

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

INES ZORIČ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

FINANCIRANJE MALIH IN SREDNJIH PODJETIJ S TVEGANIM KAPITALOM

Ljubljana, maj 2011

INES ZORIČ

IZJAVA

Študentka Ines Zorič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala v soglasju s svetovalcem doc. dr. Igorjem Prodanom, in da v skladu s prvim odstavkom 21. člena Zakona o avtorski in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 18.5.2011

Podpis: _____

KAZALO

| | |
|--|-----------|
| UVOD | 1 |
| 1 FINANCIRANJE MALIH IN SREDNJE VELIKIH PODJETIJ | 2 |
| 2 NEFORMALNI IN FORMALNI TVEGANI KAPITAL | 5 |
| 2.1 Poslovni angeli | 6 |
| 2.2 Skladi tveganega kapitala | 7 |
| 3 DELOVANJE DRUŽB TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI | 9 |
| 3.1 Zakonska podlaga za delovanje družb tveganega kapitala v Sloveniji | 9 |
| 3.2 Spodbude Slovenskega podjetniškega sklada za družbe tveganega kapitala | 10 |
| 4 FINANCIRANJE S TVEGANIM KAPITALOM V PRAKSI | 14 |
| 4.1 Vidik družbe tveganega kapitala DTK Murka | 14 |
| 4.2 Vidik podjetnika – podjetje Ocean Orchids | 16 |
| SKLEP | 18 |
| LITERATURA IN VIRI | 21 |
| PRILOGE | |

KAZALO TABEL

| | |
|--|----|
| Tabela 1: Odobrene naložbe v zasebne DTK-je..... | 13 |
|--|----|

KAZALO SLIK

| | |
|---|----|
| Slika 1: Viri financiranja skozi razvojne faze podjetja | 6 |
| Slika 2: Sistem delovanja sklada tveganega kapitala | 8 |
| Slika 3: Linija za lastniško financiranje MSP | 11 |

UVOD

Mala in srednje velika podjetja (v nadaljevanju MSP) so hrbtenica evropskega gospodarstva. V Evropski uniji (v nadaljevanju EU) je več kot 23 milijonov MSP, kar pomeni 99 odstotkov evropskih podjetij. MSP so evropski neto ustvarjalci delovnih mest in zaposlujejo več kot 100 milijonov zaposlenih ter proizvedejo 60 odstotkov evropskega bruto domačega proizvoda (Priročnik pravil skupnosti o državnih pomočeh za MSP, 2011). Pomembno vlogo imajo tudi v procesu inovacij in so tako pomemben element na znanju temelječega gospodarstva.

Dostop do ustreznega financiranja je ena od največjih težav malih in srednje velikih podjetij v EU. Vlagatelji in banke se pogosto izogibajo financiranju novoustanovljenih podjetij ali mladih MSP zaradi tveganja, ki je s tem povezano (Priročnik pravil skupnosti o državnih pomočeh za MSP, 2011).

Mala in srednje velika podjetja skozi različne faze razvoja potrebujejo različne vire financiranja. V začetni fazi razvoja projekta, od ideje do komercializacije, ko je tveganje uspeha največje, so klasični viri financiranja skoraj nedosegljivi. V tej fazi je treba poiskati tako imenovane alternativne finančne vire na trgu tveganega kapitala (Brezovnik, 2008). Tvegani kapital je zelo pomembna sestavina nove ekonomije, saj omogoča sponzoriranje podjetnikov in tehnološko zahtevnih podjetij v njihovih zgodnjih fazah ter svetovanje v najobčutljivejših letih (Antončič, Hisrich, Petrin & Vahčič, 2002, str. 314).

Financiranje s tveganim kapitalom je v Sloveniji še razmeroma nov in neznan način financiranja. Tema je aktualna in zanimiva, saj veliko podjetnikov ni dovolj seznanjenih s financiranjem s tveganim kapitalom. Tovrstno financiranje je primerno predvsem za majhna in srednje velika podjetja, ki težko pridejo do standardnih virov financiranja (dolžniških virov financiranja).

V diplomskem delu se bom osredinila na lastniške vire financiranja, predvsem na neformalni tvegani kapital (poslovnih angelov) in formalni tvegani kapital (iz skladov tveganega kapitala). **Namen diplomskega dela** je preučiti stanje in izkušnje s tveganim kapitalom v Sloveniji, in to tako z vidika družbe tveganega kapitala kot tudi podjetja, financiranega s tveganim kapitalom.

Cilji diplomskega dela:

- predstaviti vire financiranja MSP,
- opredeliti neformalni in formalni tvegani kapital,
- preučiti zakonsko podlago za delovanje družb tveganega kapitala v Sloveniji,
- predstaviti državne spodbude na področju tveganega kapitala (iz razpisa Slovenskega podjetniškega sklada),

- na podlagi intervjujev preučiti izkušnje s tveganim kapitalom z vidika družbe tveganega kapitala in z vidika podjetnika,
- oceniti stanje financiranja s tveganim kapitalom v Sloveniji.

Teoretični del diplomskega dela je oprt na literaturo domačih in nekaj tujih avtorjev. Ker je na področju, ki ga obravnavam, zelo malo t. i. klasične literature, so bili uporabljeni predvsem članki, publikacije in drugi prispevki, ki obravnavajo aktualne teme z obravnavanega področja. Lastni argumenti, ugotovitve in razmišljanja o problematiki diplomskega dela izhajajo iz pridobljene literature in izkušenj, pridobljenih v podjetju, kjer trenutno opravljam študentsko delo.

Ugotovitve in znanje, ki temeljijo na literaturi in drugih virih, so povzeti po metodah deskripcije in analize vsebine. Metoda pridobivanja informacij v drugem delu diplomskega dela je bil polstrukturirani globinski intervju, ki sem ga s sodelujočimi opravila osebno. Intervju je bil sestavljen iz več vnaprej pripravljenih vprašanj, dopuščala pa sem tudi možnost dodatnih vprašanj med intervjuvanjem, in sicer z namenom pridobitve dodatnih in bolj poglobljenih odgovorov na posamezna vprašanja. Rezultati in ugotovitve iz intervjujev so v obliki povzetka, razdeljenega na vsebinske sklope, predstavljeni v drugem delu diplomskega dela.

Diplomsko delo je sestavljeno iz dveh delov, teoretičnega in praktičnega. V prvem delu bom predstavila teoretično podlago na temo financiranja malih in srednje velikih podjetij s tveganim kapitalom. Diplomsko delo preide v drugi del s predstavitev zakonskih podlag za delovanje družb tveganega kapitala v Sloveniji in razpisa Slovenskega podjetniškega sklada za kapitalske naložbe Republike Slovenije v družbe tveganega kapitala. Izsledke iz teoretičnega dela bom podkrepila z dvema primeroma iz prakse. Praktična primera bosta predstavila vidik financiranja s strani družbe tveganega kapitala ter podjetja.

1 FINANCIRANJE MALIH IN SREDNJE VELIKIH PODJETIJ

Ekonomisti po svetu se vedno bolj zavedajo pomena majhnih in srednje velikih podjetij za gospodarstvo. Ravno zato je področje financiranja MSP-jev deležno vedno večje pozornosti, saj se gospodarstveniki in tudi podjetja sama zavedajo, da MSP-jem primanjkuje primerne financiranja.

Eden najtežjih problemov v procesu ustvarjanja podjetja je pridobivanje financ (Antončič et al., 2002, str. 303). Financiranje majhnih podjetij se razlikuje od financiranja velikih podjetij in je zaradi specifičnih značilnosti majhnih podjetij kompleksnejše kot financiranje velikih podjetij (Slavec, 2008, str. 18).

Poznamo dva tipa financiranja: financiranje z **dolžniškim kapitalom** in financiranje z **lastniškim kapitalom**. Financiranje z dolžniškim kapitalom je metoda financiranja, ki

vključuje obrestovano sredstvo. Financiranje z dolžniškim kapitalom od podjetnika zahteva, da odplača vsoto izposojenih denarnih sredstev, vključno s plačilom, izraženim v obliki obrestne mere, včasih pa tudi v pogodbenih točkah, za uporabo ali možnost uporabe denarja. Financiranje z lastniškim kapitalom ne zahteva jamstva in vlagatelju daje nekakšno obliko lastniškega položaja v podjetju (Antončič et al., 2002, str. 303).

Financiranje je mogoče tudi z **notranjimi in zunanjimi sredstvi** (Antončič et al., 2002, str. 304). Podjetje se lahko zunanje financira s kratkoročnim ali z dolgoročnim zadolževanjem, odvisno od namena financiranja. Med najpogostejše vire zunanjega financiranja, ki so MSP-jem na voljo, spadajo (Slavec, 2008, str. 10):

- lastniški viri:
 - neformalni tvegani kapital (poslovni angeli),
 - formalni tvegani kapital (skladi tveganega kapitala),
 - prva javna ponudba delnic (IPO),
 - zaprta prodaja delnic,
- dolžniški viri:
 - zadolževanje pri bankah in drugih finančnih institucijah,
 - odlogi plačil dobaviteljem za nabavljene zaloge,
 - zakup (angl. leasing),
 - faktoring – odkup terjatev,
 - posojila posameznikov – neformalni viri,
 - izdaja dolžniških finančnih instrumentov,
- državni programi pomoči in državni skladi,
- evropski programi pomoči (EU, EIB, EBRD),
- mednarodna sredstva (npr. sredstva WB, IBRD).

Pomanjkanje poglobljenih odnosov z bankami, višje obrestne mere, bančna birokracija in zahteve po zastavi premoženja so finančne ovire, ki majhnim podjetjem po svetu otežujejo rast (OECD, 2006, str. 9).

Pomembna odločitev je, ali se bo podjetje dodatno financiralo iz zunanjih lastniških ali dolžniških virov. Berger in Udell (1998; v Slavec, 2008, str. 8) opredeljujeta, da se bodo podjetja, ki želijo ohraniti popoln nadzor nad podjetjem, raje dolžniško zadolževala. Nekatera podjetja pa bodo glede na okoliščine izbrala lastniško financiranje, da se izognejo prevelikemu tveganju in ga delijo s tveganju bolj naklonjenimi vlagatelji.

