

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

FINANCIRANJE RASTI MALEGA PODJETJA; PRIMER PODJETJA OKTOBER

Ljubljana, marec 2009

Aljaž Finc

Izjava

Študent Aljaž Finc izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom izr. prof. dr. Boštjan Jazbeca in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 3.3.2009

Podpis:

KAZALO

1	Uvod	1
2	velikost podjetij in njihova rast	4
2.1	Opredelitev velikosti podjetja	4
2.2	Rast podjetja in motivi zanjo	4
2.2.1	Podjetniški model rasti	6
3	Financiranje malih podjetij	9
3.1	Tipi financiranja glede na življenjski cikel	12
3.2	Lastniško in dolžniško financiranje malih podjetij	14
3.2.1	Lastniško financiranje	15
3.2.2	Dolžniško financiranje	16
3.2.3	Ciljna struktura kapitala	17
4	viri financiranja malih in srednjih podjetij	19
4.1	Bančni kapital	19
4.1.1	Financiranje malih podjetij z bančnim kapitalom	20
4.1.2	Vrste bančnih posojil	21
4.1.2.1	Kratkoročna posojila	21
4.1.2.2	Dolgoročna posojila	22
4.1.3	Stanje zadolževanja pri bankah v Sloveniji in primerjava z EU	23
4.2	Državni viri in oblike financiranja	25
4.2.1	Posojila	26
4.2.2	Subvencije	27
4.2.3	Garancije	27
4.2.4	Državno zagotavljanje tveganega kapitala	28
4.2.5	Davčne spodbude	30
4.2.6	Državni viri financiranja v Sloveniji	31
4.3	Neformalni viri financiranja	32
4.3.1	Poslovni angeli	35
4.4	Tvegani kapital	38
4.4.1	Trg tveganega kapitala v Evropi	39
4.4.2	Značilnosti skladov tveganega kapitala	46
4.4.3	Donosnost skladov tveganega kapitala v Evropi	51
4.4.4	Trg tveganega kapitala v Sloveniji	52
4.4.5	Vloga države pri zagotavljanju tveganega kapitala	53
4.5	Lastniški kapital	56
4.6	Factoring	58
4.7	Najem (Leasing)	59
5	Predstavitev in strategija rasti podjetja Oktober	61
5.1	Razvoj in značilnosti panoge	63
5.2	Razvoj trga luksuznih dobrin in njegove značilnosti	66
5.2.1	Segmentiranje trga luksuznih dobrin in analiza uspešnosti po segmentih	67
5.3	Analiza makroekonomskih kazalcev, tržna pričakovanja in trg luksuznih dobrin	71
5.4	Stanje sektorja luksuznih dobrin in napovedi	74
6	Poslovni načrt podjetja Oktober	76
6.1	Strategija razvoja podjetja Oktober in napoved prodaje	76
6.2	Načrtovane investicije podjetja Oktober	77
6.3	Finančna projekcija podjetja Oktober	78
7	MOŽNOSTI FINANCIRANJA PODJETJA OKTOBER	82
7.1	Neformalni viri financiranja in poslovni angeli	82
7.2	Tvegani kapital	83

7.3 Bančna sredstva	85
7.4 Državni viri	85
7.5 Drugo	86
8 ZAKLJUČEK	86
9 LITERATURA	88
10 VIRI	93
11 Priloga	95

KAZALO TABEL

Tabela 1: Zakonski kriteriji za mikro, mala in srednja podjetja v Sloveniji in EU	4
Tabela 2: Managerski dejavniki po fazah Churchill-Lewisovega modela rasti	7
Tabela 3: Faze razvoja podjetja in viri lastniškega financiranja	15
Tabela 4: Odnos med neformalnimi investitorji in podjetnikom	33
Tabela 5: Neto donosi evropskega trga tveganega kapitala v obdobju 1980-2004	51
Tabela 6: Segmentiranje trga luksuznih dobrin na podlagi pozicioniranja blagovnih znamk	68
Tabela 7: Korelacija med potrošnjo in gibanjem cen delnic	71
Tabela 8: Osnovni makroekonomski indikatorji in njihove napovedi za leto 2008 in 2009. ..	72
Tabela 9: Composite Leading Indicators (<i>natančna tabela v prilogi</i>)	73
Tabela 10: Načrtovana prodaja podjetja Oktober po letih	77
Tabela 11: Načrtovane investicije podjetja Oktober po letih	77
Tabela 12: Dejanske in ocenjene vrednosti deležev posameznih postavk v prodaji	79
Tabela 13: Kazalniki in rezultati finančne projekcije	80

KAZALO SLIK

Slika 1: Investitorjeva krivulja tveganja in donosov v času predzačetnega obdobja	11
Slika 2: Način financiranja malega podjetja	15
Slika 3: Struktura virov sredstev gospodarskih družb v obdobju 2003-2007	23
Slika 4: Primerjava deleža bančnih posojil podjetjem med SLO in EMU v letih 2003 in 2007 v % BDP	24
Slika 5: Primerjava vrednosti tržne kapitalizacije delnic med državami v letu 2007 v % BDP	25
Slika 6: Poklici poslovnih angelov v Veliki Britaniji	36
Slika 7: Glavni razlogi za investicije poslovnih angelov v VB	36
Slika 8: Velikost zbranih in investiranih sredstev skladov tveganega kapitala v EU v milijardah evrov	40
Slika 9: Distribucija investicij tveganega kapitala v EU med leti 2001 in 2005	41
Slika 10: Vrednotenje odkupov podjetij »buy-outs« v Evropi	42
Slika 11: Investicije tveganega kapitala za izbrane evropske države v letu 2004	43
Slika 12: Primerjava distribucije investicij tveganega kapitala med EU in ZDA v letu 2004 ..	44
Slika 13: Porazdelitev tveganega kapitala med državami članicami skupine G7 v letu 2005 ..	45
Slika 14: Odstotek podjetij, prejemnic tveganega kapitala po državah članicah skupine G7 v letu 2005	45
Slika 15: Deleži posameznih investorjev v celotnih zbranih sredstvih skladov tveganega kapitala (2003-2007)	50
Slika 16: Deleži zbranih sredstev v Evropskih skladih po geografskih regijah (2003-2007) ..	50
Slika 17: Prodaja ženske kolekcije Oktober po letih v EUR	62
Slika 18: Stopnja rasti prodaje ženske kolekcije med leti	63
Slika 19: Rast agregatne prodaje luksuznih dobrin v obdobju od 1995 do 2006 v milijardah evrov	66

Slika 20: Viri rasti prodaje v letih 2005 in 2006	67
Slika 21: Tržna stopnja rasti po segmentih in geografskih regijah v letu 2006	68
Slika 22: Graf tržnih deležev različnih segmentov produktov v letu 2006	69
Slika 23: Napovedi rasti realnega BDP	73
Slika 24: Rast števila turistov med leti po državah	74

1 UVOD

Najbolj dinamičen sektor gospodarstva, tako v razvitih gospodarstvih kot v državah v razvoju, predstavljajo majhna in srednja podjetja (v nadaljevanju MSP). Zaradi splošno sprejetega prepričanja, da njihova rast pozitivno vpliva na blaginjo gospodarstva in da je njihova vloga nepogrešljiva na področju inovacij, sodobnih tehnoloških rešitev, zaposlovanja in zagotavljanja potrebne fleksibilnosti gospodarstva, so ta deležna vedno večje pozornosti in bolj skrbnega obravnavanja. Predvsem hitro spreminjajoče se poslovno okolje, neskončne možnosti, ki jih ta ponuja, in neizmerna konkurenca, zahtevajo od podjetij nenehno prilagajanje in spreminjanje, da uspejo ohraniti konkurenčne prednosti in da preživijo.

V ZDA denimo MSP zaposlujejo približno 55 odstotkov celotnega delovno aktivnega prebivalstva in prispevajo več kot polovico k ustvarjenemu BDP-ju. Njihova vloga je še pomembnejša v državah v razvoju, saj na primer mikro in majhna podjetja v Latinski Ameriki zaposlujejo kar dve tretjini delovno aktivnega prebivalstva (Wandel & Harvey, 2006, str.1-2).

S podobno strukturo se srečujejo tudi gospodarstva EU, kjer MSP predstavljajo nad 90 odstotkov vseh podjetij. Z več kot 23 milijoni podjetji, ki zaposlujejo približno 75 milijonov ljudi, so MSP daleč najpomembnejši sektor evropskega gospodarstva. Njihova majhnost in »lean structure« jim daje mnogo večjo fleksibilnost v primerjavi z velikimi podjetji, kar posredno pozitivno vpliva tudi na rast zaposlovanja. Majhnost MSP pa lahko na drugi strani, ko gre za njihovo financiranje, predstavlja resen problem, ki se odraža v pomanjkanju kapitala in drugih pomembnih virov financiranja za njihovo rast in razvoj (SME Growth, 2007).

Zagotavljanje potrebnih finančnih sredstev oziroma različnih vrst kapitala potrebnega za obstoj, delovanje in rast MSP, ostaja splošen problem, ki pa je še posebej akuten v državah v razvoju. Razlogov za to je več, med pomembnejšimi pa so prav gotovo stroški, ki so povezani s financiranjem in težavnost ocenjevanja kreditne sposobnosti teh podjetij.

Prav financiranje MSP je osrednja tema magistrskega dela. Pogosta nenaklonjenost bank pri financiranju MSP, relativno visoke administrativne ovire pri vzpostavitvi podjetja, dokaj nerazvit trg tveganega kapitala ter nepoznavanje področja tveganj, povezanih s svežimi podjetniškimi idejami, so tisti dejavniki, ki še vedno postavljajo evropska mikro, majhna in srednja podjetja v inferiorni položaj glede na konkurenčna gospodarstva, kot je na primer ameriško.

Na konkretnem primeru podjetja Oktober d.o.o., ki je predmet raziskave magistrskega dela, bom poizkušal poiskati konkretne rešitve za financiranje njegove rasti in razvoja. Podjetje, ki je pričelo z delovanjem leta 2001 in predstavilo prvo žensko kolekcijo v segmentu »ready-to-wear¹« leta 2003, se lahko pohvali, da je edino v Sloveniji na področju mode, ki mu je uspel

¹ »Ready-to-wear« (fr. *prêt-à-porter*), skrajšano RTW se uporablja za gotova oziroma izdelana oblačila, ki so za razliko od t.i. »haute couture« (visoka moda za ženske, medtem ko se za moške večinoma uporablja izraz

preboj med najprestižnejše svetovne modne blagovne znamke. Danes se Oktobrove kreacije prodajajo v skoraj štiridesetih trgovinah po celem svetu. Kot je značilno za večino manjših blagovnih znamk, tudi Oktober še nima svojih lastnih monobrand trgovin, temveč prodaja v najprestižnejših butikih in veleblagovnicah, kot so Selfridges (London), LeBonmarche, Galleries Laffayette (Pariz) ter Holt Renfrew (Toronto).

V izrazito konkurenčnem okolju, kjer je na trgu vsaj tisoč blagovnih znamk, ki se s svojo kreativnostjo poizkušajo umestiti ob bok velikim, znanim blagovnim znamkam, je borba za lojalnost kupcev² neizmerna. Pri tem igra glavno vlogo prepoznavnost oziroma *image* blagovne znamke. Investicije v *image* presegajo vse meje finančnih zmožnosti majhne blagovne znamke, kot je Oktober, hkrati pa so zaradi močne konkurence visoko tvegana naložba.

Na podlagi tržnih analiz in napovedi o razvoju trga luksuznih dobrin je podjetje Oktober sestavilo razvojno strategijo, s katero verjame, da lahko postane v obdobju petih let eno najprepoznavnejših in najbolj prodornih mladih oblikovalskih imen. Za doseganje zastavljenih ciljev pa se vodstvo v podjetju zaveda, da bo potrebno zagotoviti zunanje vire financiranja. Prav zato je namen mojega magistrskega dela na konkretnem primeru proučiti možnosti financiranja malega podjetja v panogi luksuznih dobrin, kjer igra odločilno vlogo poleg *designa* in kvalitete produkta vrednost blagovne znamke.

Cilj magistrskega dela je na praktičnem primeru podjetja Oktober d.o.o., ki deluje na področju mode in je eno redkih slovenskih podjetij, ki deluje na mednarodnem trgu luksuznih dobrin, poiskati in oceniti primernost različnih virov financiranja za njegovo rast in razvoj. Predvsem zaradi specifičnosti panoge in navad potrošnikov luksuznih dobrin je dostopnost do virov financiranja podjetja oziroma blagovne znamke, ki deluje v tem segmentu, nepogrešljiva in ključna za obstoj na trgu. Prepoznavnost blagovne znamke in njen *image* v očeh potrošnikov sta ključ do uspeha, saj zagotavljata nujno potrebno lojalnost kupcev, v poslovanje pa vnašata minimalno potrebno varnost. Žal so potrebna sredstva namenjena gradnji vrednosti blagovne znamke v sektorju, kjer dominirajo veliki modni konglomerati vse večja, tako kot tudi tveganja, povezana s tovrstnimi investicijami. Prav zato je izziv financiranja rasti še toliko večji.

Poleg omenjenih značilnosti delovanja samega sektorja modne industrije pa je postal način financiranja rasti in razvoja majhnega podjetja v kontekstu svetovne gospodarske krize ključnega pomena. Tako kot drugod po svetu se tudi v Sloveniji ugotavlja prevelika odvisnost podjetij od bančnih virov financiranja. Dovolj zgovoren je podatek o rasti deleža dolga v virih

bespoke clothing) segmenta oblačil, primerna za izdelavo v serijski proizvodnji in standardnih številkah. Kljub temu so značilnosti RTW segmenta dovršenost v izdelavi, visoka kvaliteta materialov ter ekskluzivnost izdelkov. Oblačila najvišjih dveh tržnih segmentov se predstavijo dvakrat letno (pomlad-poletje in jesen-zima) na t.i. tednih mode, med katerimi so najpomembnejši: Milano, Pariz, New York in London (visoka moda se predstavlja le na tednu mode v Parizu).

² Večina prodaje se ustvari s pomočjo veleprodajne mreže, zato gre prednostno za lojalnost poslovnih partnerjev, to so trgovine in veleblagovnice ter manj za lojalnost končnih potrošnikov.

sredstev gospodarskih družb, ki ga je nedavno objavil Urad za makroekonomske analize in razvoj (Umar, oktober 2008), in sicer da se je delež dolga leta 2007 v primerjavi z letom 2003 v povprečju povečal kar za 10 odstotnih točk s 53% na 63%. Prav zaradi tega bo večji del naloge osredotočen na iskanje alternativnih virov financiranja, kot so tvegani kapital, državni viri in drugo.

V magistrskem delu bom poizkušal potrditi oziroma ovreči temeljno tezo, da ima podjetje Oktober d.o.o. v primerjavi z drugimi malimi podjetji zaradi nerazvitosti in posledično nepoznavanja ter slabšega razumevanja trga luksuznih dobrin v Sloveniji težji dostop do različnih virov financiranja.

Metode dela, ki jih bom uporabil pri izdelavi magistrskega dela, temeljijo na preučevanju teoretične podlage in analize dejanskega primera. V okviru sekundarnih metod raziskovanja bom uporabil študije strokovne literature tujih in domačih avtorjev, virov, prispevkov in člankov z najnovejšimi teoretičnimi spoznanji s področja rasti, razvoja in financiranja podjetij. Teoretična spoznanja bom skupaj z analizo in projekcijami podjetja Oktober uporabil za analiziranje različnih virov financiranja tega podjetja. Pri tem se bom opiral na obstoječa poročila podjetja, lastne izkušnje in izkušnje drugih zaposlenih v podjetju ter širšo analizo stanja in trendov na trgu luksuznih dobrin.

Magistrsko delo bom razdelil na pet vsebinskih sklopov. Uvodnemu delu sledi drugo poglavje, kjer bom opredelil in definiral rast in razvoj ter poiskal motive zanjo. Ker podjetje v svoji rasti prehaja skozi različne faze življenjskega cikla, bom na tem mestu opredelil odvisnost virov financiranja od posamezne faze, v kateri se podjetje nahaja. Ko je podjetje ustanovljeno, pridobi večino investicijskih sredstev iz neformalnih virov in od finančnih institucij visoko tveganega kapitala, v kasnejših fazah sledijo bančni krediti, institucionalni investitorji in skladi tveganega kapitala in šele v zadnji fazi, ob predpostavki bistvene širitve podjetja, lahko podjetje razmišlja o možnosti prodaje lastniških vrednostnih papirjev in financiranja z zadržanimi dobički.

V tretjem poglavju se bom osredotočil na možnost pridobitve virov financiranja malih podjetij, tako s teoretičnega kot tudi praktičnega vidika. Izpostavil bom različne možnosti, njihove prednosti in slabosti z različnih vidikov podjetja oziroma njegovega poslovanja ter lastništva. Proučil in analiziral bom najpomembnejše vire financiranja, kot so bančni kapital, trajni kapital, državni viri financiranja, faktoring, najem in še nekatere druge vire.

Četrto poglavje namenjam ciljem ter strategijam rasti in razvoja podjetja Oktober ter analizi in trendom panoge, v kateri podjetje deluje. Zaradi specifičnosti domačega trga luksuznih dobrin, pri čemer imam v mislih predvsem njegovo velikost in razvitost, je celotna analiza trga ter strategija razvoja blagovne znamke usmerjena izključno na širši mednarodni oziroma svetovni trg.

Prav tovrstna analiza predstavlja osnovo za naslednje, peto poglavje, ki temelji na izdelavi pro-forma bilanc, se pravi napovedi potreb po zunanjem financiranju, ki morajo biti v skladu s postavljenimi cilji podjetja in z realnimi možnostmi na trgu. Zadnje, šesto poglavje, je namenjeno sintezi ugotovitev iz prejšnjih poglavij, z namenom vsebinsko proučiti in analizirati različne vire financiranja, njihov vpliv na nadaljnji razvoj podjetja, njegovo poslovanje in lastništvo.

2 VELIKOST PODJETIJ IN NJIHOVA RAST

2.1 Opredelitev velikosti podjetja

Pogoji za razvrstitev družb na mala in srednja podjetja, ki jih v Sloveniji določa Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 42/06, 68/08) se kljub spremembam, ki jih je doživel v zadnjem času, še vedno nekoliko razlikujejo od tistih, ki jih določa EU. V spodnji tabeli (Tabela 1) so prikazani kriteriji in razlike med slovensko in evropsko klasifikacijo.

Tabela 1: Zakonski kriteriji za mikro, mala in srednja podjetja v Sloveniji in EU

Vrsta podjetja po velikosti	Št. zaposlenih		Letni promet v EUR		Bilančna vsota v EUR	
	SLO	EU	Slovenija	EU	Slovenija	EU
Srednje	< 250	< 250	<29.200.000	<50.000.000	<14.600.000	<43.000.000
Malo	< 50	< 50	<7.300.000	<10.000.000	<3.650.000	<10.000.000
Mikro	< 10	< 10	<2.000.000	<2.000.000	<2.000.000	<2.000.000

Vir: Zakon o gospodarskih družbah (2008) & Enterprise and Industry(2007)

Kot je razvidno iz tabele 1, prihaja do sprememb med klasifikacijama predvsem v nekoliko nižjih mejah za mala in srednja podjetja po kriterijih letnega prometa in bilančne vsote v Sloveniji, medtem ko je kriterij števila zaposlenih enak kot v EU.

Med številnimi izzivi, s katerimi se podjetniki danes soočajo, je zagotovo eden najpomembnejših obvladovanje in vodenje aktivne finančne politike in s tem povezano zagotavljanje ustreznih finančnih sredstev za doseganje uspešnega poslovanja in rasti podjetja. S finančnega vidika je tako verjetno ustrežnejša opredelitev malega podjetja z naslednjima kriterijema (Davies, Newman, Osteryoung, 1997, str.4):

- z lastniškim kapitalom se ne trguje javno in
- obstaja dejanska ali potencialna potreba po osebni jamstvu lastnika za obveznosti podjetja.

2.2 Rast podjetja in motivi zanjo

Tema »rast in razvoj podjetja« ima v ekonomski literaturi že dolgo tradicijo, kljub temu pa avtorji ugotavljajo, da teorija rasti in razvoja še ni dokončno razvita. Na tem področju namreč koeksistirajo različne hipoteze o rasti in razvoju, za katere pa ne moremo trditi, da so že

teorija. Kljub temu pa je prineslo intenzivnejše proučevanje rasti in razvoja podjetja v zadnjih letih različno razumevanje pojmov »rast podjetja« in »razvoj podjetja«. Nekateri avtorji v pojmovanje razvoja vključujejo tudi rast podjetja, drugi pa razmejujejo ta dva pojma ter opredeljujejo njune medsebojne odvisnosti. Pučko (1999, str. 37) opredeljuje razvoj podjetja kot celokupnost kvalitativnih sprememb v podjetju v smislu izboljšav, ki so lahko povezane z rastjo, tj. s celokupnostjo kvantitativnega večanja dejavnosti podjetja, ali pa z njo sploh niso povezane.

Z rastjo lahko tako razumemo kvantitativno spreminjanje podjetja, z razvojem podjetja pa njegovo kvalitativno spreminjanje. V takšnem kontekstu je rast podjetja le eden izmed možnih dejavnikov razvoja.

Podjetje kot odprt, dinamičen sistem se mora neprestano prilagajati kompleksnemu in dinamičnemu okolju. Danes, v času globalizacije, so podjetja prisiljena rasti, saj je osnovno poslanstvo večine organizacij maksimizacija premoženja lastnikov. Za mala inovativna podjetja je edini način, da se dolgoročno obdržijo na trgu ta, da zrastejo in razširijo svoje poslovanje do te mere, da jih posnemovalci ne morejo ujeti kar tako, medtem ko so za velika podjetja v zrelih panogah značilne združitve in prevzemi, ki jim omogočajo doseganje različnih sinergij in osvajanje novih tržišč. Nekatere pozitivne posledice, ki jih je opredelil Orsino (1194, str.2) so:

- rast povečuje profitabilnost;
- zmanjšuje tveganje po principu delniškega portfelja. Rast in širitev podjetja tako v geografskem smislu kot tudi proizvodnem in prodajnem daje podjetju večjo fleksibilnost in varnost.
- Nenehna rast in širjenje delovanja na nova tržišča daje podjetju boljši vpogled v panogo, kar pa posledično prispeva k ohranjanju konkurenčnosti.
- Rast zagotavlja zanesljivejši vir ponudbe in boljše izkoriščanje distribucijskih kanalov.
- Rast posredno izboljšuje podjetje ter kakovost njegovih izdelkov in storitev, saj novi trgi in večja konkurenca silijo podjetja k nenehnemu izboljševanju in višji kakovosti svojih izdelkov.
- Rast podjetja omogoča izkoriščanje ekonomij obsega na strani dobaviteljev in s tem zmanjšuje stroške materiala.
- Rast preprečuje, da bi podjetje zaostalo za konkurenco, saj so njena osnova inovativne ideje, ki postavljajo podjetje pred konkurenco.

Upravljanje podjetij, predvsem tistih, ki živijo v hitro spreminjajočem se okolju, predstavlja velik managerski izziv. Razumevanje rasti oziroma življenjskega cikla organizacije in povezanih managerskih odločitev in zahtev lahko pomaga ustanovitelju, lastniku in managerju pri uspešnem vodenju podjetja po nezačrtani poti razvoja. Iz poznavanja razvojnih ciklov podjetja lahko ugotovijo, v kateri razvojni fazi je podjetje, ali so vse poslovne funkcije prirejene tej fazi, kaj znotraj podjetja ni dovolj razvito in ne nazadnje tudi, katere poslovne funkcije »prehitevajo« in so že v naslednji fazi.

