da se v podjetju po vstopu tveganega kapitala mnogokrat pojavijo tudi potrebe po dodatnih zaposlenih strokovnjakih, kar povzroči nemalo dodatnih stroškov. Ta potreba nastane zaradi obsežnih letnih ali pa celo polletnih poročil, ki jih zahteva investitor tveganega kapitala. Ti stroški so lahko v obdobju, ko je v podjetju prisoten tvegani kapital, tudi precej visoki, poleg tega pa se na začetku tudi pogosto spregledajo.

Za podjetnika je iskanje tveganega kapitala zelo tvegano dejanje, kajti po navadi ga čaka kar nekaj zavrnitev pred uspehom. Zato lahko priložnost na trgu že izgine, lahko pa se tudi zgodi, da

informiranje potencialnih investitorjev povzroči odliv ključnih informacij iz podjetja. Tako se je že večkrat zgodilo, da je kmalu za tem nastalo podjetje, ki se ukvarja z enakimi stvarmi oz. po enakem principu, kot je imel podjetnik zapisano v poslovnem načrtu. Seveda se je potrebno zavedati, da se investitorji brez pravih informacij ne morejo odločati o naložbah in da obstajajo tudi podjetja, ki so propadla, ker niso upala tvegati (Brezovnik, 2008).

3 Razvoj tveganega kapitala v ZDA in v Evropi

Na razvoj tveganega kapitala vpliva več dejavnikov, eden izmed pomembnejših pa je zagotovo politična in gospodarska stabilnost države. Tvegani kapital se najhitreje razvija v državah z restriktivno denarno politiko, ki preprečuje ponudbo poceni dolžniškega kapitala. Poleg tega je najugodnejše okolje za tvegani kapital država z nizko stopnjo inflacije in visoko gospodarsko rastjo, ki omogoča dolgoročno načrtovanje in dovolj visoke donose v prihodnosti. Zelo pomembni pa so tudi nizki davki, ki spodbujajo nastajanje in razvijanje podjetništva, kar odpira možnosti za investiranje tveganega kapitala (Tajnikar, 2000, str. 217).

3.1 Razvoj tveganega kapitala v ZDA

Panoga tveganega kapitala se je najprej pojavila v ZDA, ko so v univerzitetnih središčih začeli ugotavljati, da tradicionalne oblike financiranja niso primerne za financiranje rizičnih in visokotehnoloških podjetij. Razvoj tveganega kapitala se je začel z ustanovitvijo »American Research and Development Corporation« (ARD) leta 1946 v Bostonu. V času po drugi svetovni vojni so se pojavile številne tehnološke inovacije, največja ovira pri ustanavljanju podjetij pa je bila ravno pomanjkanje kapitala. Na ta način je v tem času nastalo veliko novih podjetij, investitorji pa so bili tako bogati posamezniki kot tudi različne institucije (banke, zavarovalnice) in skladi. Seveda je pomembno vlogo odigrala tudi država, saj je prilagodila davčno zakonodajo in tako začela spodbujati investicije v mlada in hitro razvijajoča se podjetja.

Leta 1988, ko je v ZDA prišlo do zloma borze, so investitorji postali previdnejši. Posledica tega je bil upad števila novo ustanovljenih podjetij za kar 50 % (Morris, 1992, str. 9). Danes pa v ZDA deluje več kot 800 različnih specializiranih skladov tveganega kapitala, ki v svoji življenjski dobi obrnejo tudi več kot 100 milijonov dolarjev (Žugelj et al., 2001, str. 122). V ZDA deluje tudi združenje »National Venture Capital Association – NVCA«, ki ima danes že več kot 400 članov, ki predstavljajo večino investiranega kapitala v ZDA (NVCA, 2008).

V ZDA so še vedno najpogostejši vir začetnega financiranja družina in prijatelji, in sicer, kar pri 92 % primerov. Na drugem mestu so zagotovo poslovni angeli, ki naj bi po nekaterih raziskavah financirali kar 78 % visokotehnoloških podjetij v fazi rasti. Do nedavnega pa so imele zelo pomembno vlogo pri financiranju mladih visokotehnoloških podjetij tudi banke, ki pa so v zadnjem času zaradi vsesplošne recesije vse bolj previdne pri dajanju posojil. Poleg naštetega med vire financiranja uvrščamo tudi različne zavarovalnice in pokojninske sklade. V zadnjem

času pa se je v ZDA pojavila tudi oblika financiranja ameriških univerz v visokotehnoška in hitro rastoča podjetja. Sklade tveganega kapitala naj bi sedaj imelo že pet ameriških univerz, financirajo pa razvoj tehnologij in projektov ter podpirajo raziskave univerzitetnih kadrov, ki se odločajo za ustanovitev lastnega podjetja (Šarlah, 2005, str. 17).

3.2 Razvoj tveganega kapitala v Evropi

V Evropi, se je tvegani kapital razvil nekoliko kasneje, in sicer šele v osemdesetih letih. Sprva so bili vlagatelji zelo skeptični do takšnega načina investiranja, kasneje pa so uspešni posli pritegnili vse več investitorjev in okoli leta 1990 je sledila hitra rast. V anketi o privlačnih načinih investiranja, ki je bila izvedena leta 2002 v Veliki Britaniji, kjer je tvegani kapital tudi daleč najbolj razširjen, je kar 42 % vseh vprašanih odgovorilo, da se jim zdi tvegani kapital najatraktivnejši način investiranja (EVCA Yearbook 2002, str. 12–13). Vzrok za razvoj tveganega kapitala je zagotovo tudi globalizacija, ki opušča nacionalne okvire investiranja in sili, da tudi vlagatelji investirajo globalno. To je namreč zelo pomembno tudi za razvoj tveganega kapitala v Evropi, kjer je povpraševanje podjetnikov po tveganem kapitalu še vedno večje od ponudbe.