Podjetje skozi različne faze razvoja potrebuje različne vire financiranja. V začetni fazi razvoja projekta, od ideje do komercializacije, ko je tveganje uspeha največje, so klasični viri skoraj nedosegljivi. V tej fazi je treba poiskati tako imenovane alternativne finančne vire na trgu tveganega kapitala. Financiranje s tveganim kapitalom (poslovnih angelov in skladov tveganega kapitala) pri nas do zdaj še ni dovolj razširjeno. Zaradi vse večjih potreb po virih

financiranja v zgodnjih fazah rasti podjetja bodo tovrstni viri financiranja vse aktualnejši (Brezovnik, 2008). S tveganim kapitalom se financirajo podjetniški projekti z dobro idejo na pravem trgu, odličnim in ambicioznim menedžmentom ter s potencialno strategijo izhoda.

Prvi finančni viri, ki jih pridobi podjetnik, so običajno po sistemu 4F (Poslovni angeli, 2010):

- founders (ustanovitelji),
- friends (prijatelji),
- family (družina),
- fools (naivneži).

Izjemno malo novih podjetij se ustanovi brez lastnih denarnih sredstev podjetnika. Ne samo, da so to najcenejša sredstva po stroških in nadzoru, ampak so tudi bistvena za pridobivanje zunanjih financ. Zunanji viri kapitala si namreč lahko ustvarijo mnenje, da podjetnik, ki v svoj posel ni vložil nič denarja, verjetno ni zadosti predan.

V začetnem razvoju projekta po navadi najprej poiščemo sredstva v lastnih vrstah (Brezovnik, 2008). Za podjetnikom so drugi najpogostejši vir ustanovitvenega kapitala družina in prijatelji (Antončič et al., 2002, str. 306). Pri tem je uspeh tako rekoč zagotovljen, vendar s precejšnjimi stranskimi učinki. S takim načinom zbiranja sredstev po navadi pridobimo vlagatelje z malo izkušnjami, nenatančno sliko o projektu in s pogosto nerealnimi pričakovanji. To je lahko le začasna rešitev, vendar se je zanjo odloča večina podjetnikov. S temi sredstvi se lahko zagotovijo ustanovitev podjetja, izdelava prototipa ali izvedba pilotnega projekta, pridobitev prvih strank in podobno. V tej fazi se pokaže, ali obstaja trg za proizvode oziroma storitve, ki jih ponuja novoustanovljeno podjetje (Brezovnik, 2008).

Naslednja možnost so banke, problem je le v tem, da so projekti v zgodnjih fazah za slovenske in evropske banke po večini preveliko tveganje in se za financiranja v obliki kreditov ne odločajo, razen če gre za podjetje z na trgu že uveljavljenim produktom in tako banka dobi dovolj premoženja v zavarovanje kredita. To torej ni pot za mladega podjetnika, saj omenjenega premoženja nima. Zanj je smiselno, da v banki povpraša po alternativnih možnostih. Nekaterne banke ustanovijo svoje sklade tveganega kapitala, kjer združijo del svojega kapitala in sredstva izkušenih vlagateljev ter podjetij natančno z namenom financiranja tovrstnih projektov (Brezovnik, 2008).

Ko podjetnik pridobi začetne vire, ustanovi podjetje in ima ambicije po eksponentni rasti, mora biti sposoben zbrati sredstva še iz drugih virov. Hitra rast podjetja namreč pomeni tudi velike potrebe po finančnih sredstvih, ki jih podjetnik običajno ni sposoben zagotoviti sam. Podjetje je v tem trenutku v fazi, ko je tveganje zelo veliko, saj so potrjeni zgolj koncept, prototip in prvih nekaj strank. Običajno v tej točki odigra ključno vlogo oseba, ki dobro pozna panogo, v kateri deluje podjetje, tehnologijo in najverjetneje tudi trende, predvsem na podlagi preteklih izkušenj.

2 NEFORMALNI IN FORMALNI TVEGANI KAPITAL

Tvegani kapital bi lahko opredelili kot kapitalske (lastniške) vloške v mikropodjetja, mala in srednje velika podjetja s strani zunanjih vlagateljev kot pravnih oseb (skladov ali družb tveganega kapitala), ki niso neposredno ustanovitelji podjetja, vendar so kljub temu pripravljeni vložiti kapital v zelo tvegane začetne in razširitvene faze razvoja podjetja. Vložek ni dolžniški vir (kredit), ki bi ga podjetje moralo vrniti, temveč predstavlja osnovni ali dodatni lastniški vir, ki ob propadu podjetja služi za poplačilo dolga podjetja in ga vlagatelj ne more zahtevati nazaj. S tem vlagatelj prevzema riziko naložbe, za kar pa zahteva ustrezno visok donos na vložek. Ko podjetje doseže ustrezno velikost in ceno na trgu, vlagatelj obvezno izstopi iz podjetja in proda svoj lastniški delež lastnikom ali pa zunanjim vlagateljem (Pfeifer, 2008).

Glavna značilnost tveganega kapitala je v razmeroma visokem tveganju naložb v inovativne podjetniške projekte s potencialom hitre rasti. Gre za obliko upravljanja premoženja, kjer je pomembna podjetniška sposobnost vlagateljev (Vadnjal & Letonja, 2008), saj tako vrsto financiranja spremljajo visoko tveganje in posledično tudi veliki potencialni donosi.

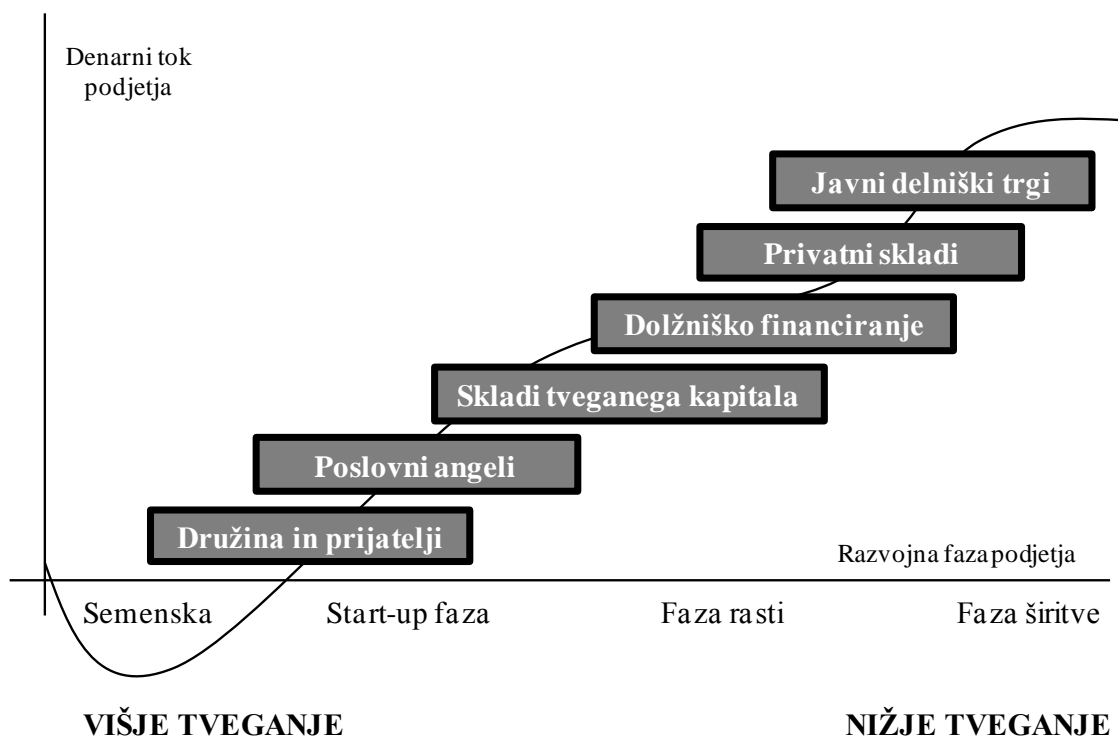
Tvegani kapital delimo na formalni in neformalni, pri čemer pod neformalni tvegani kapital uvrščamo poslovne angele, pod formalni tvegani kapital pa sklade tveganega kapitala. S Slike 1 je razvidno, da financiranju s strani poslovnih angelov običajno sledi formalni tvegani kapital, kar kaže na to, da sta to **komplementarna vira financiranja**. Komplementarnost pa obstaja tudi med bančnimi posojili in posojili drugih finančnih ustanov. Bančna posojila namreč običajno nastopijo, če je bilo v prejšnjih fazah zbrano dovolj lastniškega kapitala (Slavec, 2008, str. 15).

Bovaird (1990) opredeljuje sedem stopenj vlaganja tveganega kapitala. Te stopnje se vsaj delno skladajo z življenjskim ciklom podjetja, saj kažejo, kakšen kapital potrebuje podjetje v posamezni fazi življenjskega cikla. Za posamezno fazo pa so značilne različne vrste naložb tveganega kapitala, ki jih ločimo glede na doseženi razvoj podjetja, v katerega se vlaga kapital, glede na zrelost podjetja in dolžino časa do realizacije naložbe.

V grobem sedem naložbenih stopenj delimo v tri faze, ki se skladajo s potrebami podjetja, ki nastajajo v posamezni življenjski dobi (Ličen, 2005, str. 14):

- zgodnje financiranje (semenski + zagonski kapital),
- financiranje razvoja (zgodnja faza + drugi krog + razširitveni kapital),
- financiranje poznih faz ter prevzemi in odkupi podjetij.

Slika 1: Viri financiranja skozi razvojne faze podjetja



Vir: Poslovni angeli – viri financiranja podjetij, 2010.

2.1 Poslovni angeli

Poslovni angeli so premožni ljudje, ki sicer tvegajo, vendar prihranke vlagajo precej načrtno (Antončič et al., 2002, str. 307). Poslovni angeli v splošnem vlagajo v manjše poslovne priložnosti ter so s svojimi izkušnjami dober vir realnih in uporabnih nasvetov. Sodelovanje poslovnega angela ne pomeni, da je zdaj posel »obsojen« na uspeh. Tudi angeli niso vsemogočni in imajo svoje omejitve v horizontu svojih izkušenj in kontaktov.