2.2.1 Podjetniški model rasti

Najbolj znan podjetniški model rasti, ki posveča posebno pozornost malemu podjetništvu in je bil prvič objavljen leta 1983 v Harvard Business Review, je Churchill-Lewisov model (Tabela 2). To je fazni model, ki temelji na avtorjevih izkušnjah, obstoječi literaturi in empiričnih raziskavah in je tudi eden redkih modelov, ki pojasnjuje, zakaj nekatera podjetja nikoli ne dosežejo večjih stopenj rasti. Model med drugim izpostavlja probleme, s katerimi se podjetje sooča v različnih fazah razvoja ob izvajanju rastoče strategije, zgornje meje, kjer lahko podjetje uspešno posluje tudi v daljšem časovnem obdobju, ter točke v življenju podjetja, v katerih lahko nastanejo krizna obdobja, ki se lahko končajo s propadom podjetja ali pa v novem zaletu za rast podjetja (Tajnikar, 2000, str. 60).

Avtorja menita, da se podjetja na določeni stopnji rasti srečujejo s podobnimi problemi, kar jima daje osnovo, da sta zgradila model, primeren tako za najbolj marginalna mikro podjetja s samo par zaposlenimi kot za tehnološka podjetja, ki imajo visoke potenciale za rast. Model izhaja iz domneve, da je mogoče življenje podjetja na poti od malega podjetja v veliko, iz mlade v zrelo organizacijo, razdeliti na pet stopenj ali faz (Churchill & Lewis, 1983, str. 31):

- obstoj,
- preživetje,
- uspeh,
- vzlet,
- zrelost.

Vsaka izmed faz pa je določena z indeksom velikosti, razpršenosti in kompleksnosti ter opisana s petimi managerskimi dejavniki:

- stil poslovanja podjetja,
- podjetniško-organizacijska struktura,
- stopnja formalizacije sistemov,
- osnovne opredelitve iz strategije podjetja (strateški cilji),
- vključenost lastnika v posle podjetja.

Tabela 2: Managerski dejavniki po fazah Churchill-Lewisovega modela rasti

	Obstoj	Preživetje	Uspeh	Vzlet	Zrelost
Stil poslovođenja	Neposredni nadzor	Nadzirani nadzor	Funkcionalni	Oddelčni	Vodstvene linije
Organizacija	Enostavna	Enostavna	Funkcijska oblika	Oddelčna struktura	Razvejano podjetje s komandnimi linijami
Formalizacija	Minimalna	Minimalna	Osnovna/nastajajoča	Razvita	Obsežna
Strategija	Obstoj	Preživetje	Ohranjanje profitabilnosti ali pridobivanje virov za rast	Rast	Donos na investicijo
Vključenost lastnika	Lastnik je podjetje	Lastnik je podjetje	Lastnik manj vpleten v poslovanje	Aktivnejša vloga lastnika	Lastnik vedno manj povezan s poslom

Vir: Churchill & Lewis, 1983, str. 31-40.

Glavni izzivi, s katerimi se sooča podjetje, ko je enkrat nastalo in dobilo prve kupce, so kako zagotoviti povpraševanje in sredstva, ki to omogočajo tudi v prihodnje. Temeljna strategija je ohranjanje obstoja. Organizacijska struktura je enostavna podjetniška organizacija, kjer sistemi in formalno planiranje sploh ne obstajajo, saj lastnik večinoma dela na vseh področjih sam in neposredno nadzira zaposlene ter vse podjetniške procese znotraj podjetja. V fazo obstoja lahko uvrstimo nove restavracije, trgovine na drobno, proizvajalce visoke tehnologije, ki morajo šele ustaliti proizvodnjo ali vzpostaviti kvaliteto proizvodov. Mnoga podjetja na tej stopnji nikoli ne dosežejo zadostnega števila kupcev ali zadostne proizvodne sposobnosti, da bi lahko preživela, zato so lastniki v takih primerih prisiljeni podjetje ukiniti ali pa prodati posel po vrednosti premoženja. Podjetja, ki ostanejo v poslu, vstopijo v drugo stopnjo, to je stopnjo preživetja (Čolič, 2004, str. 19).

Ko enkrat podjetje uspe dokazati, da je sposobno delovati in obstajati, se pravi, da ima dovolj kupcev in je zmožno s svojo proizvodnjo tudi zadovoljiti njihovo povpraševanje, govorimo, da je podjetje v fazi preživetja. Pozornost v tej fazi se začne preusmerjati na odnos med prihodki in odhodki, saj mora takšno podjetje na kratek rok doseči vsaj prag rentabilnosti s pokrivanjem stroškov amortizacije opreme, ki jo uporablja. Hkrati pa mora podjetje v najkrajšem času ustvariti tudi denarni tok, ki omogoča, da podjetje raste in se približuje k svoji optimalni velikosti, ki jo določajo bodisi tehnologija, sektor ali trg, na katerem podjetje deluje. Kljub temu da je formalizacija znotraj takšnega podjetja še vedno zelo nizka, pa v organizacijski strukturi še vedno prevladuje preprosta podjetniška shema, kjer lastnik-manager v večji meri komunicira z ljudmi, kot sta vodji prodajnega sektorja in proizvodnje, manj pa se neposredno spušča v vodenje posameznih operacij znotraj podjetja. Prvi znaki formalnega planiranja se kažejo v nadzorovanju in načrtovanju bilance denarnih tokov v podjetju. Zelo pogosto podjetja v fazi preživetja dosežejo svojo zgornjo mejo rasti, saj jim omogoča, da lastniki in delavci v podjetju zaslužijo skromne, toda še vedno normalne dohodke, ki jim omogočajo življenje tudi skozi daljše obdobje. Kljub temu pa za takšna

podjetja obstaja velika nevarnost, da zaradi svoje nezmožnosti prilagajanja spremembam in konkurenci kmalu doživijo tudi stečaj.

V fazi uspeha je podjetje dovolj veliko in ima dovolj kupcev, da lahko z zaupanjem načrtuje nadaljnje poslovanje. Podjetje lahko ostane na tej stopnji neomejeno dolgo ob pogoju, da spremembe v okolju ne uničijo njegove tržne niše ali da neučinkovit management ne zmanjša njegovih konkurenčnih sposobnosti (Churchill & Lewis, 1983, str. 34). V tej fazi se lastnik odloča med nadaljnjo rastjo podjetja (*taktika rasti*) ali pa delnim oziroma celotnim umikom iz podjetja (*taktika prepustitve*). V primeru, da se lastnik odloči za prodajo, je običajno nagrajen s profiti, saj lahko podjetje v tej fazi posluje skozi daljše obdobje in je zato donosno tudi za novega kupca. Ne glede na to, za kakšno taktiko se v fazi uspeha lastnik odloči, ostanejo slog vodenja in organiziranost ter operativno planiranje zelo podobni. Podjetje dobi v tej fazi bolj razvejano organizacijsko strukturo, ki jo običajno imenujemo funkcijska organizacijska struktura in ta v večini primerov zahteva funkcijske managerje, ki prevzamejo del nalog lastnika.

V primeru »prepustitve« se relativno visoki donosi alocirajo v tiste namene, ki zagotavljajo dolgoročno stabilnost poslovanja in ne za rast. Prihaja do profesionalizacije poslovnih funkcij, kar vpliva na višjo stopnjo formalizacije poslovanja in njegovega načrtovanja. Postavijo se osnovni finančni, tržni in proizvodni procesi. Značilno je tudi, da se podjetje in lastnik v tej fazi vedno bolj ločujeta, delno zaradi interesov lastnika drugod, delno pa zaradi prisotnosti drugih managerjev. Veliko podjetij dolgo ostane na tej stopnji, njihov dolgoročni obstoj pa je predvsem odvisen od tega, ali so se ta podjetja sposobna prilagajati spremembam v okolju.

V kolikor podjetnik izbere »taktiko rasti«, so vsi napor in sredstva, tako lastna kot tudi izposojena, usmerjeni v rast. Od managerjev v tovrstnih podjetjih se pričakuje usmerjenost v prihodnost (dolgoročna rast) in dobičkonostnost osnovnega posla, ne da bi pri tem prekoračili vire finančnih sredstev. V kolikor uspe podjetju na tej stopnji zagotoviti ustrezna sredstva za razvoj, se lahko premakne v naslednjo fazo vzleta, v nasprotnem primeru pa ostane na stopnji uspeha ali pa se celo premakne nazaj na stopnjo preživetja.

Na prehodu podjetja v fazo vzleta mora biti podjetnik še posebno pozoren na profitabilnost posla, ki mu zagotavlja ustrezen denarni tok za financiranje rasti. Zelo pomembna je tudi sposobnost managerjev, saj so ti pri vodenju podjetja izpostavljeni precej večjim tveganjem kot v primeru stabilizacije in odločitve za izstop. Vloga lastnika postane zopet aktivnejša predvsem na način delegiranja, saj postaja poslovanje vse bolj kompleksno. Zagotavljanje likvidnosti poslovanja zahteva od managerjev natančen nadzor vseh investicijskih izdatkov in drugih stroškov podjetja. V kolikor je rast uspešna, lahko podjetje postane veliko, v nasprotnem primeru pa ima lastnik možnost prodaje podjetja z relativno ugodnim profitom, vendar le v primeru, ko prodajo opravi pravočasno. Vsekakor je to zadnja faza, kjer se še lahko pojavlja tip podjetnika iz zgodnjih faz razvoja. Če se lastniki v tej fazi ne odločajo za nadaljnjo rast ali če ta ni mogoča in če se ne odločijo za prodajo, je podjetje obsojeno na

krčenje poslovanja in mu v najboljšem primeru grozi nazadovanje na prejšnje faze razvoja, lahko pa celo bankrot.

Faza zrelosti je zadnja faza podjetniške rasti in se nanaša na velike stabilne družbe s profesionalnim vodstvom, visoko stopnjo formalizacije in razvitim informacijskim procesom. Ključne naloge v fazi zrelosti so skrb za ohranjanje visokih donosov iz faz rasti in ohranjanje fleksibilnosti poslovanja ter podjetniškega duha. Management v takšnem podjetju mora biti usmerjen v maksimizacijo vrednosti premoženja za lastnike, pri čemer lahko lastniki izstopijo iz podjetja s prodajo svojih delnic. Neuspešen prehod podjetja v fazo zrelosti pa lahko pripelje podjetje tudi v bankrot.

Ko podjetnik razmišlja, s kakšnimi viri bo financiral rast podjetja, si mora odgovoriti na tri ključna vprašanja (Glas & Pšeničny, 2000, str. 340):

- v kateri fazi življenjskega cikla je njegov posel,
- za katere namene potrebuje finance in
- kakšne finance ustrezajo pravno-statusni obliki njegovega podjetja.

V naslednjem poglavju o financiranju malih podjetij bom s pomočjo teoretičnega okvira ugotovil potrebe po različnih virih financiranja malega podjetja po fazah njegovega razvoja in ob različnih ambicijah ustanovitelja oziroma podjetnika.

3 FINANCIRANJE MALIH PODJETIJ

Ena izmed težavnejših, vendar pomembnih, nalog podjetnika je zagotavljanje finančnih sredstev za zagon in kasneje tudi delovanje ter rast podjetja. Podjetnikom, ki so mnogokrat nosilci idej brez ustreznega ekonomskega znanja, potrebnega za ustanovitev in vodenje podjetja, lahko že pridobivanje sredstev za zagon podjetja predstavlja velik problem. Neizkušeni posamezniki se zato največkrat obračajo na znane vire, kot so banke, prijatelji in znanci, ki pa niso vedno najprimernejši vir financiranja njihovih potreb. Podjetje že na svojih začetkih potrebuje vire financiranja za začetne stroške, človeški kapital, osnovna sredstva, zaloge, obratni kapital in kapital za rast ter širitev dejavnosti.

Viri in potrebe po financiranju so zelo različni in so odvisni predvsem od motivacije, ciljev in namena ustanovitelja podjetja, ki se lahko odloči za podjetje življenjskega sloga, manjše donosno podjetje ali podjetje z visokim potencialom rasti (Ronstadt, 1988, str.12).

Podjetniki, ki se odločijo za podjetje življenjskega sloga, postavijo v ospredje predvsem svoj osebni življenjski slog, kar pomeni, da ostajajo v podjetju prioritete neodvisnost, avtonomija in kontrola. Želijo se izogniti problemom, ki jih prinaša visoka rast, zaposleni in naraščajoča potreba po kapitalu. Glede na cilje podjetnika ter omejena sredstva, ki jih je podjetnik pripravljen vložiti v raziskave in razvoj, takšna podjetja ponavadi dosežejo le zmerno rast. V nekaj letih lahko sicer zaposlujejo od 30 do 40 ljudi in dosežejo do 2 milijona dolarjev

prometa, vendar obstajajo predvsem zato, da preživijo lastnike in imajo malo možnosti za večjo rast in razvoj (Hisrich & Peters, 1992, str. 13).

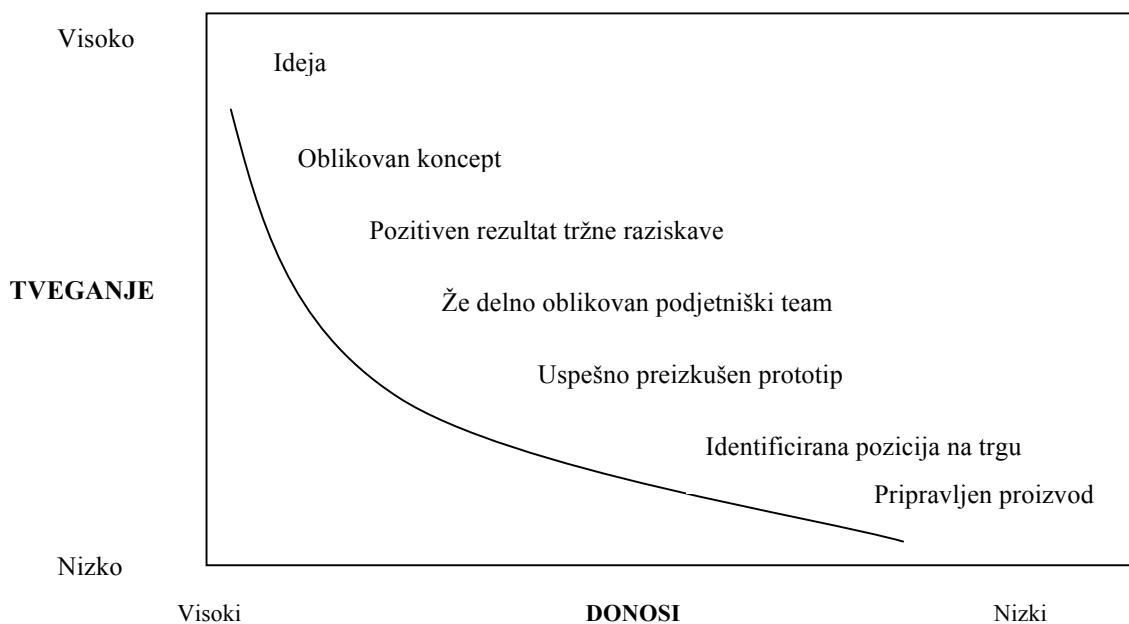
V manjših donosnih podjetjih, kjer stopi v ospredje dobiček, postane financiranje dejavnosti eden ključnih dejavnikov upeha in izzivov, s katerimi se podjetnik mnogokrat sooča predvsem zaradi pomanjkanja finančnega znanja. V večini tovrstnih podjetij podjetnik ohranja nadzor, kljub temu da prenese opravljanje določenih nalog na managerje in druge partnerje. Takšna podjetja so rezultat raziskav in razvoja ter postavljajo temelje za nove vrste industrije. V 5 do 10 letih lahko zrastejo iz 40 na 400 zaposlenih in od 10 na 30 milijonov dolarjev prihodkov. Manjša donosna podjetja se le redko odločijo za javno prodajo, kar pomeni, da so privlačnejša za privatne investitorje, ne pa tudi za sklade tveganega kapitala.

Cilj v podjetjih z visokim potencialom rasti je oblikovati internacionalno priznano podjetje z visokimi, rastočimi dobički in vrednostjo prodaje, za kar pa so potrebna velika investicijska sredstva. Na tej stopnji postanejo podjetja najbolj zanimiva za vlagatelje. Večina sredstev prihaja iz skladov tveganega kapitala in drugih institucionalnih investorjev, strateških povezav z drugimi podjetji ali pa celo s pomočjo javne ponudbe delnic. V 5 do 10 letih lahko takšna podjetja zaposlujejo tudi do 500 zaposlenih in imajo 20 do 30 milijonov dolarjev prihodkov. Hitro rastoča podjetja se zaradi svojih lastnosti prej ali slej odločijo bodisi za javno ponudbo delnic ali pa za prodajo kakšnemu večjemu podjetju (Hisrich & Peters, 1992, str. 13).

Podobno kot za tip podjetja se lahko podjetnik odloča tudi za različne finančne strategije. Pri tem mora upoštevati predvsem odnos med tveganjem in donosi ter koncept optimalnega obsega kapitala, ki sta bistvena dejavnika uspešnega zbiranja sredstev.

Padajoča krivulja (Slika 1), ki ponazarja odnos med tveganjem in donosi v predzačetnem obdobju, ponuja odgovor na to, zakaj bi morale podjetniško financiranje potekati v več fazah. Podjetje v začetnih stopnjah razvoja je mnogo bolj izpostavljeno tveganjem oziroma verjetnosti neuspeha kot podjetje v kasnejših fazah svojega razvoja, hkrati pa se s padanjem tveganja znižujejo zahtevani donosi potencialnih investorjev, kar zmanjšuje stroške financiranja. V neugodnih razmerah bodisi na trgu, pri produktu ali znotraj podjetniškega tima pa lahko pride tudi do spremembe krivulje tveganja in donosov. V tem primeru je podjetnik prisiljen opustiti podjetje ali pa začeti z gibanjem po novi, spremenjeni krivulji tveganja in donosov. Kljub temu da je način financiranja začetnih faz pogosto odvisen od sposobnosti podjetnika pridobiti zunanje vire financiranja, ni nujno začetek vedno najboljši čas za zbiranje celotnega potrebnega kapitala. Zaradi visokih tveganj potencialnega investitorja postanejo stroški financiranja previsoki, kar pomeni, da je za podjetnika bolj smotno zbrati le toliko sredstev, da se premakne po krivulji navzdol, do naslednje faze (Ronstadt, 1988, str. 25).

Slika 1: Investitorjeva krivulja tveganja in donosov v času predzačetnega obdobja



Vir: Ronstadt, 1998, str.24.

Pojemajoče razmerje med tveganjem in donosi v predzačetnem obdobju gre sicer v prid uporabi podjetnikovega lastnega denarja in ohranitvi celotnega lastništva, dokler podjetje ne pridobi na vrednosti, vendar je odločitev o tem povezana z več dejavniki, ki so vezani predvsem na podjetnikovo nagnjenost k tveganju, zaupanje v svoje početje ter izkušnje in sposobnosti pridobivanja finančnih sredstev (Ronstadt, 1988, str. 26). Pomembno vlogo pri pridobivanju finančnih sredstev igra časovna usklajenost, saj je pomembno, da podjetje pridobi finančna sredstva, še preden zaide v likvidnostne težave in da ne išče lastniškega kapitala, dokler ga res ne potrebuje (Timmson, 1999, str. 421).

Podjetnik ob tem, ko se sooča z dilemo financiranja, tehta med tveganjem, ki mu je izpostavljen zaradi višine vloženih lastnih sredstev v podjetje in zmožnostjo pridobivanja finančnih sredstev v več stopnjah ter močjo oziroma višino svojega lastniškega deleža v podjetju. Manjši začetni kapital znižuje tveganje investorjev in zvišuje podjetnikovo tveganje, pri čemer je za podjetnika lahko usodna negotovost o zmožnosti pridobivanja novih finančnih sredstev. Uspešni podjetniki oblikujejo podjetja, ki niso ne prekapitalizirana ne podkapitalizirana. Za podjetnika je ključno zagotoviti ravno primeren obseg sredstev za strategijo, ki jo je izbral. Pri tem je ključni koncept optimalnega obsega kapitala (ang. threshold capitalization), ki se nanaša na tisti obseg kapitala podjetja v začetni fazi razvoja, ki mu omogoča, da ga investorji višje vrednotijo. Za podjetje je optimalno, da v obdobju, ko se giblje od ene k drugi fazi financiranja, ni ne podkapitalizirano ne prekapitalizirano (Ronstadt, 1988, str.27). Izmed dveh skrajnosti je bolj zaželena podkapitaliziranost, saj so negativne posledice prekapitaliziranosti pogostokrat hujše. Prekapitaliziranost lahko vodi k izgubi nadzora, zmanjšanju kreativnosti in motivacije ter delovnega zanosa, vse to pa so pomembni dejavniki, ki predstavljajo razliko med podjetniškim uspehom in neuspehom.

Pomemben del oblikovanja finančne strategije podjetnika poleg časovne komponente ter optimalnega obsega kapitala je odločitev o tem, čigav denar bo uporabil. Pri tem se podjetnik sooča z dvema skrajnima možnostma, da uporabi denar drugih »Others Peoples Money« (v nadaljevanju OPM) ali pa svoj denar »Entrepreneur's Money Only« (v nadaljevanju EMO), pri čemer najpogosteje izbere kombinacijo obeh strategij (Žnidar, 2003, str.10).

Odločitev o tem, katero strategijo bo podjetnik uporabil, je odvisna od mnogih dejavnikov, predvsem pa od finančne moči in sposobnosti podjetnika ter panoge, v kateri se nahaja. Odločitev za doktrino EMO je močno povezana z finančnim stanjem podjetnika, saj podjetje v fazi rasti prej ali slej pride do točke, ko so za nadaljnji razvoj potrebna visoka finančna sredstva. Tudi v primeru, ko je podjetnik izjemno bogat, je zanj s stališča tveganja v določeni točki razvoja racionalno pritegniti tuje vire financiranja, pa čeprav lahko to pomeni odpoved določenemu delu lastništva.

Podobno se je podjetnik prisiljen odpovedati pomembnemu delu lastništva in s tem nadzoru nad podjetjem v primeru opiranja se na doktrino OPM. Predvsem v perdzačetni fazi razvoja in v samih začetkih poslovanja takšnega podjetja lahko znatno zmanjšan vpliv podjetnika kot nosilca podjetniške ideje pomeni neuspeh.

Vire financiranja podjetja lahko delimo tudi po drugih kriterijih. V podjetju lahko govorimo o tipih financiranja glede na življenjski cikel, kjer govorimo o sedmih stopnjah financiranja oziroma jih lahko razdelimo glede na vrsto finančnih sredstev, in sicer na lastniške in dolžniške vire. V naslednjih dveh poglavjih bom natančneje analiziral delitev po omenjenih kriterijih, ki pa se vsebinsko navezuje in povezuje z že prej opisano podjetnikovo finančno strategijo ter razumevanjem odnosa med tveganjem in donosi.

3.1 Tipi financiranja glede na življenjski cikel

Pogled na financiranje skozi življenjski cikel podjetja je za podjetje pomembno predvsem v njegovi fazi rasti, ko podjetje potrebuje dodatne vire financiranja. V podjetju lahko govorimo o sedmih stopnjah financiranja, ki se vsaj delno skladajo z življenjskim ciklom podjetja, saj kažejo, kakšen kapital potrebuje podjetje v posamezni fazi življenjskega cikla. Razvojna faza, v kateri se podjetje nahaja, pa je ključnega pomena tudi za vlagatelja, in sicer predvsem z vidika sposobnosti generiranja dohodka. V splošnem lahko rečemo, da vlagatelj zahteva večjo donosnost in večji delež podjetja, če vlaga v bolj zgodnjih fazah življenjskega cikla podjetja (smiselno povzeto po Tajnikar, 2000, str.186 in Davies, Newman, Osteryoung, 1997, str. 104).

Stopnje financiranja glede na življenjski cikel oziroma kapital, ki je za posamezno stopnjo značilen, je: semenski kapital, zagonski kapital, zgodnji kapital, financiranje druge runde, razširitveni kapital, zunanji in notranji odkup podjetja ter vmesni kapital.