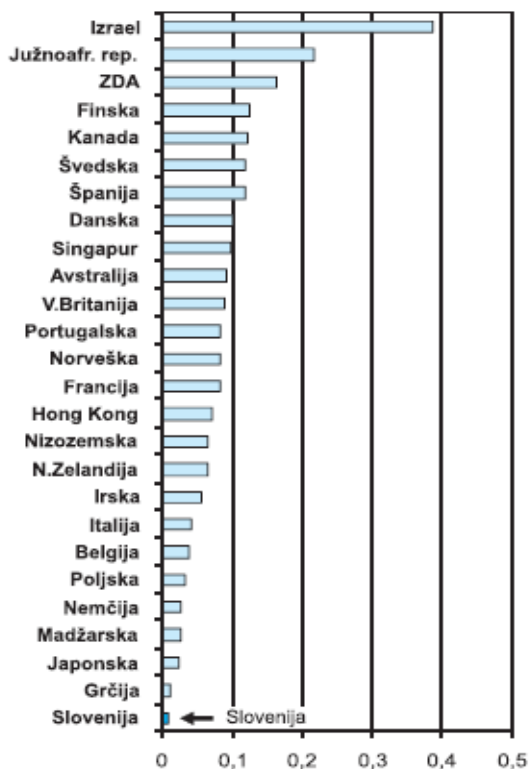
Evropa na področju vlaganja tveganega kapitala za ZDA še vedno močno zaostaja. Predsednik britanskega združenja poslovnih angelov Anthony Clarke je v enem izmed nedavnih intervjujev povedal, da so statistike glede zaostanka Evrope za ZDA približno enake, tako za formalni tvegani kapital kot za investicije poslovnih angelov. Evropa naj bi bila na približno 20 odstotkih aktivnosti ZDA. V ZDA znašajo letne investicije tveganega kapitala (formalnega in neformalnega) približno 25 milijard dolarjev, medtem ko se v Evropi številke gibljejo med 5 in 6 milijardami dolarjev. Clark kot glavni razlog za takšen zaostanek navaja, da so ZDA precej bolj podjetniško naravnane in naklonjene podjetništvu kot Evropa. Velik pomen pripisuje tudi podjetniški kulturi, ki je v ZDA nedvomno bolj razvita kot v Evropi.

Tudi v Evropi deluje združenje skladov tveganega kapitala pod imenom »European Private Equity & Venture Capital Association« (v nadaljevanju EVCA), ki je bilo ustanovljeno leta 1983 v Bruslju. EVCA predstavlja, promovira in ščiti dolgoročne interese industrije tveganega kapitala v Evropi ter ustvarja primernejše okolje za razvoj podjetništva in investicij (EVCA, Annual Report 2006, str. 3). EVCA kot združenje ne pokriva zasebnih vlagateljev oz. t. i. poslovnih angelov, ki so v Evropi povezani v samostojno mrežo European Business Angel Network (EBAN). EVCA pa tako loči dve kategoriji naložb s področja tveganega kapitala:

1. naložbe, kjer sklad tveganega kapitala ustanovi podjetje ali pa vlaga v že obstoječe podjetje. Tu gre predvsem za naložbe razvojnega kapitala;
2. naložbe, kjer gre predvsem za notranje in zunanje odkupe podjetij, saj se kapital vlaga v družbe z namenom nakupa deleža podjetja.

EVCA vodi tudi letno statistiko o obsegu formalnega tveganega kapitala³ v Evropi. Slovenija se na tej lestvici nahaja daleč zadaj na repu evropskih držav, kar je pokazala tudi raziskava GEM (Global Entrepreneurship Monitor) iz leta 2004 (slika 4), ki je Slovenijo z devetimi promili naložb tveganega kapitala med 26 državami uvrstila na zadnje mesto. Na račun nizkega BDP, sta prvi dve mesti zasedli Izrael in Južnoafriška republika, sledi ZDA, med evropskimi državami pa vodijo predvsem skandinavske države: Finska, Švedska in Danska.

Slika 4: Delež naložb tveganega kapitala v % BDP v letu 2004



Vir: Rebernik et al., *Podjetništvo na prehodu. Global entrepreneurship Monitor Slovenia, 2004*, str. 35.

4 Prisotnost tveganega kapitala v Sloveniji

4.1 Ponudniki na trgu formalnega tveganega kapitala v Sloveniji – kronološki razvoj

Tvegani kapital je v zadnjih letih tako v Evropi kot ZDA doživel pravi razcvet, česar pa na žalost ne moremo trditi za Slovenijo. Tvegani kapital se je v Sloveniji pojavil razmeroma pozno, in sicer šele ob koncu osemdesetih let, ko je Abanka ustanovila prvi slovenski sklad, ki pa ga danes ni več.

Leta 1991 je Ljubljanska banka ustanovila Sklad za razvoj malega gospodarstva, katerega namen je bil financiranje novih proizvodnih podjetij. Ta sklad se prav tako ni obnesel in leta 1994 so bili že vsi deleži prodani. Tvegani kapital je tako zaživel šele leta 1994, ko je država ustanovila

³ Obseg tveganega kapitala se med državami primerja v % od BDP in v Evropi v povprečju znaša nekaj manj kot 1 % (Žugelj et. al., 2001, str. 7).

Tehnološko razvojni sklad z namenom vlaganja v tehnološko inovativna domača podjetja. Kasneje se je država odločila, da bo obetavnim mladim podjetjem raje dajala posojila, zato tudi tega sklada ne moremo šteti za pravi sklad tveganega kapitala.

4.1.1 Horizonte Slovene Enterprise Fund

Leta 1994 je v Slovenijo vstopil sklad Horizonte Venture Management, ki posluje še danes in je eden od najuspešnejših skladov v Sloveniji. Sklad Horizonte Venture Management je eden od vodilnih skladov tveganega kapitala v srednji Evropi. Velikost sklada v celoti je 65 milijonov evrov. Sklad vlaga v podjetja z visokim potencialom rasti predvsem v njihovih začetnih fazah razvoja, ki se nahajajo v Avstriji in njeni bližini. Glavni panogi v katere sklad investira, sta informacijska tehnologija in biotehnologija. Horizonte želi biti tudi aktivno udeležen pri poslovanju podjetja, poleg tega pa želi biti prvi in glavni investitor v podjetju.

Najbolj znana naložba podjetja Horizonte in njegovega sklada Alpe Adria Venture Fund v Sloveniji je naložba v podjetje Bofex oz. bolj znano kot Big Bang. V primeru Bofexa so izvedli svoj prvi zelo uspešen izstop, saj so dosegli štirikratno vrednost svoje naložbe (Slavnič, Penca, 2001). Poleg Bofexa ima sklad v svojem portfelju še nekatera druga slovenska podjetja, med njimi so: Belin, d. o. o., BIA Separations, d. o. o., Transcell Ljubljana, Keko Varicon, d. o. o., Komptech, d. o. o., Mladinska knjiga tiskarna, d. d., Športni center Rateče in Saš, čistilni servis, ki so ga tako kot Bofex že odprodali (*Horizonte Venture Management GmbH, 2008*).

4.1.2 Svetovalna družba za investicijska vlaganja, d. o. o.

Leta 1995 je bila ustanovljena tudi Svetovalna družba za investicijska vlaganja, d. o. o. (Slovenian Found Management - SFM), in sicer z namenom zagotoviti gotovinski kapital slovenskemu zasebnemu sektorju. V skladu je le ena tretjina slovenskih sredstev, največja vlagatelj pa sta Nova Ljubljanska banka, d. d. in SKB, d. d.. SFM ni klasični sklad tveganega kapitala, saj ne vlaga v novo nastala podjetja, temveč v podjetja, ki na trgu delujejo vsaj tri leta. V podjetju, kamor vložijo sredstva, so manjšinski lastnik in so značilni pasivni investitor, saj se neposredno ne vpletajo v poslovanje podjetja. Če je njihov delež v podjetju manjši od 10 %, zahtevajo zgolj redna poročila, če pa njihov vložek presega 10 %, želijo imeti svojega predstavnika v nadzornem svetu (Gulja, 2006, str. 29).

