

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

KLJUČNI DEJAVNIKI VREDNOTENJA START-UP PODJETIJ

Ljubljana, avgust 2011

ZVONKO MITROVIĆ

IZJAVA

Študent Zvonko Mitrović izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Aleša Berka Skoka, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 22.8.2011

Podpis:

KAZALO

UVOD	3
1. START-UP PODJETJE IN FINANCIRANJE	2
1.1 START-UP PODJETJE.....	2
1.2 TVEGANI KAPITAL	3
2 OCENJEVANJE FINANČNE VREDNOSTI PODJETIJ.....	5
2.1 VREDNOST PODJETJA IN NAMEN VREDNOTENJA	5
2.2 FINANČNI MODELI VREDNOTENJA PODJETJA.....	6
2.2.1 ZUNANJI VIRI.....	8
2.2.2 NOTRANJI VIRI	8
2.2.3 SOCIALNI VIRI.....	9
2.3 VREDNOTENJE PODJETJA Z UPORABO DCF MODELA	9
2.3.1 OCENA (PROSTIH) DENARNIH TOKOV	10
2.3.1.1 PRODUKT.....	10
2.3.1.2 POSLOVNI MODEL.....	11
2.3.1.3 KONKURENČNA PREDNOST	12
2.3.1.4 POGAJALSKA MOČ KUPCEV	12
2.3.1.5 POGAJALSKA MOČ DOBAVITELJEV	12
2.3.2 KONČNA VREDNOST	13
2.3.2.1 KONKURENCA.....	13
2.3.2.2 NEVARNOST VSTOPA NOVIH KONKURENTOV	13
2.3.2.3 NEVARNOST SUBSTITUTOV	14
2.3.3 DISKONTNI FAKTOR	14
2.3.3.1 RAZVOJNA FAZA PODJETJA	16
2.3.3.2 SOCIALNA MREŽA	16
2.3.3.3 POSLOVODSTVO	17
3 OCENJEVANJE VREDNOSTI START-UP PODJETIJ	17
3.1 POSEBNOSTI PRI VREDNOTENJU START-UP PODEJTIJ	18
3.2 MODEL DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV	18
3.2.1 OCENA BODOČIH PRIHODKOV	19
3.2.2 KONČNA VREDNOST (TERMINAL VALUE).....	20

3.2.3	ZAHTEVANA DONOSNOST	21
3.3	DOLOČITEV INVESTITORJEVEGA (VC) DELEŽA V PODJETJU	23
	SKLEP.....	24
	LITERATURA IN VIRI	27

UVOD

V času globalne ekonomije, ko se ves svet smatra kot hitro razvijajoči se trg, na katerem se v vsakem trenutku ustvarjajo nove priložnosti, se podjetja v iskanju novih virov zaslužka neprestano razvijajo in inovirajo poslovne modele. Vendar priložnost za zaslužek prinaša tudi tveganje neuspeha, ki se ga morajo podjetja pred začetkom poslovne poti zavedati. Prav zaradi tega so manjša podjetja tista, ki razvijejo novo tehnologijo ali nov poslovni model, saj so v upanju na večji dobiček pripravljena sprejeti večje tveganje. Ta podjetja velikokrat razvijajo visoko tehnologijo, zaradi česar so dobila naziv visokotehnološki start-upi (angl. *high-tech start-ups*).

Visokotehnološka start-up podjetja (v nadaljevanju: start-up podjetja) so glavni gradniki podjetniške ekonomije. Dokazano je, da vodilna gospodarstva po svetu, ki imajo dobro razvito podjetniško kulturo, rastejo bolj uspešno kot tista, v katerih je podjetniška kultura nerazvita. V podjetniško razvitih ekonomijah so inovativnost in inovacije gonilna sila ustvarjanja, delovanja in obstoja podjetij. Tega potenciala se vse bolj zavedajo tudi države v razvoju, ki poskušajo spodbujati podjetniško kulturo, saj se zavedajo, da je spodbujanje podjetništva, ki prinaša ustvarjanje delovnih mest, pomembno za dobrobit gospodarstva. To je postala tudi nujna in prednostna naloga držav po nedavni finančni krizi (Gupta & Joshi, 2009).

Ena ključnih ovir pri ustanavljanju podjetij in njihovem začetnem poslovanju je financiranje. Start-up podjetja so praviloma financirana s strani ustanoviteljev (podjetnikov) in so zaradi razvoja in izjemno hitre rasti, katere stabilnost je težko določljiva, primorana pridobiti dodatne finančne vire. Zaradi neizkušenosti podjetnika in pomanjkanja jamstev, s katerimi bi lahko jamčili vračilo dolga, so finančni viri v obliki dolžniškega kapitala podjetniku nedostopni (Cassar, 2004, str. 264). Ta podjetja na začetku svojega poslovanja ustvarjajo izgubo, ki izhaja iz prej omenjene močne razvojne naravnosti, raven prihodkov pa je nizka ali pa jih sploh ni. Ker so na začetku svojega poslovanja, niso zmožna pridobiti dolžniških virov financiranja kljub temu, da obetajo nadpovprečne dobičke v prihodnosti. Prav zaradi potencialnih nadpovprečnih dobičkov v prihodnosti so ta podjetja zanimiva za investitorje tveganega kapitala, ki v svoje investicije vstopajo preko lastniškega kapitala. Pogajanja z investitorji tveganega kapitala pripeljejo do vprašanja ocene vrednosti podjetja, na podlagi katere bo določena višina lastniškega deleža, ki ga bo investitor tveganega kapitala prejel v zameno za investicijo v hitro rastoče podjetje. Pri tem je pomembno poudariti, da rezultat vrednotenja podjetja ni točna vrednost, temveč groba ocena optimističnih pričakovanj tako podjetnika kot investitorjev. Da je vrednotenje start-up podjetij bolj zapleteno kot vrednotenje zrelih podjetij, se strinjata tudi May in Simmons (2001, str. 148), ki pravita, da je vrednotenje start-up podjetij ugibanje.

Zaradi specifičnih značilnosti start-up podjetij, predvsem njihove kratke življenjske dobe in omejenih finančnih informacij o samem podjetju ter neučinkovitosti trga tveganega kapitala, je vrednotenje teh podjetij zapleteno, saj za vrednotenje ne moremo uporabiti že uveljavljenih finančnih modelov, kot jih lahko za vrednotenje podjetij, ki kotirajo na borzi. Cilj mojega dela je bodočim in obstoječim podjetnikom prikazati posebnosti pri vrednotenju start-up podjetij z uporabo modela diskontiranih denarnih tokov ter način izračuna deleža, ki ga v zameno za investirani znesek prejme investitor. Pri tem bom skušal odgovoriti na vprašanje, kako ključni strateški dejavniki vplivajo na vrednotenje start-up podjetij.

Za nazorno predstavitev problematike vrednotenja start-up podjetij bom v nadaljevanju najprej podrobno predstavil značilnosti visokotehnološkega start-up podjetja in tvegani kapital kot obliko investicije, ki tem podjetjem omogoča nadaljnjo rast in razvoj v podjetje s stabilnim poslovanjem. Predstavil bom tudi pojem vrednosti podjetja in opredelil vrednost, ki jo bom v nadaljevanju obravnaval. Ta je namreč odvisna od razloga zaradi katerega podjetje vrednotimo. Z uporabo teorije finančnega vrednotenja bom predstavil obstoječe modele vrednotenja podjetij, način in problematiko uporabe teh modelov pri vrednotenju podjetij ter s pomočjo teorij strateškega managementa obravnaval vire podjetja in njihov vpliv na uspešnost. Z modelom diskontiranih denarnih tokov bom prikazal tradicionalen način vrednotenja, pri čemer bom prikazal, kako posamezni strateški dejavniki vplivajo na oceno uspešnosti podjetja v prihodnosti. Skozi te dejavnike bom model diskontiranih denarnih tokov prilagodil tako, da bom lahko pri vrednotenju start-up podjetja upošteval specifične te podjetij. Da lahko ustanovitelji start-up podjetja dobijo vpogled v določitev lastniškega deleža podjetja, ki se mu morajo odpovedati v zameno za investicijo tveganega kapitala, bom prikazal izračun deleža podjetja, ki ga na podlagi takega vrednotenja v zameno za investicijo pridobi investitor tveganega kapitala, glede na ocenjeno vrednost podjetja.

1. START-UP PODJETJE IN FINANCIRANJE

Start-up podjetje se zaradi svojih lastnosti sooča s težavnostjo pridobivanja kapitala. Začetki poslovanja start-up podjetja so financirani s prihranki ustanoviteljev, družinskimi prispevki in prispevki prijateljev (Aastebro & Bernhardt, 2003, str. 304). Vseeno se start-up podjetje slej kot prej sooči z dodatnimi potrebami po kapitalu. Ta mu je v obliki dolžniškega (bančnega) kapitala nedostopen zaradi prevelikega tveganja, ki je povezano s kratko zgodovino podjetja. Start-up podjetja, ki imajo inovativno idejo ali inovativni produkt, se lahko potegujejo za lastniško financiranje v obliki tveganega kapitala. V nadaljevanju bom predstavil start-up podjetje in finančne omejitve s katerimi se sooča pri svojem razvoju ter lastnosti tveganega kapitala, ki ta razvoj pospešuje.

1.1 START-UP PODJETJE

Start-up je inovativno podjetje, ki se ukvarja z razvojem in proizvodnjo visokotehnoloških produktov in storitev. To so predvsem mala podjetja, kjer so lastniki tudi poslovodje

(managerji), lastništvo podjetja pa je posledično zelo koncentrirano. Visokotehnološka podjetja se od tradicionalnih proizvodnih in trgovskih podjetij razlikujejo predvsem po tem, da sredstva podjetja v večini ali izključno predstavljajo neopredmetena sredstva, kot so patenti, nova tehnologija in človeški kapital. Taka podjetja se razvijajo skozi investicije v razvoj svojih produktov in storitev ter s pomočjo prevzemov drugih podjetij, ne pa s pridobivanjem oz. gradnjo opredmetenih sredstev kot so npr. tovarne (Cassar, 2004, str. 268).

Damodaran (2001, str. 2) loči dve skupini podjetij s področja visoke tehnologije. V prvo skupino uvršča podjetja, ki temeljijo na visoki tehnologiji oz. jo ustvarjajo. To so podjetja, ki proizvajajo strojno opremo (angl. *hardware*) in podjetja, ki ustvarjajo programsko opremo (angl. *software*). V drugo skupino pa uvršča podjetja, ki visoko tehnologijo izkoriščajo za prodajo oz. uporabo svojih produktov oz. storitev, ki so v preteklosti (morda) bili prodajani na tradicionalen način. Z razvojem tehnologije in inovacijo poslovnih modelov postaja meja med obema skupinama vse bolj zabrisana, zato ta definicija danes v celoti več ne zadošča, saj podjetja nemalokrat spadajo v obe skupini hkrati.

Razvoj takih produktov zahteva finančno podporo. Ker so start-up podjetja na začetku svoje poslovne poti prisiljena investirati v nadaljnji razvoj, največkrat ustvarjajo negativni denarni tok. Zaradi tega se ne morejo potegovati za finančne vire v obliki dolžniškega kapitala, saj za bančne institucije predstavljajo veliko tveganje, iz svojega denarnega toka pa niso zmožna plačevati obresti in obrokov morebitnega posojila (Aastebro & Bernhardt, 2003, str. 304). Tako mlada podjetja tudi ne morejo računati na izdajo dolžniških vrednostnih papirjev v obliki obveznic, kar izhaja iz dejstva, da njihove bonitete ni mogoče določiti oz. bi bila ta v primeru določitve ničvredna, zaradi česar ne bi našli potrebnih investorjev.