Na samih začetkih, ko sicer podjetniška ideja že obstaja in morda tudi vzorčni izdelek, vendar pa še nista razvita do te mere, da bi ju lahko poskusno proizvajali, potrebuje podjetje semenski kapital. Običajno gre za manjše zneske, ki so potrebni predvsem za razvoj poslovne ideje in pripravo poslovnega načrta, izvajanje omejenih raziskav in razvoja, analizo trga ter oblikovanje vodsvenega tima. Zaradi velikih negotovosti so investicije v semenski kapital zelo tvegane, zato je tudi najemanje posojil in pridobivanje zahtevnejših oblik lastniškega kapitala v tej fazi še preveč tvegano. Semenski kapital je zato lahko lastniški kapital podjetnika, družine, prijateljev in znancev, državne subvencije in podpora inštitucij za pospeševanje razvoja podjetništva, kot so inkubatorji in tehnološki parki (Gašperlin, 2001, str. 13-14).

V naslednji fazi življenjskega cikla potrebuje podjetje zagonski ali startni kapital, ki ga potrebuje za razvoj izdelka v fazi, ko je mogoče izpeljati poskusno proizvodnjo in začetek tržnega komuniciranja, s katerim podjetnik testira povpraševanje na trgu. V tej fazi se lahko poskusna proizvodnja reorganizira v normalno, serijsko proizvodnjo, vendar pa proizvoda, ki sicer že obstaja, še ni mogoče prodajati. Naložbe v zagonski kapital so še vedno zelo tvegane, zato prihaja največ zagonskega kapitala iz zasebnih virov ali pa v obliki daril večjih podjetij in države. Pomemben dejavnik virov financiranja zagonskega kapitala je doba med začetkom investicije in prvo prodajo, ki lahko pri podjetjih visoke tehnologije traja tudi več let. V primeru, da je to obdobje kratko, je mogoče uporabiti tudi kredite in druge oblike dolžniškega kapitala.

Ko je podjetje pred tem, da dokonča razvoj proizvoda in vzpostavi serijsko proizvodnjo, potrebuje t.i. zgodnji oziroma začetni kapital. Ta mu omogoča oživitev podjetja, saj podjetje z njim zaposli ustrezno delovno silo ter nakupi potrebno strojno opremo, orodja in surovine. V tej fazi pride do popolne komercializacije proizvoda, kar daje podjetju možnost preživetja. Podjetje je v tem obdobju še zelo ranljivo, zato je njegovo financiranje še vedno pretežno odvisno od lastnih sredstev, sredstev partnerjev in družine, prisoten pa je tudi že dolžniški kapital v obliki najetih in ustrezno zavarovanih posojil.

Četrto investicijsko stopnjo predstavlja kapital druge runde ali drugega kroga. V tej fazi prične podjetje dokončno razvit proizvod širše komercializirati. V večji meri gre za financiranje obratnih sredstev v začetni fazi rasti, ko podjetje še ne dosega pomembnejšega obsega prodaje in dobička (Bučar, 1995, str. 5). S kapitalom druge runde se začne podjetje premikati v smeri svoje optimalne proizvodne zmogljivosti in normalnega tržnega poslovanja, kar sta predpogoja za uspešno rast podjetja v prihodnje. Pojavljajo se vse oblike kapitala s tem, da začne izgubljati na pomenu zasebni kapital podjetnika. Vedno bolj se začenjajo uveljavljati najrazličnejše oblike dolžniškega kapitala, pomembno vlogo pri financiranju imajo kupci in dobavitelji, hkrati pa v podjetje že vstopajo tudi investitorji s tveganim kapitalom.

Peta faza življenjskega cikla označuje uspešno podjetje, ki je v fazi rasti in zato potrebuje kapital za razširitev. Ta se namenja za investicije v proizvodne zmogljivosti, osvajanje novih

trgov, povečanje obratnega kapitala, izboljšave proizvodov, dodatno zaposlovanje specializirane delovne sile ter novo organizacijo. Prihodnost podjetja v tej fazi je že bolj gotova, donosi visoki, zato so naložbe v takšna podjetja manj tvegane in povezane z visokimi donosi za investitorje. Med viri kapitala za razširitev je mogoče zaslediti skoraj vse oblike kapitala, pri čemer se najpogosteje uporablja tvegani kapital, saj so visoki kapitalski dobički, ki jih ta oblika kapitala zasleduje, v tej fazi najbolj zagotovljeni.

Vse omenjene faze se nanašajo na rast uspešnega podjetja. V primeru, ko podjetje ni uspešno, se jasno spremenijo tudi viri financiranja. V tem primeru govorimo o kapitalu za preobrat in nadomestitvenem kapitalu. Prvi nastopa v primeru, ko je podjetje še mogoče rešiti iz težav in je namenjen za dokapitalizacijo podjetja, nadomestitev dražjih dolgov oziroma preprosto za zagotavljanje likvidnosti v primeru, ko podjetje ni sposobno generirati zadostnih prilivov iz poslovanja. Nadomestitveni kapital nameni podjetje za odkup lastniških deležev drugih investorjev, s čimer podjetnik-lastnik dobi kontrolni delež in s tem avtonomijo odločanja (Winterleitner, 2003, str. 19-21).

Rastoče podjetje postane v določeni življenjski fazi predmet nakupa in prodaje. Premostitveno financiranje oziroma kapital za zunanji ali notranji odkup podjetja je torej povezano z najbolj kritičnim obdobjem v življenju podjetja. Pri tem se cena oblikuje na podlagi vrednosti premoženja podjetja in pričakovanih prihodnjih donosov. V večini primerov ta sredstva porabijo za pospeševanje rasti podjetja v obdobju, ko se pripravlja javna ponudba. Pogosto pa se ta sredstva lahko porabijo tudi za prestrukturiranje lastništva podjetja, torej za konsolidacijo različnih tipov lastniških deležev (Gartner, 1990, str.29/6). Kot vir financiranje se pojavljata tako tvegani kot tudi dolžniški kapital. Pri odkupih podjetja gre običajno za eno izmed treh oblik odkupa podjetja, to so: notranji odkup, ko ga izpelje management, prevzem podjetja, ko ga prevzamejo zunanji kupci in odkup podjetja, ko ga odkupi prvotni lastnik-podjetnik.

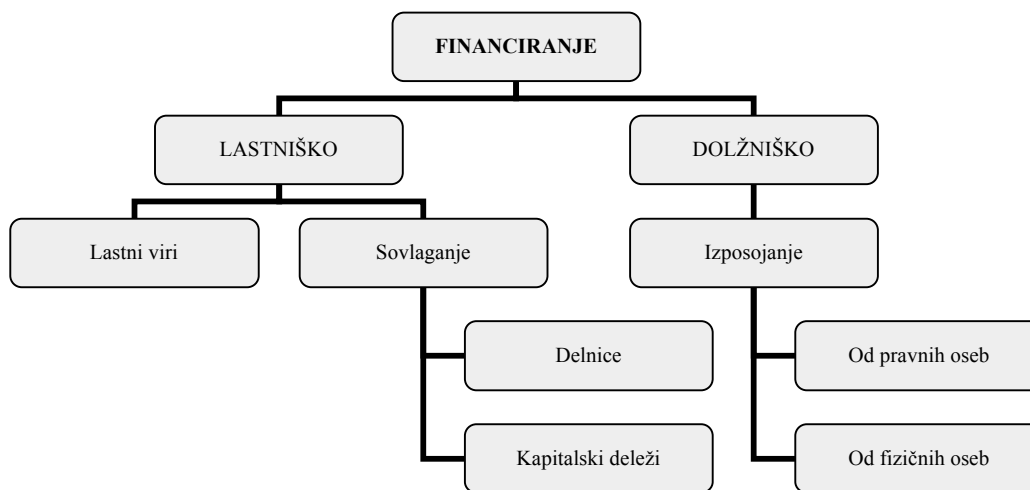
Vmesne finance predstavljajo zadnjo, sedmo stopnjo virov financiranja podjetja glede na življenjski cikel. Gre tako za dolžniški kot tudi za lastniški kapital, ki vstopa v podjetje v zadnji fazi pred prodajo podjetja. Največkrat so to bančna posojila, saj so podjetja na tej stopnji manj atraktivna za tvegani kapital. V obdobju priprav podjetja na prodajo, ko stari lastniki in upravljavci nimajo več velikega interesa, da bi vlagali dodatni kapital, novi lastniki pa še niso vstopili v podjetje, morajo finance za poslovanje podjetja pridobiti v podjetju sami. Vmesne finance le dopolnjujejo že obstoječe financiranje podjetja, ki omogoča, da stara upravljavka ekipa upravlja podjetje, dokler ne pride v podjetje nov lastnik. Tako vmesno financiranje največkrat omogoča bančno posojilo.

3.2 Lastniško in dolžniško financiranje malih podjetij

Glede na odločitev podjetnika o tem, ali bo rast podjetja financiral z lastnimi sredstvi ali pa si bo potrebna finančna sredstva sposodil, delimo financiranje malega podjetja na lastniško in

dolžniško financiranje (Slika 2). Pri tem je seveda podjetnik omejen na to, katera finančna sredstva so mu sploh dosegljiva.

Slika 2: Način financiranja malega podjetja



Vir: Urh, 2001, str. 70

Na kakšen način se bo podjetje financiralo, je odvisno od oblike podjetja, ki ga podjetnik ustanavlja, njegove bonitete, podjetnikovega nagnjenja k tveganju, kot tudi od njegove možnosti dostopa do dožniških ali lastniških sredstev in pogojev, ki so z njimi povezani (Ronstadt, 1988, str. 31).

3.2.1 Lastniško financiranje

Kapital za začetek poslovanja ponavadi zagotovi podjetnik, skupaj s svojo družino. Ustrezen obseg lastniškega kapitala naj bi predstavljal tudi osnovo za zadolžitev podjetja, saj naj bi omogočil poravnavanje obveznosti do kreditodajalcev tudi v primeru manjše izgube iz poslovanja. Viri lastniškega financiranja, ki jih bom podrobno analiziral v četrtem poglavju, pa so v kasnejših stopnjah razvoja različni (Tabela 3). Njihova različnost je delno odvisna od organizacijske oblike podjetja, delno pa tudi od poslovnih možnosti podjetja (Mramor, 1993, str. 251).

Tabela 3: Faze razvoja podjetja in viri lastniškega financiranja

FAZE RAZVOJA PODJETJA	VIRI LASTNIŠKEGA FINANCIRANJA
Organiziranje in načrtovanje podjetniške ideje	Lastnik in neformalni viri
Podjetje je ustanovljeno; proizvodi/storitve pripravljeni na proizvodnjo	Finančne institucije visoko tveganega kapitala in neformalni viri
Pretekli podatki o poslovanju	Tudi nekatere druge finančne institucije
Faza bistvene širitve	Možnost prodaje lastniških vrednostnih papirjev
Zrelo in trdno podjetje	Zadržani dobički in odprte prodaje

Vir: Mramor, 1993, str. 251

Prednost lastniškega kapitala v primerjavi z dolžniškim je njegova dolgoročna komponenta ter večja fleksibilnost, ki jo omogoča podjetnikom. Na izbrano sestavo kapitala pa vplivata dve skupini dejavnikov, in sicer cilji podjetja in finančni dejavniki, pri čemer so cilji podjetja odvisni predvsem od oseb, ki imajo prevladujoč vpliv v podjetju. Med finančne dejavnike, ki vplivajo na izbrano sestavo kapitala, štejemo predvsem dostopnost različnih virov in poslovno ter finančno tveganje podjetja.

Pomembna prednost lastniškega financiranja je tudi ta, da so zaslužki vlagateljev odvisni zgolj od rasti in dobičkonosnosti podjetja, kar pomeni, da podjetnik za pridobljena sredstva ne jamči s sredstvi podjetja, temveč je izplačilo investitorju odvisno od uspešnosti poslovanja podjetja. Slabost te vrste financiranja pa je v izgubi nadzora nad podjetjem, saj podjetnik z deležem lastništva prepusti investitorju tudi proporcionalen del nadzora nad upravljanjem podjetja (Žnidar, 2003, str. 14).

3.2.2 Dolžniško financiranje

Pomembna lastnost dolžniškega financiranja, ki ga ločuje od lastniškega, je zakonska pravica, ki jo ima kreditodajalec, da za posojen znesek zasluži obresti in dobi povrnjeno glavnico, ne glede na uspeh ali neuspeh projekta oziroma ideje, v katero so bila sredstva vložena. Prednost dolžniškega financiranja na drugi strani je, da podjetnik ne odplača dolga takoj, temveč v prihodnosti in da ne prepusti lastništva investitorju, kar pomeni, da v primeru dobrega poslovanja ohranja popolni nadzor nad podjetjem.

V primeru dolžniškega financiranja, ko upnik nima vpliva na upravljanje podjetja, se poslužuje drugih oblik zavarovanja, med katerimi so najbolj pogoste hipoteke na premoženje, s katerim razpolaga najemnik dolžniškega kapitala. Dolžniško financiranje prinaša donos upniku le, če dolжник lahko poravnava svoje obveznosti, ob stečaju pa gredo upniku le razpoložljiva sredstva ter pravica odločanja o kasnejših operacijah (Žugelj, 2001, str. 21).

Med vire dolžniškega financiranja spadajo banke in druge finančne institucije, kot so hranilnice in posojilnice, proračunska sredstva ter razni državni in občinski skladi, mednarodna sredstva, faktoring, najem, obveznosti do dobaviteljev in drugi neformalni viri.

Na kakšen način se podjetje financira, je odvisno od oblike podjetja, njegove bonitete, podjetnikovega nagnjenja k tveganju kot tudi njegovih zmožnosti dostopa do dolžniških ali lastniških sredstev in pogojev, ki so z njimi povezani. Podjetja, ki imajo tako visoko tveganje, da večja izguba pomeni finančni polom za podjetnika in njegovo družino, bi morala dolg minimizirati. Na splošno je pametno, da se uporabi lastniški kapital v predzačetni dobi, čeprav je na voljo tudi dolg. Pri tem je izjema uporaba dolžniških sredstev za nakup stalnih sredstev, katerih prodajna vrednost ob likvidaciji bo zadostovala za pokritje dolga. Prav tako lahko z dolgom financiramo tudi obratna sredstva, kjer ima podjetnik takojšen dostop do proizvoda ali storitve, ki bo izvedena in ima s predplačili ali drugače zagotovljene kupce. Če lastniška sredstva niso na voljo, je iz previdnostnih razlogov najbolje poiskati drugo podjetje, kjer

finančne ovire niso tako visoke. Prav tako velja, da če podjetnik sam ali drugi niso pripravljeni tvegati lastniških sredstev, potem je morda kaj narobe s podjetjem (Žnidar, 2003, str. 15).

3.2.3 Ciljna struktura kapitala

Odločitev podjetnika o tem, kakšna naj bo količina dolžniškega financiranja oziroma finančnega vzvoda, nosi za podjetje tri pomembne posledice (Brigham & Daves, 2002, str. 221):

- povečevanje kapitala s pomočjo dolga omogoča delničarjem, da ohranijo kontrolo in nadzor nad podjetjem, ne da bi povečali svojo investicijo v to podjetje;
- lastniškega kapital daje kreditodajalcem varnost, kar pomeni, da večji, kot je delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu, manjše je tveganje kreditodajalcev;
- v primeru, ko so donosi na investicijo višji od stroškov obresti, ki jih mora podjetje plačati za izposojena sredstva, se donos na lastniški kapital poveča.

Podjetje se v svojih odločitvah o načinu financiranja opira na ciljno strukturo kapitala, ki jo ob upoštevanju različnih parametrov oblikuje samo. V splošnem naj bi podjetje, ki ima delež dolga pod ciljno ravno, dodatna sredstva pridobivalo s pomočjo dolžniškega kapitala oziroma lastniškega, ko je delež dolga nad ciljno ravno. V svojih odločitvah o strukturi kapitala se podjetje praktično odloča med tveganjem in donosom, saj za delničarje pomeni več dolga, večje tveganje na eni strani ter višje pričakovane stopnje donosa na kapital na drugi. Hkrati višje tveganje znižuje ceno delnice, medtem ko jo višja pričakovana stopnja donosa na kapital zvišuje. V zasledovanju interesov delničarjev morajo vodilni v podjetju izbrati tisto razmerje med tveganjem in donosom, ki maksimizira vrednost podjetja.

Brigham in Daves (2002, str. 223) navajata pet osnovnih faktorjev, ki vplivajo na odločitve o ciljni strukturi kapitala; to so:

- *podjetniško tveganje* oziroma tveganje, ki se nahaja v poslovanju podjetja v primeru, ko se to financira izključno z lastniškimi sredstvi. Večje, kot je podjetniško tveganje, nižji je optimalni delež dolga v celotnem kapitalu.
- Uporaba dolga kot *davčnega ščita*, saj obresti s tem, ko znižujejo davčno osnovo znižujejo tudi efektivni strošek kapitala. Dodatno dolžniško financiranje pa ni smiselno v primeru, ko je podjetje že izkoristilo davčni ščit bodisi iz naslova amortizacije bodisi iz obresti obstoječega dolga.
- *Finančna fleksibilnost* oziroma zmožnost podjetja, da poveča kapital pod sprejemljivimi pogoji tudi v neugodnih razmerah. Vodilni v podjetju se zavedajo pomembnosti stalnega dotoka kapitala za nemoteno poslovanje in težav, ki jih lahko prinesejo neugodne razmere na denarnem trgu ter problemi v samem poslovanju podjetja v prihodnosti, zato stremijo k dobrim bilancam podjetja, še posebno kadar pričakujejo večje potrebe po kapitalu v prihodnosti in kadar ocenjujejo, da bi bile lahko posledice pomanjkanja kapitala za podjetje usodne.

- *Konservativnost oziroma agresivnost managementa.* Nekateri managerji so v svojih odločitvah bolj agresivni in v težnji po čim višjih dobičkih uporabljajo več dolžniškega kapitala.
- *Možnosti oziroma opcije rasti podjetja.* Razmerje med sredstvi (opredmetenimi in neopredmetenimi) in opcijami rasti³ se med podjetji močno razlikuje, kar pomembno vpliva na odločanje o strukturi kapitala. Prvič, podjetja z višjim deležem opredmetenih osnovnih sredstev v vrednosti podjetja imajo boljše možnosti zavarovanja kredita. Drugič, so stroški bankrota v primeru finančnega poloma podjetja mnogo višji v podjetjih z visokimi opcijami rasti, pri čemer ni razlog le pomanjkanje ustreznega zavarovanja, ampak predvsem dejstvo, da so opcije rasti in intelektualni kapital v podjetju nerazdružljivi, pri čemer ključni zaposleni v primeru finančnega poloma takšno podjetje zapustijo. Tretjič, problem asimetrije informacij v podjetju povzroča, da kreditodajalci v strahu, da se bodo managerji odločali za bolj tvegane projekte z višjimi pričakovanimi stopnjami donosa, zaračunavajo višje obresti na posojen kapital. In četrtič, finančna fleksibilnost je bolj pomembna za podjetja z višjimi opcijami rasti, in to ne samo zaradi večje verjetnosti, da ta podjetja odkrijejo nove projekte, ki zahtevajo dodatno financiranje, temveč tudi zato, ker je problem asimetrije informacij v takšnih podjetjih večji.

Teorija o strukturi kapitala je relativno nova, saj segajo njeni začetki v konec petdesetih let z znanim Modigliani-Miller modelom, ki je bil kasneje dopolnjen s stroški agenta in finančnega zloma podjetja. V začetku šestdesetih let pa se pojavi teorija asimetrije informacij profesorja Gordon Donaldsona. Vse do danes pa ne obstaja nobena teorija, ki bi dala natančen odgovor na vprašanje, kakšna je optimalna struktura kapitala. Brigham in Daves (2002, str 225-226) sta združila ugotovitve omenjenih teorij in prišla do naslednjih spoznanj glede odločitev podjetij o strukturi kapitala:

- obresti iz naslova dolžniškega financiranja predstavljajo za podjetje davčni ščit, zato je smiselno, da imajo podjetja v svoji strukturi kapitala tudi dolg.
- Meje zadolženosti v podjetju predstavljajo stroški finančnega zloma in stroški agenta, ki v določeni točki odtehtajo koristi iz naslova davčnega ščita. Za podjetja, katerih sredstva sestavljajo pretežno neopredmetena osnovna sredstva bi morala uporabljati manjši delež dolga v strukturi kapitala.
- Zaradi problema asimetrije informacij in stroškov izdaje delnic je za podjetja z nizkim potencialom rasti primeren vrstni red financiranja, najprej notranji viri, sledi dolg in šele nato nova izdaja delnic. Podjetja z visokim potencialom rasti in visokim deležem opredmetenih osnovnih sredstev v celotnih sredstvih podjetja bi morala slediti enakemu vrstnemu redu, s to razliko, da je v tovrstnih podjetjih velika verjetnost, da bo moralo podjetje visoke potrebe po financiranju zagotoviti tako iz naslova dolžniških virov kot tudi z novo izdajo delnic. V primeru, ko gre za podjetje z visokim potencialom rasti in neopredmetenih osnovnih sredstev, je zaradi visokih stroškov

³ Vrednost podjetja je seštevek sredstev (opredmetenih in neopredmetenih) in opcij rasti.

finančnega zloma vrstni red nekoliko drugačen, in tako notranjim virom sledi izdaja delnic in šele na koncu dolg.

- Zaradi problema asimetrije informacij bi morala podjetja vzdrževati določene rezerve v možnosti pridobivanja dolžniških virov financiranja, da lahko zadovoljijo potencialne potrebe po finančnih sredstvih v prihodnosti, in se tako izognejo izdaji delnic po nizkih cenah. To pomeni, da bi morali biti v tem primeru dejanski delež dolga nižji od tistega, ki ga zagovarja »trade-off« model strukture kapitala.

4 VIRI FINANCIRANJA MALIH IN SREDNJIH PODJETIJ

4.1 Bančni kapital

Bančni kapital je še vedno glavni vir financiranja večine podjetij, tako malih kot tudi velikih. Za njegovo koriščenje mora navadno podjetje že razpolagati s podatki o preteklem poslovanju, zato razen v nekaterih izjemah (jamstva, vstop drugih oblik kapitala) ne vstopa v začetne razvojne faze podjetja.

Še vedno pa je obnašanje bank do malih podjetij zelo konzervativno, čeprav se tudi na tem področju stanje spreminja. V ZDA, kot vodilni državi na področju podjetništva, so se banke konec 90 let začele zavedati pomena malih hitro rastočih podjetij. Sedaj aktivno iščejo majhna perspektivna podjetja in jim ponujajo svoje storitve, hkrati pa se povezujejo z lokalnimi univerzami in podjetniškimi združenji, katerim sponzorirajo seminarje, delavnice in poslovne sejme, vse z namenom, da bi pridobili potencialne podjetnike kot svoje stranke (Timmons, 1999, str. 491).

V načinu ocenjevanja podjetij med ameriški in evropski bankami obstajajo precejšnje razlike. Ameriške banke ocenjujejo podjetja predvsem na podlagi ustrezne kapitalske strukture in investitorjev. Njihov najpomembnejši kriterij je prisotnost tveganega kapitala v podjetju, saj to zagotavlja dodatne svetovalne storitve v različnih razvojnih fazah ter možnost pridobitve dodatnega kapitala, ki bi bil potreben za rast. Skladi tveganega kapitala ocenijo vloge predvsem na osnovi skrbnega pregleda njihovega, poslužujejo pa se tudi lastnih in zunanjih strokovnjakov (Matekovič, 2006, str. 37).

Evropske banke se v svojih odločitvah najpogosteje upirajo na izdelan poslovni načrt in kvaliteto osebja in vodstva, medtem ko se glede obravnavanja sposobnosti zavarovanja posojil banke ločijo na tiste, pri katerih formalno zavarovanje ni tako pomembno (norveške, švedske in danske banke) in večjo pozornost namenjajo poslovnemu načrtu ter osebju, ki stoji za njim in tiste, za katere je ključnega pomena pri odločanju primerno zavarovanje posojila (angleške banke).