4.1.3 Družba za prestrukturiranje in upravljanje podjetij, d. d.

V istem letu sta Evropska banka za obnovo in razvoj ter Sklad Republike Slovenije ustanovila tudi Družbo za prestrukturiranje in upravljanje podjetij, d. d. (ang. *Slovene Restructuring Project – SPR*). Namen družbe naj bi bilo aktivno sodelovanje zunanjih strokovnjakov, ki naj bi podjetjem v težavah omogočali njihovo rast. Prvi uspešen primer investicije sklada je bilo podjetje Metalflex (Žugelj et al., 2001, str. 138).

4.1.4 Prophetes, d. d.

Konec leta 1999 je več fizičnih in pravnih oseb iz Slovenije ustanovilo sklad zasebnega tveganega kapitala Prophetes, d. d., v višini 600.000 evrov. Omenjeni sklad nudi inovativnim družbam, inovatorjem posameznikom in podjetjem gazelam v začetni fazi poleg lastniškega

financiranja tudi strokovno pomoč pri izpeljavi podjetniškega projekta s kriteriji in metodologijami za sestavo celostnega poslovnega načrta. Sklad vlaga v podjetja, ki imajo proizvodni program za globalno tržno nišo. Najpomembnejše dosedanje naložbe pa so: Mycycle, d. o. o., blagovna znamka X safe, projekt ogledal za mrtve kote pri vožnji z avtomobilom, vzratnih ogledal za kolesarjenje in računalniške monitorje (Vadnjal, 2006, str. 15).

4.1.5 Aktiva Ventures

Leta 2000 so Aktiva Group ter njeni partnerji iz Italije, Švice in Izraela ustanovili sklad Aktiva Ventures. Velikost sklada je okrog 65 milijonov evrov. To je, edini sklad v Sloveniji, ki je namenjen izključno naložbam v visokotehnološka podjetja, predvsem na področju telekomunikacij, informacijske tehnologije in biotehnologije. Sklad Aktiva Ventures je v letu 2001 izpeljal prvo naložbo v podjetje Daisy Technologies, potem pa ni bilo večjih vidnih investicij v Sloveniji (Vadnjal, 2006, str. 14).

4.1.6 GEO

GEO (The SEAF Greater Europe Opportunities Partners L.P.) je sklad, ki ga je ustanovil The Small Enterprise Assistance Funds (SEAF) s sedežem v Washingtonu. GEO je sklad zasebnega tujega kapitala in investira v podjetja iz različnih sektorjev. Njegova velikost je 150 milijonov evrov. Osredotoča se predvsem na lokalna podjetja v regiji, ki imajo potencial, da postanejo vodilna podjetja v določenem segmentu, imajo sposobno in zanesljivo vodstvo, dobre pretekle rezultate poslovanja, jasno vizijo prihodnje rasti, močno konkurenčno prednost in so usmerjena v iskanje priložnosti, povezanih s povezovanjem novih članic v EU. Sklad se ne vpleta v vsakodnevno poslovanje podjetij, vendar pa imajo svetovalci sklada aktivno vlogo v po-investicijski fazi. Tesno sodelujejo predvsem v vlogi nadzornikov in svetovalcev pri prihodnjem razvoju in rasti (Vadnjal, 2006, str. 17).

4.1.7 Alpe-Adria Venture fund

V tem času se je v Sloveniji pojavil tudi sklad Alpe-Adria Venture fund, ki so ga ustanovili Horizonte Venture Management, d. o. o. ter nekateri drugi institucionalni investitorji. Velikost sklada je 20 milijonov evrov. Sklad vlaga v mala in srednja podjetja, še posebej v zgodnjih razvojnih fazah in ki imajo nadpovprečni razvojni potencial. Selektivno vlaga tudi v projekte ali podjetja s še nerazvitim poslovnim modelom ali trženjem. Deluje v panogah, ki temeljijo na tehnološko visoki dodani vrednosti. Poleg denarnih sredstev pa podjetju nudijo tudi pomoč pri iskanju prave vodstvene ekipe, pri vzpostavljanju poslovnih stikov, iskanju kupcev ter strateških ali finančnih partnerjev. Alpe Adria Venture fund svoj delež v podjetju običajno odproda v 3 do 5 letih. Sklad je doslej v Sloveniji investiral v 6 projektov v skupni vrednosti 3 milijonov evrov (Vadnjal, 2006, str. 10).

4.1.8 Sklad tveganega kapitala NLB

V letu 2002 je tudi Ljubljanska banka ustanovila sklad tveganega kapitala v višini 10,2 milijona evrov. Sklad NLB vlaga v inovativna, hitro rastoča in perspektivna podjetja s potencialom za realizacijo visoke stopnje donosnosti v vseh fazah razvoja. Vlaga tudi v družbe, ki jim zaradi

neprimerne bonitetne ocene ni omogočeno financiranje v okviru komercialnega bančnega kreditiranja (Vadnjal, 2006, str. 13).

4.1.9 Sivent, d. d., Ljubljana

V letu 2002 pa je nastal tudi sklad zasebnega domačega tveganega kapitala Sivent, d. d.. Sivent aktivno sodeluje pri upravljanju podjetja, saj ima vedno tudi svojega predstavnika v organih družbe (nadzorni svet ali upravni odbor), vedno mora imeti možnost imenovanja članov uprave, nadzornega sveta ali upravnega odbora ter možnost sodelovanja z upravo in nadzornim svetom družbe. Vse družbe morajo biti tudi zavezane (zakonsko ali s sklepom skupščine) k revidiranju svojih poslovnih izkazov in k izdelavi temeljnih poslovnih dokumentov (strateški, mandatni, letni načrti in poročila). Dosedanje najpomembnejše naložbe sklada so: Gostinsko podjetje Ljubljana, d. d. (GPL, d. d.), Cinemania Group, d. o. o., Sinfonika, d. d., Moneta, a. d., družba za upravljanje investicijskih skladov (Srbija in Črna gora), Zora-plus, d. o. o., NET TV, d. o. o., Meblo TOP, d. o. o., TMG, d. o. o. (Vadnjal, 2006, str. 19).