V svojem delu se bom osredotočil na analizo visokotehnoloških internetnih podjetij, ki bi po zgoraj navedeni definiciji lahko spadala v obe skupini visokotehnoloških podjetij, saj svoje produkte in storitve nudijo in prodajajo izključno s pomočjo in preko interneta, pri tem pa produkt ponujajo kot storitev (angl. *software as a service*, SaaS). S pojmom "visokotehnološki start-up" pa bom zajel podjetja v semenski in start-up fazi.

1.2 TVEGANI KAPITAL

Tvegani kapital (angl. *venture capital*) se je razvil kot odgovor finančnih investorjev na ključni problem financiranja začetka podjetniške poti in podjetij v najbolj tvegani življenjski fazi podjetja - razvoju. Bovaird (1990, str. 7) ga je opredelil kot trajen in potrpežljiv kapital podjetju, katerega investitorji za svoj vloženi kapital zahtevajo višjo stopnjo donosnosti, obenem pa kot dodano vrednost zagotavljajo pomoč pri upravljanju podjetja. Smiselno ga delimo na formalni in neformalni tvegani kapital. Neformalni tvegani kapital predstavljajo predvsem bogati posamezniki, t.i. poslovni angeli, ki so se v večini primerov sami preizkusili na tvegani podjetniški poti. Formalni tvegani kapital pa predstavljajo skladi tveganega kapitala oz. institucionalizirana oblika tveganega kapitala.

Kot nam že ime pove, gre za izjemno tvegano obliko (finančne) investicije, saj je tveganje za propad podjetja v začetni fazi največje. Podjetniški začetki se v večini financirajo s lastniškim kapitalom in le v redkih primerih z dolžniškim. Investitorji v visokotehnološko start-up podjetje so potrpežljivi investorji, katerih glavni cilj je dolgoročni kapitalski dobiček ob t.i. izhodu iz investicije, na katerega so pripravljeni čakati tudi več let (Tajnikar, 2000, str. 214-216). Tvegani kapital, v nasprotju z dolžniškim kapitalom, za svojo naložbo ne zahteva zavarovanja, saj gre za lastniško obliko financiranja, kar pomeni, da investor tveganega kapitala deli negotovost in tveganje propada podjetja skupaj z ostalimi lastniki v podjetju. To pa ne pomeni, da tvegani kapital ne upravlja s tveganjem.

Zaradi premišljenega upravljanja s tveganjem so razvili tri metode upravljanja tveganj, ki tveganje pri lastniškem vstopu v podjetje zmanjšujejo. Po prvi metodi v podjetje vstopa več investorjev hkrati, in sicer sindicirano z manjšimi vsotami z željo po porazdelitvi tveganja (Gompers & Lerner, 2004, str. 255). Druga metoda je hibridni finančni inštrument, ki ima značilnosti tako lastniškega kot dolžniškega kapitala, imenovan zamenljiva obveznica, ki prvotno pomeni dolžniško financiranje z možnostjo zamenjave dolga v lastniški delež podjetja, če se to izkaže za uspešno. S tretjo metodo obvladovanja tveganj pa se izognejo neracionalnemu trošenju s strani lastnikov, saj podjetju nudijo toliko odobrenega kapitala, kot je potrebno za tekoče poslovanje.

Tipično investicija tveganega kapitala traja od 3 do 7 let, odvisno od razvojne faze, v kateri se podjetje, v katerega investirajo, nahaja. Bovaird (1990, str. 29-64) definira sedem stopenj investiranja tveganega kapitala, pri tem pa stopnje investiranja sovpadajo z razvojnimi fazami podjetja, posledično pa se investirani kapital poimenuje po razvojni fazi, v kateri podjetje kapital potrebuje.

Ločimo:

- semenski kapital (angl. *seed capital*),
- zagonski kapital (angl. *start-up capital*),
- financiranje zgodnje faze (angl. *first round*),
- financiranje druge faze (angl. *second round*),
- razširitveni kapital (angl. *growth capital*),
- vmesne finance (angl. *bridge capital*),
- zunanji in notranji odkup (angl. *initial public offering, management buy-out*).

Glede na razvojno fazo, v kateri se v podjetje investira, se razlikuje tudi cena kapitala oz. donosnost, ki jo investorji zahtevajo na vloženi kapital. Ker gre za tvegani kapital, so zahtevane stopnje donosnosti naložb precej večje kot pri tržnih podjetjih. Razlog za to gre iskati tudi v dejstvu, da investorji tveganega kapitala od svoje investicije ne pričakujejo vmesnih denarnih tokov pred izhodom iz investicije.

Tveganje pa obstaja tudi na strani podjetnika, ki se poteguje za tvegani kapital, in sicer predvsem z vidika nadzora nad podjetjem, saj investitorji tveganega kapitala za svojo naložbo pričakujejo lastniški delež v podjetju, v katerega investirajo (Zacharakis, Erikson & George, 2010, str. 124). Praviloma zahtevajo manjšinski lastniški delež, odstotek katerega temelji na oceni vrednosti podjetja pred investicijo tveganega kapitala. Pri tveganem kapitalu se od desetih naložb tveganega kapitala običajno dve izkažeta kot visoko donosni, šest je povprečnih, dve pa se izkažeta kot popolna izguba (Žugelj, Penca, Slavnič, Žunec & Vadjal, 2001, str. 42).

2 OCENJEVANJE FINANČNE VREDNOSTI PODJETIJ

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja je zelo pomemben dejavnik namen oz. razlog, zaradi katerega podjetje vrednotimo. Iz tega izhaja tudi vrednost, ki jo želimo oceniti, in izbira modela vrednotenja. V nadaljevanju diplomskega dela bom opredelil osnovne dejavnike vrednotenja, predstavil modele vrednotenja in bolj podrobno razdelal enega izmed modelov vrednotenja.

2.1 VREDNOST PODJETJA IN NAMEN VREDNOTENJA

Vrednost sredstva je funkcija denarnega toka, ki ga to sredstvo ustvari, življenjske dobe tega sredstva, pričakovane rasti denarnega toka in tveganja, ki je prisotno pri ustvarjanju tega denarnega toka (Damodaran, 2001, str. 11). To velja za vsa podjetja različnih velikosti in v različnih fazah razvojnega cikla, pomembno pa je poudariti, da se po fazah razvojnega cikla razlikuje količina podatkov in njihova dostopnost za uporabo pri vrednotenju (Priloga 1).

Potencialni bodoči zaslužki in zmožnost podjetja, da preusmeri denarni tok k svojim interesnim skupinam oz. deležnikom (angl. *stakeholders*), sta osnovna in obenem glavna dejavnika ustvarjanja vrednosti podjetja (Koller, Goedhart & Wessels, 2005, str. 651). Posledično lahko rečemo, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti sredstev, katerim prištejemo sedanjo vrednost potencialnih prihodnjih zaslužkov.

$$Vrednost\ podjetja = Vrednost\ trenutnih\ sredstev + Vrednost\ potencialnih\ bodočih\ zaslužkov$$

Z manipuliranjem zgornje enačbe glede na potrebe vrednotenja in s subjektivnimi pričakovanji analitika, ki vrednotenje opravlja, pridemo do različnih vrednosti podjetja. To nas privede do dejstva, da je vrednost podjetja odvisna od tega, zakaj podjetje vrednotimo. Glede na potrebe vrednotenja poznamo štiri temeljne vrednosti podjetja. Te so:

Tržna vrednost je vrednost, ki jo lahko iztržimo na trgu, ko vrednotenje poteka, ob predpostavki, da tako kupec kot prodajalec posedujeta relevantne informacije o podjetju in želita oba transakcijo tudi izpeljati.

Investitorjeva ali vlagateljeva vrednost je vrednost za točno določenega investitorja ali skupino investorjev. Ta vrednost sloni na individualnih naložbenih zahtevah posameznega investitorja ali skupine investorjev, katerih naložbene zahteve se razlikujejo od drugih investorjev, zato se tudi vrednost razlikuje od splošno sprejete vrednosti na trgu.

Temeljna ali notranja vrednost je vrednost, ki je določena s strani posameznega analitika, ki se lahko opira na ocene ostalih analitikov, vrednost pa ne sloni na specifičnih naložbenih zahtevah, kot je to v primeru investitorjeve vrednosti.

Poštena vrednost podjetja je vrednost, ugotovljena po računovodskih standardih, in je po vsebini povsem enaka tržni vrednosti.

Ker v diplomskem delu vrednotim start-up podjetje za potrebe lastniškega vstopa tveganega kapitala v podjetje, je vrednost, ki jo obravnavam, investitorjeva ali vlagateljeva vrednost. V nadaljevanju bom predstavil modele vrednotenja, s katerimi ocenjujemo vrednost podjetij.

2.2 FINANČNI MODELI VREDNOTENJA PODJETJA

Model finančnega vrednotenja je sistem, s katerim podatke o podjetju spremenimo v oceno vrednosti podjetja. Ključnega pomena je poznavanje podatkov, ki jih za uporabo v posameznem modelu vrednotenja potrebujemo. Podatki o podjetju so dostopni primarno iz treh virov, in sicer z analizo finančnih izkazov, analizo preteklega poslovanja podjetja, tretji vir podatkov pa so konkurenti v panogi in njihovo poslovanje (Brigham & Daves, 2002, str. 176-177). Na podlagi podatkov ločimo štiri temeljne modele vrednotenja in sicer:

- ABV model (angl. *asset based valuation model*) je model, ki temelji na podatkih o premoženju,
- RV model (angl. *relative valuation model*), je model primerljive tržne vrednosti,
- DCF model (angl. *discounted cashflow model*), je model, ki temelji na sedanji vrednosti ocene prostih denarnih tokov v prihodnosti,
- CCV model (angl. *contingent claim valuation model*), je model vrednotenja z uporabo realnih opcij.

Z modelom, ki temelji na podatkih o premoženju, ocenjujemo vrednost podjetja glede na sredstva, ki jih ima to podjetje v lasti. Ta model ne upošteva možnih bodočih zaslužkov, ki bi jih lahko podjetje s temi sredstvi ustvarilo. Z modelom primerljive tržne vrednosti vrednotimo podjetje glede na primerljiva podjetja na trgu (Damodaran, 2002, str. 18). Posredno so možni bodoči zaslužki že vključeni v ocenjeno vrednost, saj so ti zaslužki vključeni v ceno, ki jo primerljivim podjetjem določa trg. Z uporabo modela diskontiranih denarnih tokov lahko izračunamo sedanjo vrednost zaslužkov, za katere je verjetno, da jih bo podjetje ustvarilo v prihodnosti. Na podlagi podatkov iz preteklega poslovanja in ocene zmožnosti ustvarjanja prihodkov v prihodnosti, lahko ocenimo bodoče zaslužke. Te moramo diskontirati, da bodo

zaslužki odražali sedanjo vrednost (Damodaran, 2001, str. 46). V primeru vrednotenja podjetja z uporabo realnih opcij pa v oceno bodočega poslovanja vključimo tudi različne izbire, ki so podjetju na voljo, oz. možne scenarije bodočega poslovanja. Pri tem izračunana vrednost opcije za investiranje v vrednoteno podjetje predstavlja ocenjeno vrednost vrednotenega podjetja.

Izbira posameznega modela vrednotenja je torej v osnovi odvisna od dveh dejavnikov, in sicer od sredstva, ki je predmet vrednotenja, in analitika, ki vrednost tega sredstva ocenjuje. Znotraj vsakega modela se pojavlja več metod izračunavanja vrednosti. Glede na okoliščine vrednotenja prihaja pogosto tudi do komplementarne uporabe več metod, včasih tudi več modelov. Zelo pogosta praksa je izračun povprečne vrednosti več metod vrednotenja po posameznih kategorijah modelov ali tudi izračun povprečne vrednosti več modelov vrednotenja.