Razlika med ameriški in evropski bankami je tudi v obravnavanju intelektualne lastnine kot oblike zavarovanja posojila. Medtem ko večina evropskih bank ne priznava zavarovanja

posojila z neopredmetenimi sredstvi, kot je npr. intelektualna lastnina, ameriške intelektualno lastnino ocenjujejo kot sorazmerno lahko unovčljivo dobrino, predvsem zaradi razvitega lokalnega trga.

4.1.1 Financiranje malih podjetij z bančnim kapitalom

Za podjetnika in za banko je dober odnos ključnega pomena, saj gre za partnerski odnos, ki lahko odloča o preživetju in prihodnji rasti podjetja, od česar pa je odvisen tudi zaslužek banke. Banka za malo podjetje zato ne predstavlja samo vira sredstev podjetja, temveč je lahko tudi pomemben vir finančnih nasvetov za neizkušenega malega podjetnika. Ker je v interesu banke, da podjetje uspešno posluje, saj je od tega odvisna tudi njena naložba, ima sama interes, da se zanima za poslovanje podjetja in mu pomaga z nasveti (Brigham, 2002, str. 385).

Denar, ki ga posojajo banke, ni njihov lasti denar, temveč je to denar imetnikov depozitov in transakcijskih računov. Zato bankirji posojajo denar le tistim posojilojemalcem, ki bodo sposojene zneske sposobni vrniti v trenutku, ko bodo to od njih zahtevali. Pri tem banke večinoma ocenjujejo naložbe v novo ustvarjena podjetja kot visoko tvegane, zato jih obravnavajo še posebej previdno. Banke v Sloveniji, predvsem večje, poleg omenjenih sredstev za odobravanje kreditov, uporabljajo tudi druge vire, in sicer lastna sredstva iz sklada tveganega kapitala, iz kreditnega potenciala na podlagi povezanih poslov z gospodarskimi družbami, občinami in skladi ter z najemanjem kreditnih linij in sindiciranjem sredstev domačih in tujih bank oziroma finančnih institucij. Poznavanje tovrstnih pogledov bank ter postopkov in pravil glede odobravanja naložb v samih bankah, bi lastnikom podjetij lahko olajšalo komuniciranje z banko in jih spodbudilo, da se pred začetkom dogovarjanja z banko tudi ustrezno pripravijo (Žnidar, 2003, str. 21).

Z bankami lahko podjetja sodelujejo na različnih področjih. Najpogostejše oblike poslovanja so kratkoročno in dolgoročno financiranje ter garancijsko poslovanje, na voljo pa so tudi druge storitve, kot so zavarovanja pred plačilnimi in tečajnimi tveganji, storitve, ki zagotavljajo varno naložbo presežka denarnih sredstev ter storitve in instrumenti plačilnega prometa v državi in s tujino. Poleg naštetega se banke ukvarjajo tudi z lastniškim financiranjem predvsem posredno preko podjetij tveganega kapitala, z zakupom (lizing), odkupom terjatev (ang. factoring) ter nakupi ali s prodajo obveznic in komercialnih zapisov (Antončič et al., 2002, str. 308). Pri izbiri prave banke je poleg raznih dejavnikov treba predvsem upoštevati, da ni edino merilo višina obrestne mere, po kateri se najame kredit, temveč je pomembnejše, da banka odobri kredit ali drugo bančno storitev pravočasno in kakovostno ter da ima izbrana banka posluh za komitente malega gospodarstva, kar se kaže predvsem v ravneh odločanja (Finančni trgi, 2003, str. 16).

4.1.2 Vrste bančnih posojil

Bančna posojila glede na ročnost delimo na kratkoročna in dolgoročna. V teoriji in praksi praviloma velja, da je kratkoročni dolg tisti, ki zapade v plačilo oziroma ga je treba vrniti prej kot v enem letu, medtem ko je dolgoročno posojilo treba vrniti v daljšem obdobju od enega leta, najpogosteje od pet do sedem let.

4.1.2.1 Kratkoročna posojila

Sredstva, ki jih podjetja pridobijo na podlagi kratkoročnih posojil, so namenjena predvsem financiranju tekočega poslovanja podjetja, nabavi materiala, blaga in storitev, financiranju proizvodnje, zalog in terjatev iz poslovanja in vzdrževanju likvidnosti podjetja. Višina kredita je odvisna od obsega poslovanja komitenta, namena kreditiranja in ustreznosti zavarovanj. Zaradi krajših odplačilnih rokov in posledično nižjega tveganja so postopki odobritve navadno hitrejši. Kratkoročna posojila lahko delimo na zavarovana in nezavarovana. Pri nezavarovanem kreditu si poslovna banka zniža tveganje svoje poslovne naložbe s kreditnimi pogoji in analizo kreditne sposobnosti podjetja. V skupino nezavarovanih kratkoročnih posojil uvrščamo po Mramorju tri oblike posojil (Mramor, 1993, str. 124):

- posojilo za začasen porast zalog do njihove prodaje, kjer se dolg podjetja odplača, ko le-to prejme plačilo za prodano blago;
- kreditno linijo, kjer lahko podjetje črpa določena sredstva na svojem računu v dovoljeno negativno stanje, kadar nima zadostnih svojih sredstev. Za podjetje takšen način kreditiranja pomeni predvsem večjo fleksibilnost, ki pa gre predvsem na račun višje cene oziroma obrestne mere.
- Premostitveno posojilo, ki ječasne narave. Banka s kratkoročnim kreditom financira naložbo podjetja do dogovora o dolgoročnem posojilu, nato pa se premostitveno posojilo spremeni v terminsko.

Nezavarovana bančna posojila so odobrena na podlagi kreditne sposobnosti podjetja. Majhna podjetja, ki se nahajajo v začetni razvojni fazi, nimajo velike možnosti, da jim banka odobri nezavarovano kratkoročno posojilo, torej jim ostane na voljo le posojilo z ustreznim zavarovanjem, kar pa ceno posojila poviša. Na splošno banke pri kreditiranju malih podjetij kot osnovna zavarovanja kratkoročnih naložb zahtevajo blanco menice z meničnimi izjavami ter pobot s prilivi na vseh računih podjetja (Žnidar, 2003, str. 23).

Dodatna zavarovanja banke delijo na prvovrstna zavarovanja, kamor spadajo zastava depozita, zastava vrednostih papirjev izdanih s strani države, večjih bank, nepreklicna državna jamstva ter nepreklicna in brezpogojna bančna garancija prvovrstne domače ali tuje banke, zastava premičnin in nepremičnin na podlagi sporazuma, zastava vrednostnih papirjev izdanih od pravnih oseb, zastava poslovnega deleža v družbi, zastava terjatev, zavarovanje zavarovalnice, poroštvo pravne in fizične osebe in druga jamstva (Justin, 2000, str. 38).

4.1.2.2 Dolgoročna posojila

Dolgoročna posojila so namenjena predvsem investiranju v lastna sredstva, v trajna gibljiva sredstva in za financiranje investicijskih del navadno za obdobje enega do petih let. Banka jih odobri na podlagi predloženega investicijskega programa ali poslovnega načrta za leta kreditiranja. Višina kredita je odvisna od predračunske vrednosti naložbe, kreditne sposobnosti komitenta in načina zavarovanja. Uporaba dolgoročnega kredita lahko pomeni precejšnjo prednost v poslovanju podjetja, lahko pa v primeru, ko dolgoročni dolg ni smiselno in previdno uporabljen, ali če se spremenijo ekonomske razmere, povzroči težave v poslovanju podjetja. Preveliko financiranje podjetja z dolgoročnim dolgom lahko povzroči nezmožnost podjetja, da bi poravnalo svoje pogodbene obveznosti, kar lahko v skrajnem primeru vodi celo v stečaj.

Tveganje za banko je visoko, ker se kredit odplačuje dalj časa in je ob odobritvi težko napovedati oziroma oceniti vse elemente, ki lahko vplivajo na odplačilno sposobnost podjetja, zato je presojanje bonitete podjetja obsežnejše, obrestna mera pa višja kot pri kratkoročnem posojilu (Žnidar, 2003, str.23).

Za nova in rastoča podjetja je glavna težava pri pridobivanju bančnih kreditov zagotavljanje ustreznega zavarovanja za dani kredit. Druga ovira pa so visoke obrestne mere za kredite novim podjetjem (Zorko, 2003, str. 15). Ker je nova podjetja težko klasificirati, jim banke avtomatično določijo najvišji obrestni razred in s tem najvišjo obrestno mero. Težava za nova mala in rastoča podjetja je tudi, da jih banke obravnavajo pod strožjimi pogoji. Banke mala podjetja dobro preverijo glede na njihovo kreditno sposobnost oziroma sposobnost odplačevanja kreditov. Glede na vse navedeno je očitno, da malo podjetje brez ustreznega zavarovanja težko pride do bančnih kreditov, če pa mu je le-ta že odobren, je to zagotovo ob primernem zavarovanju in po zelo visoki obrestni meri.

Vse višja konkurenca med bankami v zadnjem času sili banke k uporabi posebnih metod za obravnavanje MSP. Med evropskimi bankami, ki MSP obravnavajo kot podjetja s posebnimi potrebami po kreditiranju, je večina angleških, sledijo švedske. Te banke svoj poseben pristop opisujejo kot (EC, 2000):

- večjo prilagodljivost pri zavarovanju posojil in uporabi garancij za posojila;
- višje posojilo, ki je še vedno odvisno od velikosti kapitala podjetja;
- moratorij pri odplačevanju obresti ter
- poseben pristop ali uporabo specializiranih kadrov pri ocenjevanju vlog.

Ob visoki stopnji zavedanja o pomembnosti MSP za evropsko gospodarstvo se je evropski svet že v svojem večletnem programu za mala podjetja (multiannual Programme, MAP), ki ga je nasledil CIF, zavezal k spodbujanju mikro kreditiranja novih mikro in malih podjetij. V to skupino sodijo krediti, ki ne presegajo 25.000 evrov in za katere daje garancijo tudi evropski investicijski sklad EIF. Evropski svet v raziskavi, ki jo je opravil leta 2004, ugotavlja, da se na

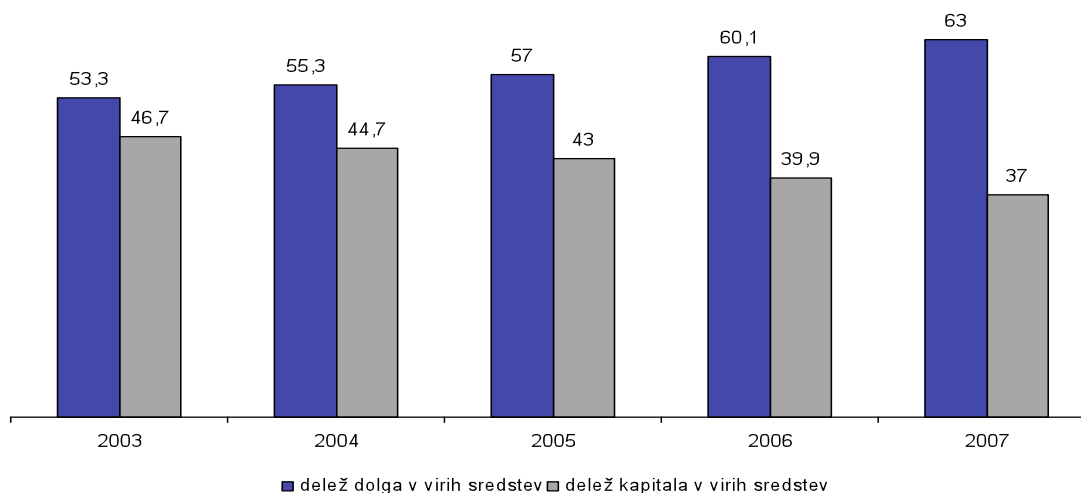
trgu dejansko pojavlja vrzel prav v tem segmentu financiranja, ki pa ima v državah, kjer se za podjetništvo odločajo brezposelni in ženske, poleg razvoja podjetništva in gospodarske rasti še socialno komponento. Zaradi relativno visokih stroškov, povezanih z odobravanjem tovrstnih posojil, igra pomembno vlogo državna podpora tako na strani garancijskih shem kot izboljšanja okolja, davčnih vzpodbud in celo sofinanciranja (SME Growth).

V letu 2003 je NLB na področju segmenta malega gospodarstva usmerila razvoj še posebej v storitve kreditiranja. V začetku leta je oblikovala ponudbo kratkoročnih mikro posojil, cenovno najugodnejšo obliko kratkoročnega financiranja. Kasneje je bila ta ponudba dopolnjena še z dolgoročnim mikro posojilom, ki ga prav tako odlikuje preprosta oblika zavarovanja, na osnovi predložitve bianco menice. Uvedene so bile nominalne obrestne mere za posojila in depozite, skupaj z nadgradnjo depozitov z izbiro med spremenljivimi in nespremenljivimi obrestnimi merami (NLB, 2003, str. 10).

4.1.3 Stanje zadolževanja pri bankah v Sloveniji in primerjava z EU

Dve nedavno opravljeni analizi Umarja opozarjata na naraščajoče zadolževanje gospodarstva pri bankah in vse večji pomen bančnih posojil pri financiranju podjetniškega sektorja. V analizi z naslovom Poslovanje gospodarskih družb v letu 2007 (Delovni zvezek št. 10/2008) Umar ugotavlja, da se je delež dolga (večinoma bančna posojila) v virih sredstev gospodarskih družb v obdobju od 2003 do 2007 povečal s 53,3 na 63 odstotkov (glej tabelo Delež dolga v virih sredstev gospodarskih družb). Posledično se je delež kapitala v virih sredstev v opazovanem obdobju zmanjšal s 46,7 odstotka leta 2003 na 37 odstotkov leta 2007.

Slika 3: Struktura virov sredstev gospodarskih družb v obdobju 2003-2007

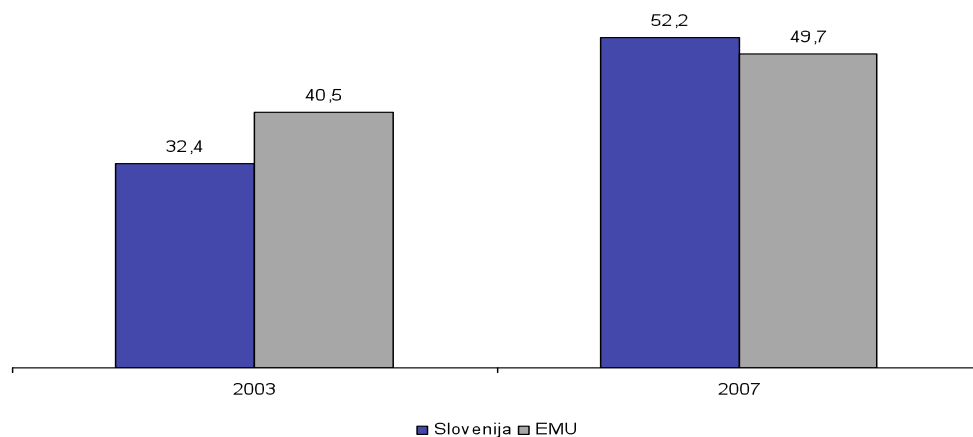


Vir: Umar, 2008

Iz objavljenih analiz lahko ugotovimo tudi, da se je v zadnjih treh letih medletna stopnja rasti posojil domačih bank domačemu nebančnemu sektorju podvojila, saj je leta 2007 znašala 32,3 odstotka v primerjavi z letom 2005, ko je stopnja rasti posojil dosegla 16 odstotkov. K

okrepljenem zadolževanju pri domačih bankah so največ pripomogla podjetja in nederarne finančne ustanove, ki so pomenile kar 80 odstotkov celotnega neto zadolževanja pri bankah.

Slika 4: Primerjava deleža bančnih posojil podjetjem med SLO in EMU v letih 2003 in 2007 v % BDP



Vir: Kovač, 2008, str.14

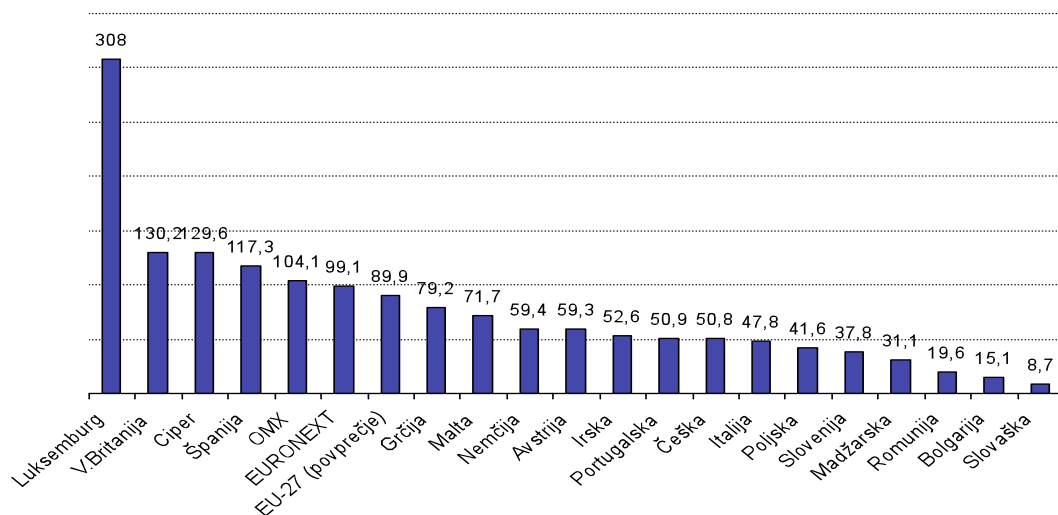
Nadpovprečno vlogo domačih bank pri kreditiranju slovenskih podjetij potrjuje tudi mednarodna primerjava. Leta 2003 je delež posojil domačih bank našim podjetjem dosegal 32,4 odstotka BDP, kar je bilo manj od primerljivega povprečja držav iz območja evra, ki je leta 2003 znašalo 40,5 odstotka BDP. Leta 2007 pa je zadolženost domačih podjetij pri bankah v Sloveniji znašala že 52,2 odstotka BDP in s tem presegla primerljivo povprečje EMU, ki je v istem letu znašalo 49,7 odstotka BDP (Slika 4). V nasprotju s podjetji pa sta naše prebivalstvo in država pri domačem bančnem sistemu veliko manj zadolžena od povprečja držav EMU (Kovač, 2008, str. 14).

Kot kažejo analize so slovenska podjetja ob izbruhu mednarodne finančne krize in nadpovprečni odvisnosti od bančnih virov financiranja še toliko bolj izpostavljena nevarnostim zunanjih finančnih šokov, kot je sedanja bančna kriza, ki bo prek zaostrenih pogojev zadolževanja (predvsem višje obrestne mere in manjše dostopnosti posojil) prizadela vse bolj zadolžen podjetniški sektor. Po podatkih Umarja so se slabši pogoji zadolževanja pokazali že lani v razmerju med finančnimi odhodki za obresti in poslovnimi prihodki gospodarskih družb, ki se je vse do leta 2006 zmanjševalo, lani pa se je z izbruhom finančne krize znova povečalo.

Razloge za veliko odvisnost slovenskega podjetniškega sektorja od bank je mogoče iskati tudi v nerazvitosti domačega trga kapitala, ki podjetjem med drugim omogoča lastniško financiranje razvoja prek javne ponudbe delnic. Primerjava vrednosti tržne kapitalizacije delnic na ljubljanski borzi in drugih evropskih borzah potrjuje nerazvitost našega trga kapitala. Konec leta 2007 je tržna kapitalizacija delnic na naši borzi dosegla 37,8 odstotka BDP, medtem ko je bila tržna kapitalizacija delnic v državah EU-27 precej višja z 89,9 odstotka BDP. To pomeni, da je slovenski trg kapitala v letu 2007 dosegel le okoli 40 odstotkov povprečne razvitosti držav EU-27. V kolikor v analizo vključimo še podatek o

višini P/E kazalnika, ki je v Sloveniji znašal okrog 38 v primerjavi z na primer Nemčijo, kjer je znašal 16, lahko ugotovimo, da je slovenski kapitalski trg po razvitosti še bolj zaostaja za kapitalskimi trgi starih članic EU.

Slika 5: Primerjava vrednosti tržne kapitalizacije delnic med državami v letu 2007 v % BDP



Vir: Kovač, 2008, str. 14

4.2 Državni viri in oblike financiranja

Glavni cilj vladnih ukrepov je odpravljanje tržnih neravnovesij, ki lahko zavirajo razvoj podjetništva in inovacij ter usmerjanje v tiste projekte, ki imajo večji vpliv na družbeno in socialno blaginjo. Vzpodbude so zato usmerjene predvsem v začetne faze podjetniškega in inovacijskega ter RR procesa, saj je gospodarstvo investiranju v te faze manj naklonjeno predvsem zaradi njihovega negotovega učinka in rezultatov, ki so navadno vidni šele na daljši rok.

V splošnem je lahko državno financiranje neposredno (posojila, subvencije, garancije, lastniška vlaganja) ali posredno preko davčnih spodbud. Prednost neposrednega financiranja je v tem, da je mogoče stroške financiranja vnaprej relativno natančno določiti, glavna slabost pa so višji administrativni stroški. Nasprotno je pri davčnih vzpodbudah napoved izpada fiskalnega dohodka za državo zelo zahtevna in precej negotova, vendar je administriranje veliko enostavnejše in cenejše. V splošnem so davčne vzpodbude primernejše za države z nizkimi proračunskimi izdatki za razvojno-inovacijsko financiranje in podpovprečno razvitim razvojno-inovacijskim sistemom. Te spodbude imajo lahko večji učinek na splošno gospodarsko aktivnost, hkrati pa podjetja sama odločajo o najprimernejši alokaciji razvojnih sredstev (EC, 2002, str. 57-59).

4.2.1 Posojila

Države z visoko stopnjo inovativnosti, kot so Finska, Švedska in Nemčija, dajejo prednost neposrednemu financiranju izbranih panog in s tem usmerjajo inovacije v prednostna področja, v katerih vidijo največje konkurenčne prednosti in razvojne priložnosti. Na drugi strani pa skušajo države z nižjo stopnjo inovativnosti, kot so Portugalska, Španija in Italija, s splošnimi programi davčnih spodbud stimulirati gospodarstvo kot celoto ter s tem odločitev o izbiri najperspektivnejših razvojnih panog prepuščajo tržnim mehanizmom. ZDA, Francija in Velika Britanija, države s tradicionalno visoko stopnjo inovativnosti in obenem razvitim tehnološko-razvojnim sistemom, so države, ki stimulirajo gospodarstvo tako z davčnimi kot z neposrednimi finančnimi spodbudami (EC, 2002, str. 13,14).

Najpomembnejša dilema za vsako državo, ne glede na to, ali se odloči za posredno ali neposredno financiranje, je, da ob tem dejansko tudi spodbuja gospodarstvo k večjim investicijam in da njene investicije ne postanejo le nadomestilo privatnih (t.i. učinek izrinjanja⁴). Enostavnega pravila, kako z državnim financiranjem doseči čim večji delež sofinanciranja zasebnega sektorja sicer ni, kljub temu pa je njena vloga pri spodbujanju podjetniške in inovacijske dejavnosti MSP velikega pomena, kar v Evropi na primer dokazuje velik angažma EU na tem področju.

Kar nekaj raziskav, ki so proučevale učinkovitost državnih spodbud v Kanadi, na Nizozemskem in nekaterih drugih državah, je pokazalo, da so neposredne in posredne spodbude pozitivno vplivale predvsem na obnašanje manjših podjetij in da so bili učinki pri tej skupini podjetij večji kot pri drugih.