4.1.10 KD Private equity Fund B.V.

V letu 2004 je Kmečka družba ustanovila sklad tveganega kapitala, ki je nato del svojega premoženja prenesla na novo ustanovljeno družbo, Skupino KD, d. d.. Najbolj znana je naložba sklada v podjetje Seaway, v katero so vložili 2,5 milijona evrov. Sklad vlaga v podjetja vseh panog z realizacijo od 5 do 75 milijonov evrov. KD Holding, d. d., je ustanovil tudi sklad KD Private equity Fund B.V., katerega velikost je kar 70 milijonov evrov. Sklad vlaga v že obstoječa podjetja, ki potrebujejo dodatni kapital in znanje za nadaljnjo rast, poleg tega pa želi biti aktiven lastnik v podjetju. Panožno se usmerja predvsem na finančne storitve, distribucijo, logistiko, komunikacije in medije ter zdravstvo. Največje investicije sklada v Sloveniji doslej so Simobil, Seaway in Kolosej (Vadnjal, 2006, str. 12).

4.1.11 JAPTI

Javna agencija za podjetništvo in tuje investicije – JAPTI se je oblikovala avgusta 2005 iz tedanjega Pospeševalnega centra za malo gospodarstvo (PCMG). Januarja 2006 se je k agenciji pripojila tudi Agencija za gospodarsko promocijo in tuje investicije (nekdanji TIPO). JAPTI deluje z namenom ustvarjanja konkurenčnega gospodarstva in inovativnega okolja. Deluje na področju podjetniškega okolja, tujih neposrednih investicij, internacionalizacije podjetij, razvoja in pospeševanja finančnega okolja, spodbuja partnerstva med akademsko in gospodarsko sfero ter zagotavlja informacije, znanje in vire financiranja za podjetja (JAPTI, 2008).

4.1.12 CEED

CEED (Center for Entrepreneurship and Executive Development) je podjetniška skupnost, ki spodbuja ustvarjalno mišljenje, razvoj in rast podjetja ter povezuje podjetnike v skupnih prizadevanjih. Prizadevajo si za lokalno in mednarodno mreženje podjetnikov in njihovih partnerjev. CEED skuša obetavnim mladim podjetjem zagotoviti ključne elemente, ki so potrebni za hitro rast, in to je, znanje, mrežo kontaktov in dostop do kapitala.

4.1.13 Razvojni sklad gospodarstva

Leta 2006 je gospodarska zbornica Slovenije ustanovila razvojni sklad gospodarstva z namenom aktivno prispevati h gospodarski rasti in kreiranju novih delovnih mest. Namen razvojnega sklada je nudenje strokovne pomoči, pomoč pri pripravi poslovnega načrta, iskanju poslovnih partnerjev, virov financiranja in svetovanje pri razvijanju poslovne ideje. Sklad sofinancira pripravo projekta z neposrednim kritjem dela stroškov. Pri uspešni realizaciji poslovne ideje oz. projekta se vložena sredstva skladu povrnejo, v nasprotnem primeru sklad kot partner deli tveganje. Sklad nudi podporo vsem podjetjem ali posameznikom, ki imajo poslovno idejo, v katero verjamejo in vanjo nameravajo vložiti tudi lastna sredstva. Vrednost sklada znaša okrog 3,5 milijona evrov, sredstva, vložena v sklad, pa izvirajo predvsem iz naslova presežka plačanih članarin Gospodarski zbornici Slovenije.

4.1.14 Poteza Innovation and Growth Fund

V letu 2007 je skupina Poteza ustanovila nov sklad tveganega kapitala Poteza Innovation and Growth Fund v vrednosti 40 milijonov evrov. Sklad investira v mlada mala in srednja podjetja, ki imajo inovativen poslovni model, produkt, storitev, nezasičen trg in podobno. Poleg finančnih sredstev podjetju nudijo tudi operativno pomoč s področij finančnega načrtovanja in poročanja, prodaje in marketinga ter strateškega razvoja. Sklad vlaga predvsem v sektorje, ki jih zaznamuje velika globalna rast, kot so: mediji, internet, telekomunikacije, informacijske tehnologije, poslovne storitve, medicinske in biotehnološke znanosti in podobno (Poteza Skupina, d. d., 2008).

4.1.15 Prva družba tveganega kapitala (PDTK)

V letu 2007 pa je v okviru Slovenskega podjetniškega sklada začela delovati tudi Prva družba tveganega kapitala (PDTK). Namen družbe naj bi bil dodatno spodbujanje trga tveganega kapitala v Sloveniji. Od kvalitete njenega delovanja pa bo posredno tudi odvisno, ali se bo trg tveganega kapitala v Sloveniji ustrezno razvijal.

PDTK bo investirala v lastniške deleže malih in srednje velikih inovativnih podjetij in s tem zagotavljala ugodna finančna sredstva za semensko, zagonsko in razširitveno fazo razvoja. Osnovna usmeritev Slovenskega podjetniškega sklada pri izvajanju procesa odobravanja državnih pomoči je izvajanje treh močnih finančnih linij. To so: garancijsko-kreditne linije za mala in srednja podjetja, sofinanciranje projektov malih in srednjih podjetij ter lastniško financiranje malih in srednjih podjetij.

Dejavnost PDTK je usmerjena tudi v zadovoljevanje splošnega interesa oziroma razvoj trga tveganega kapitala v RS in izobraževanja kadrov na tem področju. Temeljna načela delovanja družbe so: **strokovnost** in **profesionalnost**, **neodvisnost** ter **dobičkonosnost projektov** (Prvi Kapital, d. o. o., 2008).

4.2 SLEVCA

Septembra 2001 se je pet takrat delujočih skladov (Horizonte Ventures management, Aktiva Group, Kmečka družba, Prophetes in Sektor za investicijsko bančništvo pri NLB) skupaj s pospeševalnim centrom za malo gospodarstvo (PCMG) povezalo in ustanovilo neprofitno Sekcijo slovenskega tveganega kapitala (SLEVCA – *Slovenian Private Equity and Venture Capital Association*). Njen namen je spodbujanje razvoja trga tveganega kapitala v Sloveniji ter tako omogočanje stikov in ustvarjanje dialoga med raziskovalnimi institucijami, univerzami, gospodarskimi združenji ipd. (Gradišar, 2003, str. 19). SLEVCA naj bi spodbudila razvoj novih trgov lastniškega kapitala za potrebe investorjev in prejemnikov tveganega kapitala.

SLEVCA je tudi članica Evropskega združenja za tvegani kapital (EVCA) in tako, v sodelovanju z njimi ter tudi nekaterimi drugimi regionalnimi in podjetniškimi centri pripravlja razne seminarje, strokovne posvete in delavnice na temo tveganega kapitala. SLEVCA si kot glavno nalogo svojega delovanja postavlja spodbujanje investicijskih projektov in programov lastniškega financiranja podjetniških idej oz. projektov preko zasebnih investicij in skladov tveganega kapitala (Gradišar, 2003, str. 20).