Čeprav se pri vrednotenju opiramo na pretekle podatke o poslovanju, je za vrednotenje enako pomembno predvideti bodoče poslovanje podjetja. To dosežemo s celostnim oz. strateškim pristopom k vrednotenju in ga lahko poimenujemo kar nefinančno vrednotenje podjetja. Izdelana strategija oz. strateške odločitve so pomemben sestavni del vrednotenja podjetja, ker vključujejo dejavnike, ki nam podajo ozadje delovanja podjetja. Ti dejavniki zajemajo dolgoročno usmeritev podjetja, obseg aktivnosti, ki bodo vodile do uspeha, definirajo konkurenčno prednost podjetja, prinašajo inovacije v poslovno okolje, predstavljajo notranje vire podjetja ter nam podajo vrednote in pričakovanja vseh vpletenih. Hill in Power (2001) sta med investitorji tveganega kapitala raziskala in razvrstila ključne dejavnike vrednotenja visokotehnoloških start-up podjetij. V raziskavi so investitorji ocenjevali ključne dejavnike njihovih odločitev o investiciji v visokotehnološko start-up podjetje. Navesti so morali dejavnik odločitve in njegovo pomembnost oceniti na lestvici od ena do pet, pri čemer pet pomeni najvišjo oceno, ena pa najnižjo. Raziskava je pokazala osem ključnih dejavnikov, ki so razvrščeni v spodnji tabeli:

Tabela1: Pomembnost strateških dejavnikov

Strateški dejavnik	Ocena pomembnosti
Kakovost posloводства	4,5
Velikost trga	3,8
Lastnosti produkta	3,7
Stopnja rasti trga	3,5
Konkurenca	3,5
Ovire pri vstopu v panogo	3,4
Razvojna faza podjetja	3,2
Poslovno področje podjetja	3,0

Vir: povzeto po B. Hill & D. Power, Inside secrets to venture capital, 2001.

Iz zgornje raziskave izhaja, da se strateški dejavniki pri ocenjevanju bodočega poslovanja visokotehnoloških start-up podjetij ne razlikujejo od tistih pri tradicionalnih podjetjih. Razlika

pa obstaja v razporeditvi strateških dejavnikov glede na pomembnost, saj so pri uveljavljenih podjetjih v ospredju tržni dejavniki. Zgoraj navedeni dejavniki so prepoznani s teorijami strateškega managementa kot vplivni dejavniki na uspešnost poslovanja podjetij. Razdelimo jih lahko v tri kategorije, in sicer notranje vire (angl. *resources and capabilities*), zunanje vire (angl. *external ties*) in strukturo trga (angl. *market structure*). Te kategorije so podprte s teorijami notranjih virov (angl. *resource based theory*, Barney 1991), ekonomijo industrijske organizacije (angl. *industrial organization*, Bain 1968) in teorijo konkurenčne strategije (angl. *competitive strategy*, Porter 1980).

V nadaljevanju diplomskega dela je v treh skupinah predstavljena pomembnost strateških dejavnikov, in sicer kot zunanji, notranji in socialni viri. Za bolj smiselno obravnavo sem zgoraj omenjene kategorije deloma spremenil, in sicer tako, da sem strukturo trga uvrstil med zunanje vire, socialne vire pa namensko ločil od zunanjih virov. Spremembo sem naredil zato, ker želim v nadaljevanju izpostaviti pomembnost socialnih virov pri iskanju investorjev, saj so najbolj ključni dejavnik pri pridobivanju tveganega kapitala.

2.2.1 ZUNANJI VIRI

Ocena zunanjega okolja podjetja je pomemben del strateškega pristopa k finančnem vrednotenju, saj investitorjem poda bolj podrobno sliko okolja v katerem deluje podjetje. Porter (1985) je za analizo poslovnega področja podjetja predstavil model strateškega managementa, imenovan Porterjevih pet silnic (določljivk). Za uspešno analizo okolja z uporabo Porterjevega modela je pomembno osredotočiti se na osrednjo dejavnost podjetja oz. sektor, v katerem deluje. Silnice med seboj niso neodvisne, temveč so med seboj povezane, zato spremembe posameznih dejavnikov znotraj ene silnice vplivajo na dejavnike znotraj drugih silnic. Iz Porterjevega modela izhaja, da na poslovno področje, v katerem podjetje deluje, ključno vpliva 5 silnic. Te silnice so: konkurenca, pogajalska moč kupcev, pogajalska moč dobaviteljev, nevarnost vstopa novih konkurentov in nevarnost substitutov oz. zamenljivih produktov. Silnice torej predstavljajo zunanje vire, da pa bi lahko ugotovili, kako podjetje ustvarja dodano vrednost, pa je potrebno analizirati notranje vire podjetja.

2.2.2 NOTRANJI VIRI

Notranji viri podjetja so pomembni, ker današnja globalna ekonomija temelji na znanju, do česar je prišlo s procesom globalizacije in razvojem tehnologije. Trend delovne sile se spreminja iz industrijske, ki dela z rokami (angl. *manufacturing*, "working with hands"), v intelektualno, ki dela z glavo (angl. *mentofacturing*, "working with mind"). Temu pritrjuje razmerje delavcev z intelektualnim znanjem v primerjavi z delavci v industriji, ki vztrajno narašča in se ta trenutek ocenjuje na 3:1. To pomeni, da so na vsakega industrijskega delavca trije intelektualni. Neprestano učenje in izpopolnjevanje postajata glavna gradnika ustvarjanja moči in bogastva tako na ravni posameznika kot na ravni podjetja (Schwandt & Marquardt, 1999). Bogastvo držav bo vse bolj temeljilo in se ustvarjalo z visoko tehnologijo, ustvarjeno v

različnih panogah, ki so že danes izjemno konkurenčne in kjer biti malenkost pred konkurenco na področju inovacij in znanja predstavlja za podjetje prav tako konkurenčno prednost kot sama kakovost produkta. Poleg znanja in kakovosti produkta je pomemben notranji vir podjetja skrbno premišljen in v čim večji meri optimiziran poslovni proces, saj tak predstavlja dodano vrednost podjetju. Kaže se skozi popoln nadzor nad poslovanjem in s tem manjših izgubah, saj so procesi tudi stroškovno optimizirani. Pri ocenjevanju notranjih virov podjetja se je smiselno osredotočiti na zmožnosti podjetja za uporabo teh virov pri ustvarjanju dodane vrednosti in konkurenčne prednosti podjetja. Čeprav zunanji in notranji viri določajo uspešnost podjetja na poslovnem področju, pa je hitrost razvoja podjetja odvisna od finančnih virov. Ključno vlogo pri pridobivanju finančnih virov imajo namreč socialni viri podjetja.

2.2.3 SOCIALNI VIRI

Ko ocenjujemo socialne vire podjetja, posredno ocenjujemo tudi možnost obstoja podjetja. Dokazano je namreč, da socialni viri podjetja odločilno vplivajo na hitrost razvoja podjetja in uspešnost pridobivanja za razvoj potrebnih finančnih virov. Ti finančni viri so podjetju največkrat na voljo v obliki tveganega kapitala. Socialni viri vplivajo na proces pridobivanja tveganega kapitala, vplivajo pa tudi na samo višino investicije, saj jih investitorji smatrajo za osnovni gradnik podjetja in s tem podjetju pripisujejo višjo vrednost.

2.3 VREDNOTENJE PODJETJA Z UPORABO DCF MODELA

Finančna vrednost nekega sredstva je funkcija treh spremenljivk in sicer denarnega toka, ki ga sredstvo generira, časa, v katerem lahko ta denarni tok pričakujemo, in negotovosti oz. tveganja, povezanega z denarnimi tokovi zaradi poslovnega tveganja. Model, ki za izračun ocene vrednosti podjetja upošteva vse tri spremenljivke, je model diskontiranih denarnih tokov (DCF model), ki nam z izračunom poda sedanjo vrednost prihodnjih prostih denarnih tokov, kar predstavlja vrednost podjetja (Damodaran, 2002, str. 11).

Pri vrednotenju z uporabo DCF modela imamo na izbiro dve metodi in sicer lahko ocenjujemo vrednost lastniškega kapitala ali pa ocenjujemo vrednost podjetja (Damodaran, 2001, str. 50). V nadaljevanju svojega dela bom predstavil ocenjevanje vrednosti celotnega podjetja in ne samo vrednosti lastniškega kapitala. Razlog je predvsem praktične narave, saj investitorji tveganega kapitala pridobijo lastniški delež, ki izraža razmerje investiranega kapitala in celotne vrednosti podjetja. Da bi torej lahko izvedli proces vrednotenja, moramo oceniti bodoče proste denarne tokove podjetju, določiti diskontni faktor in diskontirati denarne tokove na sedanjo vrednost. Pri določitvi teh pa bom s pomočjo notranjih, zunanjih in socialnih virov podjetja podrobno predstavil tudi dejavnike, ki vplivajo na vsakega izmed njih in posledično na vrednost podjetja.

2.3.1 OCENA (PROSTIH) DENARNIH TOKOV

Prosti denarni tok podjetju, ki ga želimo oceniti, mora biti že obdavčen, vendar pred plačilom obresti za financiranje. Temu odštejemo vse potrebne investicije, ki so potrebne za nadaljnji razvoj podjetja (Titman, Keown & Martin, 2011). Prosti denarni tokovi podjetja morajo biti napovedani za daljše prihodnje obdobje. To izhaja iz predpostavke modela DCF o trajnem obstoju podjetja. Prav zaradi tega je izračun prostih denarnih tokov poenostavljen tako, da se ocenjuje proste denarne tokove podjetju za točno določeno obdobje in prišteje vrednost, ki predstavlja končno vrednost denarnih tokov (angl. *terminal value*, v nadaljevanju: TV) podjetja, ko to doseže stabilno poslovanje (Mramor, 2000, str. 20). V modelu DCF tako poenostavitev ponazorimo sledeče:

$$Vrednost\ podjetja = \sum_{t=1}^N \frac{E(FCFF)}{(1+wacc)^t} + \frac{TV}{(1+wacc)^N}, \quad (1)$$

pri čemer je:

$E(FCFF)$	<i>ocena prostih denarnih tokov,</i>
TV	<i>končna vrednost podjetja v stabilnem poslovanju,</i>
t	<i>čas v letih,</i>
wacc	<i>tehtano povprečje stroška financiranja.</i>

Damodaran (2002, str. 109) v primeru, da v določenem poslovnem letu pričakujemo negativni denarni tok, predlaga, da tega nadomestimo s pozitivnim, tako da vzamemo povprečje pričakovanih denarnih tokov v prihodnosti ob predpostavki, da bo podjetje ustvarilo negativni denarni tok samo v enem izmed poslovnih let, ki so zajeti v vrednotenje, ostala poslovna leta pa bo denarni tok pozitiven. Če pričakujemo, da bo podjetje ustvarjalo negativni denarni tok več kot eno posamezno poslovno leto, se lahko negativnim denarnim tokovom izognemo z uporabo marže v bodočih prihodkih. Marža odraža delež prostih denarnih tokov v prihodkih podjetja, ko to doseže stabilno poslovanje. Pri tem je pomembno upoštevati tudi obdobje v katerem naj bi podjetje doseglo stabilno poslovanje. Da bi bila ocena prostih denarnih tokov čim bolj smiselna, moramo poznati strateške dejavnike, ki vplivajo na bodoče prihodke. Pri tem se bom osredotočil na podjetja iz visokotehnološke panoge. Dejavniki, ki vplivajo na višino prihodkov so različni, sestavljeni so iz lastnosti podjetja, njegovega produkta, konkurenčne prednosti, karakteristik kupcev in dobaviteljev. Analiza teh dejavnikov nam poda bolj jasno sliko o tem, kako uspešno bi podjetje lahko bilo v prihodnosti. V nadaljevanju bom analiziral, kako produkt, poslovni model, konkurenčna prednost, pogajalska moč kupcev in dobaviteljev vplivajo na bodoče poslovanje podjetij.