Kot sem že omenil, spadajo med najpomembnejše državne vire financiranja posojila, subvencije, garancije, lastniško financiranje države oziroma financiranje s pomočjo tveganega kapitala ter različne davčne vzpodbude.

Kreditiranje gospodarstva ostaja še vedno najbolj razširjen vir financiranja, kamor poleg poslovnih bank s svojo ponudbo vstopa tudi država, predvsem preko posebnih skladov, ki so namenjeni določenim skupinam mikro, malih in srednjih podjetij. Ta posojila se lahko zelo razlikujejo, tako po svoji višini kot tudi trajanju. Posebna kategorija so že omenjeni mikrokrediti, kjer deluje država bodisi direktno kot posojilodajalec bodisi posredno preko garancij. Njena vloga v kontekstu mikrokreditov je pomembna zaradi majhnosti teh posojil, ki zahtevajo visoke stroške ocenjevanja, hkrati pa pomenijo visoko tveganje, zaradi česar poslovne banke za takšna posojila zahtevajo zelo visoka, tudi do 150% zavarovanja, kar pa je za podjetnike mnogokrat nesprejemljivo. V skladu z najnovejšimi raziskavami naj bi države poleg direktnega kreditiranja in garancij skrbele ter spodbujale mentorstvo podjetjem v začetnih fazah razvoja, poenostavitev postopkov pridobivanja kreditov, samovzdržnost

⁴ Ang. *crowding out* učinek.

sistema mikro kreditiranja ter razvoj ustreznih sistemov za merjenje in upravljanje s tveganji (EC, 2004a, str.2).

Poleg nižjih obrestnih mer in večje dostopnosti posojil za posebna podjetja, ki imajo otežen dostop do komercialnih posojil, so prednosti državnih posojil še (EC, 2004b, str.25):

- vir kapitala za MSP, ki potrebujejo sredstva za razvoj;
- možnost najemanja posojil brez jamstev;
- spodbujanje drugih virov kapitala, predvsem privatnega, kar vpliva na večjo verjetnost odplačila dolga.

4.2.2 Subvencije

Druga, izjemno pomembna komponenta državnih virov financiranja, so subvencije, ki navadno zajemajo širok spekter področij (gospodarstvo, univerze in raziskovalne institucije, specifične industrije in geografska področja) in vplivajo na različna področja, kot so komercializacija proizvodov in procesov, raziskave in razvoj, IT, uporaba alternativnih virov energije itd. S subvencioniranjem želi država povečati privatne investicije na tistih področjih, kjer tržni mehanizmi ne delujejo učinkovito oziroma so tveganja povezana z investicijami previsoka. Tipičen tak primer so investicije za zagon podjetja, ki temelji na novih tehnologijah oziroma mikro, malega podjetja nasploh.

Pomanjkanje znanja, človeških virov in kapacitet omejuje dostopnost MSP do nepovratnih investicij, ki so jih zato večinoma deležna večja podjetja. Prav zato tudi države vodijo posebne programe subvencij za MSP, ki niso usmerjeni le v izkoriščanje njihovega inovacijskega potenciala, temveč so prilagojeni za reševanje njihovih posebnih težav, kot so težave pri pridobivanju sredstev za RR in zunanjih virov, pomanjkanje sredstev za komercializacijo proizvodov in procesov, varstvo intelektualnih pravic, s katerimi bi pridobili koristi od svojih inovacij ter težave pri pridobivanju državnih nepovratnih sredstev.

Vprašanje učinkovitosti oziroma uspešnosti državnih subvencij se vrti predvsem okrog izrinjanja (*crowding out*) privatnih investicij. Zanimive rezultate na tem področju je dala Wallstenova raziskava, ki je pokazala, da ima znan program za majhna podjetja v ZDA imenovan SBIR (Small Business Innovation Research) velik *crowding out* učinek, saj se zasebna investicijska sredstva za RR zmanjšajo za 82 centov, za vsak dolar prejetih državnih sredstev (Wallsten, 2000, str.98). Kljub temu pa ima tovrstna državna podpora tudi pozitivne učinke predvsem v kasnejših fazah v razvoju podjetij, ki pa so lahko vidni šele na daljši rok in jih je težko izmeriti.

4.2.3 Garancije

Pomemben instrument vzpodbujanja podjetništva in inovativnosti so tudi različne sheme državnih garancij. MSP zaradi strukture svojih bilanc in posledično pomanjkanja primernih zavarovanj težko pridejo do klasičnih bančnih posojil. V tem primeru država z izdajo

garancije za prejeta posojila podjetju prevzame nase del tveganja ter se zaveže, da bo poravnala preostanek posojila in neplačane obresti, v kolikor podjetje samo ne bo moglo izpolniti svojih obveznosti iz naslova prejetega posojila. Podjetje v tem primeru za prejeta garancijo plača zavarovalno premijo (EC, 2000, str.17).

Garancije za MSP navadno krijejo med 50 in 100 odstotki zavarovanja posojila, ki se lahko gibljejo od nekaj tisoč in vse tja do deset milijonov evrov. Stroški za tovrstne garancije, ki trajajo od tri do deset let, so lahko zelo različni in so lahko bodisi v obliki enkratnih provizij na odobrene garancije bodisi v obliki zaračunanih stroškov upravljanja do zapadlosti garancije.

Načeloma lahko garancije delimo na garancije za prejeta posojila od bank ter garancije za lastniški kapital, pridobljen od podjetij tveganega kapitala, ki so za podjetja v semenski fazi in tista v zgodnjih fazah razvoja ter z visokim potencialom rasti, še posebno pomembna. Poleg omenjenih državnih garancij poznamo tudi vzajemne garancije, kjer garancijo izdajo MSP, poslovna združenja ali gospodarske zbornice oziroma v kombinaciji z bankami ter naddržavne garancije, ki jih izdajajo institucije, kot je Evropski investicijski sklad (EIS). Ena izmed dveh glavnih funkcij Evropskega investicijskega sklada so jamstva oziroma garancije finančnim institucijam, ki krijejo posojila MSP. Garancije sklada so namenjene bankam, lizinskih družbam, jamstvenim institucijam in skladom vzajemnih garancij, ti pa vlagajo v mala in srednje velika podjetja, ki izpolnjujejo kriterije sklada za naložbe. Pomembna značilnost sklada je tudi, da so njegove aktivnosti vedno omejene na finančne institucije in državne službe oziroma resorje, ki spodbujajo razvoj malih in srednjih podjetij, nikakor pa ne direktno podjetjem (EIF, 2008).

Poleg tega, da garancijske sheme olajšajo dostop MSP do kapitala in jim posredno omogočajo tudi večjo dostopnost do drugih virov, prinašajo korist tudi za banke in javni sektor. Banka, ki se vključi v garancijsko shemo, zmanjša tveganje in poveča tržni delež v sektorju malega gospodarstva, obenem pa si ustvarja boljše ime v poslovnem svetu. V primerjavi s subvencioniranjem se lahko z garancijami nudi pomoč večjemu številu podjetij, kajti pri subvencioniranju se sredstva izgubijo, pri garancijah pa se ohranjajo (Krampuš, 2003, str. 327-328).

4.2.4 Državno zagotavljanje tveganega kapitala

Razlogi za poseganje države na trg tveganega kapitala temeljijo predvsem na učinkih, ki jih ima tvegani kapital na ekonomsko rast in ustvarjanje delovnih mest. Najpomembnejšo vlogo pri tem igrajo MSP, ki so največji generator rasti in razvoja, zato poizkuša država s svojimi ukrepi predvsem odpraviti neravnovesja oziroma neučinkovitost finančnih trgov, ki ne zagotavljajo zadostnega kapitala za nova inovativna podjetja. Poleg direktne razvojne funkcije v MSP kapital pomembno vpliva tudi na kreditno sposobnost teh podjetij, s tem da jim olajša dostop do posojil s komercialno obrestno mero ali drugih oblik financiranja. Poleg tega zagovorniki menijo, da lahko država s svojimi ukrepi privabi privatne ponudnike

tveganega kapitala, ki zaradi visokih tveganj in fiksnih stroškov, povezanih s tovrstnimi investicijami, drugače ne bi bili pripravljeni investirati.

Državne investicije tveganega kapitala so lahko neposredne ali posredne. V prvem primeru država ustanovi državni sklad, ki investira v določene prednostne sektorje in razvojne projekte, v drugem pa investira posredno, preko zasebnega sektorja. V EU je najbolj razširjena druga različica, kjer država preko državnih skladov (ang. fund of funds) investira v zasebne sklade tveganega kapitala. Za ohranjanje učinkovitosti tovrstnih naložb je nujno vzdrževanje provizij skladov na čim nižji ravni, saj tako državni kot zasebni sklad zahtevata določene stroške upravljanja (EC, 2005, str.13).

Pomembno je, da je državna intervencija usmerjena predvsem v zagotavljanje semenskega in zagonskega kapitala MSP, kjer je trg tveganega kapitala ne glede na razvitost, zaradi prej omenjenih tveganj in stroškov, najbolj neučinkovit. Številni komercialni skladi raje investirajo v kasnejše faze, kjer je tveganje manjše in pričakovani donosi višji, hkrati pa jih pri tem omejujejo visoki fiksni stroški ocenjevanja projektov, ki določajo najnižji prag velikosti naložbe.

Za naložbe v MSP v zgodnjih fazah razvoja se večinoma zanimajo manjši skladi tveganega kapitala, ki pa se zaradi svoje velikosti pogosto srečujejo s še enkrat višjimi stroški upravljanja (4%-5%), kot jih imajo večji skladi (Karsai, 2004, str. 8). Mnogokrat so lahko ti skladi brez državne pomoči nerentabilni in zato nezanimivi za zasebne investitorje privatnega kapitala. To pa ni edini problem manjših skladov. Pogosto manjši skladi tudi težje privabijo izkušene managerske ekipe, kar lahko pomembno vpliva na kvaliteto ocenjevanja projektov in njihovega spremljanja. Zato države za pritegnitev zasebnega sektorja uporabljajo različne spodbude za povečanje donosov uspešnih naložb ter zmanjšanje izgub, kot so (Karsai, 2004, str. 7-8):

- država lahko omeji svojo udeležbo pri dobičku sklada, donosi nad to mejo pa pripadajo zasebnemu investitorju;
- naložbeni delež zasebnega investitorja se črpa po tem, ko je državna kvota izkoriščena;
- garancija države za kritje del izgub od slabih naložb.

Mehanizem garancij je bolj značilen za evropske države, kot so Francija, Nemčija, Švedska in Nizozemska in manj v državah z razvitim trgom tveganega kapitala (ZDA, Velika Britanija), kjer so državni ukrepi osredotočeni na povečanje donosov zasebnih investitorjev (Karsai, 2004, str. 8).

Če želi država povečati učinkovitost instrumenta tveganega kapitala, mora poleg direktne ponudbe kapitala skladom ali podjetjem obenem poskrbeti tudi za ustrezno regulativo in makroekonomsko okolje, ki bo spodbudilo zasebno ponudbo tveganega kapitala. To lahko stori preko skladom prijaznejše davčne in splošne zakonodaje ter preko manj rigoroznih naložbenih določil za institucionalne investitorje, kot so pokojninski skladi, zavarovalnice,

banke, ki dovoljujejo tudi bolj rizične naložbe. V nasprotnem primeru so lahko stroški državne intervencije zelo visoki, njihovi učinki pa zelo omejeni.

V Sloveniji do nedavnega praktično ni bilo prisotnega poseganja države na trg tveganega kapitala. Leta 2006 je bil sicer v okviru GZS ustanovljen Razvojni sklad gospodarstva, ki pa ni ponujal klasičnih storitev tveganega kapitala, temveč je večinoma kot partner vstopal v podjetja s potrebami po premostitvenem financiranju. V letu 2008 se je RSG preimenoval v Prvi sklad d.o.o. in s spremenjeno kapitalsko strukturo začel delovati tudi na področju zapolnjevanja vrzeli tveganega kapitala in s tem postal prvi mešani oziroma hibridni sklad tveganega kapitala v Sloveniji. Poleg tega je v letu 2008 Slovenski podjetniški sklad ustanovil Prvo družbo tveganega kapitala d.o.o., ki se financira iz sredstev Evropskega sklada za regionalni razvoj in sredstvi RS. PDTK bo tako prvi državni sklad tveganega kapitala pri nas, ki bo investiral v lastniške deleže MSP, vendar samo v partnerstvu z drugimi zasebnimi družbami tveganega kapitala ali zasebnimi investitorji, ki bodo morali zagotoviti vsaj 30% lastnega kapitala. Več podrobnosti v zvezi z skladoma je v poglavju o tveganem kapitalu.

4.2.5 Davčne spodbude

Države lahko tudi z uporabo različnih davčnih spodbud vplivajo na inovacijsko in razvojno dejavnost gospodarstva. Znižana davčna obveznost posredno podjetju zmanjšuje stroške, povezane s tovrstnimi investicijami. Različni programi za spodbujanje razvojne in inovacijske dejavnosti pa niso odvisni le od višine davčnih olajšav, temveč od celotne višine davkov, ki jih podjetje plačuje. Nekatere države se zato raje kot za dodatne olajšave za posebne investicije (npr. RR) odločajo za sprejetje splošnih davčnih olajšav ali znižanje davka na dohodek pravnih oseb.

Večina razvitih držav omogoča podjetjem zmanjšanje davčne osnove za celotne tekoče stroške (100% davčna olajšava), ki so jih imeli z izvajanjem RR dejavnosti v istem letu, obstajajo pa tudi nekateri mehanizmi, s katerimi se presega osnovne spodbude, kot so (EC, 2002, str. 38-42):

- dodaten odbitek od obdavčljive osnove (ang. extra tax allowance);
- znižanje davka (ang. tax credit);
- uvedba posebne amortizacijske stopnje za investicije v stroje, opremo ali zgradbe, ki so namenjeni izključno za namene inovacijske dejavnosti.

Večina davčnih spodbud se sicer nanaša neposredno na inovacijsko dejavnost podjetij preko davka na dohodek pravnih oseb, v veljavi pa so tudi nekatere druge posredne spodbude, ki vplivajo na inovacije preko osebnih davkov in davka na kapitalski dobiček, kot so (EC, 2002, str. 38-42):

- zmanjšanje davčne stopnje za kapitalске dobičke;
- odlog plačila davka na kapitalске dobičke;
- delna oprostitvev plačila davka na kapitalске dobičke;
- popolna oprostitvev plačila davka na kapitalске dobičke;

- nižja obdavčitev dividend iz posebnih investicij tveganega kapitala;
- nižja obdavčitev plač raziskovalcev.

4.2.6 Državni viri financiranja v Sloveniji

Med najpomembnejše državne vire financiranja v Sloveniji sodijo Ministrstvo za gospodarstvo ter Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve na eni ter skladi in garancijske sheme na drugi strani.

Ker izvoz ostaja spodbujevalec vzdržne in dinamične gospodarske rasti tudi po vstopu v EU, ministrstvo za gospodarstvo razvija in dograjuje ukrepe, usmerjene predvsem v hitrejšo in učinkovitejšo internacionalizacijo malih in srednjih podjetij te v razvoj podporne infrastrukture. Prav tako je ministrstvo usmerjeno v izvajanje aktivnosti spodbujanja povezovanja in mreženja podjetij, programov za povečevanje produktivnosti, zagotavljanje ugodnejših prostorskih in tehničnih pogojev za nastajanje in delovanje podjetij v zgodnjih fazah razvoja, programov za oblikovanje inovativnega okolja, izboljšanje dostopa podjetij do kakovostnih informacij in storitev, zagotavljanje finančnih instrumentov za spodbujanje investicij ter razvoj novih finančnih instrumentov. Pri tem ministrstvo izvaja smernice Lizbonske strategije za področje konkurenčnosti in rasti.

V okviru Ministrstva za delo, družino in socialne zadeve se glavne aktivnosti spodbujanja in financiranja malega gospodarstva izvajajo preko Zavoda RS za zaposlovanje. Zavod nudi sredstva podjetjem preko aktivne politike zaposlovanja kot tudi posameznikom, ki se želijo samozaposliti. Glavni vir sredstev, ki se črpajo za izvajanje njegovih aktivnosti, preko javnih razpisov, je Evropski socialni sklad. V okviru ESS so vzpostavljeni številni projekti, pobude in programi (Phare, Equal, Progress), ki jih izvajajo pristojne državne institucije v vsaki državi članici EU in so namenjeni predvsem zaposlovanju težje zaposeljive delovne sile (starejši, invalidi, dolgotrajno brezposelne ženske in drugi) (<http://www.mddsz.gov.si/>).

Glavni organizaciji za izvajanje ukrepov Ministrstva za gospodarstvo sta JAPTI, ki deluje na področju internacionalizacije podjetij, promocije podjetništva in razvoja podpornega okolja za podjetništvo ter Slovenski podjetniški sklad za olajšanje dostopa malim in srednje velikim podjetjem do virov financiranja razvojnih naložb podjetij. O aktivnostih Slovenskega podjetniškega sklada sem pisal že v poglavju o trgu tveganem kapitalu, zato se bom na tem mestu osredotočil le na nekaj vsebinskih točk.

Javna agencija RS za podjetništvo in tuje investicije (JAPTI) deluje z namenom ustvarjanja konkurenčnega gospodarstva in inovativnega okolja, delovanja na področju podjetništva in podjetniškega okolja, tujih neposrednih investicij, internacionalizacije podjetij, razvoja in pospeševanje finančnega okolja, partnerstva med akademsko in gospodarsko sfero, znanja za gospodarstvo ter zagotavljanja informacij, znanja in virov financiranja za podjetja. Vse njegove aktivnosti so razdeljene v tri sektorje, in sicer sektor za podjetništvo, sektor za

internacionalizacijo in delovanje predstavništev slovenskega gospodarstva v tujini ter sektor za promocijo tujih neposrednih investicij.

Namen delovanja Slovenskega podjetniškega sklada je zagotavljanje ugodnih finančnih sredstev in izboljšanje dostopa mikro, malih in srednje velikih podjetij do virov financiranja predvsem za njihova investicijska vlaganja, v skladu s programom ukrepov za spodbujanje podjetništva. Vsa sredstva Sklada so predmet javnih razpisov, objavljenih v Uradnem listu RS, pri čemer večino finančnih sredstev za svoje delovanje Sklad pridobi iz EIS in Ministrstva za gospodarstvo (<http://www.mg.gov.si/>).

Javni sklad Republike Slovenije za podjetništvo razvija in izvaja storitve ter finančne spodbude v skladu s programom ukrepov na naslednjih področjih:

- zagotavljanje storitev in začetnega kapitala za hitrejšo nastajanje in zagon novih podjetij z neposrednimi spodbudami za začetno financiranje podjetniških projektov v fazi nastajanja in zagon podjetij;
- zagotavljanje ugodnejših virov financiranja za razvojne naložbe podjetij s subvencijami, ugodnimi kreditnimi viri in garancijami za najete kredite;
- spodbujanje zasebnih vlaganj in financiranje podjetniških projektov v vseh fazah razvoja z lastniškim kapitalom, z zagotavljanjem ugodnih kreditnih virov in garancij za investitorje.

Poleg Slovenskega podjetniškega sklada delujejo na področju Slovenije še nekateri drugi skladi in garancijske sheme, ki spodbujajo različne gospodarske aktivnosti in usmeritve. Med pomembnejšimi so Javni sklad RS za regionalni razvoj in ohranjanje poseljenosti slovenskega podeželja, Ekološki sklad ter Regijske garancijske sheme, ki podpirajo nove podjetniške projekte.

4.3 Neformalni viri financiranja

Novo ustanovljena podjetja oziroma tista, ki šele nastajajo in so v fazi iskanja kapitala, se soočajo z osnovnim problemom pomanjkanja informacij o preteklem poslovanju. Pogosto je vse, kar imajo, poslovni načrt, ki prikazuje bodoče poslovanje podjetja, kar pa predstavlja pomembno oviro pri klasičnem najemanju kreditov od bank. V večini primerov banke za njihovo odobritev zahtevajo vsaj pretekle triletno bilance ter sredstva oziroma primerna zavarovanja, ki pokrijejo najeta posojila. Prav to je tudi glavni razlog, da pride večino kapitala ob sami ustanovitvi podjetja in njegovih začetnih fazah od lastnikov samih ter drugih neformalnih investorjev, kot so družina, prijatelji, sorodniki, sodelavci in »nepremišljeni« posamezniki (poslovni angeli). Le redki so tisti, ki pridobijo začetni kapital od bank, skoraj zanemarljivo pa je število tistih, ki jim uspe začetne faze razvoja podjetja financirati s pomočjo tveganega kapitala (Bygrave & Quill, 2007, str.5).

Poleg tega so sredstva, ki prihajajo od lastnikov samih ali njegovih bližnjih, najcenejša, tako z vidika stroškov kot z vidika nadzora. Obenem pa predstavljajo element pritegovanja zunanjih

virov financiranja, saj z vloženimi sredstvi podjetnik dokazuje predanost podjetju (Antončič et al., 2002, str. 305).

Ključnega pomena za razvoj podjetništva so neformalni investitorji, kar kažejo tudi podatki raziskave Global Entrepreneurship Monitor (v nadaljevanju GEM) iz leta 2006, po kateri naj bi bilo med 42 državami⁵ (med njimi je tudi Slovenija), ki so vključene v raziskavo kar 208 milijonov neformalnih investorjev, njihova skupna investicija pa naj bi znašala 600 milijard ameriških dolarjev. Odstotek odraslega prebivalstva med 18. in 64. letom starosti, ki so aktivni neformalni investitorji, je med državami zelo različen in se giblje vse od 0,5% na japonskem do 16% v Peruju. Slovenija je na tej lestvici na triintridesetem mestu z 2% aktivnih neformalnih investorjev. Po velikosti neformalnih investicij glede na BDP se nahaja Slovenija nekoliko višje na lestvici, in sicer na petindvajsetem mestu z 2% neformalnih investicij glede na BDP in se uvršča za države, kot so Hrvaška, Danska, Nizozemska in Francija. V povprečju predstavljajo neformalne investicije 1,5% skupnega BDP vseh 42 držav, pri čemer imajo najvišji delež neformalnih investicij glede na BDP Indonezija (13%), Kitajska (10,1%) in Indija (7,8%). Povprečna letna velikost investicije posameznega neformalnega investitorja je močno povezana z bogastvom države. Ta se giblje vse od 308 ameriških dolarjev na Filipinih pa tja do 44.000 dolarjev na Nizozemskem. V Sloveniji je znašala izmerjena povprečna letna velikost investicije nekaj več kot 10.000 dolarjev.

V večini primerov zagotovijo večji del sredstev za ustanovitev podjetja kar podjetniki oziroma ustanovitelji sami. Rezultati raziskave v državah, ki so vključene v raziskavo GEM potrjujejo to tezo, saj prihaja 62% zagonskega kapitala od ustanoviteljev, preostalih 38% pa predstavljajo zunanji viri financiranja, pri čemer gre večinoma za neformalne investitorje. Skoraj polovico zunanjih virov predstavlja družina, sledijo prijatelji z 26%, sorodniki, sodelavci ter na koncu neznanci z nekaj manj kot 6% (Tabela 4) (Bygrave & Quill, 2007, str.12).