Poslovni angeli so uspešni poslovneži, ki so v preteklosti že zgradili eno ali več uspešnih podjetij. Kot omenjeno, jim finančno stanje omogoča, da vlagajo tudi v zelo tvegane naložbe, kot so »start-up« podjetja. So običajno prvi zunanji vlagatelji v podjetje, pred skladi tveganega kapitala ali drugimi viri financiranja. Z naložbo postane poslovni angel solastnik podjetja in predstavlja veliko dodano vrednost za podjetnika, saj poleg denarja vlaga tudi svoje znanje, izkušnje in socialni kapital. Tako so poslovni angeli običajno aktivno vpleteni v delovanje podjetja in podjetniku tudi neke vrste mentorji. Obenem pa je naložba za poslovnega angela sofisticirano plemenitenje denarja s potencialnimi visoki donosi in z možnostjo vplivanja na naložbo (Poslovni angeli, 2010).

Izkušnje kažejo, da je povprečni čas vlaganja poslovnih angelov običajno od tri do sedem let, naložbe znašajo od 5000 do 500.000 evrov, zahtevan donos na naložbo pa je vsaj trideset

odstotkov na letni ravni (Poslovni angeli, 2010). Poslovni angeli vlagajo v podjetnike oz. podjetja s potencialom hitre rasti, sposobnim menedžmentom in z jasno strategijo izhoda.

Gre za t. i. »win-win« situacijo, saj poslovni angel vlaga v tvegano naložbo, s čimer ima tudi možnost potencialnih velikih donosov in možnost dejavnega vplivanja na naložbo. Obenem pa podjetnik s strani poslovnega angela dobi izkušenega mentorja, ki poleg finančnega kapitala v podjetje vloži tudi vse svoje znanje in izkušnje ter svoje kontakte (Poslovni angeli, 2010).

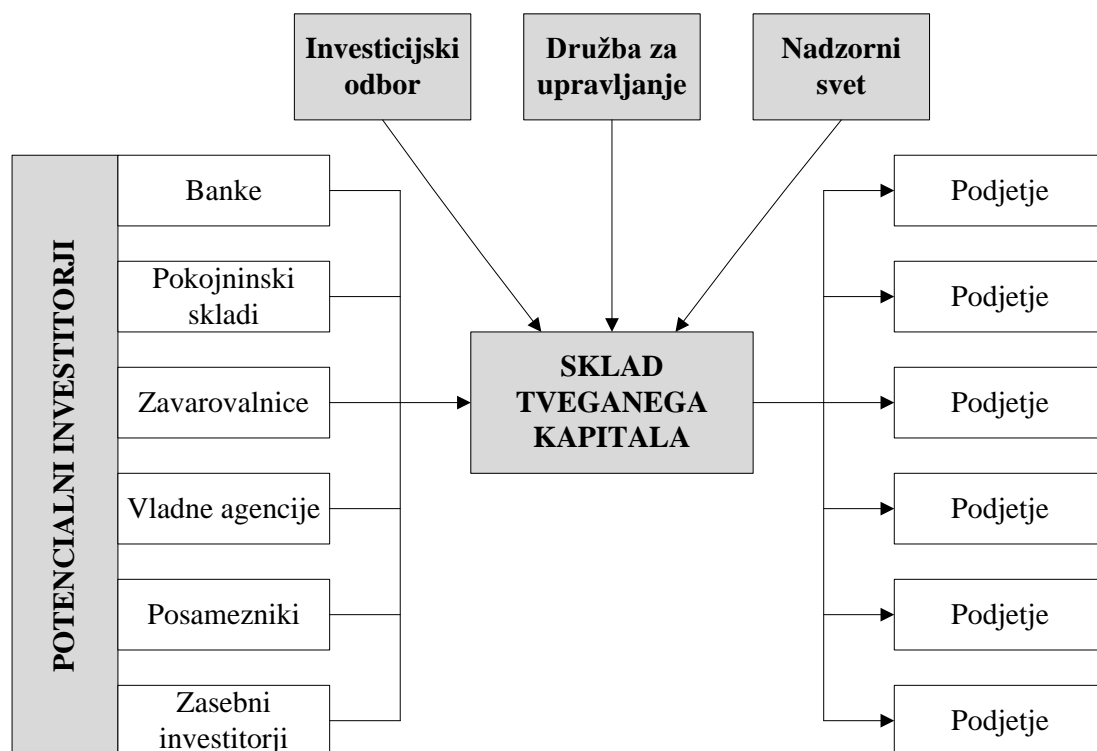
2.2 Skladi tveganega kapitala

Skladi tveganega kapitala so skupna sredstva institucionalnih in (ali) drugih zasebnih vlagateljev (podjetja ali posamezniki). Osnovna filozofija skladov tveganega kapitala je sistematično vlagati v kapital podjetij, za katera upravljavci sklada menijo, da imajo možnost zelo visokega povišanja vrednosti. Iščejo torej naložbe z zelo visokim pričakovanim donosom, to pa je, kot vemo, povezano z zelo visoko stopnjo tveganja (Antončič et al., 2002, str. 311).

V primerjavi z drugimi oblikami vlaganja v lastniške deleže ta oblika zahteva veliko strokovnost. Uspešni upravljavci skladov tveganega kapitala imajo veliko izkušenj in znanja tako s področja menedžmenta in financ kot tudi specifičnih tehničnih področij iz dejavnosti, v katere vlagajo (Antončič et al., 2002, str. 312). Skladi tveganega kapitala so strokovno upravljani z jasno politiko sprejema projektov v postopek ocenjevanja in z jasnimi kriteriji za financiranje. Naenkrat vlagajo v več projektov in tako razpršijo tveganje. Delovanje sklada tveganega kapitala z udeleženci v procesu je ponazorjeno na Sliki 2.

Na lestvici kriterijev za odločitev o financiranju je pri vlagateljih na prvem mestu visoka sposobnost menedžmenta podjetja, šele nato potencial samega projekta. Dober menedžment in malce slabši potencial projekta skladu zagotavlja večji uspeh kot briljanten projekt in nezanesljiv menedžment. Za njih nezanimive projekte oziroma tiste, ki ne dosegajo postavljenih osnovnih kriterijev, izločijo že v fazi osnovnega preverjanja, zato se v fazo podrobnega pregleda uvrstijo le dobri projekti, pa tudi od teh jih financiranje dočaka le majhen delež (Brezovnik, 2008).

Slika 2: Sistem delovanja sklada tveganega kapitala



Vir: PANNEP, 2010.

Sredstva sklada tveganega kapitala se delijo na (PANNEP, 2010):

- **semenski kapital**, ki se vlaga na začetku poslovanja,
- **financiranje zagona** (»start-up«), kjer so sredstva namenjena razvoju proizvodov in začetnim trženjskim dejavnostim,
- **financiranje razvoja in širitve**, kjer so sredstva namenjena za doseganje rasti in širitve.

Kljub opisani delitvi pa skladi tveganega kapitala neradi vlagajo v kapital v začetni fazi podjetja, tj. v semenski kapital. Zaradi visokega tveganja in zaščite svojih vlagateljev se skladi tveganega kapitala raje usmerjajo na financiranje poznejših razvojnih faz in na razpršitev naložb v različna podjetja iz različnih dejavnosti in z različno doseženo stopnjo razvoja. Pri takem načinu financiranja so skladi izpostavljeni manjšemu tveganju in tudi hitrejšemu doseganju kapitalskih donosov ter manjšim potrebam po aktivnem upravljanju investiranega podjetja, ki je v zrelejši razvojni fazi (Pfeifer, 2008).

Skladi tveganega kapitala najpogosteje ponujajo samo financiranje, lahko pa pomenijo tudi vir znanja, kako z ekonomskega in s pravnega vidika realizirati podjetniške ideje. Podjetju, v katerega vlagajo tvegani kapital, lahko nudijo pomoč pri poslovanju oz. svetovanje v zvezi z realizacijo podjetniške ideje (Pfeifer, 2008). S kapitalskim vstopom v podjetje si zagotovijo kar največji kontrolni delež in opravljajo nadzorno funkcijo. Sklad tveganega kapitala želi

ostati v podjetju le omejeno dobo, denimo od treh do petih let, nato pa želi svoj delež z dobičkom odprodati.

Glavna **razlika med poslovnimi angeli in skladi tveganega kapitala** je predvsem v fazi vstopa v podjetje, pri čemer običajno najprej vstopijo poslovni angeli, v višini naložbe, v dodanih vrednostih, stopnji tveganja in načinu financiranja. Obstajajo pa še nekatere druge razlike. Na primer, pri poslovnih angelih v podjetje vstopi vlagatelj, saj se tudi sam odloči, kateremu podjetju lahko prinese največ dodane vrednosti, pri skladih pa je denar investiran iz sklada in se običajno ne ve, kdo so vlagatelji, ki so svoja sredstva zaupali skladu, dodane vrednosti pa prinesejo upravljavci (Brezovnik, 2008).

3 DELOVANJE DRUŽB TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI

Tvegani kapital je pomemben dejavnik razvoja podjetništva in nastanka novih, na znanju in tehnologijah temelječih podjetij. V tranzicijskih gospodarstvih intenzivnost takih naložb zaostaja za razvitimi tržnimi gospodarstvi, zato se EU in posamezne vlade ukvarjajo z izzivom povečanja tovrstnega financiranja (Vadnjal & Letonja, 2008).

Po podatkih Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (AJPES) je bilo v mesecu aprilu 2011 v Sloveniji registriranih enajst družb tveganega kapitala (v nadaljevanju DTK). Doseganje števila in višine naložb tveganega kapitala v Sloveniji, ki bi bila primerljiva z razvitimi državami, je še zelo daleč. Vse več pa je podjetnikov, ki so seznanjeni z različnimi možnostmi vlaganja, in vse več jih razume, da je doseganje hitre rasti mogoče le s partnerji, ki prinesejo kapital in pomoč pri vodenju podjetja.