2.3.1.1 PRODUKT

Ljudje zadovoljujejo svoje potrošniške potrebe s produkti. Produkt je lahko karkoli, kar je ponujeno na trgu, namenjeno pridobitvi pozornosti, uporabi ali potrošnji, s čimer kupci

zadostijo svojim potrebam. Pojem produkt v marketinškem smislu obsega fizične predmete, storitve, ljudi, destinacije, organizacije in ideje (Kotler, 2005, str. 340). Produkt je jedro podjetja, saj podjetje obstaja z namenom trženja tega produkta. Ta je lahko plod lastnega znanja, lastne proizvodnje ali pa nastopa v vlogi posredovanega blaga. Ker so kupci danes soočeni s široko paleto produktov, so karakteristike produkta tiste, ki podajo natančnejši opis produkta, ga definirajo in ustvarijo mesto na trgu. Karakteristike produkta so njegove prednosti pred obstoječo ponudbo na trgu, način zadovoljevanja potrebe kupca, cena, tehnološka specifikacija, s katero se definira kot nova (visoka) tehnologija, ter inovativnost, s katero se kot novost, unikat in radikalen razlikuje od obstoječe ponudbe.

2.3.1.2 POSLOVNI MODEL

Internet oz. hiter tehnološki napredek v elektronskem poslovanju je ustvaril okolje za nove oblike trgov, kjer se lahko prodajalci in kupci elektronsko povežejo in opravijo izmenjavo. Novo okolje je ustvarilo pogoje za spremembo v sami filozofiji in poslovodni praksi podjetij, kar je vodilo v učinkovitejše poslovanje in zniževanje stroškov ter v nove načine zagotavljanja vrednosti za kupce (Lindič, 2010). Ena najbolj pomembnih značilnosti internetnega trga je njegov globalni doseg, saj izloča fizično prisotnost vpletenih na isti lokaciji, da bi se izmenjava lahko izvedla. S pomočjo računalnika lahko kupec oblikuje, naroči in plača produkt, ne da bi pri tem zapustil udobje svojega doma.

Groznič, Trkman in Lindič (2009, str. 54-55) glede na interakcijo udeležencev v elektronskem poslovanju ločijo več vrst elektronskega poslovanja in sicer:

- med podjetji – B2B (angl. *business to business*),
- med podjetji in potrošniki – B2C (angl. *business to consumer*),
- med potrošniki – C2C (angl. *consumer to consumer*),
- med podjetji in javno upravo – B2G (angl. *business to government*),
- med državljani in javno upravo – C2G (angl. *consumer to government*),
- znotraj javne uprave – G2G (angl. *government to government*).

Uspešnost podjetij je odvisna od poslovnega modela, ki ga ta podjetja uporabljajo za ustvarjanje prihodkov znotraj posameznega elektronskega poslovanja.

Za podjetja, ki delujejo na internetnih trgih, so poslovni modeli ključnega pomena, saj ti definirajo na kakšen način bo podjetje ustvarjalo dodano vrednost in s tem posledično zaslužek. Poslovni model tvorijo štirje dejavniki, in sicer vrednostni jez, s katerim podjetja kupce prepričajo v nakup in pripravijo na vnovičen nakup, vrednostna omrežja, s katerimi soustvarjajo produkt in njegovo vrednost, zajem vrednosti in ponujena korist s katero kupci pretehtajo koristi in stroške produkta. Rappa (2006) v svoji klasifikaciji poslovnih modelov te deli na devet kategorij, in sicer informacijske (angl. *infomediary*), posredniške (angl. *brokerage*), oglaševalske (angl. *advertising*), trgovske (angl. *merchant*), proizvodne (angl.

manufacture), partnerske (angl. *affiliate*), naročniške (angl. *subscription*) ter modela skupnosti (angl. *community*) in porabe (angl. *utility*).

2.3.1.3 KONKURENČNA PREDNOST

Kako podjetje ustvarja dodano vrednost svojim produktom, je ključnega pomena. Od te je odvisna tudi uspešnost posameznega poslovnega modela, saj ta temelji na izkoriščanju konkurenčne prednosti. Dva izmed osnovnih marketinških konceptov, ki se jih uporablja v elektronskem poslovanju, sta korist za kupca (angl. *customer value*) in zajem vrednosti (angl. *percieved value*). Prvi koncept se osredotoča na dodano vrednost, ki jo kupec z nakupom produkta prejme oz. ustvari, slednji pa z zaznano oz. pričakovano vrednostjo, saj produkt poleg dodane vrednosti prinaša tudi ugled, ki ga kupec pridobi z nakupom produkta z dobrim imenom (Lindič, 2010).

2.3.1.4 POGAJALSKA MOČ KUPCEV

Pogajalska moč kupcev se pri internetnem poslovanju kaže v sami tehnološki uporabnosti interneta, saj je primerjava cen različnih prodajalcev oz. ponudnikov storitev izjemno preprosta. Internet je pospešil pocenitev informacij, te se izmenjujejo hitreje, so široko dostopne in kakovostnejše (Castells, 1996). Lahko torej trdimo, da internet znižuje stroške nakupa. Stroške, na katere so kupci posebej pozorni, delimo na dve vrsti, in sicer na stroške, ki nastanejo pred nakupom, ali nakupne (angl. *ad-post*) in stroške, ki nastanejo po nakupu, ali po-nakupne (angl. *ex-post*). Med nakupne stroške uvrščamo iskalne stroške, stroški zamenjave obstoječega prodajalca ali ponudnika storitev, cena izdelka ali storitve, med po-prodajne stroške pa spadajo med drugim transakcijski stroški, stroški dostave, stroški reklamacij. Ker je strošek zamenjave obstoječega prodajalca ali ponudnika storitev na internetu manjši in so kupci v elektronskem poslovanju skoncentrirani, je pogajalska moč kupcev izjemno velika (Brynjolfsson & Smith, 2000, str. 583, in Zettelmeyer, Fiona & Silva-Risso, 2006, str. 178).

2.3.1.5 POGAJALSKA MOČ DOBAVITELJEV

Dobavitelji so pomemben člen v verigi vrednosti podjetja in ključno vplivajo na učinkovitost podjetja (Pučko, 2008, str. 73). Moč dobaviteljev se pri internetnem poslovanju razlikuje glede na dejavnost podjetja. Ta je večja pri proizvajalcih in prodajalcih izdelkov in izjemno majhna pri ponudnikih storitev. V prvo skupino spadajo npr. spletne trgovine in tržnice, v drugo pa ponudniki elektronskih storitev, programja in iger. Ker se bom v nadaljevanju diplomskega dela osredotočil na drugo skupino podjetij, bom predpostavljal, da pogajalska moč dobaviteljev ni velika.

2.3.2 KONČNA VREDNOST

Čeprav končna vrednost podjetja predstavlja uspešnost podjetja, ko to doseže stabilno poslovanje, sem jo v svojem diplomskem delu uvrstil v ločeno podpoglavje. To je vrednost podjetja, ko to doseže stabilno poslovanje, predstavlja pa pričakovani denarni tok v letu po obdobju, ki zajema vrednotenje podjetja (Mramor, 2000, str. 39). Pri tem predpostavljamo, da bo denarni tok naraščal z neko konstantno stopnjo rasti, zato končno vrednost prostih denarnih tokov izračunamo sledeče:

$$\text{Končna vrednost podjetja} = \frac{E(FCFF_{(N+1)})}{(wacc-g)^t}, \quad (2)$$

pri čemer je:

$E(FCFF)$	<i>pričakovani prosti denarni tok podjetju v letu N+1,</i>
$wacc$	<i>tehtano povprečje stroška financiranja,</i>
g	<i>konstantna stopnja rasti,</i>
t	<i>leto N+1.</i>

V nadaljevanju bom predstavil strateške dejavnike, ki vplivajo na oceno uspešnosti podjetja v prihodnosti. Ti dejavniki so tisti, ki vplivajo na oceno uspešnosti podjetja v prihodnosti in njihov položaj podjetja na trgu v tem bodočem obdobju. Torej so to tržni dejavniki, ki opisujejo trg in položaj podjetja na trgu. Prav ti dejavniki so tisti, na podlagi katerih ocenimo bodoči položaj podjetja in posledično njegovo uspešnost.

2.3.2.1 KONKURENCA

Kot konkurenčna podjetja so mišljena tista, ki prodajajo produkt z enakimi ali zelo podobnimi karakteristikami in imajo isto ciljno skupino kupcev. Na stopnjo konkurence podjetij v visokotehnoški panogi najbolj vpliva razvojna faza, v kateri se podjetje nahaja. V fazi razvoja produkta je konkurenca najmanjša, saj je večina uporabnikov testnih uporabnikov. V fazi rasti, ko je produkt pripravljen za komercialno uporabo, je vidna rast uporabnikov in vstop novih konkurentov v panogo. Ti se borijo za pridobitev tržnega deleža, posledično pa se poveča tudi konkurenca na trgu. Zaradi tega je za investitorje zelo pomembno, kako konkurenčen je trg in kako je podjetje pozicionirano na trgu. Oboje namreč ključno vpliva na tržni delež, ki ga podjetje ima oz. lahko doseže. Od velikosti tržnega deleža pa so odvisni prihodki od prodaje, ki jih podjetje lahko ustvari. Na konkurenčni položaj podjetja poleg razvojne faze vplivata tudi poslovno okolje in privlačnost panoge. Ta je odvisna od dobičkov, ki se v tej panogi ustvarjajo, in ovir pri vstopu v to panogo.

2.3.2.2 NEVARNOST VSTOPA NOVIH KONKURENTOV

Privlačnost panoge je odvisna od dodane vrednosti oz. dobička, ki se v tej panogi ustvarja. Dve poglavitni oviri pri vstopu v panogo sta kapitalaska intenzivnost in intelektualna lastnina.

Medtem ko je kapitalna intenzivnost značilna za stabilne panoge, je zaščita intelektualne lastnine značilna za razvojno intenzivne panoge. Trg lahko definiramo kot stičišče prodajalcev in kupcev oz. stičišče ponudbe s povpraševanjem (Prašnikar & Domadenik, 2007). Trg je torej set obstoječih in potencialnih kupcev, katerim je skupna zadovoljitev potrebe z nakupom enakega produkta. Iz tega izhaja, da je velikost trga pogojena s številom ljudi, ki imajo enako potrebo po zadovoljitvi svojih potreb z enakim produktom, njihovo zmožnostjo nakupa tega produkta in njihovo željo po nakupu tega produkta in posledično zadovoljitvi svoje potrebe (Kotler, 2005, str. 378). Od težavnosti vstopa na trg pa je odvisna sama pozicija podjetja, njegov tržni delež in tudi strategija ustvarjanja dodane vrednosti in dobička.

2.3.2.3 NEVARNOST SUBSTITUTOV

Nevarnost substitutov se kaže splošno v treh oblikah. Prva oblika je zamenjava produkta za zamenljiv produkt in se kaže predvsem v zniževanju vrednosti določenega razreda produkta, saj se kupci obračajo k bližnjim substitutom, ki so sicer nižjega razreda in cenovno ugodnejši. Druga oblika nevarnosti substitutov se kaže v zamenjavi produkta zaradi spremenjenih potreb kupcev in je s stališča mojega diplomskega dela najbolj pomembna. Kupci težijo k kvalitetnejšem izdelku, ki jim zmanjšuje stroške, oz. storitvi, ki jim izboljšuje procese zadovoljevanja potreb, kar je ključ uspeha elektronskega poslovanja. Tretja oblika nevarnosti substitucije se kaže v boju za preostali dohodek kupcev, kjer si konkurirajo podjetja iz različnih panog oz. sektorjev.