Tabela 4: Odnos med neformalnimi investitorji in podjetnikom

VIR NEFORMALNEGA FINANCIRANJA	DELEŽ V %
Družina	48,9
Sorodniki	8,4
Sodelavci	7,7
Prijatelji, sosedi	26,4
Neznanci	5,8
Drugi	2,7

Vir: Bygrave & Quill, 2007, str. 12

Ožja skupina ljudi okoli podjetnika je drugi najpomembnejši vir ustanovitvenega kapitala in skupaj z njim predstavljajo dušo podjetniške družbe. Družina, prijatelji in znanci najpogosteje

⁵ Global Entrepreneurship Monitor (GEM) je največja raziskava s področja proučevanja podjetništva na svetu. Natančen seznam držav, ki so vključene v raziskavo, je mogoče dobiti v poročilu GEM (Bygrave & Quill, 2007, str. 3).

ne izdelajo podrobnejše analize poslovne ideje, temveč vlagajo zaradi poznanstva s podjetnikom, kar pomaga pri zmanjšanju negotovosti, hkrati pa so tudi bolj potrpežljivi od drugih pri povračilih svojih naložb (Antončič et al., 2002, str.306)

Po podatkih omenjene raziskave predstavljajo lastna vložena podjetniška sredstva in neformalna sredstva skupaj kar 3,9% BDP držav, vključenih v raziskavo GEM. Poleg vpliva tovrstnih investicij na rast podjetij in zaposlenost, imajo te tudi neposreden vpliv na spodbujanje splošne gospodarske aktivnosti. Večino začetnega kapitala se namreč porabi za nakup blaga in storitev ter za plače zaposlenih, in to praktično še preden začnejo podjetja z resnim delovanjem (Bygrave & Quill, 2007, str.12).

Še naprej ostaja odprta dilema o t.i. »*private equity gap*«, ki se pojavlja kot pomanjkanje sredstev za financiranje malih podjetij. Po ocenah raziskave, ki sta jo opravila Bygrave in Quill (2007, str. 17) za GEM, ima približno polovica držav, ki so predmet te raziskave, zadostno količino neformalnih investicij, pri čemer pa ni nujno, da so ta sredstva vedno tudi učinkovito alocirana. Poleg neformalnih investicij, pa so tu tudi drugi viri zunanjega financiranja, kot so bančni krediti in raznovrstne državne podpore. Zanimiv je namreč podatek, da kar 81% novopečenih podjetnikov na Finskem pričakuje, da bodo dobili sredstva za zagon pri bankah, 33% je takih, ki verjamejo, da jim bo ta sredstva zagotovila država oziroma njene pristojne institucije in le 30% tistih, ki pričakujejo neformalni vir financiranja kot zagonski kapital za njihove podjetniške rezerve. Finska je namreč tako kot Slovenija uvrščena na tisti del seznama držav, kjer naj bi bilo neformalnih investicij premalo za financiranje novonastalih podjetniških idej, zato so podjetja prisiljena iskati vire financiranja drugje, predvsem pri bankah in državi.

Pomembno vprašanje, ki se postavlja v zvezi z neformalnim investiranjem, so donosi, ki jih ti investitorji pričakujejo. Raziskave kažejo, da je mediana pričakovane dobe povračila investicije dve leti, stopnja donosa pa povrnjena vložena investicija. To z drugimi besedami pomeni, da dosega polovica investorjev negativno oziroma ničelno stopnjo donosa na svojo investicijo. Zanimiv je podatek, da sta pričakovana doba povračila in stopnja donosa enaki za vse neformalne investitorje, razen za neznance oziroma tujce. Tujci so tudi tisti, ki v povprečju v podjetja investirajo najvišje zneske, kar je delno mogoče pripisati prav njihovi nepovezanosti s podjetnikom in s tem bolj profesionalnim odnosom med njima.

Zanimive so tudi razlike v pričakovanjih med različnimi tipi investorjev in podjetnikov. Tako na primer kar 34% neformalnih investorjev gleda na svojo investicijo kot izgubljeno, medtem ko je 5% takšnih, ki pričakujejo kar 20-kratni donos. Podobno je mogoče opaziti velik razpon v pričakovanjih neformalnih investorjev glede časa povračila investicije. Med njimi je 17% tistih, ki pričakujejo, da se jim bo investicija povrnila v šestih mesecih, medtem ko sta 2% tistih, ki pričakujejo povračilo v naslednjih 20 letih. Precej bolj optimistični so v svojih pričakovanjih podjetniki, saj je med njimi 74% tistih, ki verjamejo, da bodo sposobni vrniti investicijo prej kot v dveh letih in 15% tistih, ki pričakujejo, da bodo na vložena sredstva lahko realizirali 20-kratne stopnje donosa.

Med pomembnejše dejavnike, ki vplivajo na različne pričakovane donose med skupinami potencialnih investorjev, lahko štejemo (Bygrave & Quill, 2007, str. 14):

- altruizem, saj tujci na primer pričakujejo višje donose kot starši in drugi sorodniki;
- moški pričakujejo višje donose kot ženske;
- tisti, ki so sami podjetniki, zahtevajo višje stopnje donosa;
- večji, kot je znesek investicije, višji je tudi pričakovani donos;
- starejši ljudje pričakujejo nižje stopnje donosa;
- podjetniki pričakujejo višje donose v lastnem podjetju kot pa na investicije v druga podjetja.

4.3.1 Poslovni angeli

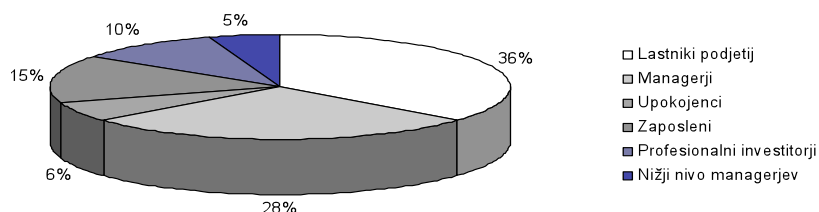
Vloga poslovnih angelov kot neformalnega vira financiranja je še posebno pomembna, saj zapolnjuje investicijsko vrzel, ki nastaja v novonastalih podjetjih, in jo imenujemo tudi »dolina smrti«. To je tudi tista faza, v kateri postanejo sredstva prijateljev, znancev in sorodnikov premajhna, hkrati pa je prihodnost podjetja še tako negotova, da ni primerna ne za druge oblike lastniškega financiranja, kaj šele dolžniškega. Glavni mehanizmi investiranja poslovnih angelov so klasično lastniško financiranje, kjer navadno investor v zameno za investiran denar pridobi od 25% do 50% podjetja, sledi konvertibilno opcijsko posojilo (investitor izbira med tem, ali bo investiran znesek spremenil v lastništvo, kar v primeru, da če podjetje deluje v skladu z načrti, tudi naredi oziroma ga spremeni v dolžniško financiranje pod vnaprej določenimi pogoji), ter še nekateri drugi izvedeni finančni instrumenti. Višina deleža, ki ga prejme investor v zameno za investiran znesek, je odvisna predvsem od ocenjene vrednosti podjetja, ki pa je v tako zgodnjih fazah bolj stvar pogajanj kot kakšnih resnih napovedi in analiz (EBAN, 2006a).

Poslovni angeli se med seboj razlikujejo predvsem po svojih izkušnjah v tovrstnih investicijah in razlogih za investiranje. Ločimo med t.i. deviškimi oziroma latentnimi poslovnimi angeli, katerih značilnost je, da so večinoma neizkušeni; med tistimi, ki maksimizirajo svoje premoženje ali so iskalci zaposlitve in dohodka; med korporativnimi angeli, za katere je značilno, da za svoje investicije zahtevajo večinske deleže v podjetjih in med angeli podjetniki, ki v svojih investicijah v podjetja vidijo zabavo in alternativno naložbeno strategijo. V raziskavi, ki jo je opravilo evropsko združenje poslovnih angelov (EBAN) ugotavljajo sledeče skupne značilnosti poslovnih angelov (EBAN, 2006b, str. 23) :

- večinoma so moški, stari med 35 in 65 let;
- za sabo imajo uspešno izkušnjo kot podjetniki ali managerji;
- najmanj enkrat na teden so na voljo podjetjem, v katere investirajo;
- v posamezno investicijo so pripravljeni investirati med 25.000 in 250.000 evrov oziroma 15% svojih sredstev;
- podjetjem, kamor so investirali, odpirajo možnosti, ki izvirajo iz njihove socialne mreže.

Ugotovitve raziskave, ki je nastala v okviru evropske mreže poslovnih angelov, kažejo, da sta dve tretjini poslovnih angelov lastnikov podjetij in managerjev, sledijo zaposleni, profesionalni investitorji, upokojenci in nižji nivo managerjev (Slika 6).

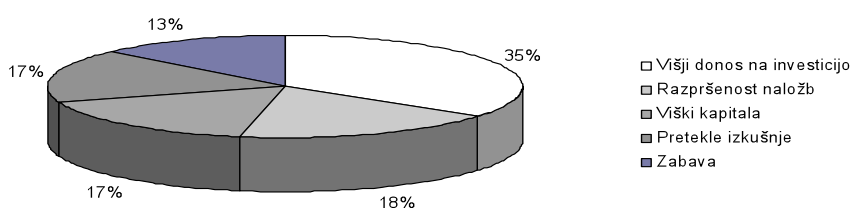
Slika 6: Poklici poslovnih angelov v Veliki Britaniji



Vir: EBAN, 2006b, str. 9.

Ista raziskava ugotavlja tudi glavne motive za investicije poslovnih angelov (Slika 7). Večina med njimi se zanje odloča zaradi višjih pričakovanih donosov, sledijo tisti, ki iščejo večjo razpršenost svojih naložb, imajo viške razpoložljivega kapitala za financiranje oziroma imajo s tovrstnim investiranjem izkušnje že iz preteklosti. Kar 13% pa je tistih, katerim tovrsten način investiranja predstavlja hobi oziroma zabavo.

Slika 7: Glavni razlogi za investicije poslovnih angelov v VB



Vir: EBAN, 2006b, str. 11.

Leta 2006 je bila v ZDA opravljena raziskava na vzorcu 121 poslovnih angelov, ki so skupaj investirali v 1038 in izstopili iz 414 podjetij. Glavne značilnosti investicij so (Wiltbank, 2007, str. 10):

- skoraj 2/3 vseh investicij je doseglo negativne donose;
- večja neuspešnost investicijskih odločitev, ki temeljijo na vezah in poznanstvih;

- večkratnik vloženega zneska (merjeno med uspešnimi investicijami) je povprečno v obdobju 6 let znašal 2.9;
- 71% vseh investicij je usmerjenih v začetne razvojne faze (startup) podjetij;
- povprečna vrednost investicije je znašala 210.000 dolarjev.

Večina poslovnih angelov po svetu je med seboj povezanih v mreže oziroma klube, ki so po večini neprofitne organizacije. Prednost njihovega združevanja je predvsem lažje identificiranje potencialnih investicij na eni strani ter povezovanje investorjev oziroma poslovnih angelov na drugi. Klubi poslovnih angelov poleg tega, da ustvarjajo trg neformalnih investicij, pomagajo pri izobraževanju svojih članov, jim dajejo pravno podporo, omogočajo sindiciranje, hkrati pa pripravljajo podjetnike do tiste faze, da so zreli za njihov vstop. Vsaka izmed storitev, ki jo nudijo poslovni angeli, je neposredna posledica neučinkovitosti trga neformalnega investiranja, kot so investicijska vrzel, pomanjkanje samozavesti t.i. »virgin« investorjev, težavna identifikacija dobrih projektov in slaba komunikacija med poslovnimi angeli ter skladi tveganega kapitala (EBAN, 2007, str. 10-13). Poslovni angeli iščejo svoje investicijske priložnosti predvsem v podjetjih, ki se nahajajo v semenski oziroma zgodnji fazi rasti in poleg finančnega vložka v podjetje prispevajo tudi svoje znanje in izkušnje s področja podjetništva ter omogočajo svojim »varovancem« dostop do svoje socialne mreže.

Enega izmed stotine takšnih klubov po svetu je mogoče najti tudi v Sloveniji. Leta 2007 je namreč nastal klub Poslovni angeli Slovenije, katerega glavni pobudnik oziroma ustanovitelj je predsednik uprave Poteza Skupina d.d., Branko Drobnak. Klub ima enaindvajset članov oziroma poslovnih angelov, upravni in nadzorni odbor ter svetovalno skupino, ki pomaga pri delovanju kluba in ocenjevanju posameznih projektov. Velikost investiranih zneskov naj bi se gibala nekje med 50.000 evrov in 300.000 evrov, pri čemer klub spodbuja in omogoča sindiciranje investicij, kar pomeni, da lahko pri enem projektu sodeluje več različnih poslovnih angelov. Glede panoge načeloma ni omejitev, pomembna kriterija pa sta čas investiranja, ki se navadno giblje nekje od 3 do 5 let in pa pričakovan donos na investicijo, ki naj bi bil okrog 30%. Ti kriteriji so popolnoma primerljivi s kriteriji vlaganja poslovnih angelov drugod po svetu.

Poslovnemu angelu se povrne investicija s ponovno zamenjavo lastnikov. To se strokovno v lastniškem financiranju imenuje »izhod«. Pričakovan izhod investorja v lastniškem financiranju je od 3 do 5 let oziroma maksimalno 7 let. Poznamo tri tipične izhode, in sicer izhod na borzi (IPO), kjer gre podjetje na borzo in se tako zamenja lastništvo (primer Google), strateški odkup (Big bang – Merkur, You Tube – Google), kjer večje podjetje s strateškim interesom kupi to podjetje, tretji možen izhod pa je, da podjetnik ali management podjetja odkupi podjetje oziroma delež, ki ga ima poslovni angel (<http://www.poslovniangeli.si>).

4.4 Tvegani kapital

Medtem ko je ključnega pomena za razvoj posamezne države, da neformalni investitorji aktivno financirajo podjetja, pa tega, vsaj statistično gledano, ne moremo trditi za tvegani kapital. Še v ZDA, ki dominirajo na področju investicij tvegane kapitala, je le eno izmed 10.000 novih podjetij deležno investicij tvegane kapitala oziroma gledano splošno manj kot en promil vseh podjetij. Kot primerjavo naj omenim, da je bilo v letu 2005 v ZDA 930 podjetij, ki so skupaj nabrala za približno 5,3 milijarde ameriških dolarjev tvegane kapitala oziroma 45 tistih, ki so dodatna sredstva (3,4 milijarde dolarjev) pridobila s pomočjo javne ponudbe delnic. Te številke so praktično zanemarljive v primerjavi s 3 milijoni na novo ustanovljenimi podjetji, ki so pridobili 100 milijard dolarjev neformalnih investicij in približno dvakrat toliko lastnih sredstev podjetnikov-ustanoviteljev (EBAN, 2007, str. 13).

Kljub temu igra tvegani kapital v razvitih gospodarstvih pomembno vlogo, saj imajo nekatera podjetja, v katera je investiran, celo takšno moč, da spreminjajo naše življenje, vsakdanje navade in način dela. Nekateri primeri tovrstnih podjetij so Apple, Microsoft, FedEx, Google, eBay in Amazon.com. Lep, šolski primer podjetja, ki je šel skozi različne faze razvoja s pomočjo tako neformalnih investicij, tvegane kapitala in javne ponudbe delnic (IPO), je podjetje Google. Na svojem začetku sta njegova ustanovitelja Sergey Brian in Larry Page zbrala milijon dolarjev iz naslova neformalnih investitorjev. Samo tri leta in pol za tem je v podjetje vstopil tvegani kapital, še pet let kasneje pa je podjetje izpeljalo javno ponudbo delnic.

Osnovna filozofija skladov tvegane kapitala je sistematično vlagati v kapital podjetij, za katera upravljavci sklada menijo, da imajo možnost zelo visokega povečanja vrednosti. Iščejo torej naložbe z zelo visokim pričakovanim donosom, to pa je, kot vemo, povezano z zelo visoko stopnjo tveganja. Za zmanjšanje tveganja morajo zato upravljavci skladov zgraditi portfelj naložb tako, da vlaganja, ki so uspešna, pokrijejo izgube iz vlaganj, ki niso uspešna, pri tem pa je pričakovani donos še vedno zelo visok. Iz tega izhaja nekaj temeljnih načel skladov tvegane kapitala, ki so se uveljavila tudi v praksi (EC, 2006, str. 11-13).

Prvič, visoki donosi so možni predvsem v zgodnjih fazah razvoja podjetja, ko so potrebni vložki še majhni, ali pa ko je podjetje zašlo v težave in ima nizko tržno vrednost.

Drugič, vlagati je treba v podjetja, za katera brez natančnega poznavanja in analize ni jasno, ali imajo možnost za uspeh ali ne. Zaradi negotovosti pasivni naložbeniki v tem primeru še niso pripravljeni plačati visokih cen za lastniške deleže in zato lahko tisti, ki možnosti podjetja dobro poznajo, pridobijo delež po razmeroma nizki ceni. To pomeni, da ta oblika v primerjavi z drugimi oblikami vlaganja v lastniške deleže zahteva veliko strokovnost. Uspešni upravljavci skladov tvegane kapitala imajo veliko izkušenj in znanja, tako z managementom in financami kot tudi s specifičnih tehničnih področij iz dejavnosti, v katere vlagajo. Zato so danes podjetja za tvegani kapital specializirana glede na to, kakšna znanja in izkušnje imajo njihovi partnerji.

To vodi do tretjega načela, namreč da podjetja za tvegani kapital nerada vlagajo v kapital prav na začetku poti podjetja, v tako imenovani semenski kapital (seed capital), ker kot partnerje zaposlujejo ljudi z veliko znanja in izkušnjami, kar pomeni, da je njihov oportunitetni strošek visok in tako tudi njihove plače. To prinaša visok fiksni strošek za upravljanje sklada in je zato strošek majhne naložbe visok. Zaradi tega gre največji del naložb v drugo stopnjo, ko podjetje že raste, ali pa, na primer v Evropi, v reorganizacijo podjetij, kot so preoblikovanja podjetij oziroma managerski nakupi podjetij.

Četrtič, empirično se je izoblikovala skupina načel za zagotavljanje uspešnosti naložbe: podjetje mora imeti sposobno podjetniško ekipo; izdelek oziroma storitev mora omogočati vsaj začasni monopol (težko ponovljiv proizvodni postopek, patent, blagovna znamka); obstajati mora možnost absolutno velikega trga in izhod za naložbenika (prodaja strateškimi partnerjem, borza, odkup managementa) v razmeroma kratkem času, to je v obdobju od 3 do 5 let.

Peto načelo je, da so partnerji v upravljavskih družbah dejavni naložbeniki, ki bistveno pripomorejo k hitri rasti podjetij, v katera vlagajo. Dobra podjetja tvegane kapitala imajo partnerje, ki so v poslovnem svetu znani po svoji sposobnosti pomagati podjetjem in zato tudi pridobivajo najboljše projekte. Čeprav ima tvegani kapital v podjetjih večinoma manjšinski delež, pa pogodbe omogočajo dejavno poseganje v njihovo poslovanje, zlasti če stvari ne potekajo po načrtu. Posledica tega načela je, da podjetja tvegane kapitala delujejo predvsem lokalno, da so lahko v vsakodnevnem stiku s svojimi podjetji. Opazimo lahko trend, da podjetja tvegane kapitala ustanavljajo kar inkubatorje za potrebe svojih podjetij.

Šesto načelo pa je, da želi podjetje tvegane kapitala ostati v podjetju le nekaj časa, na primer od treh do petih let, nato pa želi svoj delež z dobičkom odprodati.

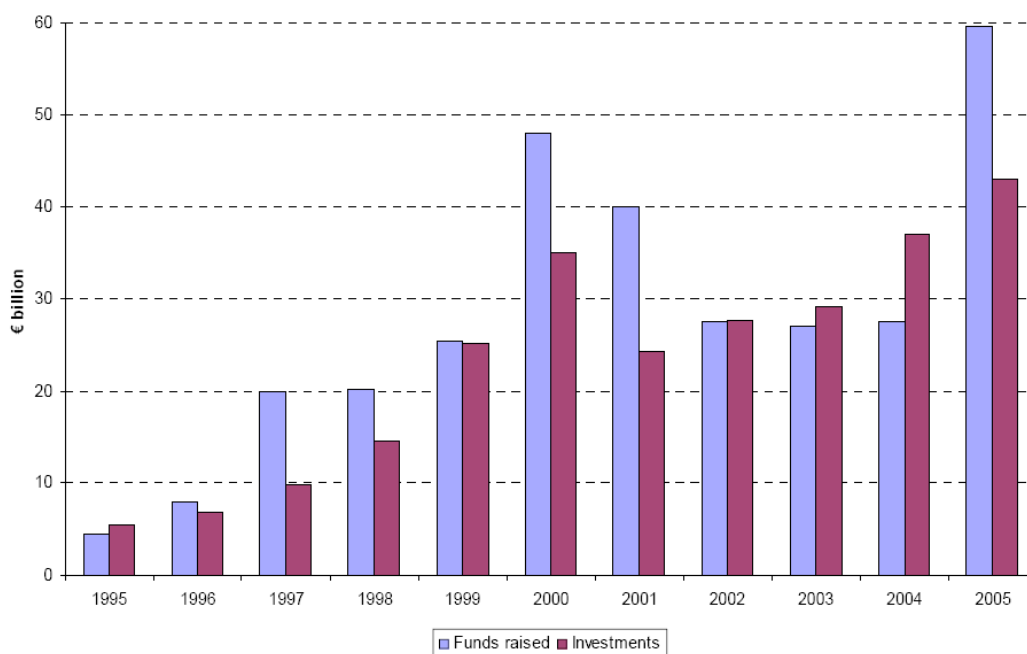
4.4.1 Trg tvegane kapitala v Evropi

Različne raziskave, ki analizirajo področje tvegane kapitala v Evropi, se med seboj močno razlikujejo po številu držav (večinoma članice EU, Norveška in Švica), ki jih vključijo v svoje analize. Večinoma to pomembneje ne vpliva na rezultate raziskav, saj je obseg aktivnosti teh držav (med njimi je mnogokrat tudi Slovenija) na področju tvegane kapitala za potrebe analiz precej marginalnega značaja. Ker so večinoma vsi podatki agregatnega značaja, bom v nadaljevanju svoje magistrske naloge uporabljal termin evropski skladi, razen kadar to ni drugače opredeljeno.

Pri analizi trga tvegane kapitala v Evropi pa prihaja tudi do resnega problema konsistentnosti študij, tako v času kot tudi med seboj. Predvsem gre za uporabo različne terminologije, ki pomembno vpliva na rezultate in njihovo interpretacijo. Poleg tega pa je dostopnost najnovejših podatkov in analiz zelo skopa in omejena, zato se bom v nadaljevanju poglavja opiral predvsem na nekaj študij nekoliko starejšega datuma in jih bom, kjer bo to smiselno in potrebno, nadgradil z novejšimi podatki.

Gledano obseg skupnih investicij skladov tveganega kapitala, ne ozirajoč se na njegovo vrsto oziroma strukturo, je treba ločiti med sredstvi, ki jih skladi zberejo od investorjev, in količino dejansko investiranih sredstev. Spodnji graf (Slika 8) prikazuje tako agregatno količino zbranih sredstev (ang. *funds raised*) evropskih skladov kot tudi dejansko agregatno količino investiranega kapitala (ang. *investments*). Kot je mogoče razbrati iz grafa, je znašala celotna količina zbranih sredstev v desetletju med 1995 in 2005 okrog 300 milijard evrov. Rekordne vrednosti so investicije tveganega kapitala v Evropi ponovno dosegle v letih 2004 in 2005, potem, ko je njihov obseg ob izbruhu tehnološke krize⁶ močno upadel. Prav tako pa se je obseg investicij evropskih skladov tveganega kapitala prvič približala tistim iz ZDA v letu 2004.