Vlada RS je prepoznala nerazvitost trga lastniških oblik financiranja podjetij kot eno izmed sistemskih pomanjkljivosti za večji in hitrejši gospodarski razvoj, zato strateško razvojne usmeritve za spodbujanje konkurenčnosti slovenskega gospodarstva že nekaj let usmerja v spodbujanje lastniškega financiranja (Pfeifer, 2008).

3.1 Zakonska podlaga za delovanje družb tveganega kapitala v Sloveniji

Vlada Republike Slovenije je pripravila program ukrepov, ki bi izboljšali stanje na področju tveganega kapitala. V letu 2007 je sprejela Zakon o družbah tveganega kapitala (Ur.l. RS, št. 92/2007) in uvedla davčne olajšave za naložbe tveganega kapitala v rastoča mala in srednje velika podjetja. Zakon predvideva ustanovitev družb v okviru Zakona o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 42/2006, 60/2006 popr.), in ne ustanovitve posebnih pravnih organizacijskih oblik. Zakon o družbah tveganega kapitala (v nadaljevanju ZDTK) urejuje (Slovenski podjetniški sklad, 2010c):

- statusno pravno opredelitev DTK,
- dovoljene naložbe DTK,

- ustrezen nadzor nad DTK.

ZDTK (Ur.l. RS, št. 92/2007, 57/2009) družbo tveganega kapitala opredeljuje kot gospodarsko družbo, ki ima status tveganega kapitala in opravlja dejavnost v skladu z določbami zakona.

Zakon opredeljuje tvegani kapital kot lastniške naložbe v gospodarske družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje in se ni trgovalo na organiziranem trgu. Naložbe, katerih namen je saniranje gospodarskih družb, zakon izključuje kot tvegani kapital.

Družba tveganega kapitala sme nalagati, upravljati in odsvajati tvegani kapital izključno z namenom pridobivanja dobička. Zakon določa, da mora družba tveganega kapitala najmanj petdeset odstotkov sredstev nameniti naložbam tveganega kapitala v MSP, nadaljnjih trideset odstotkov pa za naložbe lastniškega kapitala in t. i. mezzanin kapitala. Posojila ali poročstva za posojila ali mezzanin kapital sme dati samo tisti družbi, v kateri je udeležena s tveganim kapitalom.

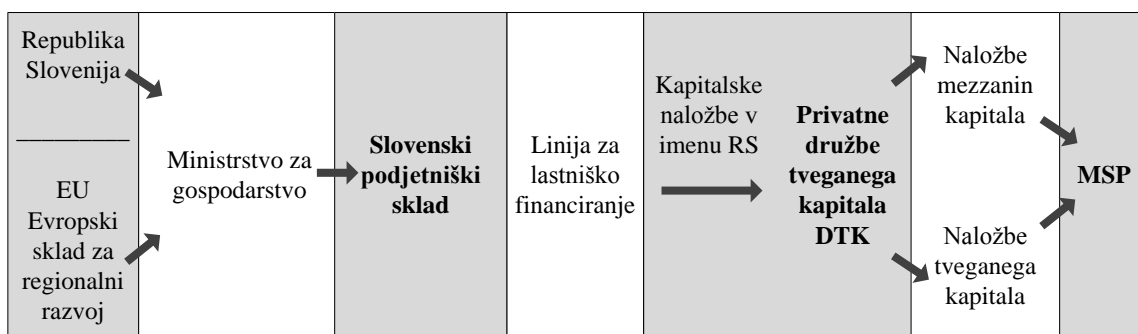
Zakon je spodbudil pojav nove gospodarske družbe v slovenskem gospodarskem prostoru, ki je s svojo dejavnostjo omogočila manjšim perspektivnim podjetjem nov način pridobivanja sredstev za poslovanje. Seveda pa zakon sam ni bil dovolj za prepoznavnost tveganega kapitala med podjetniki. V letu 2010 je Javni sklad Republike Slovenije za podjetništvo (v nadaljevanju Slovenski podjetniški sklad) prevzel pobudo za sofinanciranje zasebnih družb tveganega kapitala.

3.2 Spodbude Slovenskega podjetniškega sklada za družbe tveganega kapitala

Slovenski podjetniški sklad je pooblaščen javni finančni sklad, ustanovljen z namenom izboljšanja dostopa do finančnih sredstev za MSP v Republiki Sloveniji. Slovenski podjetniški sklad je v obdobju 2007–2008 okrepil finančne mehanizme, s katerimi je malim in srednje velikim podjetjem olajšal dostop do finančnih sredstev. To so jamstva za posojila, podaljšana jamstva, subvencije in ugodni zakupni pogoji za ustanavljanje inovativnih novih, tudi mikropodjetij. V takratni in trenutni finančni in gospodarski krizi sta pomanjkanje zaupanja in povečevanje tveganja zelo omejili tokove finančnih virov za podjetja (OECD, 2009).

Slovenski podjetniški sklad je v mesecu marcu 2010 v uradnem listu (Ur.l. RS, št. 17/2010 in 45/2010) objavil Javni razpis za kapitalske naložbe RS v zasebne družbe tveganega kapitala (v nadaljevanju javni razpis). Razpis se je izvajal v okviru Programa instrumentov finančnega inženiringa za MSP v Republiki Sloveniji (PIFI), na podlagi katerega je bilo razpisanih 33,99 milijona evrov sredstev. Proces vlaganja sredstev v MSP-je na podlagi DTK je predstavljen na Sliki 3.

Slika 3: Linija za lastniško financiranje MSP



Vir: Slovenski podjetniški sklad, *Podjetno inovativna Slovenija – tvegani kapital tudi v Sloveniji, 2010b*.

Predmet javnega razpisa so bile kapitalske naložbe v zasebne družbe tveganega kapitala s strani Republike Slovenije, ki jo je za potrebe javnega razpisa zastopal Slovenski podjetniški sklad.

Namena javnega razpisa sta bila razvoj trga tveganega kapitala v Sloveniji in pospeševanje lastniških naložb v mikropodjetja, mala in srednje velika podjetja v obliki naložb tveganega kapitala in mezzanin kapitala. Republika Slovenija je želela na ta način prek Slovenskega podjetniškega sklada povečati število zasebnih družb tveganega kapitala in pospešiti razvoj MSP s potencialom hitre rasti in multiplicirati učinek vlaganja javnih sredstev.

Skupna višina razpisanih sredstev, ki so bila namenjena za kapitalske naložbe Republike Slovenije v zasebne DTK, je bila 33.998.495,66 evra, od tega petinosemdeset odstotkov namenskih sredstev EU – ESRR in petnajst odstotkov slovenske udeležbe (Republike Slovenije).

Ključni pogoji in omejitve DTK, ki izhajajo iz javnega razpisa, so naslednji (Slovenski podjetniški sklad, 2010a):

- opravljajo lahko naslednje dejavnosti:
 - naložbe tveganega kapitala v ciljne MSP-je,
 - naložbe navideznega lastniškega kapitala (t. i. mezzanin naložbe) v ciljne MSP-je,
 - druge dejavnosti iz prve alineje prvega odstavka 6. člena ZDTK,
- najmanj 51 odstotkov osnovnega kapitala in naknadnih vplačil v DTK morajo zagotoviti zasebni družbeniki, delež Republike Slovenije lahko predstavlja največ 49 odstotkov vseh sredstev DTK (osnovnega kapitala in naknadnih vplačil),
- naložbe in upravljanje DTK morajo biti dobičkonosni in zastavljeni na tržnih osnovah,
- DTK bodo kapitalsko vstopali v podjetja, ki spadajo v skupino MSP, skladno z določili iz Priloge 1 Uredbe Komisije (ES), št. 800/2008, z dne 6. 8. 2008,

- finančna sredstva bodo v DTK nalagali v MSP, ki delujejo v zakonitih panogah gospodarstva (razen v panogah, izrecno določenih v razpisnih pogojih) in v vseh regijah Republike Slovenije,
- DTK ne bo vlagal v MSP-je, ki kotirajo na borzi, oziroma v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi,
- najmanj 70 odstotkov svojih sredstev mora DTK nameniti za naložbe tveganega kapitala in naložbe navideznega lastniškega kapitala (mezzanin naložb) v ciljne MSP-je, ki so registrirani v Republiki Sloveniji; največ 30 odstotkov svojih sredstev pa lahko DTK nameni za naložbe tveganega kapitala in naložbe navideznega lastniškega kapitala (mezzanin naložb) v ciljne MSP-je, ki so registrirani zunaj Republike Slovenije,
- osnova za sprejem odločitev o vlaganju v MSP-je je poslovni načrt MSP-jev s podrobnostmi o proizvodni, prodaji, stopnji rasti in dobičku ter izvedljivosti projekta,
- DTK pri izboru lastniških naložb v obliki tveganega kapitala in mezzanin kapitala v ciljne MSP-je upošteva naslednja načela:
 - uvajanje sodobne tehnologije v povezavi z novimi proizvodi/storitvami,
 - povečanje dodane vrednosti na zaposlenega,
 - donosnost kapitala,
 - neposredno prodajo zunaj trga Republike Slovenije,
 - tržno naravnost v povezavi z novim projektom,
 - inovativnost,
 - nove zaposlene,
 - izstopne strategije.

Do novembra 2010 so bili v okviru dveh odpiranj vlog že zaključeni postopki odobritve štirih naložb v zasebne DTK-je, ki so v obliki razpredelnice predstavljene v Tabeli 1.

Družbe tveganega kapitala Prvi sklad, Meta Ingenium, DTK Murka in Sklad poslovnih angelov bodo od državnega Slovenskega podjetniškega sklada v obliki dokapitalizacije skupaj prejele 20,6 milijona evrov, ki jih bodo skupaj z lastnimi 21,4 milijona evrov namenile za vloške v mlada podjetja (Ugovšek, 2010).