2.3.3 DISKONTNI FAKTOR

Ko smo izračunali pričakovani prosti denarni tok podjetju moramo te vrednosti diskontirati tako, da bodo bodoče vrednosti izražale sedanjo vrednost. To dosežemo z uporabo diskontnega faktorja ali stroška celotnega kapitala (angl. *weighted average cost of capital*, v nadaljevanju: wacc). Ta se izračuna kot tehtano povprečje stroškov vseh oblik financiranja podjetja (Modigliani & Miller, 1958, str. 261-297). V osnovi poznamo dve vrsti financiranja, in sicer lastniško in dolžniško, vendar so z razvojem poslovnih financ nastale tudi oblike, ki imajo določene značilnosti obeh oblik financiranja in jim pravimo hibridni dolžniški vrednostni papirji. V nadaljevanju bom bolj podrobno predstavil strošek obeh osnovnih oblik financiranja.

Strošek lastniškega kapitala (R_e)

Med lastniško obliko financiranja spada vsak vložek kapitala v podjetje, ki obenem povečuje osnovni kapital podjetja (Brigham & Daves, 2002, str. 335). Strošek lastniškega kapitala je donosnost, ki jo zahtevajo investitorji, da svoja sredstva investirajo v podjetje. Najbolj uporabljen model za merjenje stroškov navadnega lastniškega kapitala je model določanja cen dolgoročnih naložb (angl. *capital asset pricing model*, v nadaljevanju: CAPM), katerega

namen je izračunati, kakšna je premija za prevzem sistematičnega tveganja (Brealey, Myers in Allen, 2006). Premijo izračunamo s sledečim matematičnim izrazom:

$$Re = Rf + \beta * (E(Rm) - Rf), \quad (3)$$

kjer je:

R_e	<i>zahtevana donosnost lastniškega kapitala,</i>
R_f	<i>netvegana obrestna mera,</i>
$E(R_m)$	<i>pričakovana stopnja donosa naložbe na trgu,</i>
β	<i>beta koeficient naložbe.</i>

Kot je razvidno iz zgornje enačbe strošek lastniškega kapitala že vsebuje koeficient tveganja naložbe. Ta je za vsako podjetje in tudi za vsako industrijsko panogo različen (Brigham & Daves, 2002, str. 301). Na strošek lastniškega kapitala pozitivno vplivajo netvegana obrestna mera, koeficient tveganja naložbe in zahtevana stopnja donosa na trgu. Torej, večji ko so netvegana obrestna mera, tveganje in zahtevana stopnja donosnosti naložbe na trgu, večja je tudi zahtevana donosnost lastniškega kapitala.

Strošek dolžniškega kapitala (R_d)

Dolžniških oblik financiranja je več, odvisne pa so od načina zadolžitve. Dolg si lahko sposodimo, ga zakupimo ali pa izdamo dolžniški vrednostni papir. Med prvo obliko dolžniškega financiranja spadajo posojila najeta pri bankah in nebančnih institucijah, med drugo zakup sredstev (angl. *leasing*) in med tretjo izdaja obveznice, ki je tržna oblika dolžniškega financiranja. Skupna značilnost vseh treh oblik financiranja so stroški pridobitve dolga in cena, pri čemer so stroški pridobitve dolga enkratni, ceno dolga pa se plačuje z obrestmi, ki so opredeljene kot letni odstotek izposojene vsote. Pri dolžniški obliki financiranja obstaja še ena posebnost, in sicer ločimo kratkoročni in dolgoročni dolg, meja med katerima je praviloma eno leto. Strošek dolga lahko enostavno izračunamo, saj so stroški neposredno razvidni iz plačil obresti. Dolžniško financiranje podjetja ima poleg tega, da je cenejše od lastniškega, še eno prednost, in sicer to, da so stroški z pridobitvijo dolga in obresti odbitne postavke od davčne osnove in s tem zmanjšujejo obseg davkov, katerim je podvrženo podjetje (Berk, Lončarski & Zajc, 2002, str. 82).

Tehtano povprečje stroška financiranja ($wacc$)

Ko poznamo strošek tako lastniškega kot dolžniškega kapitala podjetja, lahko izračunamo strošek celotnega kapitala $wacc$. $Wacc$ je tehtano povprečje vseh stroškov financiranja, pri izračunu pa moramo upoštevati davčni vpliv dolžniškega kapitala. Izračunamo ga z naslednjo enačbo:

$$wacc = w1 * Re + w2 * Rsd * (1 - t) + w3 * Rld * (1 - t), \quad (4)$$

Pri čemer je:

w_1	<i>delež lastniškega kapitala v financiranju,</i>
w_2	<i>delež kratkoročnega dolga v financiranju,</i>
w_3	<i>delež dolgoročnega dolga v financiranju,</i>
R_e	<i>zahtevana donosnost lastniškega kapitala,</i>
R_{sd}	<i>obrestna mera kratkoročnega dolga,</i>
R_{ld}	<i>obrestna mera dolgoročnega dolga,</i>
t	<i>stopnja davka od dobička.</i>

Iz enačbe je razvidno, da je strošek financiranja odvisen od strukture kapitala. Dolžniško financiranje je za podjetje bolj ugodno iz dveh razlogov, in sicer zaradi cenejšega dolžniškega kapitala in obresti, ki jih podjetje plačuje za tak kapital, saj te za podjetje predstavljajo davčni ščit. Pri tem lastniki obdržijo popolno kontrolo nad podjetjem. Na drugi strani je lastniško financiranje dražje, pri tem pa se je potrebno odpovedati določenemu lastniškemu deležu v podjetju. V zameno za manjšo kontrolo v podjetju obstoječi lastniki dobijo trajen kapital in finančno stabilno podjetje.

Dejavniki, ki vplivajo na strošek financiranja podjetja, so tisti s katerim lahko opišemo tveganje, kateremu je podjetje podvrženo. Večje tveganje pomeni tudi višjo ceno financiranja. Zato bom v nadaljevanju predstavil dejavnike, od katerih je odvisna višina stroška financiranja.

2.3.3.1 RAZVOJNA FAZA PODJETJA

Poznamo šest razvojnih faz, ki nam podjetje opišejo glede na del življenjskega cikla, na katerem se podjetje nahaja (Priloga 1). Za podjetja v zgodnjih razvojnih fazah je koeficient tveganja večji, saj so podjetja na začetku poslovne poti in je tveganje propada podjetja takrat največje, nasprotno pa je za podjetja v kasnejših razvojnih fazah tveganje obstoja manjše, zaradi česar je manjši tudi koeficient tveganja. Od razvojne faze podjetja je velikokrat odvisna tudi zahtevana stopnja donosnosti naložbe na trgu. Ker o podjetjih v zgodnjih fazah ni veliko informacij, je trg najbolj neučinkovit, kar se izraža v večji pričakovani stopnji donosa naložbe. Nasprotno pa je za uveljavljena podjetja, ki kotirajo na borzi, zahtevana stopnja donosa naložbe manjša, saj ima trg za določitev realnega stanja več informacij, zaradi česar je trg tudi bolj učinkovit.

2.3.3.2 SOCIALNA MREŽA

Za začetek poslovnega delovanja potrebujejo podjetniki informacije, kapital, znanje in zaposlene. Medtem ko nekatere izmed njih posedujejo sami, pa jim je dostop do ostalih omogočen prek poznanstev in zvez (Aldrich & Zimmer, 1986). Poznanstva in zveze, ki vodijo do uspešnih rezultatov posameznika in podjetja, pa so socialni kapital posameznika ter

podjetja in so ključna komponenta socialne mreže posameznika (Burt, 1992, str. 34). Socialno mrežo posameznika sestavljajo družina, prijatelji, znanci, pretekli sodelavci in vsi z njimi povezani ljudje. S svojim prispevkom k uresničevanju ciljev podjetnika in podjetja postanejo ljudje, ki so del te socialne mreže podjetnika in podjetja, njihov socialni kapital.

Mreženje ima več pozitivnih posledic za podjetnika in njegovo podjetje. Večja kot je njegova socialna mreža, več možnosti ima podjetnik, da dostopa do potrebnih informacij ali potrebnega znanja. Socialni kapital lahko predstavlja alternativo pridobivanju finančnih virov, saj se razvoj podjetja gradi predvsem na lastnih sredstvih in znanju, pri čemer je razvoj podjetja počasnejši (Jones & Jayawarna, 2010). Prav zaradi tega se podjetniki znotraj svoje socialne mreže definirajo in tako skrajšajo pot za pridobivanje informacij. Skozi čas postaja socialna mreža večja in lahko ključno pripomore k uspehu podjetnika in njegovega podjetja oz. k uspešnem zagonu novega podjetja.

2.3.3.3 POSLOVODSTVO

Upravljanje in poslovanje podjetja v današnjem dinamičnem okolju je možno samo z zavestnim usmerjanjem današnje in prihodnje dejavnosti podjetja, za to pa so odgovorni upravljalci in poslovodje, ki politiko podjetja oblikujejo in v ta namen planirajo (Pučko, 2008, str. 192). Poslovodstvo podjetja s svojim delovanjem direktno vpliva na zmožnost doseganja poslovnih rezultatov. Kljub temu se pri finančni analizi stabilnih podjetij, ki kotirajo na borzi, malokrat upošteva poslovodstvo kot strateško zelo pomemben dejavnik. Nasprotno pa pri vrednotenju podjetij, ki so še v eni zgodnejših razvojnih faz, predstavlja ta dejavnik enega ključnih strateških sredstev podjetja. Prav zaradi dejstva, da je uspešnost poslovanja podjetja v prihodnosti odvisna od kakovosti poslovodstva in njihovih preteklih izkušenj, se to dejstvo subjektivno upošteva pri oceni tveganja podjetja.

3 OCENJEVANJE VREDNOSTI START-UP PODJETIJ

Kot že povedano, je vrednost podjetja sestavljena iz dveh členov, in sicer vrednosti trenutnih sredstev ter vrednosti potencialnih bodočih zaslužkov. Ker start-up podjetja prvega člena nimajo, saj so tipično brez realnih (opredmetenih) sredstev in sredstva podjetja skoraj v celoti predstavlja intelektualni kapital lastnikov in zaposlenih, celotna vrednost podjetja sloni na drugem členu, potencialu generiranja denarnih tokov v prihodnosti. Prav zaradi tega vrednost start-up podjetja določa sedanja vrednost prihodnjih prostih denarnih tokov. Da bi lahko ocenili vrednost start-up podjetja, moramo posebno pozornost posvetiti dejavnikom, ki lahko v prihodnosti ustvarjajo dodano vrednost podjetju oz. lahko ustvarjajo prihodke. Vir dodane vrednosti pri start-up podjetjih so poslovodstvo, produkt, intelektualni kapital, del katerega so intelektualna lastnina, inovativna tehnologija ali celo inovativna ideja.

Podjetja, ki ustvarjajo večji denarni tok, so s strani trga vrednotena višje kot podjetja, ki ustvarjajo manjši denarni tok. V primeru start-up podjetij pa je ta trditev postavljena na glavo,

saj so podjetja, ki ustvarjajo negativen denarni tok vrednotena višje kot podjetja, ki ustvarjajo pozitiven denarni tok (Damodaran, 2001, str. 11). Prav zaradi tega je potrebno poznati specifične lastnosti start-up podjetij ter ob upoštevanju teh lastnosti model vrednotenja prilagoditi danim razmeram. Zato bom v nadaljevanju najprej predstavil specifične lastnosti start-up podjetja ter vrednost start-upa ocenil z uporabo modela diskontiranih denarnih tokov, ki ga bom prilagodil specifičnim okoliščinam novoustanovljenih podjetij. Na podlagi ocenjene vrednosti pa bom v nato pokazal, kako se izračuna investitorjev delež v start-up podjetju.