Slika 8: Velikost zbranih in investiranih sredstev skladov tveganega kapitala v EU v milijardah evrov



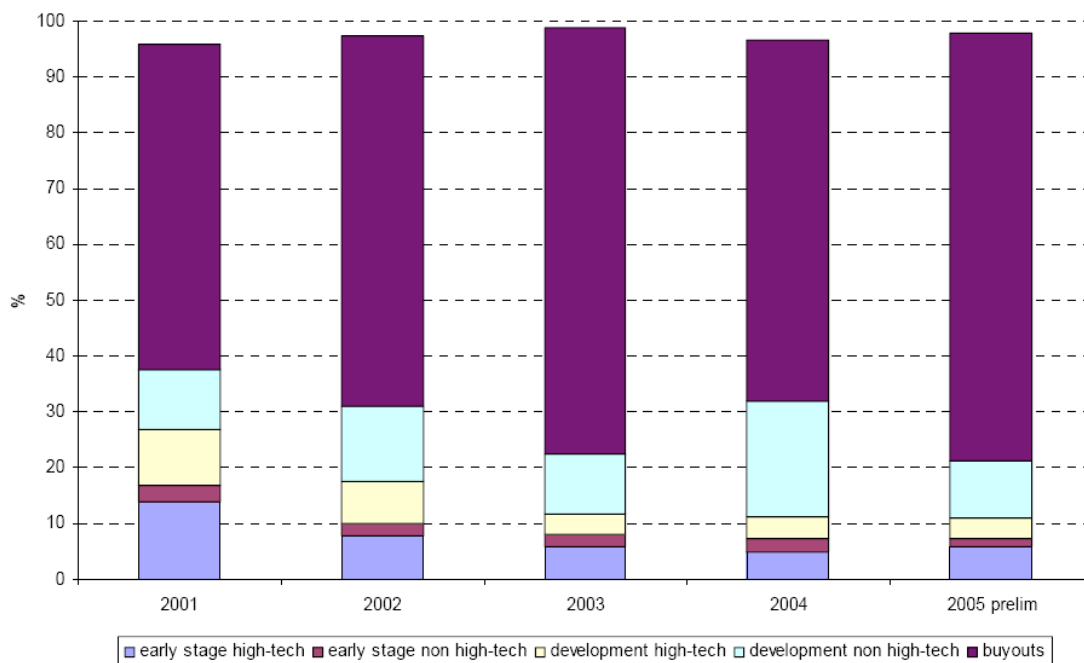
Vir: Jenkinson, 2006, str.9.

Podobno kot celotni obseg investicij je pomembna tudi distribucija investicij med različnimi vrstami skladov tveganega kapitala, kar prikazuje naslednji graf (Slika 9). Največ tveganega kapitala v Evropi je bilo investiranega v managerske odkupe podjetij (ang. *buyouts*). Natančnejši podatki kažejo, da je bilo 55 investicij v managerske odkupe podjetij v letu 2004 vrednih milijardo evrov, po zadnjih ocenah pa naj bi bilo skoraj 80% celotnega tveganega kapitala evropskih skladov v letu 2005 namenjenega za financiranje managerskih odkupov. Slika bi bila precej drugačna, če bi namesto velikosti investicij gledali število investicij v podjetja, ki jih imajo skladi v svojem portfelju, saj so investicije v razvojne (ang. *early stage*) in širitvene (ang. *development*) faze manjše, vendar mnogo bolj številčne od tistih, namenjenih za managerske odkupe podjetij. Iz delitve podjetij na tehnološka in netehnološka lahko opazimo, da se je delež investicij v tehnološka podjetja, ki je leta 2001 znašal približno

⁶ Angleško »com crises«.

20% celotnih investicij, praktično razpolovil. Ob upoštevanju rasti investicij skladov tveganega kapitala v tem obdobju je bil v absolutnem smislu ta padec seveda mnogo manjši, kljub temu pa je bil večji del rasti investicij usmerjen v managerske odkupe podjetij.

Slika 9: Distribucija investicij tveganega kapitala v EU med leti 2001 in 2005.



Vir: Jenkinson, 2006, str.10.

Edine vsaj približno konsistentne podatke za leto 2006 in 2007 je mogoče dobiti iz letnih statističnih poročil EVCA (EVCA, 2008). Po njihovih podatkih je dosegla velikost investicij evropskih skladov tveganega kapitala v letu 2007 rekordnih 73,8 milijard evrov, kar je za 3,7% več kot leta 2006, ko so znašale celotne investicije 71,6 milijard evrov. Nasprotno so skupna sredstva skladov v letu 2007 dosegla 79 milijard evrov, kar je 30% manj kot rekordnih 112,3 milijard evrov zbranih sredstev evropskih skladov v letu 2006. Prav tako je bilo v letu 2007 moč opaziti padec v številu investicij evropskih skladov, in to za 21,8% na 8,411 podjetij, ki so jih v letu 2007 imeli v svojem portfelju evropski skladi, posledično pa se je povečala povprečna vrednost investicije iz 9,4 milijona evrov v letu 2006 na 13 milijonov evrov v letu 2007.

Kar zadeva razporeditev investicij med različnimi vrstami skladov ostaja slika v primerjavi s stanjem v letu 2005 večinoma nespremenjena. Še vedno so daleč na prvem mestu investicije v odkupe podjetij, njihov delež v celotnih investicijah pa ostaja tudi v letu 2007 približno 79% oziroma 58,3 milijarde evrov, medtem ko je delež investicij v zgodnje faze razvoja v istem letu znašal 16,7% celotnih investicij tveganega kapitala oziroma 12,3 milijarde evrov. Zanimiv je tudi podatek, da so se investicije skladov v razvojne (širitvene) faze podjetij v letu 2007 (5,7 milijard evrov) več kot razpolovile v primerjavi z letom 2006, ko so znašale 2,5 milijarde evrov. Še vedno najvišje po številu so investicije v razvoj oziroma širitev podjetij, ki

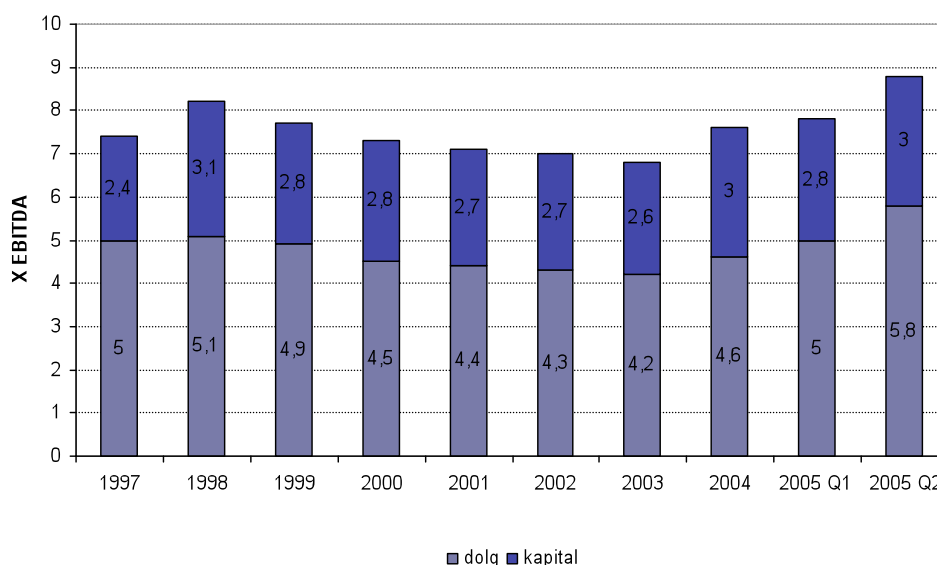
predstavljajo kar 34,1% vseh investicij oziroma 12,7% vseh investiranih sredstev v letu 2007, kar pa je skoraj 4 odstotne točke manj kot v letu 2006.

Največ tveganega kapitala, namenjenega zgodnjim fazam razvoja, v letu 2007, je bilo investiranega v raziskovalna podjetja na področju medicine, računalniške in druge uporabniške elektronike in komunikacij, medtem ko je bilo največ investicij za odkupe podjetij namenjenih podjetjem na področju industrijskih produktov in storitve ter potrošniških dobrin in trgovine.

Kot sem že omenil, navadno investicije v zgodnje faze razvoja podjetij ne vključujejo zunanjega dolga, medtem ko je za finančne transakcije skladov v primeru odkupov podjetij dolg ključnega pomena za uspešno realizacijo posla. Podatki kažejo, da je v kapitalski strukturi odkupov podjetij kar dve tretjini dolga (Slika 12), kar je ravno toliko, kot je na drugih kapitalskih trgih delež kapitala. Ob upoštevanju dejstva, da sta dve tretjini tveganega kapitala namenjeni odkupom podjetij, pri čemer predstavlja kapital eno tretjino celotne investicije, lahko ugotovimo, da je skupna vrednost transakcij skladov tveganega kapitala med leti 1995 in 2005 znašala približno 500 milijard evrov, od tega pa je bilo nekje okrog 430 milijard evrov investicij v odkupe podjetij.

Zanimiv podatek, ki ga lahko razberemo iz spodnjega grafa (Slika 12), je velikost večkratnikov EBITDA, ki so jih kreditne institucije pripravljene posojati za transakcije, vezane na odkupe podjetij. Medtem ko se giblje večkratnik EBITDA, ki so ga pripravljene plačati za odkupe podjetij skladi v obliki kapitala, nekje med 2,7 in 3, pa so bile kreditne institucije v letu 2005 za tovrstne transakcije pripravljene posoditi rekordni 5,8 kratnik EBITDA (v letu 2003 je znašal večkratnik EBITDA dolga 4,2). Za primerjavo naj omenim ugotovitve analiz UBS, da je povprečje večkratnika EBITDA (za dolg) javnih podjetij v letu 2005 znašal 1,1 (Financial Times, 2005, str.20).

Slika 10: Vrednotenje odkupov podjetij »buy-outs« v Evropi

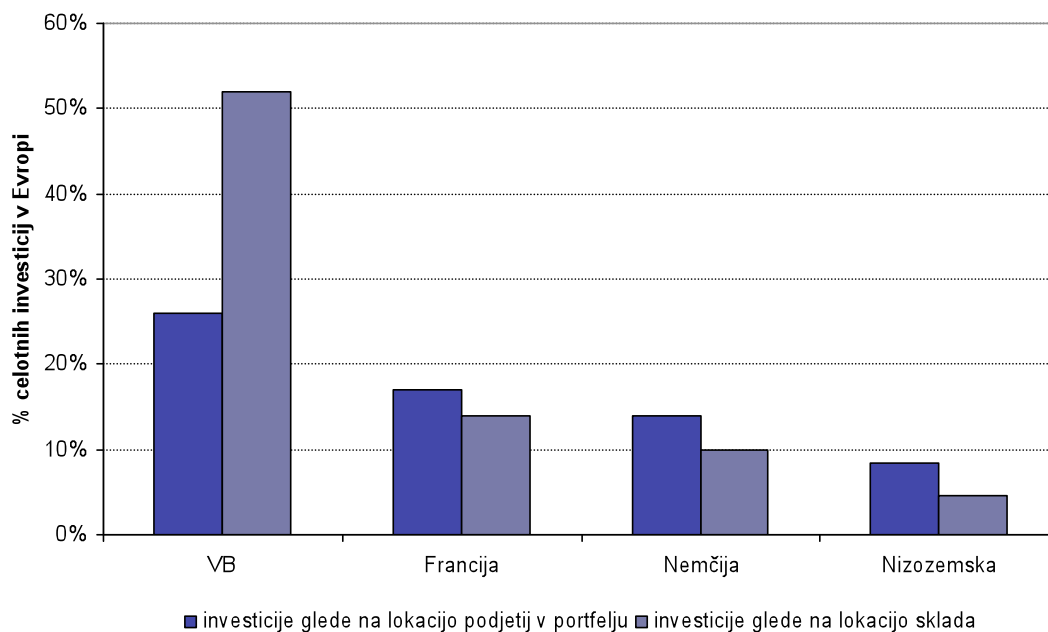


Vir: Jenkinson, 2006, str.15.

Zanimivo sliko o delovanju trga tveganega kapitala v Evropi nam poleg agregatnih podatkov za Evropo daje tudi primerjava med državami. Po analizah, ki jih je opravil EVCA (EVCA, 2004, str.13), je bilo v povprečju 86% investicij po številu in 65% po vrednosti investiranih v državi, kjer je lociran sklad, pri čemer je ta odstotek višji v manjših državah, kjer skladi delujejo predvsem lokalno, ter precej nižji v VB, ki je izjema. Dobro polovico vseh zbranih sredstev skladov v Evropi so investirali angleški skladi, pri čemer je bila skoraj polovica vseh sredstev zbranih v VB, investiranih v podjetja izven VB (Slika 14). Na drugi strani pa imamo primer Francije, Nemčije in Nizozemske, kjer so podjetja pritegnila precejšen delež investicij iz tujih skladov. Zanimiv je tudi podatek, da so bila podjetja iz vseh štirih držav skupaj deležna dve tretjini celotnih investicij tveganega kapitala v Evropi.

Tudi v letu 2007 ostaja distribucija investicij glede na lokacijo podjetij v portfelju skladov zelo podobna, kot jo prikazuje graf za leto 2004 (Slika 14), in sicer največji delež investicij je šel v VB (26,7%), sledijo Francija (15,1%), Nemčija (13,5) in Nizozemska s 7,3% (EVCA, 2008).

Slika 11: Investicije tveganega kapitala za izbrane evropske države v letu 2004



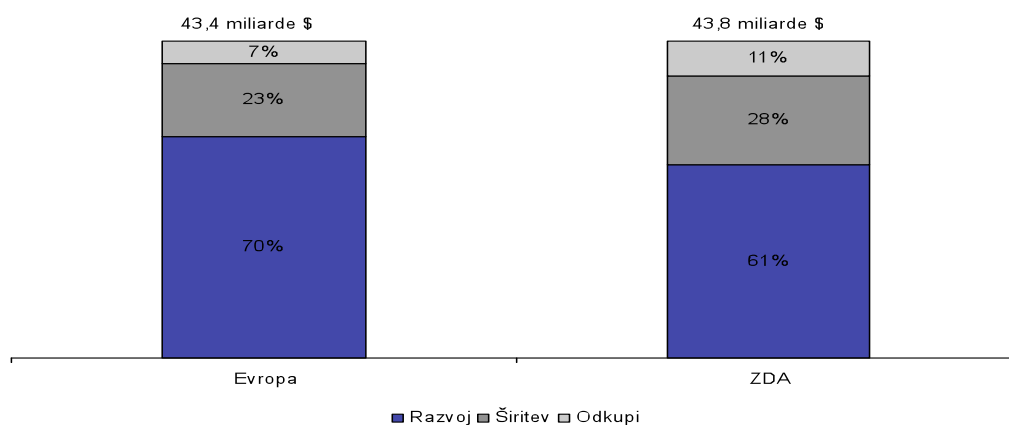
Vir: Jenkinson, 2006, str.17.

Novo dimenzijo v določanju uspešnosti in delovanja trga tveganega kapitala v EU nam odpira primerjava s trgom tveganega kapitala v ZDA, ki velja za večjega in bolj razvitega. Vse tja do leta 2004 je bila največja razlika med njima v absolutni velikosti investicij, ki so v ZDA v letu 2000 znašale kar 131 milijard dolarjev v primerjavi s samo 41 milijardami dolarjev investicij tveganega kapitala v EU. Leta 2004 se je ta razlika praktično izničila predvsem zaradi padanja investicij tveganega kapitala v ZDA, in to gledano tako absolutno kot tudi relativno glede na velikost BDP obeh gospodarstev (Slika 12). V letu 2004 je bil namreč delež tveganega

kapitala v bruto družbenem proizvodu ZDA 0,4% v primerjavi z 0,37 odstotnim deležem tveganega kapitala v bruto družbenem proizvodu EU.

Kot je mogoče razbrati iz spodnjega grafa (Slika 12), je distribucija tveganega kapitala na obeh trgih zelo podobna. V obeh primerih predstavljajo investicije, namenjene managerskim odkupom podjetij, približno dve tretjine celotnih investicij skladov. Najmanjši delež, tako v Evropi kot v ZDA, gre investicijam v zgodnje faze razvoja podjetij. Obseg investiranja v podjetja v zgodnjih fazah razvoja predstavlja nedvomno najbolj rizičen segment tveganega kapitala in je kot takšen najbolj občutljiv na ciklična gibanja v gospodarstvu. V ZDA so bili zneski investicij v zgodnje faze razvoja več kot enkrat višji v letih 1999 in 2000 v primerjavi z letom 2003, ko so komaj presegli 3,6 milijarde dolarjev (Jenkinson, 2006, str. 12). Glede na to, da je daleč največji delež investicij namenjen odkupom podjetij, velja na tej točki opozoriti, da je obseg celotnih transakcij v tem primeru mnogo višji zaradi dejstva, da so tovrstne transakcije izpeljane s pomočjo velike količine dolga (Slika 12).

Slika 12: Primerjava distribucije investicij tveganega kapitala med EU in ZDA v letu 2004.

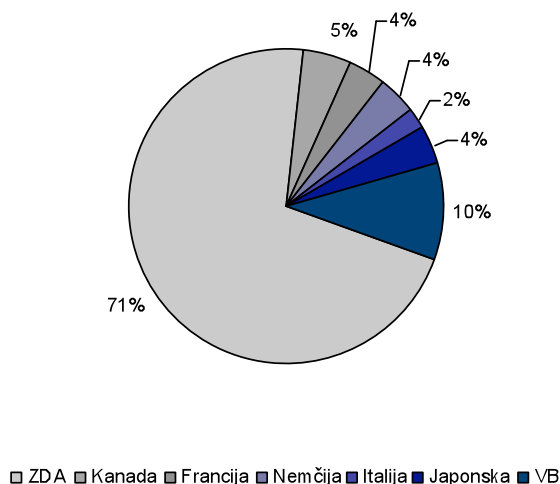


Vir: Jenkinson, 2006, str.11.

Po analizah trga tveganega kapitala, ki sta jih opravila Bygrave in Quill (2007, str15-20), je skoraj 60% celotnega tveganega kapitala⁷ držav, ki so vključene v GEM investiranega v podjetja v ZDA, na drugem mestu pa je VB s 7,9%. Če primerjamo investicije tveganega kapitala glede na BDP posamezne države in s tem nevtraliziramo vpliv velikosti, dobimo nekoliko obrnjen vrstni red, saj je na vrhu lestvice Danska (0,4%), pred ZDA (0,17%), Švedsko (0,16%) in VB (0,13%) (Bygrave & Quill, 2007, str.16). Primerjava obsega investicij tveganega kapitala med državami članicami G7 daje podobne rezultate, saj je bilo 71% celotnega tveganega kapitala investiranega v ZDA (Slika 15), pri čemer je le 33% teh podjetij iz ZDA (Slika 19).

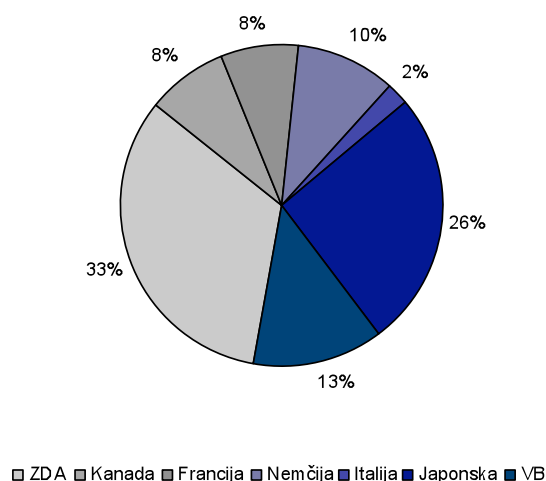
⁷ Tvegani kapital zajema tako investicije v zgodnje faze razvoja podjetij kot tudi za rast in širitev.

Slika 13: Porazdelitev tveganega kapitala med državami članicami skupine G7 v letu 2005.



Vir: Bygrave & Quill, 2007, str. 16

Slika 14: Odstotek podjetij, prejemnic tveganega kapitala po državah članicah skupine G7 v letu 2005.



Vir: Bygrave & Quill, 2007, str. 16

Agregatna količina investiranega tveganega kapitala je lahko dober pokazatelj splošne ravni investicij neke države, malo pa pove o tem, kako učinkovite so dejansko te investicije. Eden izmed pokazateljev učinkovitosti je lahko povprečna velikost investicije tveganega kapitala na posamezno podjetje. Iz opravljenih analiz, je mogoče opaziti največji prirast investicij tveganega kapitala v letu 2005 glede na leto 2004 na Danskem, kjer je znašala povprečna velikost investicije v letu 2005 na podjetje 3,9 mio ameriških dolarjev, kar je še vedno več kot pol manj od povprečne velikosti investicije na podjetje v ZDA, ki je v letu 2005 znašala 8,6 mio dolarjev in je ostala v primerjavi z letom 2004 praktično nespremenjena. V ostalih evropskih državah je bilo med letoma 2004 in 2005 mogoče opaziti padec povprečne velikosti investicij tveganega kapitala, pri čemer je znašala njena velikost v letu 2005 v Sloveniji nekaj manj kot 1 milijon dolarjev.

Kljub dejstvu, da so investicije tveganega kapitala v podjetja v ZDA mnogo višja kot v Evropi, da je ameriški trg mnogo večji od evropskega in da so začetni ter operativni stroški nižji v ZDA kot v Evropi, smo lahko priča nekaterim uspešnim investicijam tveganega kapitala tudi v Evropi. Lep primer je 2,6 milijarde dolarjev vreden nakup Skype-a (ponudnik internetne telefonije), ki ga je izpeljal eBay, iz neuradnih podatkov pa je mogoče tudi opaziti višjo rast investicij tveganega kapitala v letu 2006 v Evropi kot v ZDA.

4.4.2 Značilnosti skladov tveganega kapitala

Skladi tveganega kapitala⁸ ponujajo investicijske priložnosti predvsem institucionalnim in drugim profesionalnim investitorjem. Večinoma so ti skladi organizirani kot družbe z omejeno odgovornostjo (ang. Limite Partnership), kjer so njeni investitorji, se pravi banke, pokojninski skladi in zavarovalnice njegovi partnerji oziroma družabniki. Ti zagotovijo sredstva skladu, ki jih investira v privatna podjetja za obdobje 2-5 let. Iz teh podjetij se sklad praviloma umakne bodisi s prodajo podjetja, v katerem ima vezan svoj kapital drugemu podjetju, z javno ponudbo delnic (IPO) ali pa z dokapitalizacijo podjetja, saj je njegov cilj čim hitreje vrniti denar svojim investitorjem.

Glavni igralci na trgu tveganega kapitala (večinoma so to skladi) igrajo na tem trgu pravzaprav vlogo posrednika. Na eni strani zbirajo kapital večinoma od institucionalnih investitorjev in ga na drugi strani investirajo v podjetja na trgu, s čimer omogočajo investitorjem ustrezno razpršenost njihove naložbe in posledično nižje tveganje. Glavne značilnosti skladov tveganega kapitala so:

- upravljavci skladov tveganega kapitala oziroma njihovi managerji so večinoma visoko usposobljeni kadri, ki so zmožni usmerjanja, svetovanja, vodenja in nadziranja podjetja, ki je prejelo njihova sredstva s ciljem maksimiziranja vrednosti podjetja. Prav tako pa so sposobni tudi prepoznavanja novih investicijskih priložnosti.
- Gre za aktivno lastništvo sklada v podjetjih, kar pomeni, da so ta podjetja temeljito analizirana, nadzorovana in usmerjena v rast ter donosnost.
- Večina skladov je zaprtih (višina kapitala ostane po zaprtju fiksna), navadno za dobo deset let oziroma po dogovoru z njihovimi investitorji. Zbrana sredstva skladi investirajo v skladu s postavljeno strategijo naložb v različna podjetja in s tem ustvarijo razpršen portfelj za svoje investitorje.
- Poleg večjih institucionalnih investitorjev, kot so banke, zavarovalnice in pokojninski skladi, ki prispevajo največ kapitala v sklade, postajajo vedno pomembnejši

⁸ Privatni kapital (ang. Private equity) je namenjen investicijam v kapital in druge lastniške papirje privatnih podjetij, ki praviloma ne kotirajo na borzi. Po evropski terminologiji je "Private equity" nadpomenka, ki vključuje tri podskupine, in sicer tvegani kapital (ang. Venture capital), kjer gre za investicije v visoko tvegana podjetja, ki so bodisi na začetkih, zgodnjih stopnjah razvoja ali pa v fazi širitve; kapital za rast in širitev (ang. Expansion capital) in kapital za managerske odkupe (ang. Management buy-outs in management buy-ins). Ameriška terminologija na drugi strani šteje med "Venture capital" tudi "Expansion capital", za kapital namenjen managerskim odkupom pa uporablja termin "Private equity". V nadaljevanju magistrske naloge bom uporabljal termin tvegani kapital kot nadpomenko, ki jo po evropski terminologiji označuje "Private equity". V tistih primerih, kjer je v literaturi tvegani kapital uporabljen kot podpomenka, ga bom nadomestil z izrazoma zgodnji kapital oziroma kapital za zgodnje razvojne faze, in faze rasti.

investitorji podjetja, bogati posamezniki in poslovni angeli. Skupno vsem je, da so sami sposobni sprejemati investicijske odločitve, predvsem pa so seznanjeni s tveganji, ki jih sprejemajo.