4.3 Stanje na neformalnem trgu tveganega kapitala v Sloveniji

Trg neformalnega tveganega kapitala predstavljajo bogati posamezniki, ki so pripravljene svoj denar investirati v potencialna mlada podjetja. Imenujemo jih tudi poslovni angeli. To so uspešni in premožni poslovneži, ki so običajno že zgradili eno ali več uspešnih podjetij. Običajno investirajo v zelo tvegane naložbe, kot so na primer »startup« podjetja. V podjetje vstopijo kot prvi zunanji investitorji pred skladi tveganega kapitala ali drugimi viri financiranja. Z investicijo poslovni angel postane solastnik podjetja, kar predstavlja veliko prednosti za podjetnika, saj poleg investiranega denarja podjetniku pomaga tudi s svojim znanjem in izkušnjami. Poslovni angeli so tako aktivno vpleteni v delovanje podjetja (Žugelj et al., 2001, str. 32).

Poslovni angeli iz podjetja po navadi izstopijo po 3 do 7 letih, investicije znašajo od 5.000 do 500.000 evrov, zahtevan donos na investicijo pa je vsaj 30 % na letni ravni. Investirajo predvsem v podjetja, ki imajo potencial hitre rasti, sposoben in zanesljiv management ter jasno strategijo izhoda (Klub poslovnih angelov, 2008).

Prve mreže poslovnih angelov so začele nastajati konec osemdesetih let v ZDA, kmalu zatem pa so se vzpostavile tudi v Evropi. Leta 1999 so v Evropi ustanovili tudi skupno mrežo poslovnih angelov EBAN – European Business Angel Network.

Tudi v Sloveniji smo leta 2001 na pobudo revije Podjetnik dobili klub poslovnih angelov, ki je sprva deloval pod okriljem centra za pospeševanje malega gospodarstva (PCMG) in je tudi član mreže EBAN. Primarna naloga kluba je vzpostavitev lastniškega financiranja v začetnih fazah rasti podjetja, poleg tega pa tudi prenos znanja, izkušenj in primerov dobrih praks iz podjetniško najbolj razvitih svetovnih območij. Najpomembnejše poslanstvo kluba je pomagati čim večjemu

številu podjetnikov z lastniškimi viri financiranja ter ostalimi dodanimi vrednostmi. Med cilje kluba štejejo tudi ustvarjanje investicijsko naravnane klime, ki jo je dolgoročno mogoče doseči le z ustrežno promocijo in izobraževanjem vseh akterjev (Klub poslovnih angelov, 2008).

Klub poslovnih angelov deluje neprofitno, saj člani ne plačujejo nikakršne članarine. Poleg tega klub tudi ni nikakršen finančni posrednik in ne nosi moralne odgovornosti pri neuspešnem sodelovanju. Prav tako, tudi ne preverja in analizira podjetniških projektov, saj morajo za to skrbeti investitorji sami.

Zelo težko je podati oceno stanja na trgu neformalnega tveganega kapitala v Sloveniji. Gre namreč za tako imenovani nevidni trg, poleg tega pa v Sloveniji tudi nima daljše tradicije. Tudi statistike o tem, koliko poslovnih angelov aktivno deluje in koliko je bilo izvedenih naložb, so zelo pomanjkljive, prav tako tudi ne odražajo realnega stanja na trgu neformalnega tveganega kapitala. Eden izmed vzrokov je tudi ta, da nekateri investitorji želijo ostati anonimni. Trenutno naj bi imeli v Sloveniji 23 poslovnih angelov, ki so pripravljeni investirati vsaj 50.000 evrov letno (Cergolj, 2008).

Posli v klubu Poslovnih angelov niso vedno vezani na vstop poslovnega angela v podjetje, temveč so lahko sklenjeni tudi v drugačnih oblikah. V klubu poslovnih angelov se je namreč že zgodilo, da je poslovni angel kreditiral podjetnika ter mu nudil pomoč pri navezovanju novih poslovnih stikov. Prav tako se je tudi zgodilo, da sta poslovni angel in podjetnik sklenila poslovno sodelovanje ali pa, je poslovni angel zaposlil podjetnika in mu tako omogočil implementacijo inovativne ideje (Ličen, 2005, str. 33).

4.4 Prednosti financiranja z neformalnim tveganim kapitalom

Številne raziskave kažejo, da so poslovni angeli zelo pomemben vir financiranja, saj le ti financirajo velik delež novo nastalih podjetij (Osnabrugge, 2000). Poslovni angeli namreč vstopajo v mlada podjetja veliko prej kot skladi tveganega kapitala. Poleg tega ima financiranje s poslovnimi angeli še nekatere druge prednosti (Žugelj et al., 2001, str. 60):

- **investirajo manjše vsote denarja**, običajno med 5.000 in 500.000 evri, s čimer zapolnijo vrzel, saj so to premajhni zneski za sklade tveganega kapitala;
- **vlagajo predvsem v začetnem obdobju razvoja podjetja**, ko podjetja najtežje pridobijo dodatna sredstva. Prav zato je njihov prispevek toliko bolj pomemben. Delež investicij poslovnih angelov, ki se namenijo za financiranje zgodnje faze razvoja podjetja, naj bi v ZDA znašal okrog 44 %;
- **investirajo v vse panoge**, saj so poslovni angeli posamezniki, ki so strokovnjaki na različnih področjih in imajo zato različne interese glede področij investiranja. Edina njihova skupna točka so zahtevani visoki donosi investicije;

- **so prilagodljivi**, saj so njihovi investicijski kriteriji drugačni od investicijskih skladov. Tu gre predvsem za dolgoročneje vlaganje, krajši proces pridobivanja sredstev ter nižje zahteve po oplemenitenu kapitala;
- **zahtevajo nižje provizije**, sploh v primerjavi z drugimi finančnimi institucijami, predvsem bankami;
- **večja dodana vrednost**, saj poslovni angeli običajno aktivno sodelujejo in pomagajo pri upravljanju podjetja. Kot sem že omenila, so poslovni angeli strokovnjaki na področjih, v katere vlagajo, zato je njihova pomoč še toliko bolj dobrodošla;
- **geografska razpršenost** - za razliko od skladov tveganega kapitala, ki so locirani le v večjih poslovnih središčih, se poslovni angeli nahajajo v različnih regijah (v kraju, kjer bivajo). To je namreč, zelo pomemben prispevek k regionalnemu razvoju države;
- **dodatni vzvodi**, kar pomeni, da podjetje z vstopom poslovnega angela postane zanimivejše tudi za druge investitorje;
- nekateri poslovni angeli podjetju nudijo tudi **bančne garancije** za pridobitev kreditov;
- kljub visokemu tveganju so **naklonjeni oz. celo dajejo prednost investiranju v nove tehnologije**;
- proces izbire poslovne ideje je mnogo **manj formalen** kot pri skladih tveganega kapitala, kjer gre vsak posameznik čez celovit proces ocenjevanja poslovne ideje.