3.1 POSEBNOSTI PRI VREDNOTENJU START-UP PODEJTIJ

Start-up podjetje je specifično, ker nima realnih (opredmetenih) sredstev, vse premoženje podjetja pa predstavljajo intelektualna (neopredmetena) sredstva. Dodatno oviro ocenjevanju vrednosti predstavljajo omejene količine podatkov, ki jih lahko uporabimo pri vrednotenju. Ker gre za novoustanovljeno podjetje, to nima preteklega poslovanja, če je to inovativno podjetje, nima konkurence, vsa pričakovanja o bodočem poslovanju pa so močno subjektivna. Zaradi inovativnosti in intenzivnega razvoja svojega produkta, podjetje na začetku svojega obstoja še ne ustvarja prihodkov ali pa so ti majhni. Za analitika je namreč najtežje oceniti vrednost podjetju, ki ima v svojih finančnih izkazih nizke prihodke in negativni denarni tok, poleg tega pa je, ker gre za novonastalo podjetje, brez zgodovine poslovanja in konkurence, na podlagi katere bi lahko primerjali podatke.

Zaradi zgoraj navedenih pomanjkljivosti in lastnosti tveganega kapitala, je potrebno opustiti tradicionalne modele vrednotenja, ki temeljijo na premoženju in primerljivi tržni vrednosti, saj nimamo podatkov, ki bi jih lahko uporabili za izračun vrednosti. V primeru hitro rastočih podjetij je najbolj smiselno uporabiti model prostih denarnih tokov (DCF model) ali model uporabe realnih opcij (CCV model), saj ta dva modela upoštevata tveganje, koristi in stroške v prihodnosti ter jih z upoštevanjem časovne vrednosti denarja diskontirata na današnje vrednosti denarnih enot. Čeprav sta modela smiselna, to še ne pomeni, da pomanjkanje zgoraj omenjenih podatkov ne predstavlja ovir za vrednotenje. Razlog je v tem, da lahko v obeh modelih upoštevamo močan vpliv strateških dejavnikov. Prav tem dejavnikom posebno pozornost posvečajo tudi upravljalci tveganega kapitala na predstavitvah start-up podjetij. V diplomskem delu sem za vrednotenje start-up podjetja izbral model diskontiranih denarnih tokov pred modelom uporabe realnih opcij. Slednjega lahko komplementarno uporabim za vrednotenje posameznih elementov, ki lahko vplivajo na ceno podjetja, npr. patentna vloga, saj bi v tem primeru realno ocenil tudi možnost zavrnitve patenta.

3.2 MODEL DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

Zaradi specifičnih lastnosti start-up podjetij in tveganja, povezanega s poslovanjem teh, so investitorji tveganega kapitala glede na dejstvo, da rezultat vrednotenja ni natančna ocena vrednosti podjetja, razvili poenostavljen model vrednotenja. Osnova je DCF model, pri

katerem pa so vhodne predpostavke malce spremenjene. Ker se tak način vrednotenja uporablja s strani investorjev tveganega kapitala, so ga nekateri poimenovali kar model tveganega kapitala (angl. *venture capital model* ali *VC model*). V model so vključili strateške dejavnike, ki podajo bolj natančna pričakovanja finančne podobe podjetja v prihodnosti. Ta pričakovanja so v model vključena kot bodočih prihodki, čas, v katerem naj bi podjetje omenjene prihodke doseglo, in tveganje, ki zajema specifične lastnosti start-up podjetja. Model diskontiranih denarnih tokov je torej prilagojen tako, da namesto prostih denarnih tokov v modelu uporabimo oceno prihodkov. Pri tem v prvi fazi zanemarimo dejstvo, da prihodki ne pomenijo prostega denarnega toka podjetju (Damodaran, 2009, str. 13). Kljub poenostavitvi je zelo težko napovedati, kaj se bo s start-upom zgodilo v daljšem časovnem obdobju. Zaradi tveganja propada start-upa, ki je v začetni fazi največje, je časovni okvir vrednotenja krajši in praviloma ni daljši od treh let, tveganje, povezano s poslovanjem start-upa, pa je izraženo z zahtevano stopnjo donosnosti lastniškega kapitala.

3.2.1 OCENA BODOČIH PRIHODKOV

V primeru visokotehnoloških start-up podjetij je ocena prostih denarnih tokov zelo otežena, saj nimamo vpogleda na preteklo poslovanje, da bi si lahko na podlagi preteklih podatkov ustvarili sliko o bodočem poslovanju. Znano je, da ta podjetja v začetku svojega poslovanja ustvarjajo negativni denarni tok, kar izhaja iz intenzivnega razvijanja svojega produkta, pri čemer še ne ustvarjajo prihodkov ali pa so ti majhni. Damodaran (2001, str. 106-109) v tem primeru predlaga tri rešitve, in sicer nadomestitev negativnega denarnega toka s pozitivnim, uporabo prihodkov za določanje zaslužka namesto denarnega toka in zmanjšanje finančnega vzvoda. Zadnja rešitev je sicer uporabna pri tistih start-upih, kjer poglavitne stroške podjetja predstavljajo finančni odhodki za prejete vire financiranja. Problem pri ocenjevanju bodočih denarnih tokov start-up podjetja je večji, ker lahko ta podjetja ustvarjajo izgubo nekaj zaporednih let začetnega poslovanja. Prav zaradi tega so investitorji tveganega kapitala pri vrednotenju start-upa bolj osredotočeni na prihodke kot proste denarne tokove. Prihodki so tisti, ki po mnenju investorjev tveganega kapitala določajo uspešnost podjetja v samem začetku, saj dajejo jasen signal oz. potrditev, da za produkt start-upa obstaja trg oz. ga je ta sprejel. Z uporabo marže v prihodkih, ki predstavlja zaslužek podjetja, se investitorji izognejo negativnim denarnim tokovom. To je tudi razlog, da investitorji pri ocenjevanju vrednosti start-up podjetja bodoče proste denarne tokove nadomestijo s prihodki.

Pri ocenitvi bodočih prihodkov start-upa je pomembno poznati strateške dejavnike, ki vplivajo na uspeh podjetja v začetni fazi. Eden najbolj ključnih dejavnikov v začetni fazi podjetja je njegov produkt in lastnosti tega produkta, ki so oblikovane tako, da zadovoljujejo potrebe ciljne skupine kupcev. S poznavanjem ciljne skupine kupcev lahko določimo tržni segment, v katerem podjetje nastopa. Kupci so lahko potrošniki ali poslovni uporabniki, posledično pa je od vrste kupcev odvisna kupna moč. S tem, ko imamo določen tržni segment ter poznamo lastnosti kupcev, lahko rečemo, da imamo za naš start-up določen ciljni trg. S poznavanjem ciljnega trga lahko na podlagi lastnosti tega trga določimo njegovo velikost.

Jasno je, da razen v primeru novitete - in še to samo v začetnih mesecih, preden se pojavijo posnemovalci - podjetje ne more računati, da bo obvladovalo celoten trg, na katerem nastopa. Zaradi tega je potrebno določiti delež trga, ki bi ga podjetje lahko obvladovalo. Ta je odvisen od konkurence na trgu, vemo pa, da je konkurenca najmanjša v začetnih razvojnih fazah, preden je produkt dokončno oblikovan oz. je v poskusni verziji. Start-up, ki razvija lastno programsko opremo, je soočen z močno konkurenco na trgu, zaradi česar so še toliko bolj pomembne lastnosti produkta, ki ga trži.

S poznavanjem tržnih dejavnikov v naslednji fazi ocenimo potencial ustvarjanja prihodkov. Vemo, da je pogajalska moč kupcev izredno močna zaradi majhnih stroškov zamenjave prodajalca oz. ponudnika storitve in izredne skoncentriranosti kupcev v elektronskem poslovanju. Prav ta pogajalska moč kupcev vpliva na ceno produkta, jo znižuje, kar privede do diferenciacije podjetja od svojih konkurentov. Ključno vlogo pri ustvarjanju prihodkov ima, poleg produkta, poslovni model podjetja, ki nam pove, na kakšen način bo podjetje ustvarjalo prihodek. Poslovni model tudi definira konkurenčno prednost podjetja, saj zajema celotno vrednost, ki jo podjetje ustvarja.

Ko poznamo ciljni trg, želen tržni delež, ceno produkta in poslovni model, se lahko lotimo ocene prihodkov start-upa v prihodnosti. Pričakovani bodoči prihodki se ocenijo za nekaj let v naprej, običajno za obdobje v katerem investitor misli podjetje prodati oz. oceni, da bo potreben dodaten kapital. Ker se pri tem modelu osredotočamo na prihodke in pri tem zanemarjamo kratkoročne finančne vplive, dopuščamo možnost, da vrednost podjetja raste s pričakovanimi prihodki. Posledično podjetniki prihodke v pogajanjih ocenjujejo višje, medtem ko jih investitorji znižujejo, da bi s tem pridobili večji delež start-upa.

3.2.2 KONČNA VREDNOST (TERMINAL VALUE)

Ocenjevanje končne vrednosti start-upa se razlikuje od investitorja do investitorja. Pri vrednotenju start-up podjetij, pri katerih se v bližnji prihodnosti pričakuje intenzivno investiranje v razvoj, ta predstavlja potencial uspešnosti podjetja v prihodnosti. V nekaterih primerih jo predstavljajo kar ocenjeni prihodki sami, v drugih želena vrednost ob prodaji investicije, ki je dejansko večkratnik investirane vrednosti, v tretjih primerih pa kombinacija prihodkov in relativnih kazalnikov, ki odražajo stanje na trgu. Sahlman & Scherlis (1987) oceno start-up podjetij utemeljujeta izključno s končno vrednostjo, za katero pravita, da, ob upoštevanju primerljivega relativnega kazalnika, izraža oceno vrednosti podjetja, pri kateri želijo investitorji tveganega kapitala naložbo prodati.

V tem primeru že ocenjene bodoče prihodke povečamo s pomočjo relativnega kazalnika, ki odraža vrednost trga. Ker ocenjujemo prihodke podjetja, je relativni kazalnik, ki ga bom predstavil, EV/Sales. Ta kazalnik izraža razmerje med vrednostjo celotnega podjetja (lastniški kapital, povečan za neto finančni dolg, in likvidna finančna sredstva) in prihodki iz poslovanja. V našem primeru kazalnik ne izraža vrednosti start-upa, temveč poskušamo z

njim ovrednotiti start-up podjetje glede na to, kako so vrednotena podjetja na borzi oz. podjetja, ki so delnice prodala s prvo javno prodajo, kar je ena izmed možnih izhodnih strategij tveganega kapitala. Končno vrednost z uporabo relativnega kazalnika izračunamo sledeče:

$$\text{Končna vrednost} = FR * \left(\frac{EV}{Sales} \right), \quad (5)$$

Pri čemer je:

<i>FR</i>	<i>ocena pričakovanih prihodkov,</i>
<i>EV/Sales</i>	<i>relativni kazalnik primerljivega podjetja.</i>

Ne glede na način izračuna končne vrednosti pa je izračunano končno vrednost potrebno diskontirati, da izraža sedanjo vrednost. Pri start-upih ni neobičajno dejstvo, da končna vrednost denarnih tokov predstavlja 90 %, 100 % ali celo več kot 100 % ocenjene vrednosti podjetja (Damodaran, 2009, str. 10). Do tega pride zaradi negativnega denarnega toka, ki ga podjetje ustvarja na začetku svojega poslovanja. Ključni strateški dejavniki, ki vplivajo na oceno končne vrednosti pri start-upih, so ovire pri vstopu v visokotehnološko panogo. To so zaščite intelektualne lastnine v obliki patenta, blagovne znamke in pravic (Mann & Sager, 2007, str. 196). Zaščitena tehnologija za nova podjetja predstavlja oviro, saj daje podjetjem, ki so svojo intelektualno lastnino zaščitila, ekskluzivno pravico do uporabe nove tehnologije oz. dodaten vir dohodkov v obliki licenčnin.