Tabela 1: Odobrene naložbe v zasebne DTK-je

| | Številka vloge | Naziv DTK-ja | Skupni kapital (v evrih) | Načrtovana vrednost zasebnih vlagateljev (v evrih) | Načrtovana vrednost lastniške udeležbe RS (v evrih) | Odstotni delež RS | Odstotni delež zasebnih vlagateljev | Upravljalvska družba |
|---|----------------|--|--------------------------|--|---|-------------------|-------------------------------------|----------------------------------|
| 1 | VLf 10/2 | Meta ingenium, družba tveganega kapitala, d. o. o. | 10.207.000 | 5.206.000 | 5.001.000 | 48,9958 | 51,0042 | Zernike Meta – Ventures Spa |
| 2 | VLf 10/3 | DTK Murka, družba tveganega kapitala, d. o. o. | 8.000.000 | 4.080.000 | 3.920.000 | 49 | 51 | UD – upravljalska družba, d.o.o. |
| 3 | VLf 10/4 | Prvi sklad, družba tveganega kapitala, d. o. o. | 18.405.257,86 | 9.405.257,86 | 9.000.000 | 48,8990 | 51,1010 | RSG Kapital, d.o.o. |
| 4 | VLf 10/7 | Sklad poslovnih angelov, družba tveganega kapitala, d. o. o. | 5.392.156,85 | 2.749.999,99 | 2.642.156,86 | 49 | 51 | Venturelab, d.o.o. |
| | | | 42.004.414,71 | 21.441.257,85 | 20.563.156,86 | | | |

Vir: Slovenski podjetniški sklad, Vlada RS dala soglasje za podpis družbenih pogodb Republike Slovenije z izbranimi družbami tveganega kapitala, 2010d.

4 FINANCIRANJE S TVEGANIM KAPITALOM V PRAKSI

Financiranje s tveganim kapitalom je najlažje ponazoriti s primeri. Odločila sem se za predstavitev vidika obeh strani financiranja, tako družbe tveganega kapitala kot tudi podjetnika. Predstavniku družbe tveganega kapitala in podjetniku sem zastavila nekaj vprašanj, da bi izvedela predvsem čim več uporabnih informacij za podjetnike, ko bi se odločali, ali je tvegani kapital pravi vir financiranja za njihovo podjetje oz. podjetniško idejo. Prav tako pa so bila vprašanja namenjena tudi vpogledu v stanje tveganega kapitala v Sloveniji. V nadaljevanju so predstavljeni rezultati intervjujev.

4.1 Vidik družbe tveganega kapitala DTK Murka

Kot je razvidno iz tabele 1, je ena izmed družb, ki je uspešno pridobila sredstva Republike Slovenije, tudi DTK Murka, družba tveganega kapitala, d. o. o. (v nadaljevanju DTK Murka). Intervjuvala sem direktorja upravljalvske družbe omenjene družbe Daniela Viljevca (v nadaljevanju direktor DTK).

Družba DTK Murka, družba tveganega kapitala, d. o. o., je bila ustanovljena leta 2010, predvsem za potrebe razpisa Slovenskega podjetniškega sklada. Po zaključku postopkov za pridobitev sredstev je družba v decembru 2010 s strani Republike Slovenije uspešno pridobila sredstva v višini 3.920.000 evrov, kar je 49-odstotni delež v družbi.

Intervju sem začela z vprašanji glede prejšnjih izkušenj s podobnimi naložbami in s po mojem mnenju zelo pomembnim vprašanjem, zakaj se je sploh odločil za ustanovitev tako specifične gospodarske družbe. Po besedah direktorja je pglavitni razlog pri odločitvi o ustanovitvi družbe tveganega kapitala razpršitev naložb. Izkušnje, ki jih je pridobil do zdaj, mu omogočajo ter dajejo samozavest in dovolj kritičnosti, da je zmožen oceniti, ali je v podjetje vredno vlagati. S krogom znancev, ki imajo podobne izkušnje, so se odločili ustanoviti sklad, prek katerega bi vlagali sredstva in pomagali manjšim podjetjem na njihovi poti. Seveda bi bilo mogoče te naložbe izvesti prek posameznih podjetij, vendar pa sklad celoten postopek poenostavi, prednosti ima tudi na davčnem področju, saj so vlagatelji in sklad neobdavčeni na dobiček. Ustanovitev takega sklada so zainteresirani sicer načrtovali v naslednjih letih, vendar je bil razpis Slovenskega podjetniškega sklada za kapitalske naložbe RS v zasebne družbe tveganega kapitala dovolj dober povod, da so se za to odločili že v letu 2010.

Izkušnje z odločitvami in vlaganjem v manjša podjetja so glavna prednost pri odločitvi glede potencialnih naložb. Direktor DTK je poudaril, da so vsi, ki so v družbo vključeni – bodisi ustanovitelji, investicijski menedžerji ali družbeniki, v preteklosti imeli izkušnje s PID-om (pooblaščno investicijsko družbo). Udeležba v pomembnih funkcijah v PID-u, kot so nadzorni sveti, udeležbe na skupščinah in aktivno upravljanje, so med najpogostejšimi. Direktor DTK je v podjetjih, v katerih je bil udeležen, vključen v vodenje bodisi kot direktor, nadzornik ali predstavnik lastnika. Zaradi različnih panog podjetij je dobro spoznal, kako

lahko presodi, ali bo posel uspešen ali ne. Vse te izkušnje pa so najboljša prednost in lastnost, ki jo kot direktor družbe tveganega kapitala potrebuje.

Kadar govorimo o financiranju s tveganim kapitalom, so po besedah direktorja DTK podjetniki zadržani. Razlog naj bi bil, da je tvegano financiranje zunaj ZDA in Izraela še zelo nepomemben in neznan način financiranja. Podjetniki se raje kreditirajo pri bankah, saj so Slovenci zelo nezaupljivi, zato se redko odločijo za predajo deleža in v svoj posel spustijo nekoga tretjega. Mlajše generacije so sicer bolj odprte za alternativne vire financiranja, vendar pa so tudi bolj zaletave, nepremišljene in nekritične do svojih idej. Vsi ti razlogi pa so vzrok za preudarejši razmislek o naložbi s strani vlagateljev.

Družba DTK Murka upa, da bi s svojo dejavnostjo dodala svoj delček pri spodbujanju in razvoju MSP. Sicer po besedah direktorja tvegani kapital v primerjavi s posojili še vedno ostaja razmeroma nepomemben del, ostaja pa upanje, da bo ta način financiranja postal bolj znan in se razvil širše.

Po razjasnitvi predhodnega stanja in mnenja direktorja DTK o trenutnem stanju tveganega kapitala na slovenskem trgu sva pogovor nadaljevala glede najzanimivejše teme, tj. naložb in načrtov družbe.

Glavni cilj družbe je maksimiziranje premoženja družbenikov ob razpršitvi naložb ob primernem tveganju. Glede naložb pa je zastavljen cilj, da bo izvedenih manj naložb z večjimi vsotami, da bi bili doseženi boljši rezultati pri izbranih projektih. Manj naložb prispeva tudi k večji vpletenosti pri poslovanju in povečuje pozornost pri posameznem projektu. Po mnenju direktorja DTK je pregled nad več manjšimi naložbami težji, prav tako pa podjetnik ni deležen pozornosti in pomoči. DTK Murka pa kot družba, ki bo sredstva vložila v posamezni MSP, želi temu nuditi vso pomoč, ki jo lahko, in tako doseči vidnejše rezultate. V tem konkretnem primeru ne gre samo za finančna sredstva, ampak je pomembna vloga in prednost predvsem na področju poznanstev in izkušenj. Po besedah direktorja v družbi niso pripravljene vstopiti v popolnoma tvegano naložbo. Sicer ne izključujejo naložb v t. i. »start-up« podjetja, vendar bi bila ta naložba v primerno manjši vsoti kot pri kateri drugi vrsti podjetja. Bolj so nagnjeni k vlaganju v »spin-off«.

Kar zadeva panoge, v katere bi družba vlagala, te niso specifično opredeljene, niti se ne nagibajo k nobeni že prej dogovorjeni panogi. Investicijski menedžerji ostajajo odprti do različnih predlogov. Vseeno pa ima družba glede na razpisno dokumentacijo na to vezane panoge, v katere kot družba tveganega kapitala, ki je pridobila sofinanciranje s strani Republike Slovenije, ne sme vlagati svojih sredstev. Tudi geografsko se družba ni osredinila na nobeno regijo posebej, saj bi se s tem močno omejila. Z vidika nadzora in pregleda nad delovanjem podjetja bi bilo bolj smiselno sodelovati v osrednjeslovenski regiji, vendar pa slovenski gospodarski prostor ni tako velik, da bi to predstavljalo oviro ne glede na lokacijo. V razpisni dokumentaciji so omenjene tudi nekatere omejitve glede geografskega vlaganja.

Vendar pa so te osredotočene le na omejitve naložb v razmerju med Slovenijo in tujino. Družbe lahko najmanj sedemdeset odstotkov svojih sredstev vlagajo v MSP-je v Republiki Sloveniji, največ trideset odstotkov pa lahko namenijo MSP-jem, katerih sedež podjetja je zunaj Republike Slovenije.

Po mnenju direktorja DTK je pomembno, da bo podjetnik, s katerim bodo sodelovali, za seboj imel ekipo, ki bo imela že nekaj izkušenj. Ideja o vlaganju v novoustanovljeno podjetje z enim zaposlenim brez kakršnih koli izkušenj je težko izvedljiva, še posebej ker želijo podjetju pomagati prebiti se na tuji trg oziroma mu pomagati pri razvoju novih idej in samega podjetja, ne pa samo priskrbeti denarnih sredstev za zagon. Iščejo naložbe z natančno zastavljeno vizijo z možnostjo širjenja, iskanja in zapolnjevanja novih tržnih niš, kjer so ovire za vstop večje – konkurenca, prav tako pa je potrebno tudi specifično znanje, ki ga je težko posnemati. Seveda pa mora MSP že v poslovnih načrtih dokazati, da lahko doseže dovolj visoko stopnjo donosa, saj je to eden izmed pglavitnih kriterijev pri izbiri MSP-ja.