Investicije poslovnih angelov imajo torej, kar nekaj prednosti pred drugimi oblikami financiranja. Seveda pa se pri tem pojavljajo tudi nekatere slabosti, ki jih je vredno omeniti:

- ena izmed slabosti je, da poslovni angeli na finančnem trgu niso toliko prepoznavni kot investicijski skladi. To je, lahko včasih odločilnega pomena za pomoč investicijskih bank;
- poleg tega za razliko od skladov tveganega kapitala pri poslovnih angelih po navadi ni dodatnih investicij. Eden izmed razlogov je pomanjkanje dodatnih sredstev, drugi razlog pa je, da poskušajo poslovni angeli zaradi visokega tveganja svoje naložbe čim bolj razpršiti;
- kot tretjo slabost bi omenila možnost, da naletimo na »slabega« angela, ki zasleduje predvsem svoje interese in ne interese podjetja, ali pa da poslovni angel ne pozna dobro področja, na katerem podjetje deluje, in želi kljub temu soodločati pri vodenju le-tega.

5 Problem razvoja tveganega kapitala v Sloveniji

V Sloveniji se o tveganem kapitalu govori že kar nekaj let, vendar pa obseg naložb v slovenska podjetja ostaja še vedno zelo nizek. Penca v enem izmed svojih intervjujev omenja, da je največja težava za razvoj tveganega kapitala v Sloveniji prav **davčna zakonodaja**. Problematično je namreč to, da se naložbe tveganega kapitala v Sloveniji niso obravnavale enako kot naložbe v vrednostne papirje in vzajemne sklade, na katere se davek na dobiček po pretečenem določenem času sploh ne plača. V Sloveniji so bili namreč skladi tveganega kapitala za vsako posamezno prodajo deleža dolžni plačati 25-odstotni davek na dobiček (Kaučič, 2006). Zato je bil kapital, ki je pritekal v Slovenijo, skoraj izključno dolžniške narave, ki pa po svoji

naravi ne more biti razvojen v tolikšni meri kot lastniški. Poleg tega je potrebno omeniti tudi zaplete pri registraciji podjetij in spremembi lastništva, ki zaradi svoje kompleksnosti višajo stroške investicije. Ne nazadnje zakonodaja otežuje tudi izvajanje prevzemov podjetij, ki pa je eden od ključnih pogojev za učinkovito gospodarjenje z lastniškim kapitalom (Žugelj et al., 2001, str. 144).

Ta problem naj bi rešil nov zakon o družbah tveganega kapitala, ki je bil sprejet oktobra 2007 in vsebuje nekatere pomembne davčne olajšave, ki naj bi spodbudile razvoj tveganega kapitala v Sloveniji. Zakon predvideva, da fizične in pravne osebe, ki vložijo minimalno 50.000 evrov v denarju v podjetje, ki ima status družbe tveganega kapitala⁴, po prodaji svojega deleža ne plačajo davka.

Poleg zgoraj omenjenih problemov, pa ima davčna zakonodaja pomanjkljivosti tudi na nekaterih drugih področjih, ki posledično vplivajo na uspešnost mladih in inovativnih visokotehnoloških podjetij. Davki na nepremičnine, namenjene poslovni dejavnosti, so na primer nekajkrat večji, od davkov na nepremičnine za stanovanjske namene. Poleg tega, ima Slovenija zelo malo, tako imenovanih industrijskih con, katere naj bi podjetjem zagotavljale vso potrebno infrastrukturo, s tem pa tudi prinašale mnoge sinergije. Mnoga podjetja so tako prisiljena, da najdejo poslovne prostore zunaj takšnih industrijskih con, kjer pa pogosto lahko naletijo tudi na slabo podporo s strani lokalne samouprave (Drnovšek & Cirman, 2006).

Davčna zakonodaja je prav tako problematična na področju obdavčevanja plač, saj so podjetja dolžna plačevati izjemno visoke stroške prispevkov in davkov na plače. To zvišuje stroške poslovanja, obenem pa tudi zmanjšuje konkurenčnost podjetja (Drnovšek & Cirman, 2006).

Poleg davčne zakonodaje na razvoj tveganega kapitala vplivajo tudi nekateri drugi problemi, med katerimi so najpomembnejši (Žugelj et al., 2001, str. 141–144):

- **neustrezne izstopne možnosti**, ki so zaradi nerazvitosti finančnih trgov omejene le na možnosti pripojitve oz. združitve ter notranji in zunanji odkup s strani vodilnih v podjetju in pogosto ne omogočajo javne prodaje delnic;
- velika težava so tudi **ovire za investicije skladov tveganega kapitala**, katerih vzrok je predvsem nedokončan proces privatizacije. Investicije bodo namreč možne šele takrat, ko bodo podjetja dobila dolgoročne lastnike, ki bodo zainteresirani za dolgoročni razvoj podjetja in ne bodo gledali le na kratkoročne dobičke;

⁴ Družba tveganega kapitala je gospodarska družba, ki ima status družbe tveganega kapitala in opravlja dejavnost v skladu z določbami zakona o tveganem kapitalu. V ustanovitvenem aktu gospodarske družbe mora biti izrecno določeno, da gre za gospodarsko družbo tveganega kapitala (Zakon o družbah tveganega kapitala, 2007, str. 2).

- problematična je tudi **nepreglednost trga tveganega kapitala**, saj je iskanje potencialnih investitorjev zaradi težko razpoložljivih informacij precej drago. Obratno pa velja tudi za investitorje, ki so kapital pripravljene zagotoviti;
- v Sloveniji se pojavlja tudi problem **pomanjkanja virov investicij skladov tveganega kapitala**. To pomeni, da je premalo investitorjev predvsem s strani pokojninskih skladov, ki so v razvitih državah zelo pomemben vir sredstev, zbranih v skladih. Drugo težavo predstavlja tudi pomanjkanje tujih in domačih virov financiranja. Razlog je predvsem zaprtost slovenskega trga kapitala, na katerega tudi sicer zaradi njegove majhnosti tuja podjetja ne bi ravno množično prodrli. Obenem pa se zaradi še vedno velike zaprtosti trga tudi slovenske finančne institucije ne zanimajo za razvoj novih finančnih produktov, vezanih na lastniško financiranje;
- tudi **neučinkovito gospodarjenje z lastniškim kapitalom** predstavlja težavo, ki zavira razvoj tveganega kapitala v Sloveniji. Mramor (2000) ugotavlja, da se večina slovenskih podjetij še vedno obnaša, kot delavska. Managerji namreč zasledujejo predvsem interese delavcev in lastne interese, medtem ko lastniki ostajajo v ozadju. Poleg tega se je v neki raziskavi iz leta 1999 pokazalo tudi, da slovenski managerji zelo slabo poznajo temeljne finančne pojme;
- na tem mestu bi lahko omenila tudi težavo **neustrezne pravno formalne strukture velike večine podjetij** v Sloveniji. Večina podjetij v Sloveniji ima pravno formalno strukturo v obliki d. o. o. ali celo s. p., kar pa za investitorje tveganega kapitala ni preveč privlačno, saj predstavlja večje tveganje;
- pri razvoju tveganega kapitala v Sloveniji je pomembno vlogo odigrala tudi **državna iniciativa pri lastniškem kapitalu**. Na to kaže dejstvo, da je država imela zelo dolgo (ponekod ima še vedno) prevladujoč lastniški delež. To dejstvo kaže na to, da sestava lastništva slovenskih podjetij ni bila optimalna in je bilo zaradi tega pridobivanje zunanega kapitala zelo oteženo;
- problem razvoja tveganega kapitala pa predstavlja tudi **pomanjkanje podjetniške kulture in znanja**, katerega bom bolj podrobno predstavila v naslednjem poglavju ter **premajhno gospodarsko okolje**.