3.2.3 ZAHTEVANA DONOSNOST

Definicija stroška celotnega kapitala wacc je enaka tako za start-up podjetja kot tradicionalna podjetja, vendar pa obstajajo tri posebnosti, ki start-up podjetja razlikuje od tradicionalnih (Roos & Gupta, 2001, str. 4). Prva je ta, da so start-up podjetja v največji meri odvisna od lastniškega kapitala, kar privede do tega, da je strošek celotnega kapitala wacc (skoraj) enak strošku lastniškega kapitala. Ko si start-up podjetje izposodi denar, je to največkrat v obliki hibridnega lastniškega papirja, zamenljive obveznice, saj so bančni viri za ta podjetja še vedno težko dostopni. Druga posebnost je ta, da se parametri izračuna celotnega stroška kapitala (cena dolga in lastniškega kapitala, prav tako razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom) lahko v kratkem in dolgem obdobju spremenijo zaradi potrebe po dodatnem kapitalu ali zaradi tega, ker so podjetja postala večja in bolj stabilna. Te spremembe pa posledično vplivajo na to, da je celotni strošek kapitala start-up podjetja drugačen iz leta v leto. Tretja posebnost je ta, da je oceno stroška tako kapitala kot dolga težko določiti iz preteklega poslovanja podjetja, saj tega podjetje še nima.

Da bi torej ocenjeni zaslužek in končna vrednost podjetja v prihodnosti izražali sedanjo vrednost, ju moramo diskontirati. Ker diskontiramo vrednost celotnega podjetja in ne samo

lastniškega kapitala, uporabimo tehtano povprečje stroška financiranja, ki vsebuje tako zahtevano donosnost lastniškega kapitala kot ceno morebitnega dolžniškega financiranja.

Posebnost pri uporabi prilagojenega DCF modela je ta, da zahtevana donosnost lastniškega kapitala ne zajema samo premije za prevzem sistematičnega tveganja, to je tveganja, ki se mu ne moremo izogniti, temveč zajema vsa tveganja, ki so povezana s specifičnimi lastnostmi start-up podjetja. Tako, med drugim, zajema tudi tveganje, da podjetje ne bo preživel oz. doseglo komercialnega poslovanja. Prav zaradi tega so zahtevane stopnje donosnosti pri start-up podjetjih precej višje kot pri zrelih podjetjih s stabilnim poslovanjem. Te stopnje se med seboj razlikujejo glede na del razvojnega cikla, v katerem se podjetje nahaja (Priloga 2). Ker sem v diplomskem delu osredotočen na podjetja v semenski in start-up fazi, bom v nadaljevanju omenil le intervala zahtevanih stopenj donosnosti za omenjeni fazi.

V semenski fazi je tveganje neuspeha start-upa največje, podjetje pa še ne ustvarja prihodkov od prodaje, zaradi česar je cena kapitala najvišja. Okvirno je zahtevana stopnja donosnosti s strani investorjev v tej fazi 80% in več.

V zagonski (start-up) fazi podjetje praviloma potrebuje denar za nakup opreme, dokončen razvoj izdelka in prve trženjske aktivnosti. Ker podjetje še vedno ne ustvarja prihodkov in je negotovost uspeha na trgu še vedno velika, je zahtevana stopnja donosnosti na vloženi kapital v tej fazi med 60-75%. Ker so si podjetja med seboj različna in nekatera v tej razvojni fazi že začnejo ustvarjati prihodke in izvajati obsežne trženjske aktivnosti, kljub temu pa še vedno ustvarjajo izgubo iz poslovanja, je lahko zaradi prvih prihodkov, ki so znak, da je trg podjetje sprejel, zahtevana donosnost kapitala tudi manjša od zgoraj omenjene, vseeno pa ne manjša od 50%.

Da zahtevana stopnja donosnosti zajema tudi tveganje preživetja start-upa, je razvidno tudi iz dejstva, da se z vsako naslednjo razvojno fazo, ki jo podjetje doseže, zahtevana stopnja donosnosti lastniškega kapitala občutno zmanjša. Pomembno na zmanjšanje zahtevane stopnje donosnosti vplivajo izkušnje podjetnika. V preteklosti je bilo namreč narejenih precej raziskav, ki so temeljile na predpostavki, da je start-up podjetje dejansko samo podaljšek podjetnika. Na podlagi te predpostavke so poskušali glede na podjetnikove lastnosti predvideti prihodnje poslovanje podjetja. Rezultati teh empiričnih raziskav niso potrdili odvisnosti poslovanja start-up podjetja od podjetnikovih lastnosti. Ena od raziskav s tega področja (Brüderl & Preisendörfer, 2000) pa je pokazala, da obstaja zelo močna povezanost med podjetnikovimi izkušnjami in hitrostjo razvoja start-up podjetja.

Investitorji tveganega kapitala so zaradi (svojih) preteklih izkušenj nagnjeni investirati svoja sredstva v podjetnike, ki so v preteklosti že imeli izkušnje z uresničevanjem podjetniške ideje, vodenjem podjetja in nastopom na trgih (Jones & Jayawarna, 2010). To je tudi razlog, da podjetnik z izkušnjami lažje pridobi sredstva v obliki tveganega kapitala in tudi večjo količino sredstev, saj podjetju zaradi preteklih izkušenj ustanovitelja pripisujejo večjo vrednost. Podobno kot se investorji zavedajo, da pretekli uspehi ne zagotavljajo vnovičnih uspehov, se

zavedajo tudi, da mladost in neizkušenost ne predstavljata nujno negativnega faktorja pri oceni vrednosti podjetja. Skozi zgodovino je bilo namreč večkrat dokazano, da so najbolj uspešna podjetja zgradili ljudje brez vodstvenih izkušenj, ki so oblikovali dobro podjetniško ekipo in bili pri svojem delu vztrajni.

3.3 DOLOČITEV INVESTITORJEVEGA (VC) DELEŽA V PODJETJU

Investitorji tveganega kapitala vstopajo v investicijo praviloma lastniško, preko dokapitalizacije oz. povečanja osnovnega kapitala. Ker je obstoječ lastniški kapital ustanoviteljev majhen in ne odraža potencialnih zaslužkov podjetja v prihodnosti, je najprej potrebno oceniti vrednost podjetja pred investicijo (Sahlman, Stevenson, Roberts & Bhidé, 1999, str. 271 in Damodaran, 2009, str. 16). Vrednosti start-up podjetja, ki je ocenjena preden podjetje dobi investicijo tveganega kapitala, pravimo pred-investicijska vrednost (angl. *pre-money value*). Ta ocena je velikokrat predmet pogajanj med ustanovitelji in investitorji.

Da bi lahko izračunali lastniški delež, ki ga bo prejel investitor tveganega kapitala v zameno za investicijo, moramo tej vrednosti prišteti še znesek načrtovane investicije. Ko ocenjeni vrednosti start-up podjetja prištejemo načrtovan znesek investicije dobimo, t.i. po-investicijsko vrednost start-up podjetja (angl. *post-money value*). To operacijo ponazarja naslednja enačba:

$$PMV = PREV + I, \quad (6)$$

Pri čemer je:

<i>PREV</i>	<i>ocenjena vrednost podjetja pred investicijo,</i>
<i>I</i>	<i>načrtovani znesek investicije,</i>
<i>PMV</i>	<i>ocenjena vrednost podjetja po investiciji.</i>

Za določitev lastniškega deleža, ki ga bo prejel investitor tveganega kapitala, pa moramo izračunati delež investicije v celotni ocenjeni vrednosti podjetja, vključujoč investicijo. Na tak način smo izračunali delež lastništva, ki ga v start-upu prejme investitor (Sahlman, Stevenson, Roberts & Bhidé, 1999, str. 271 in Damodaran, 2009, str. 16). Ta operacija je izražena z naslednjim razmerjem:

$$Delež\ lastništva\ VC = \frac{I}{PMV}, \quad (7)$$

Pri čemer je:

<i>I</i>	<i>načrtovani znesek investicije,</i>
<i>PMV</i>	<i>vrednost podjetja z upoštevanim zneskom investicije.</i>

Ker pa je iz dejavnikov v semenski fazi težko razbrati, kako uspešna bo ideja, so investitorji tveganega kapitala sčasoma razvili zagonske programe, skozi katere v start-up podjetja v zameno za lastniški delež investirajo fiksen denarni znesek, ki ne presega nekaj (deset) tisoč evrov. V zameno dobijo manjši lastniški delež, ki praviloma ni večji kot 10%. Skozi tak program investitorji tveganega kapitala pridobijo bolj podrobno sliko o podjetju in produktu ter ga s svojimi izkušnjami pomagajo usmerjati na poslovni poti.

Poleg neposrednega vstopa v vrednoteno podjetje se nemalokrat zgodi, da investitorji tveganega kapitala vstopajo v podjetje preko strukturiranja novih podjetij (angl. *corporate structuring*). Pri tem postopku investitorji tveganega kapitala ustanovijo z obstoječimi ustanovitelji start-up podjetja matično ali hčerinsko podjetje na katerega se prenesejo vse aktivnosti start-up podjetja. Odločitev glede ustanovitve hčerinskega podjetja oz. matičnega podjetja je predvsem odvisna od dogovora med ustanovitelji in investitorji ter začetnih uspehov start-up podjetja. V obeh primerih pa obstoječe podjetje predstavlja stvarni vložek ustanoviteljev start-up podjetja pri ustanovitvi skupnega podjetja z investitorji tveganega kapitala.

SKLEP

Tvegani kapital se je razvil kot alternativna oblika financiranja razvojnih potreb start-up podjetij v zgodnjih razvojnih fazah. To je trajen lastniški kapital, pri katerem so investitorji potrpežljivi in računajo na dobiček ob izhodu iz investicije. Pogajanja z investitorji tveganega kapitala slej kot prej privedejo do ocene vrednosti start-up podjetja. Poleg subjektivnosti ustanoviteljev in investorjev na oceno start-up podjetja, ki jo v veliki meri predstavljajo le potencialni bodoči zaslužki, vplivajo strateški dejavniki. Ti so pri start-up podjetjih izjemnega pomena, saj so edini dejavnik, s katerim poskušamo predvideti uspešnost start-up podjetja v prihodnosti. V semenski in start-up fazi investitorji tveganega kapitala namenjajo enako pozornost ustanoviteljem, njihovim lastnostim, znanju, ambicioznosti in izkušnjam, kot sami ideji. V ospredju so torej notranji viri podjetja, od katerih je najbolj odvisen razvoj podjetja v prihodnje. Na podlagi teh notranjih virov si investitorji poskušajo ustvariti sliko o bodočem poslovanju start-up podjetja. Uspešnost start-up podjetja investitorji ocenjujejo tako, da poskušajo oceniti, kako so ustanovitelji zmožni izkoristiti notranje vire, ki so jim na voljo za uspešen nastop na trgu. Pri tem mere uspešnosti ne predstavljajo prosti denarni tokovi, temveč, zaradi poenostavitve, možni prihodki, ki jih podjetje lahko ustvari v obdobju nekaj let in so prilagojeni z uporabo marže, tako, da izražajo zaslužek. Kljub temu pa ocenjena vrednost temelji na končni vrednosti, ki v veliko primerih v celoti predstavlja ocenjeno vrednost podjetja. Tak način vrednotenja izhaja iz dejstva, da zaslužek iz naložbe ne bo temeljil na izplačilih vmesnih dobičkov, temveč bo ustvarjen s prodajo lastniškega deleža v podjetju, ko bo to postalo dobičkonosno in zanimivo za ostale investitorje, ki niso pripravljeni sprejeti takšnega tveganja kot investitorji tveganega kapitala. Za oceno vrednosti start-up podjetij nemalokrat prilagajajo obstoječe in uveljavljene modele finančnega vrednotenja, tako da lahko uporabijo podatke, ki so jim na voljo. Ocenjeno vrednost zaslužkov in končne

vrednosti diskontirajo z diskontnim faktorjem, ki izraža višjo zahtevano donosnost zaradi prevzema večjega tveganja glede na tržne naložbe. Za ocenjevanje vrednosti podjetij je značilno, da ocena ne predstavlja natančne vrednosti, temveč je to vrednost, ki predstavlja bodoča pričakovanja o uspešnosti podjetja. Pri start-up podjetjih so te ocene še manj natančne in bolj zaokrožene, saj so tudi predmet pogajanj med ustanovitelji in investitorji. Do pogajanj pride zaradi dejstva, da je od te ocene odvisen odstotek lastništva, ki se mu morajo ustanovitelji odpovedati v zameno za investicijo tveganega kapitala. To vrednost imenujemo pred-investicijska vrednost. Tej ocenjeni (izpogajani) vrednosti se nadalje prišteje znesek investicije, rezultat pa je nova vrednost podjetja, imenovana po-investicijska vrednost. Odstotek lastništva, ki ga bo v zameno za investicijo pridobil investitor tveganega kapitala, pa je izračunana z razmerjem med zneskom investicije in končno (po-investicijsko) vrednostjo.