Po besedah direktorja, ki je že na začetku pojasnil, da želi z MSP-ji dosegati visoke cilje, za naložbe pa si želi ambiciozna podjetja z že nekaj ozadja, v katera bi lahko vložili večje vsote. Seveda so odprte tudi možnosti za manjše in bolj tvegane MSP-je, vendar pa bi bil v tem primeru vložek vanj precej nižji. Vseeno pa ovrzimo trditev, da želi družba sodelovati pri udeležbi v že uspešnih podjetjih, kajti ni tako. Cilj in naloga tveganega kapitala ni vlaganje sredstev v MSP-je, da bi ti pridobili še nekaj dodatnih denarnih sredstev. Je pa primerna naložba v že uspešne MSP-je tista, ki spodbudi k razvoju novega projekta.

V nasprotju s teorijo, opisano v prvem delu diplomskega dela, ki v povezavi s tveganim kapitalom govori predvsem o vlaganju v mlada, inovativna, hitro rastoča podjetja z visoko ravno tveganja za vlagatelje, je predstavnik družbe DTK Murka poudaril, da so pripravljene sprejeti le določeno višino tveganja. To pomeni, da v mlada podjetja z neizkušenimi podjetniki ne bodo vlagali večjih vsot, saj ocenjujejo, da predstavljajo previsoko tveganje, ki ga v skladu s strategijo poslovanja družbe ne morejo prevzeti. Vključevanje večje količine tovrstnih projektov v portfelj bi dolgoročno lahko ogrozilo poslovanje družbe tveganega kapitala.

Taka odločitev družbe je dober primer razhajanj med teorijo in dejanskim stanjem v gospodarskem prostoru. Ravno take odločitve bi lahko bile razlog za nepoznavanje financiranja s tveganim kapitalom v praksi.

4.2 Vidik podjetnika – podjetje Ocean Orchids

Po predstavitvi financiranja s tveganim kapitalom z vidika sklada tveganega kapitala je smiselno predstaviti tudi vidik podjetja, ki že ima izkušnje s tako obliko financiranja. Podjetniško stran bom predstavila na primeru prekmurskega podjetja Ocean Orchids. Nekaj

vprašanj, vezanih predvsem na financiranje s tveganim kapitalom v omenjenem podjetju sem postavila Romanu Ferenčaku, enemu od dveh ustanoviteljev podjetja.

Podjetje Ocean Orchids, trgovina in storitve, d. o. o., sta poleti leta 2003 ustanovila Roman Ferenčak in Tomaž Jevšek. Podjetje je locirano v Dobrovniku v Prekmurju, ki leži na slovensko-hrvaško-madžarski tromeji. Glavna dejavnost podjetja je proizvodnja orhidej. Ocean Orchids je edino podjetje s komercialno proizvodnjo orhidej falenopsis te velikosti v srednji in jugovzhodni Evropi. V tri hektarje velikem rastlinjaku vzgojijo do 1.200.000 orhidej na leto (Ocean Orchids, 2011).

Roman Ferenčak in Tomaž Jevšnik sta nekaj časa živela in delala na Nizozemskem, zato je družba Ocean Orchids tesno povezana z Nizozemsko. Podjetje Ocean Orchids sodeluje z dvema nizozemskima podjetjema: s podjetjem Anthura z več kot tridesetletno tradicijo v proizvodnji in trženju rastlin ter s podjetjem Kubo, ki je eden najbolj uveljavljenih graditeljev rastlinjakov na svetu.

Najpomembnejši trgi podjetja Ocean Orchids so vse sosednje države, tj. Madžarska, Slovenija, Italija in Hrvaška, poleg njih pa tudi druge države v vzhodnem in južnem delu Evrope. Poleg grosistom iz omenjenih držav prodajajo tudi prek nizozemske tržne kooperative Flora Holland, ki je s svojo cvetlično borzo znana po vsej Evropi in tudi drugod po svetu. Del oddelka za trženje je tudi na Nizozemskem, kjer skrbijo za prodajo v zahodni Evropi (Ocean Orchids, 2011). Podjetje je torej svoje trge razširilo po vsej Evropi, kar je velik uspeh za slovensko podjetje.

Poslovna partnerja Roman Ferenčak in Tomaž Jevšek sta se odločila ustanoviti svoje podjetje, ki bi potrebovalo začetnih 5,5 milijona evrov za gradnjo objekta in začetek proizvodnje. Iskali so naložbo v začetni – »start-up« fazi podjetja, in sicer za gradnjo rastlinjaka za vzgojo orhidej. Glede na to, da lastnih sredstev nista imela, sta bila vir prisiljena iskati drugje. Tako sta prišla do ideje, da bosta tretjino projekta financirala iz sklada tveganega kapitala, preostanek pa bi pridobila pri bankah. V primeru projekta Ocean Orchids je bila kombinacija obeh vrst financiranja uspešna. Za družbe tveganega kapitala sta izvedela iz časopisov, prav tako jima je z nasveti in s kontakti pomagala odvetniška pisarna, s katero sta sodelovala.

Ob začetku pogovorov s skladom je bil izdelan zelo jasen in kakovosten poslovni načrt, pridobljeno je bilo gradbeno dovoljenje za objekt, ki so ga želeli zgraditi, in izvrtana geotermalna vrtina. Projekt je bil najprej financiran na odlog ter ob podpori nizozemske vlade, ki je zanj odobrila 100.000 evrov. Vsi ti elementi pa so prav gotovo prispevali k odločitvi sklada tveganega kapitala, da projekt podpre s svojimi sredstvi. Po mnenju Romana Ferenčaka projekta brez vlaganja tveganega kapitala ne bi bilo mogoče nadaljevati.

Izkušnje direktorja glede zahtevanih kriterijev za pridobitev sredstev kažejo, da je bil v njihovem primeru pomemben le donos glede na vložena sredstva. Vlagatelje je bilo treba

prepričati, da bo projekt dosegel pričakovane donose, in se bodo lahko tako v obdobju petih do sedmih let umaknili iz podjetja. V primeru Ocean Orchids je sklad prevzel štirideset odstotkov lastniškega deleža, za katerega je bila dogovorjena možnost predčasnega odkupa v roku petih let z njihove strani. Zaradi neverjetnega uspeha podjetja je bil lastniški delež sklada uspešno odkupljen v treh letih.

Pri pridobivanju financiranja v času, ko so ga iskali pri Ocean Orchids, to je v letu 2004, ni bilo večjih težav. Tudi strahov ali pomislekov pri odločitvi iskanja kapitala pri skladu tveganega kapitala ni bilo. Zavedali so se dejstva, da z vstopom v podjetje tudi sklad postane solastnik in s tem delno prevzame odgovornost nad njim. Najpomembnejše je poznati oz. spoznati prave ljudi in jih pravilno uvrstiti v proces nastajanja poslovne ideje.

V šestih letih so pridobili toliko znanja, da jih po besedah direktorja ne more presenetiti skorajda nič. K temu znanju so prav gotovo prispevali tudi člani upravljalvske družbe, saj so jim svetovali predvsem v smislu upravljanja z denarjem, pridobivanja kreditnih sredstev pri bankah in upravljanja v smislu financ, bilanc in finančnega kontrolinga v podjetju.

Prednost, ki jo ima podjetje zaradi financiranja s tveganim kapitalom, je ta, da je bil že na začetku vplačan tvegani kapital k bilančni postavki »kapital«, zaradi česar podjetje deluje zdravo. K rasti podjetja pa je prispeval tudi moratorij na plačilo obresti in glavnice vplačila.

Od direktorja sem želela pridobiti tudi mnenje o odnosu do tveganega kapitala med slovenskimi podjetniki. Po njegovem mnenju je glavni razlog za zadržanost slovenskih podjetnikov do financiranja s tveganim kapitalom dejstvo, da ta pomeni tveganje v smislu vse ali nič.

Roman Ferenčak meni, da se v zadnjih letih trg tveganega kapitala v Sloveniji ni dovolj razvil, še posebej pa je bil opazen padec po letih 2008 in 2009. Sredstva, ki jih je Republika Slovenija na podlagi razpisa soinvestirala v družbe tveganega kapitala, so po njegovem mnenju veliko premajhna, še posebej kadar gre za semenski kapital. Izkušnje so pokazale, da so bile med gospodarskim vzponom smiselne naložbe v višini petih milijonov evrov. V današnjih razmerah pa bi ta bila od deset do petnajst milijonov evrov, kar bi pomenilo, da znaša kapital, pridobljen s strani družbe tveganega kapitala, približno pet milijonov evrov.

SKLEP

V diplomskem delu je teoretično predstavljeno financiranje malih in srednje velikih podjetij, za katera je financiranje eden najpomembnejših dejavnikov, s katerimi se soočajo. Seveda so načini financiranja različni glede na fazo, v kateri je podjetje, in kakšne so finančne zmožnosti podjetnika, prav tako pa je pomemben vidik podjetnika na svoje podjetje in čemu se je pripravljen odreči za uspeh v prihodnosti. Diplomsko delo je osredotočeno na financiranje s tveganim kapitalom, pri čemer je od prej naštetih kriterijev najizrazitejši tretji, tj.

pripravljenost odpovedovanja podjetnika za uspeh podjetja. Pri tveganem kapitalu gre predvsem za predajo dela lastniškega dela v zameno za finančna sredstva poslovnih angelov ali skladov tveganega kapitala. Kot je mogoče razbrati iz teorije, prav tako pa tudi iz praktičnih primerov v drugem delu diplomskega dela, sta glavna bojazen in razlog, zakaj podjetniki dvakrat premislijo o tveganem financiranju v delitvi lastništva. V majhnih podjetjih je to najizrazitejše, saj podjetnik podjetje dojema kot svoje, kajti vanj je vložil veliko časa, denarja in energije. Vendar pa je ta precej nova oblika pridobivanja sredstev v zadnjem času veliko bolj poznana, predvsem odkar se je v celoten proces vmešala še država s spodbudami. Tako se podjetniki pogosteje obračajo na družbe tveganega kapitala in poslovne angele, saj so pogoji dolžniškega financiranja težje dostopni.