6 Naklonjenost slovenskih podjetnikov tveganemu kapitalu

Zanimivo je dejstvo, da je tvegani kapital v nekaterih državah (predvsem v ZDA in Veliki Britaniji) zelo močno razvit, spet v drugih prav tako finančno precej razvitih državah pa nikakor ne more dodobra zaživeti. Vzrokov za nesorazmerno prerazporeditev tveganega kapitala v svetu je več in kar nekaj sem jih omenila že v prejšnjem poglavju.

Zadnja raziskava GEM (Global Entrepreneurship Monitor) je pokazala, da se stopnja podjetniške aktivnosti v Sloveniji povečuje, vendar pa slovenski podjetniki in slovensko okolje še vedno niso popolnoma pripravljeni na tvegani kapital. Raziskava je namreč pokazala številne slabosti na področju podjetništva v Sloveniji, ki neposredno vplivajo tudi na prisotnost tveganega kapitala. Najpomembnejše med njimi so: nizka inovativnost ustaljenih podjetij, slaba izobrazbena struktura podjetnikov, podjetništvu nenaklonjene kulturne norme, ipd. (Rebernik et al., 2006, str. 16).

Raziskava je pokazala, da so v Sloveniji kulturne in družbene norme še vedno precej nenaklonjene podjetništvu, saj je slednje v družbi precej negativno sprejeto, prav tako pa družba ne sprejema neuspeha. Kot sem že v predhodnih poglavjih omenila, je slabo razvit tudi finančni trg. Slovenija je namreč še vedno (kljub enotnemu evropskemu trgu) precej zaprta za tuji kapital in zato postaja tudi nezanimiva za tuje vlagatelje (Rebernik et al., 2006, str. 51-52).

Slovenija je mlada država in tako današnji podjetniki zaradi pomanjkanja podjetniške kulture in znanja še nimajo veliko »primerov« uspešnih podjetnikov, ki bi jim lahko bili za zgled. Veliko podjetnikov tudi svoje prve zasluge nameni povišanju svojega življenjskega standarda in ne rasti podjetja.

Slovensko prebivalstvo je tudi na splošno precej konzervativno in nagnjeno predvsem k nizko tveganemu varčevanju, po navadi v obliki vlog na bankah. Iz tega izhaja, da Slovenci večinoma niso pripravljeni veliko tvegati in si tako povečati možnosti za visoke zasluge. Poleg tega pa večina slovenskih podjetnikov tudi ni naklonjena financiranju z lastniškim kapitalom, saj le-to od lastnikov zahteva, da se odpovedo delu lastništva in s tem tudi moči odločanja v podjetju. Raziskovalci ugotavljajo, da je med podjetniki v Sloveniji tudi premalo managerskih in poslovnih znanj, največjo oviro pa predstavlja nepripravljenost za svetovanje (Žugelj et al., 2001, str. 140 - 141).

Sklep

V Sloveniji predstavlja zagotavljanje ustreznih finančnih virov eno izmed ključnih ovir za boljši in hitrejši razvoj malih in srednjih podjetij. Najpogostejša oblika financiranja podjetij v Sloveniji so še vedno klasični dolžniški instrumenti financiranja, medtem ko obseg tveganega kapitala ostaja še vedno zelo skromen. V času nestabilnega gospodarskega okolja, ki smo mu priča tudi danes, je poslovanje podjetja izpostavljeno vedno večjim nihanjem in s tem tudi vedno večjemu tveganju. Tako financiranje z bančnimi posojili postaja bolj tvegano in seveda tudi dražje, zato lahko ravno v takih časih pričakujemo, da se bo povpraševanje po tveganem kapitalu povečevalo.

Prvo hipotezo, da je povpraševanje po tveganem kapitalu v Sloveniji večje kot ponudba, bi ovrgla, saj sem med pisanjem diplomskega dela ugotovila, da je tako formalnih kot tudi

neformalnih ponudnikov tveganega kapitala v Sloveniji vse več, po drugi strani pa primanjkuje zares dobrih podjetniških projektov. Poleg tega je v Sloveniji težava tudi podjetniška kultura, saj mnogo podjetnikov ni naklonjeno financiranju s tveganim kapitalom. Tej težavi pa sledijo slaba izobrazbena struktura podjetnikov, majhno gospodarsko okolje, slaba informiranost ter neučinkovito gospodarjenje z lastniškim kapitalom. Vse to seveda omejuje povpraševanje po omenjenem viru financiranja. Res je, da je tudi ponudba tveganega kapitala v Sloveniji precej slaba, razlogi za to pa so številni. Največji med njimi je zagotovo davčna zakonodaja, ki je bila v preteklosti zelo nenaklonjena predvsem tujim vlagateljem. Poleg davčne zakonodaje so ponudbo v preteklosti zavirale še neustrezne izstopne možnosti, pomanjkanje virov investicij – predvsem pokojninskih skladov ter državna iniciativa. Ne glede na to menim, da bi zares dobra poslovna ideja, dober poslovni načrt in zanesljiva podjetniška ekipa, ki bi bila predstavljena pravemu krogu ljudi, zagotovo privabili, če že ne domačih, pa vsekakor tuje vlagatelje.

Druge postavljene hipotezo, da se obseg tveganega kapitala v Sloveniji iz leta v leto povečuje, ne morem natančno ne potrditi ne ovreči. Dejanskih podatkov in statistike o obsegu celotnih naložb tveganega kapitala v Sloveniji nimamo ali pa so zelo pomanjkljivi, tako da prav natančno rasti sploh ne moremo izračunati. EVCA, sicer vodi statistike za formalni tvegani kapital, težava pa se pojavi pri neformalnem, pri katerem želijo številni vlagatelji ostati anonimni. Na podlagi števila novih ponudnikov in javno znanih naložb v uspešna slovenska podjetja lahko zgolj špekuliramo, da se obseg tveganega kapitala v Sloveniji počasi povečuje.