LITERATURA IN VIRI

1. Aastebro, T., & Bernhardt, I. (2003). Start-up financing, owner characteristics, and survival. *Journal of economics and business*, 55(4), 303-319.
2. Aldrich, H. E., & Zimmer, C. (1986). V D. Sexton & R. Smilor (ur.), Entrepreneurship through social networks. *The art and science of entrepreneurship* (str. 3-23). New York: Ballinger.
3. Bain, J. S. (1968). *Industrial organization*. New York: Wiley.
4. Berk, A., Lončarski, I., & Zajc, P. (2002). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
5. Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120.
6. Brealy, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). *Principles of corporate finance* (8th ed). Boston: McGraw-Hill.
7. Brigham, E. F., & Daves, P.R. (2002). *Intermediate financial management* (7th ed.). Fort Worth: South-Western.
8. Brüderl, J. & Preisendörfer, P. (2000). Fast-growing businesses. *International journal of sociology*, 30(3), 45–70.
9. Brynjolfsson, E., & Smith, M. (2000) Frictionless commerce? A comparison of internet and conventional retailers. *Management Science*, 46(4), 563-585.
10. Bovaird, C. (1990). *Introduction to venture capital finance*. London: Pitman.
11. Burt, R. S. (1992). *Structural holes: the social structure of competition*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.
12. Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of business venturing*, 19(2), 261-283.
13. Castells, M. (1996). *The information age: economy, society, and culture Vol. I: The Rise of the Network Society*. Oxford: Blackwell.
14. Damodaran, A. (2001). *The dark side of valuation: valuing old tech, new tech and new economy companies*. London: Pearson Education.
15. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation : tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: J. Wiley.
16. Damodaran, A. (2009). Valuing companies with intangible assets. Najdeno 18. maja 2011 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf>
17. Gompers, P. A., & Lerner, J. (2004). *The venture capital cycle*. Cambridge (Mass.): The MIT Press.
18. Groznik, A., Trkman, P., & Lindič, J. (2009). *Elektronsko poslovanje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Gupta, R., & Joshi, M. (2009). DNA of a startup firm. Najdeno 20. maja 2011 na spletnem naslovu: <http://ssrn.com/abstract=1527448>
20. Hill, B., & Power, D. (2001). *Inside secrets to venture capital*. John Wiley & Sons, Inc.

21. Jones, O., & Jayawarna D. (2010). Financial resources, entrepreneurial networks and performance: the role of bootstrapping in emerging businesses'. *Venture Capital*, 12(3), 127-152.
22. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation : measuring and managing the value of companies*. Hoboken (N.J.): J. Wiley.
23. Kotler, P. (2005). *Marketing management*. Upper Saddle River (New Jersey): Prentice Hall/Pearson Education International.
24. Lindič, J. (2010). Prosojnice predavanj pri predmetu elektronsko poslovanje. Najdeno 17. aprila 2010 na spletnem naslovu: https://student.ef.uni-lj.si/student/predmeti/predmeti32/_struktura/izpis.asp?vrsta=2&id=191256&lan=eng
25. Mann, R.J., & Sager, T.W. (2007). Patents, venture capital, and software start-ups. *Research policy*, 36(2), 193-208.
26. May, J., & Simmons C. (2001). *Every business needs an angel*. New York, NY: Crown business.
27. Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American economic review*, 48(3), 261-297.
28. Mramor, D. (2000). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. New York: The Free Press.
30. Porter, M. E. (1985). Technology and competitive advantage. *Journal of business strategy*, 5(3), 60-78.
31. Prašnikar, J., & Domadenik, P. (2007). *Mikroekonomija*. Ljubljana: GV Založba.
32. Pučko, D. (2008). *Strateški management 1*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
33. Rappa, M. (2006). Business models on the web. Najdeno 18. maja 2011 na spletnem naslovu <http://digitalenterprise.org/models/models.html>
34. Roos, G., & Gupta, O. (2001). Valuation of private technology firms - a discussion paper on dealing with the associated problems commercialise. Marysville, 2001. Najdeno 20. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://digital.library.adelaide.edu.au/dspace/bitstream/2440/46787/1/hdl_46787.pdf
35. Sahlman, W. A., & Scherlis, D. R. (1987). *Method for valuing high-risk, long-term investments: The venture capital method*. Boston (Mass.): Harvard Business School Press.
36. Sahlman, W. A., Stevenson, H. H., Roberts, M. J., & Bhidé, A. V. (1999). *The entrepreneurial venture* (2nd ed.). Boston (Mass.): Harvard Business School Press.
37. Schwandt, D. R., & Marquardt, M. J. (1999). *Organizational learning - from world-class theories to global best practices*. Boca Raton: St. Lucie Press.
38. Tajnikar, M. (2000). *Tvegano poslovanje: knjiga o poslovanju rastočih poslov*. Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo.
39. Titman, S., Keown, A. J. & Martin, J. D. (2011). *Financial management: principles and applications*. Boston: Prentice Hall
40. Zettelmeyer, F., Fiona S. M., & Silva-Risso, J. (2006). How the internet lowers prices: evidence from matched survey and auto transaction data. *Journal of marketing research*, 43(2), 168-181.

41. Zacharakis, A., Erikson, T., & George, B. (2010). Conflict between the VC and entrepreneur: the entrepreneur's perspective. *Venture Capital*, 12(2). 109-126.
42. Žugelj, D., Penca, P., Slavnič, N., Žunec, B., & Vadjal J.(2001). *Tvegani kapital: si upate tvegati?* Ljubljana: Lisac & Lisac.

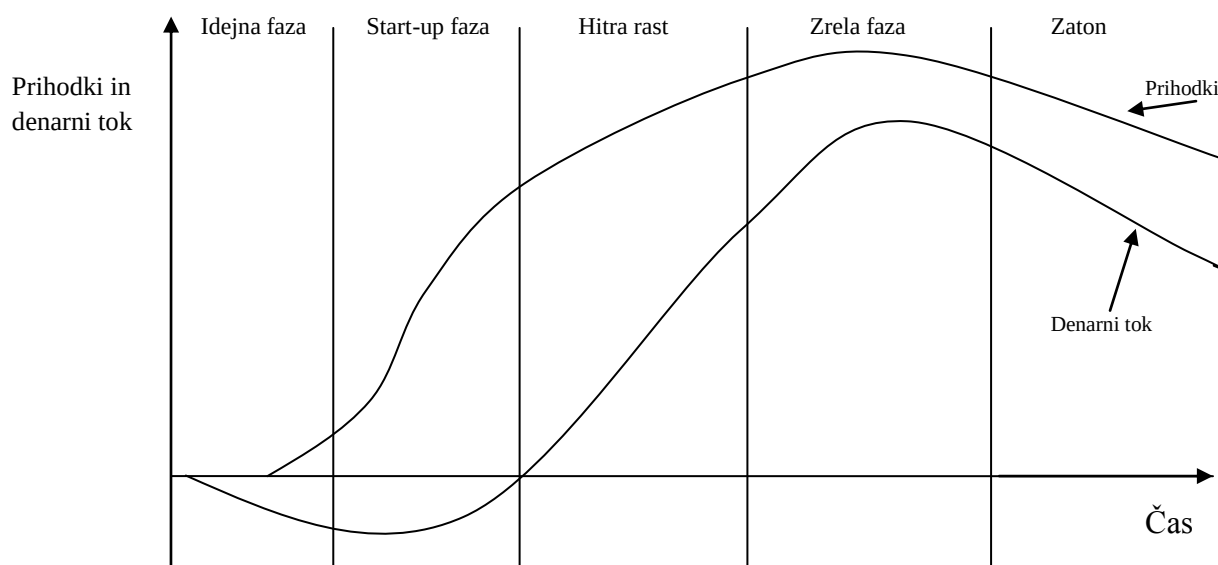
PRILOGE

PRILOGE

Priloga 1: Življenjski cikel podjetja	2
Priloga 2: Zahtevana stopnja donosa naložbe tveganega kapitala	2

Priloga 1: Življenjski cikel podjetja

Slika 1: Grafični prikaz življenjskega cikla podjetja



Prihodki in dobiček	Podjetje nima prihodkov ali so le-ti majhni. Denarni tok je negativen.	Prihodki pričajo strmo naraščati. Denarni tok je negativen ali zelo majhen.	Strma rast prihodkov. Denarni tok je pozitiven in raste.	Rast prihodkov se upočasni in umirja. Denarni tok še vedno narašča.	Prihodki in denarni tok padajo.
Zgodovina poslovanja	Je ni.	Zelo omejena.	Na voljo je več informacij o preteklem poslovanju.	Informacije o preteklem poslovanju lahko uporabimo za vrednotenje.	Kvalitetne informacije o preteklem poslovanju.
Primerljiva podjetja	Jih ni.	Obstajajo, vendar so v isti fazi.	Več primerljivih podjetij v različnih razvojnih fazah.	Veliko število primerljivih podjetij v različnih razvojnih fazah.	Število primerljivih podjetij se zmanjšuje. Podjetja se nahajajo v zreli fazi.
Vrednost podjetja	Temelji v celoti na potencialu rasti	Temelji večinoma na potencialu rasti.	Temelji deloma na obstoječih sredstvih, še vedno pa prevladuje potencial rasti.	Temelji bolj na obstoječih sredstvih kot na potencialu rasti.	Temelji izključno na obstoječih sredstvih.

Vir: povzeto po A. Damodaran, *The dark side of valuation: valuing old tech, new tech and new economy companies*, 2001, str. 13; A. Damodaran, *Valuing companies with intangible assets*, 2009, str. 4.

Priloga 2: Zahtevana stopnja donosa naložbe tveganega kapitala

Tabela 2: Zahtevana stopnja donosa naložbe tveganega kapitala po razvojnih fazah

Razvojna faza podjetja	Zahtevana stopnja donosnosti (v %)
Semenska faza	80+
Zagonska faza	60 – 75
Zgodnja faza	50 – 70
Razvojna faza	40 – 60
Razširitvena faza	30 – 50
Vmesna faza	20 – 35
Vrhunec (IPO, MBO, LBO)	15 – 25

Vir: povzeto po C. Bovaird, Introduction to venture capital finance, 1990; B. Hill & D. Power, Inside secrets to venture capital, 2001; D. Žugelj, P. Penca, N. Slavnič, B. Žunec & J. Vadnjal, Tvegani kapital: si upate tvegati?, 2001.