Vsaka družba tveganega kapitala si določi naložbeno politiko, ki ji bo sledila v celotnem procesu. Teorija o tveganem kapitalu na eni strani določa smernice, ki pa so, po mojem mnenju, pogosto preveč idealistične. Žal so res redki tisti, ki so pripravljeni tvegati in sredstva vložiti v nadebudnega mladega podjetnika, brez izkušenj ter z idejo le na papirju. Vsak vlagatelj raje vidi vsaj dober pilotni projekt oz. konkretne rezultate. V primeru družbe DTK Murka, so kriteriji postavljeni predvsem za zaščito svojih sredstev, prav tako si želijo sodelovanja z izkušenimi podjetniki in predvsem idejo z veliko mednarodno tržno naravnostjo. Le redki projekti, financirani s tveganim kapitalom, resnično uspejo v vseh svojih razsežnostih, žal pa je treba omeniti, da je za doseganje nadpovprečnih rezultatov potrebna usmeritev predvsem v tujino, saj je trg za kateri koli izdelek ali storitev omejen, kar še posebno velja za majhen slovenski trg.

Eno najbolj znanih podjetij, ki pa je v zgodnji fazi širitve pridobilo sredstva tveganega kapitala, je nedvomno Ocean Orchids, d. o. o.. Direktor podjetja je poudaril, da brez tveganega kapitala uspeh ne bi bil mogoč. Zanimivo se mi zdi dejstvo, da v podjetju niso izrazili nobenega strahu pred financiranjem s tveganim kapitalom. Pričakovali bi vsaj strah ali zadržke pri delitvi lastništva in bojazen pred prevzemom upravljanja nad podjetjem. To kaže na veliko samozavest podjetnika in stoddostno prepričanje o poslovni ideji.

Predstavnika obeh strani financiranja s tveganim kapitalom, direktorja družbe tveganega kapitala in direktorja podjetja, sem prosila za mnenje o stanju tveganega kapitala v Sloveniji. Mnenje, da tvegani kapital v Sloveniji še zdaleč ni dovolj znan, je očitno obojestransko. Primerjava slovenskih naložb tveganega kapitala z razvitejšimi državami je skoraj nemogoča, saj sta število izvedenih naložb in tudi njihova vrednost veliko manjša. Tvegani kapital bo verjetno tudi v prihodnosti ostal kot majhen del v ponudbi financiranja, saj bi morali podjetnike na tem področju še veliko bolj izobraziti in jih obveščati. Poudariti želim tudi dejstvo, da so vsote, ki so potrebne za financiranje perspektivnih projektov, izjemno visoke, česar pa družbe tveganega kapitala, ki so pridobila sofinanciranje Republike Slovenije, ne morejo realizirati. Žal je trenutna situacija le možnost vlaganja v manjše projekte. Tukaj naj poudarim, da v tem ne vidim slabosti, saj je namen skladov tveganega kapitala in poslovnih

angelov financiranje malih in srednje velikih podjetij, vendar pa višina naložbe hkrati omejuje možnost razvoja in rasti.

Vseeno pa nikakor ne smemo trditi, da je financiranje s tveganim kapitalom na slovenskem trgu popolnoma brez uspeha. Podjetje Ocean Orchids je primer, ki dokazuje, da je velik uspeh na domačem in tujem trgu mogoč brez lastnih sredstev, a z odlično idejo, v katero podjetnik verjame. Če je vsakih nekaj let ustanovljeno podjetje, ki zraste po vzoru Ocean Orchids, menim, da ni vzroka za obupavanje nad vlogo tveganega kapitala pri zagonu in rasti novih podjetij.

LITERATURA IN VIRI

1. Antončič, B., Hisrich, R. D., Petrin, T., & Vahčič, A. (2002). *Podjetništvo*. Ljubljana: GV Založba.
2. Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22 (6-8), 600–627.
3. Bovaird, C. (1990). *Introduction to Venture Capital Finance*. London: Pitman Publishing.
4. Brezovnik, R. (2008, 23. december). Tvegani kapital v Sloveniji. *Donos*. Najdeno 13. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.donos.net/client/index.php?table=articles&ID=569>.
5. Ličen, K. (2005). *Tvegani kapital kot vir financiranja malih in srednjih podjetij* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
6. Ocean Orchids. Najdeno 31. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.oceanorchids.si/si/index.php?sklop=o_podjetju.
7. OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development (2006). *The SME Financing Gap – Theory and Evidence*. Pariz: OECD.
8. OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development (2009). *Ekonomski pregledi: Slovenija 2009*. Ljubljana: Služba vlade RS za razvoj in evropske zadeve.
9. PANNEP – Pomursko-podravski portal za podjetnike, investitorje in iskalce zaposlitev. Najdeno 6. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.pannep.si/trgkapit2.html>.
10. Pfeifer, B. (2008). *Osnove lastniških oblik financiranja MSP in razvoj trga rizičnega in tvegane kapitala v Republiki Sloveniji*. Maribor: Prvi kapital, poslovno svetovanje, d. o. o.
11. *Poslovni angeli*. Najdeno 13. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.poslovniangeli.si/Domov/tvegani-kapital/poslovni-angeli.aspx>.
12. *Poslovni angeli – viri financiranja podjetij*. Najdeno 13. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.poslovniangeli.si/Domov/tvegani-kapital/viri-financiranja-podjetij.aspx>.

13. *Priročnik pravil skupnosti o državnih pomočeh za MSP*. Najdeno 2. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/sme_handbook_sl.pdf.
14. Slavec, A. (2008). *Vpliv značilnosti podjetja in podjetnika na financiranje majhnih podjetij: Strukturirani model* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. Slovenski podjetniški sklad (2010a). *Javni razpis za kapitalske naložbe Republike Slovenije v zasebne družbe tveganega kapitala (LF-10)*. Maribor: Slovenski podjetniški sklad.
16. Slovenski podjetniški sklad (2010b). Podjetno inovativna Slovenija – tvegani kapital tudi v Sloveniji. Najdeno 30. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.podjetniskisklad.si/index.php?option=com_content&view=article&id=71&Itemid=93.
17. Slovenski podjetniški sklad (2010c). *Tvegani kapital v Sloveniji, Dan odprtih vrat slovenskega podjetniškega sklada 2010*. Najdeno 8. novembra 2010 na spletnem naslovu www.podjetniskisklad.si/files/dan%20odprtih%20vrat-tveg_kap_.ppt.
18. Slovenski podjetniški sklad (2010d). Vlada RS dala soglasje za podpis družbenih pogodb Republike Slovenije z izbranimi družbami tveganega kapitala. Sporočilo za javnost. Najdeno 12. januarja 2011 na spletnem naslovu http://www.podjetniskisklad.si/index.php?option=com_content&view=article&id=77&Itemid=94.
19. Ugovšek, J. (2010, 2. december). Kako do milijonov, ki jih obetavnim ponujajo družbe tveganega kapitala. *Finance*.
20. Vadnjal, J., & Letonja, M. (2008). Obstoje vrzeli lastniškega kapitala v Sloveniji. *Management*, 3(4), 329–346.
21. Zakon o družbah tveganega kapitala. *Uradni list RS*, št. 92/2007, 57/2009.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

| | |
|---|---|
| Priloga 1: Seznam rabljenih kratic | 1 |
| Priloga 2: Prepis intervjuja z Danielom Viljevcem (DTK Murka) | 2 |
| Priloga 3: Prepis intervjuja z Romanom Ferenčakom (Ocean Orchids) | 5 |

Priloga 1: Seznam rabljenih kratic

| | |
|------|--------------------------------------|
| DTK | Družba tveganega kapitala |
| EBRD | Evropska banka za obnovo in razvoj |
| EIB | Evropska investicijska banka |
| ESRR | Evropski sklad za regionalni razvoj |
| EU | Evropska unija |
| IBRD | Mednarodna banka za obnovo in razvoj |
| IPO | Prva javna ponudba delnic |
| MSP | Majhna in srednje velika podjetja |
| PID | Pooblaščne investicijske družbe |
| WB | Svetovna banka |

Priloga 2: Prepis intervjuja z Danielom Viljevcem (DTK Murka)

1. Zakaj ste se odločili za ustanovitev družbe tveganega kapitala?

Glavni razlog je bil razpršitev naložb. Iz izkušenj, ki sem jih pridobil do zdaj, sklepam, da znam oceniti in vlagati v MSP, ki niso na borzi. S kolegi, ki imajo podobne izkušnje, smo se odločili ustanoviti sklad namesto posameznih podjetij. Razpis podjetniškega sklada je bil razlog, da smo to idejo realizirali v letu 2010, in ne v naslednjih letih. K odločitvi pa so prispevale tudi davčne ugodnosti.

2. Kakšne so predhodne izkušnje z vlaganjem v MSP-je in izkušnje s tveganim kapitalom? Ali lahko navedete konkretne primere oz. reference.

Vsi, ki so kakor koli vključeni v družbo, imajo izkušnje iz pooblaščenice investicijske družbe. Vsi so bili dejavni v teh družbah in so opravljali pomembne funkcije kot udeleženci na nadzornih svetih in skupščinah podjetij. Pravzaprav je šlo povsod za dejavno upravljanje. Sam lahko kot reference podam podjetja, kot so Rašica, kjer sem bil direktor, Liu nepremičnine, d. d., GPG, član nadzornega sveta, bil sem tudi član uprave OMV-ja, član nadzornega sveta E-brokers, Tovarne vozil Maribor (TMV) in lastnik Primis Vrhnike. V vseh naštetih podjetjih sem bil v taki ali drugačni obliki vključen v vodenje podjetja, kot direktor, nadzornik ali predstavnik lastnika. Skozi ta podjetja sem spoznal različne panoge in kaj je treba, da neka družba uspe ali ne. To me je tudi pripeljalo do odločitve za tvegani kapital.

3. Ali se vam zdi, da so podjetniki zadržani, ko pride do financiranja s tveganim kapitalom? Kakšni so po vašem mnenju zadržki in zakaj?

Da. Če ni govora o ZDA ali Izraelu, je to zelo nepomemben in neznan del financiranja. Podjetniki se raje kreditirajo pri bankah. Slovenci smo precej konzervativni in nočemo prodati deleža »svojega«. Mladi so sicer bolj odprti za nove načine financiranja, ampak preveč zaletavi pri svojih idejah.