Slovenija je, kar se tiče tveganega kapitala, še zelo malo razvita in se nahaja na samem repu evropskih držav. Z novim zakonom o družbah tveganega kapitala, ki je bil sprejet oktobra 2007, naj bi država vzpostavila vzvode, ki bi spodbudili rast trga tveganega kapitala. Kakšni bodo učinki novega zakona na trg tveganega kapitala v Sloveniji, pa bo znano šele čez nekaj let, ko bomo lahko primerjali obseg tveganega kapitala pred sprejetjem zakona in po njem.

Literatura in viri

1. Advani, A. (2007, 31. oktober). Startup financing: When Investors join your board. Najdeno 25. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.entrepreneur.com/money/financing/startupfinancingcolumnistasheeshadvani/article186494.html>
2. Antončič, B., D. Hisrich, R., Petrin, T., Vahčič, A. (2002). *Podjetništvo*. Ljubljana: GV založba.
3. Blanchard, P. J. (2007). The due diligence Process. How venture capital firms choose their investments. *American Venture Magazine*, št. 7, str. 15–19.
4. Bovaird, C. (1990). *Introduction to Venture capital finance*. London: Pitman Publishing.
5. Brezovnik, R. (2007, 30. marec). Podjetnik in tvegani kapital. *Donos*. Najdeno 03. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.donos.net/client/index.php?table=articles&ID=492>
6. Cergolj, A. (2008, 14. marec). Angelski denar za velikopotezne. *Podjetnik*, str. 10.
7. Drnovšek, M., Cirman, A. (2006). The Boundaries and opportunities of Facilitating High-Tech Growth in Slovenia. *Competitiveness, Social Responsibility and Economic Growth*. Str. 269-280. New York: Nova science.
8. EVCA, (2002). *Yearbook*. Zaventem: EVCA.
9. EVCA, (2004). *Annual report 2003*. Zaventem: EVCA.
10. EVCA, (2006). *Annual report 2005*. Zaventem: EVCA.
11. EVCA, (2007). *Annual report 2006*. Brussels: EVCA.
12. *Entrepreneur.com [entrepreneur]*. Najdeno 20. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.entrepreneur.com/money/index.html>
13. Filipič, D., Mlinarič, F. (1999). *Temelji podjetniških financ*. Maribor: Ekonomska poslovna fakulteta.
14. Glas, M., Drnovšek, M., Pšeničny, V. (2002). Research in Entrepreneurship and Government Policy: *Making the Connection – Is private Equity Capital really the solution?* Ljubljana: ekonomska fakulteta.
15. Gradišar, L. (2003). *Tvegani kapital v malih in srednjih podjetjih*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. Gulja, S. (2006). *Skladi tveganega kapitala kot vir financiranja podjetij*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
17. *Who we are [podjetja Horizonte Venture Management]*. Najdeno 26. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.horizonte.at/index.php?page=3>

18. *Področje dela [JAPTI]*. Najdeno 04. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.podjetniski-portal.si/content.aspx?rootnodeid=9>
19. Kaučič, P. (2006, 11. september). Zakaj nimamo več tveganega kapitala? *Podjetnik*, str. 9-12.
20. Kleindinst, R. (2000). Kdo najbolj potrebuje lastniški kapital in zakaj? *Podjetnik*, št. 4, str. 46–51.
21. *Tvegani kapital [Klub poslovnih angelov]*. Najdeno 04. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.poslovniangeli.si/Domov/tvegani-kapital/poslovni-angeli.aspx>
22. Ličen, K. (2005). *Tvegani kapital kot vir financiranja malih in srednjih podjetij*. Diplomsko delo. Ljubljana: ekonomska fakulteta.
23. Morris, K.J. (1992). *An overview of the Venture Capital Industry*. 16th Edition. New York: Oxford University Press.
24. *Industry statistics [National Venture Capital Association]*. Najdeno 25. aprila 2008 na spletnem naslovu http://www.nvca.org/val_guidelines.html
25. Osnabrugge, M., Roobinson, R. (2000). *Angel investing. Matching startup funds with startup companies*. (1st ed.). San Francisco: Jossey-Bass.
26. Pahor, N. (2008, 05. junij). Vlaganje v podjetje je stvar kulture. *Podjetnik*, str. 15–17.
27. Penca, P. (2001). Kaj podjetju prinaša vstop tveganega kapitala? *Finance*, str. 22–26.
28. *Poteza Innovation and Growth Fund [Poteza Skupina d.d.]*. Najdeno 03. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.poteza.si/si/personal.cp2?cid=B1517185-5C26-8157-0B49-22E78A9D7637&linkid=10>
29. *Dejavnosti [Prophetes d.d.]*. Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu: <http://www.prophetes.com/index.html>
30. *Tvegani kapital [Prvi kapital d.o.o.]*. Najdeno 22. junija 2008 na spletnem naslovu <http://prvi-kapital.aditus.si/>
31. Rebernik, M., Tominc, P., Pušnik, K. (2004). Podjetništvo na prehodu. *Global entrepreneurship Monitor Slovenia 2004*. Maribor: Inštitut za podjetništvo in management malih podjetij.
32. Rebernik, M., Tominc, P., Pušnik, K. (2006). Podjetništvo med željami in stvarnostjo. *Global entrepreneurship Monitor Slovenia 2005*. Maribor: Inštitut za podjetništvo in management malih podjetij.
33. Tajnikar, M. (2000). *Tvegano poslovanje. Knjiga o poslovanju rastočih poslov* (2. izdaja) Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo.

34. Slavnič, N., Penca, P. (2001). V Sloveniji okoli 100 milijonov evrov tveganega kapitala. Ljubljana: *Finance*, št. 11, str. 29–30.
35. Šarlah, T. (2005). V ZDA se uveljavlja univerzitetni tvegani kapital. *Finance* št. 69, str. 17.
36. Vadnjal, J. (2000). Številni naši podjetniki ne vidijo dlje od družinskega koncepta lastništva in ne vedo, kaj v resnici pomeni lastniško financiranje. *Podjetnik*, str. 20–24.
37. Vadnjal, M. (2006). *Ponudniki tveganega kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: CRMG Ljubljana.
38. Weiss, M. (2004, 21. junij). Ob hitri rasti je navadno primernejši tvegani kapital. *Finance*, št. 97, str. 22.
39. Weiss, M. (2004, 21. maj). Za financiranje rasti predvsem lastna sredstva in zadržani dobički. *Finance*, št. 97, str. 22.
40. Weston, J. F., Brigham, E.F. (1993). *Essentials of Managerial Finance*. (10th edition). Orlando: The Dryden Press.
41. Zakon o družbah tveganega kapitala. (2007). *Uradni list RS*. (Št. 92/2007, 10. oktober 2007).
42. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (2003). *Uradni list RS* (Št. 72/2003, 22. december 2003).
43. Žugelj, D., Penca, P., Slavnič, N., Žunec, B., Vadnjal, J. (2001). *Tvegani kapital: Si upate tvegati?* Ljubljana: Lisac & Lisac.