4. Kakšni so cilji družbe? S čim bo prispevala k boljšemu stanju na slovenskem trgu?

Glavni cilj je maksimiziranje premoženja družbenikov ob razpršitvi naložb in sprejemljivem tveganju. Izvesti nameravamo manj večjih naložb. Sicer ne izključujemo naložb »start-up«, vseeno pa smo bolj nagnjeni k naložbam »spin-off«. Nismo pa pripravljeni sprejeti odločitve o stoodstotnem tveganem kapitalu. Poskusili bomo dodati svoj delček pri spodbujanju in razvoju MSP-jev. Žal bo po moje to ostal nepomemben del financiranja v primerjavi s posojili.

5. Kakšna podjetja iščete? Ali je fokus na kakšni posebni panogi oz. ste si že vnaprej zamislili, s kakšnega področja bodo MSP-ji, v katere boste vlagali?

Iščemo podjetje, kjer ima ekipa že nekaj izkušenj, »background«, da ni »one-man band«. Pri panogah nismo osredotočeni v nobeno, razen tistega, kar je prepovedano v skladu z razpisnimi pogoji. Tudi geografsko nismo določili nobenih mej, verjetno, kar zadeva osebne stike in nadziranje, bi bila podjetja v osrednji regiji boljše odločitev, pod nobenim pogojem pa ne izključujemo idej od drugod. Iščemo naložbe z vizijo in možnost širjenja. Podjetje, ki je odkrilo novo tržno nišo z oviranim vstopom na trg ter s specializiranim znanjem, je tisto, ki bi nas pritegnilo. Vsekakor pa ne želimo nekoga, ki bi »odprl še eno dodatno delavnico«. Naložba v nekaj čisto novega, kar zahteva visoko stopnjo tveganja, bi bila manjša.

6. Kateri so kriteriji, ki jih boste najbolj upoštevali pri izboru?

Predvsem predviden donos, izvedljivost projekta in dobra ekipa, s katero v prihodnosti vidimo možnost dobrega sodelovanja.

7. Ali bodo katere od lastnosti MSP-jev pritegnile/so pritegnile bolj kot druge (npr. izkušnje in starost podjetnika, koliko časa podjetje že deluje, kakšne rezultate je imelo do sedaj ...)?

Kot sem že omenil so izkušnje podjetnika zelo zaželene, pri starosti pa bi težko postavil mejnik, kajti vse je odvisno od posameznika in delovnih izkušenj. Starost podjetja prav tako ne igra pomembne vloge, kot pa sem povedal, ne iščemo podjetij, ki bi z našo pomočjo podjetje le razširilo oz. pridobilo sredstva za nakup dodatnih strojev, prostorov itd.

8. Ali bi bili pripravljeni vložiti svoja sredstva v MSP-je, ki sama potrebujejo financiranje, da bi se izkopali iz dolgov, posojil in si mogoče lahko privoščili dodatna delovna sredstva?

Ne, v tako podjetje ne bi vložili sredstev. Pravzaprav smo tak primer imeli, vendar smo ga ravno iz tega razloga zavrnil, saj to ni vloga tveganih naložb.

9. Ali je pomembnejša dobra nova ideja – nekaj, česar še nismo videli, ali dejavnost, ki bi dosegala povprečne rezultate, vendar pa bi bili ti v primerjavi s čisto novo idejo manj tvegana naložba, ki bi prinašala povprečne, vendar zagotovljene rezultate?

Vložek v novo idejo bi bil primerno manjši kot v nasprotnem primeru. Ta odločitev bi temeljila zgolj na višini donosa in manjšega tveganja.

10. Se vam zdi, da podjetja, ki so že uveljavljena na trgu, potrebujejo tvegani kapital?

Zelo zapleteno vprašanje. Menim, da je naložba tvegane kapitala potrebna oz. upravičena, kadar želi podjetje na trgu predstaviti nekaj popolnoma novega v svoji ponudbi oz. želi razviti

novi projekt. Če želi le razširiti posel brez prispevka česa novega pa naložba tveganega kapitala ni primerna. Odgovor se torej glasi da in ne.

Priloga 3: Prepis intervjuja z Romanom Ferenčakom (Ocean Orchids)

1. Za kakšno naložbo ste iskali sredstva?

Za gradnjo rastlinjaka za vzgojo orhidej.

2. Ob odločitvi iskanja dodatnega kapitala ste verjetno tehtali med več možnostmi. Katere vire financiranja ste poskušali pridobiti in kje ste jih iskali?

S poslovnim partnerjem Tomažem sva se odločila ustanoviti svoje podjetje, ki je potrebovalo 5,5 milijona evrov za gradnjo objekta in začetek proizvodnje. Glede financiranja nisva imela dosti izbire, saj nisva imela popolnoma nič lastnih sredstev. Tako je nastala ideja, da nama denar najprej posodi sklad tveganega kapitala (za tretjino naložbe), preostanek bi pa pridobila pri banki. Ta kombinacija je v najinem primeru uspela.

3. Kje ste pridobili informacije o delovanju družb tveganega kapitala v Sloveniji?

V časopisih, prav tako pa sva nekaj kontaktov dobila tudi odvetniški pisarni, kjer so nama svetovali.

4. Ste imeli kakšne pomisleke oz. strahove pri iskanju kapitala pri družbah tveganega kapitala? Katere?

Ni bilo nobenega strahu. Zakaj? Z vstopom postanejo solastnice podjetja in s tem prevzamejo tudi odgovornost.

5. Na kakšen način ste pristopili k družbi tveganega kapitala?

Ko smo začeli prve pogovore, smo imeli izdelan zelo kakovosten poslovni načrt, pridobljeno gradbeno dovoljenje in že izvrtano geotermalno vrtino. Vse to so nam financirali na odlog, malo pa nam je pomagala tudi nizozemska vlada, ki nam je že v preliminarni fazi projekta odobrila 100.000 evrov za financiranje mehkega dela projekta.

6. V kateri fazi rasti podjetja je v podjetje vstopila družba tveganega kapitala?

Na začetku, v fazi »start-up« .

7. Ali bi projekt nadaljevali tudi, če vam tveganega kapitala ne bi uspelo pridobiti?

Menim, da ne bi bilo mogoče.

8. Kolikšen lastniški delež je v vašem podjetju prevzela družba tveganega kapitala?

Štirideset odstotkov.

9. Kakšni so bili kriteriji družbe tveganega kapitala za pridobitev njihovih sredstev? Ste morali izpolnjevati kakšne posebne pogoje? Katere?

Zanje je pomemben samo donos glede na njihova vložena sredstva. Treba jih je prepričati, da tvoja zgodba dosega njihove pričakovane donose in da se bodo lahko enkrat v pet- do sedemletnem obdobju umaknili iz podjetja.

10. Za kakšno obdobje financiranja ste se dogovorili? Po kakšnem obdobju naj bi družba izstopila iz družbe?

Pet let z našo opcijo »call« – mi smo jih lahko poklicali k odhodu že prej. Nam je uspelo po treh letih.

11. S kakšnimi težavami ste se srečevali pri pridobivanju financiranja?

Takrat z ne preveč velikimi. Ta trenutek pa s hudimi. Ta trenutek ni čas za »start-up« in »green field«.

12. Kateri so bili ključni koraki od same ideje do realizacije projekta z vidika financiranja?

Ključno je poznati oz. spoznati prave ljudi in jih pravilno uvrstiti v proces nastajanja poslovne ideje. Za nas je bilo ključnih pet oseb, dve od teh sta s področja financ – bankir in lastnik tveganega kapitala.

13. Ali ste od družbe tveganega kapitala oz. njene upravljske družbe poleg sredstev bili deležni tudi nasvetov, z vidika pomoči pri odločitvah o podjetju? So vas v čem omejevali?

Omejevali ne, ker smo se držali poslovnega načrta. Svetovali so nam predvsem v smislu upravljanja z denarjem, pridobivanja kreditnih sredstev pri bankah in upravljanja v smislu financ, bilanc in tudi finančnega nadzora v podjetju.

14. Ste bili po vašem mnenju deležni dovolj informacij in podpore družbe?

Da.

15. Kakšne so prednosti vašega podjetja, ki jih je pridobilo zaradi financiranja s tveganim kapitalom?

Takoj na začetku je bil vplačan tvegani kapital v bilanco na postavko »kapital«. Tako zdaj družba z bilančnega vidika deluje dobro. Poleg tega je bil uveden moratorij na plačilo obresti in glavnice, kar je omogočalo rast podjetja.

16. Kateri so ključni rezultati podjetja, s katerimi se po teh letih lahko pohvalite?

Smo največji proizvajalec orhidej v Evropi zunaj Nizozemske. Smo edini v radiju 500 km na zahod in sever ter edini na vzhod in jug. Petdeset odstotkov proizvodnje izvozimo. Vsako leto rastemo glede na količino sredstev. Po šestih letih imamo nabranega toliko znanja, da nas skorajda nič ne more presenetiti. Smo odgovorno podjetje, ki v Prekmurju zaposluje devetintrideset ljudi.

17. Ali se vam zdi, da so podjetniki v Sloveniji zadržani, kadar pride do financiranja s tveganim kapitalom? Kakšni so zadržki in zakaj?

Težko komentiram. Menim, da se na splošno Slovenci radi zadovoljimo s povprečjem. Poleg tega je hazardiranje s tveganim kapitalom največkrat igra na vse ali nič.

18. Kako bi ocenili stanje financiranja s tveganim kapitalom za mala in srednje velika podjetja v Sloveniji?

Po moji oceni se področje tveganega kapitala v Sloveniji ni preveč razvilo. Po letih 2008 in 2009 pa je šlo vse le še samo navzdol. Sicer je zdaj ministrstvo za gospodarstvo na razpisu podelilo nekaj deset milijonov evrov določenim že obstoječim skladom tveganega kapitala, vendar je to po moji oceni veliko premalo denarja za naložbo v semenski kapital. Leta 2005 so bile naložbe, kjer se je bilo smiselno potegovati za tvegani kapital v vrednosti petih milijonov evrov, in je bilo takrat gospodarstvo v vzponu, zdaj pa je gotovo potrebna skupna naložba okoli deset do petnajst milijonov evrov. S tem pa je denar, pridobljen iz sklada tveganega kapitala, vsaj v vrednosti petih milijonov evrov.