- Vsa razmerja med investorji in skladom so pogodbeno urejena. Različne provizije in prispevki so praviloma sestavljeni iz ti. "*capital contribution*", ki se plača ob sklenitvi pogodbe in navadno znaša 1% investiranega kapitala, "*carried interest*", ki je delitev dobička (praviloma 20%) potem, ko je bila realizirana zahtevana stopnja donosa investorjev in upravljalvske provizije, ki se gibljejo med 1,5% in 2,5% letno, odvisno od velikosti in strategije sklada.
- Vzpostavijo se sheme delitve dobička med upravljavci skladov in investorji, kar zagotavlja enotnost interesov obeh skupin.
- Upravljavci se držijo strogo predpisanih pravil poročanja in ocenjevanja investicij, ki jih nadzirajo. Za določanje vrednosti svojih naložb se večina skladov v Evropi drži mednarodnih finančnih standardov (IFRS) in jih določa po principu pravične vrednosti (ang. *fair value*).
- Vsako podjetje, ki je pod upravljanjem sklada, ima svojo, samostojno managersko ekipo, ki vodi podjetje, njena učinkovitost pa je, podobno kot pri upravljalvcih sklada, vezana na poslovno uspešnost podjetja.
- Skladi se držijo dolgoročne naložbene strategije, kjer je povprečna ročnost naložb med 3 in 5 leti.
- Pomembna značilnost investicij tveganega kapitala je v sistemu nagrajevanja, ki prav za vse vpletene temelji na ustvarjanju čim večje vrednosti podjetja/investicije oziroma na kapitalskih dobičkih, ki se realizirajo ob njegovi prodaji. Tako s strani upravljalcev kot tudi investorjev so naložbe tveganega kapitala precej nelikvidne. Medtem ko obstaja za investitorje sekundarni trg, kjer lahko svojo naložbo prodajo še pred dospelostjo, so upravljavci sklada prepuščeni svoji lastni presoji o eventualni predčasni prodaji naložb sklada.

Ena izmed pomembnih lastnosti skladov tveganega kapitala je njihov zaslužek, ki je praktično popolnoma fleksibilen in temelji na deležih investiranih sredstev v sklad ter velikosti dobičkov, ki jih sklad s svojimi investicijami realizira. Prav zaradi tega je naravno pričakovati, da bodo skladi nagnjeni k investicijam v kasnejše razvojne faze podjetij, predvsem v notranje odkupe, ki so navadno financirani z visokim deležem dolga, kar znatno povečuje donose skladov in s tem njihove zaslužke. To je poleg višjih stroškov, ki jih imajo skladi z nadziranjem in upravljanjem manjših podjetij tudi glavni razlog, da je večina skladov na trgu dejansko usmerjenih v managerske odkupe (Jenkinson, 2007, str. 6).

Kot sem že omenil, tvegani kapital ni primeren za vse vrste podjetij, saj išče svojo investicijsko priložnost predvsem v podjetjih z visokim potencialom rasti, kjer lahko skozi investicijo aktivno vpliva na uspeh podjetja in posledično investicije. Poleg zagotovljenih finančnih sredstev je vloga tveganega kapitala v podjetju sledeča (EVCA, 2008b):

- omogoča uspešno izvajanje strategije rasti;
- vodi do večje profesionalizacije v podjetju;

- usmerja vodilne v podjetju pri njihovih strateških odločitvah;
- daje podporo pri razvoju organizacijske strukture v podjetju;
- širi managerska znanja in daje potenciale novim idejam;
- odpira možnosti za razvoj mreženja.

Za investitorje v sklade tveganega kapitala so zanimive tiste investicijske priložnosti oziroma tista podjetja, kjer:

- uravnotežen in kvalificiran vodstveni team razpolaga s potrebnimi podjetniškimi znanji in izkušnjami v panogi, v kateri podjetje deluje in je hkrati sposoben zagotavljati strokovno podporo za rast podjetja;
- je mogoče določiti tržni potencial in potencial rasti investicije;
- je notranja struktura v podjetju sposobna strateškega in finančnega planiranja, učinkovitega nadziranja in pravočasnega ter natančnega poročanja.

Investicije tveganega kapitala pa imajo tudi močne učinke na ustvarjanje novih delovnih mest. Raziskava, ki je potekala med leti 2000 in 2004, je pokazala, da so podjetja, v katerih je bil investiran tvegani kapital, ustvarila kar en milijon novih delovnih mest, to pa pomeni kar 5,4% letno stopnjo rasti v omenjenem obdobju, kar je celo osemkrat več, kot je znašala povprečna letna stopnja rasti v istem obdobju v državah članicah EU. Kot primerjavo naj še omenim podatek, da je bila rast zaposlovanja podjetij, financiranih s kapitalom namenjenim za odkupe podjetij (MBO ali MBI) med leti 1977 in 2004 samo 2,4% v primerjavi z rastjo zaposlovanja podjetij, financiranih s kapitalom namenjenim zgodnjim fazam razvoja, ki je v istem obdobju v povprečju znašala kar 30,5% (EC, 2006b, str. 14).

Glede ročnosti naložbe v sklade tveganega kapitala gre predvsem za dolgoročne investicije, najpogosteje okrog deset let, kar izvira že iz same pogodbe med skladom tveganega kapitala in investitorjem. Povprečna ročnost naložb skladov tveganega kapitala je štiri leta, kar pomeni, da investicije skladov tveganega kapitala nikakor niso kratkoročnega značaja. Razlike med skladi tveganega kapitala kot dolgoročnimi investitorji in drugimi kratkoročnimi investitorji so predvsem v načinu upravljanja svojih naložb, saj skladi v nasprotju s kratkoročnimi investitorji, ki lovijo tržna gibanja, aktivno upravljajo svoje investicije in vplivajo na delovanje podjetij, kamor so njihova sredstva naložena.

Regulativa na področju tveganega kapitala je v pristojnosti vsake posamezne države članice EU in odraža dejstvo, da je večina vlagateljev v sklade tveganega kapitala »profesionalnih« investitorjev, ki razumejo in sprejemajo odnose med tveganji in donosi tovrstnih investicij. Kljub temu da EU nima enotnega okvira za delovanje trga tveganega kapitala, pa vseeno posredno vpliva nanj z najrazličnejšimi direktivami, kot so direktiva o pokojninskih skladih, kapitalski ustreznosti, UCITS⁹ in MiFID¹⁰.

⁹ Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) je direktiva EU, ki dovoljuje formiranje in delovanje skladov na podlagi dovoljenja države članice, kjer je sklad ustanovljen.

Trg tveganega kapitala v Evropi je še vedno v fazi rasti in pomembno vpliva na prestrukturiranje podjetništva ter večjo konkurenčnosti podjetij v EU, hkrati pa vse večja globalizacija finančnih trgov ustvarja nenehne pritiske na vzpostavitev konkurenčnega okolja za razvoj tveganega kapitala v Evropi. Skladi tveganega kapitala so postali še toliko bolj zanimivi za vse večje število pokojninskih skladov v Evropi, predvsem zaradi strukture njihovih naložb, ki se lepo ujema z naložbenimi strategijami pokojninskih skladov. Poleg same ročnosti so za pokojninske sklade tovrstne naložbe zanimive tudi zaradi nizkih tveganj, saj so relativno varna naložba, tako z vidika diverzifikacije portfelja znotraj skladov tveganega kapitala samih kot tudi možnosti, ki jih ponujajo t.i. skladi skladov, ki še dodatno znižujejo tveganja s tem, ko razpršijo svoje naložbe med različne oblike skladov tveganega kapitala. Po podatkih raziskave, ki jo je opravila EVCA, so pokojninski skladi v ZDA med letoma 2005 in 2006 investirali 7% svojih sredstev v sklade tveganega kapitala, kar je za 2,5 odstotne točke več od tovrstnih investicij evropskih pokojninskih skladov.

Relativno neučinkovitost trga tveganega kapitala v EU v primerjavi z ZDA je mogoče pripisati njegovi preveč kompleksni strukturi, ki predvsem zaradi neurejene davčne zakonodaje na tem področju ne omogoča učinkovitega pretoka tovrstnih investicij med državami. Dodatni stroški in tveganja, povezana z neurejenim sistemom obdavčevanja kapitalskih dobičkov, predstavljajo še toliko večji problem za manjše sklade tveganega kapitala, ki delujejo na manjših in slabše razvitih trgih. Predlog enotnega sistema obdavčevanja v EU, po katerem naj bi bil investitor na svoje kapitalske dobičke obdavčen le v domači državi, je že v obravnavi evropskega sveta in bo znatno pripomogla k boljšemu pretoku in večji učinkovitosti trga tveganega kapitala.

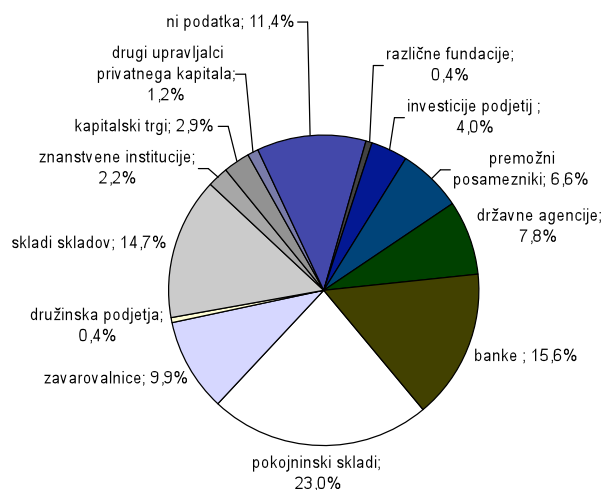
Po podatkih za leto 2007 so skladi tveganega kapitala beležili za 27,1 milijard evrov dezinvesticij, kar je nekoliko manj kot v letu 2006, ko so celotne dezinvesticije evropskih skladov dosegle 33,1 milijard evrov. V letu 2007 je dosegla največji, 30,4%, delež med dezinvesticijami prodaja podjetij drugim skladom, s 7,6 milijardami evrov oziroma 28% deležem je bila na drugem mestu prodaja drugim podjetjem, na tretje, z 10%, pa so se uvrstile javne ponudbe delnic (EVCA, 2007).

Motivacija za čim hitrejšo vračilo sredstev svojim investorjem izvira predvsem iz dejstva, da je ključni kazalec uspešnosti investicije notranja stopnja donosa (IRR), ki se izračunava za obdobje trajanja investicije in konstantne potrebe skladov po svežem kapitalu, ki pa je nerazdružljivo povezana z uspešnostjo zagotavljanja dovolj visokih donosov (Jenkinson, 2007, str. 3). Investitorji kot družabniki nimajo pristojnosti ne za vplivanje na investicijske odločitve sklada kot tudi ne na delovanje podjetij, kamor so sredstva investirana, imajo pa možnost in pravico, da redno ocenjujejo kvaliteto investicij sklada. Slika 15 prikazuje deleže

¹⁰ Markets in Financial Instruments Directive je direktiva oziroma zakon, ki daje pravno osnovo za usklajen sistem regulative na področju investicijskih storitev med državami članicami EU, Islandijo, Norveško in Lihtenštajnom.

različnih investorjev v sklade tveganega kapitala glede na celotna sredstva, ki so bila vanje investirana med leti 2003 in 2007.

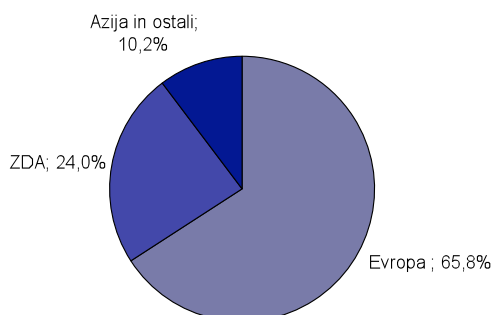
Slika 15: Deleži posameznih investorjev v celotnih zbranih sredstvih skladov tveganega kapitala (2003-2007).



Vir: EVCA, 2008b

Gledano po geografskih regijah so v sklade tveganega kapitala v Evropi največ prispevale evropske države, sledijo ZDA in Azija. Od skupno 79 milijard evrov zbranih sredstev v letu 2007 jih je bilo 76% oziroma 60 milijard usmerjenih v notranje odkupe podjetij (MBO), 13,1% oziroma 10,3 milijard evrov pa je bilo namenjenih za investicije v zgodnje faze razvoja in rasti. Slika 16 prikazuje deleže v zbranih sredstvih v evropskih skladih posamezne izmed geografskih regij oziroma držav

Slika 16: Deleži zbranih sredstev v Evropskih skladih po geografskih regijah (2003-2007)



Vir: EVCA, 2008b

4.4.3 Donosnost skladov tveganega kapitala v Evropi

Merjenje donosov skladov tveganega kapitala je zahtevna naloga predvsem zaradi dveh dejavnikov, in sicer skladi so: prvič: večinoma organizirani kot družbe z omejeno odgovornostjo, zaradi česar je poročanje o njihovem delovanju in uspešnosti omejeno predvsem na investitorje in drugič: pojavljajo se vsebinski problemi merjenja donosnosti pri določanju t.i. preostale vrednosti¹¹, ki jo merijo skladi vsak zase. Za merjenje donosnosti se večinoma uporabljata dve metodi, metoda IRR in t.i. celotna vrednost glede na vplačani kapital (ang. total value to paid-in capital, v nadaljevanju TVPI). Prva se izračunava kot diskontna stopnja (letna stopnja donosa) denarnih tokov, pri čemer se preostala vrednost vrednoti kot denarni tok na koncu investicijskega obdobja, medtem ko meri druga velikost dobičkov glede na začetno investicijo in pri tem zanemara časovno komponento denarnih tokov. Večina skladov si zastavi svoje cilje, tako po eni kot drugi metodi (npr. 25% IRR in 2x investirani znesek) predvsem zaradi primerov, ko kakšna izmed metod ne daje dovolj realnih ocen vrednosti investicije¹².

Ena izmed bolj kompleksnih raziskav na tem področju, ki jo je opravil EVCA (2006), razpolaga s podatki 956 skladov med leti 1980 in 2004, in tako omogoča analizo dolgoročnih trendov (Tabela 5). Kljub možnim odklonom od dobljenih rezultatov, ki lahko nastanejo predvsem zaradi netočnega poročanja skladov, si lahko ustvarimo precej realno sliko o njihovih donosih.

Tabela 5: Neto donosi evropskega trga¹³ tveganega kapitala v obdobju 1980-2004

Vrsta sklada	Vsi skladi			Zgornji kvaril skladov				
	Število	IRR	TVPI	Število	IRR	TVPI	IRR*	IRR**
Razvoj	252	0,2%	1,00	65	14,8%	1,57	4,2%	10,0%
Širitev	173	8,2%	1,42	46	18,7%	2,04	8,4%	10,3%
Uravnotežen	146	7,9%	1,25	43	21,3%	1,81	6,3%	9,9%
Zgodnji kapital skupaj	571	6,0%	1,22	154	18,6%	1,79	6,4%	9,8%
Odkupi podjetij	307	12,3%	1,37	84	28,7%	1,89	2,7%	8,7%
Univerzalni	78	8,7%	1,35	17	12,3%	1,47	7,4%	9,7%
Tvegani kapital skupaj	956	9,5%	1,32	255	23,3%	1,84	2,3%	9,7%

*Morgan Stanley Euro Index; **HSBC Small Company Index

Vir: EVCA, 2006, str. 19

¹¹ Vrednotenje investicij skladov privatnega kapitala pred koncem njegove življenjske dobe pomeni, da je vedno nek delež investicij, ki še niso realizirane (preostala vrednost, ang. residual value) in jih je zato nemogoče vrednotiti s klasično metodo denarnih tokov. Kljub poizkusom harmonizacije vrednotenja preostale vrednosti je neizpodbitno dejstvo, da ostaja določanje donosnosti skladov mešanica ocen denarnih tokov in računovodskih postopkov.

¹² Kadar je visok IRR investicije posledica hitro realiziranih denarnih tokov, se lahko zgodi, da ima investicija relativno nizko celotno vrednost glede na vplačani kapital.

¹³ Analiza temelji na agregatnih podatkih prilivov in odlivov iz vseh skladov, ki so vključeni v raziskavo.

Iz zgornje tabele, ki prikazuje donose glede na različne investicijske faze evropskih skladov, je verjetno najbolj zanimiv podatek, da je znašala notranja stopnja donosa skladov, usmerjenih v razvoj zanemarljivih 0,2%. Realizirani donos je še toliko bolj porazen ob upoštevanju dejstva, da ni prilagojen za inflacijo in da so v tem obdobju trgi kapitala dosegali relativno visoke stopnje rasti. Z vidika politike usmerjanja in spodbujanja trga tveganega kapitala je to zelo zanimiv in pomemben podatek, saj že dlje časa velja dogma, da je investicij, namenjenih zgodnjim fazam razvoja podjetij, premalo. Nasprotno bi lahko iz rezultatov raziskave sklepali, da je konkurenca skladov, ki so usmerjeni v razvoj novih podjetij, tako velika, da cene tem podjetjem naraščajo, donosi pa posledično padajo. Nekoliko višje donose dosegajo investicije v podjetja v kasnejših stopnjah razvoja (širitve). Notranja stopnja donosa na investicije za širitev je znašala 8,2%, celotna vrednost glede na vplačani kapital (TVPI) pa je dosegla 1,42 kratnik vplačanega kapitala. Notranja stopnja donosa vseh investicij zgodnjega kapitala je v istem obdobju znašala 6%, donos na vplačani kapital (TVPI) pa 22%, kar pa je presenetljivo še vedno manj, kot je v 25 letih znašal donos na investicije v državne obveznice. Nedvomno najvišje donose dosegajo investicije v odkupe podjetij, saj je njihova notranja stopnja donosa znašala 12%, kar potrjuje hipotezo, da prinašajo investicije v kasnejše stopnje razvoja podjetij tudi višje donose. Primerjava skladov, ki so po uspešnosti med zgornjo četrtino, nam daje podobne rezultate glede relativne velikosti donosov med različnimi investicijskimi fazami. Kljub temu pa so ti donosi več kot dvakrat večji od povprečnih donosov v panogi in so za razliko od povprečnih konkurenčni tudi drugim oblikam kapitalskih investicij na trgu.

4.4.4 Trg tveganega kapitala v Sloveniji

Trg tveganega kapitala v Sloveniji ima od leta 2007 tri nove igralce, ki so v obetavna podjetja pripravljeni vložiti od 1 do 15 milijonov evrov. Ustanovitev javnega sklada tveganega kapitala, ki bo imel na voljo za investicije 35,1 milijona evrov, pa v septembru 2008 napoveduje tudi država. Tako imajo trenutno domači in tuji skladi tveganega kapitala pri nas več kot 200 milijonov evrov za naložbe v obetavna, rastoča in donosna podjetja v regiji. Med naložbeno bolj dejavnimi skladi tveganega kapitala so avstrijski Gamma III ter slovenska sklada Poteza Innovation and Growth Fund in KD Privat Equity Fund. Vsi trije skladi končujejo prvo fazo zbiranja kapitala in na trgu že iščejo prva potencialno donosna hitro rastoča podjetja za vlaganje. Vsi bodo vlagali ne le v Sloveniji, ampak bodo donosne naložbe iskali tudi v regiji JV Evrope (SEED-REG, 2008).

Poteza Innovation and Growth Fund je zaprt investicijski sklad, ki svoja sredstva vlaga v projekte z velikim potencialom razvoja. V večini primerov so to mlada, mala in srednje velika podjetja z izrazitim potencialom rasti, vendar z omejenimi možnostmi dostopa do kapitala, s katerim bi lahko to rast dejansko uresničili. S svojim vložkom sklad pomaga, da ideje zaživijo in najdejo svojo pot na globalne trge. V skladu so do konca leta 2007 pregledali okoli 70 projektov. V mesecu marcu pa je PGIF opravilo svojo prvo investicijo v Sloveniji, in sicer v podjetje Solvera Lynx ter podjetju s tem omogočil bodočo rast in razvoj. Ko bo sklad poln,

naj bi razpolagal s 40 do 50 milijoni evrov kapitala. Naložbe bodo usmerjene predvsem v mlada in srednja inovativna podjetja z visokim potencialom rasti na območju Slovenije, Hrvaške, Srbije, Črne Gore, Makedonije, Romunije, Madžarske in Bolgarije. Sklad prvenstveno vlaga v sektorje, ki jih zaznamuje velika globalna rast, kot so mediji, internet, telekomunikacije, informacijske tehnologije, poslovne storitve ter medicinske in biotehniške znanosti.

Za naložbe v Sloveniji se zanimajo tudi avstrijski upravljalci skladov tveganega kapitala Gamma Capital Partners (GCP). Večino sredstev prvih dveh skladov (iLab24 in Gamma II) so naložili v avstrijska visoko tehnološka podjetja, nedavno pa je bil ustanovljen še tretji sklad Gamma III. V juniju 2008 je bilo predvideno njegovo zaprtje. Sklad, ki naj bi bil vreden okrog 70 milijonov evrov, pa je do danes še vedno odprt za investitorje. Gamma III bo med drugim vlagal tudi v podjetja v začetni razvojni fazi predvsem v države, kot so Češka, Slovaška, Madžarska in Slovenija. Njegov cilj je doseganje donosov v velikosti trikratne vrednosti začetne investicije oziroma minimalno 30% bruto notranje stopnje donosa na investicijo.

Enako vsoto kapitala, to je 70 milijonov evrov, naj bi do sredine leta 2007 zbral sklad tveganega kapitala, KD Private Equity Fund, ki je bil leta 2006 ustanovljen na Nizozemskem. Med največjimi investitorji so KD Group, večje slovenske banke, švicarski državni razvojni sklad SECO in drugi. Vstopali bodo v podjetja, ki kažejo predvsem potrebo po širitvenem kapitalu z vložki med 3 in 15 milijoni evrov, v zameno pa pričakujejo kontrolni lastniški delež. Obetavna se jim zdijo predvsem podjetja v panogah finančne storitve, distribucija, logistika, komunikacije, mediji in zdravstvo. Regijsko sklad ne bo vlagal zgolj v Sloveniji in preostalih državah nekdanje Jugoslavije, temveč bo naložbe iskal tudi v Romuniji in Bolgariji.

4.4.5 Vloga države pri zagotavljanju tveganega kapitala

Družba Prvi kapital, poslovno svetovanje, d.o.o. je bila ustanovljena z namenom upravljanja in zastopanja javne družbe tveganega kapitala z imenom Prva družba tveganega kapitala, d.o.o. (v nadaljevanju PDK). Upravljanje družb tveganega kapitala mora biti skladno s 7. členom Zakona o družbah tveganega kapitala (ZDTK Ur. l. št. 92/07), uredbami in Smernicami Skupnosti o državnih pomočeh za spodbujanje naložb rizičnega kapitala za mala in srednje velika podjetja (Ur. l. EU 2006/C 194/02) pravno organizacijsko ločeno od družbe tveganega kapitala, zato je Javni sklad Republike Slovenije za podjetništvo v letu 2007 ustanovil družbo Prvi kapital, d.o.o (<http://www.prvikapital.si/>).

Država želi z ustanovitvijo PDK dodatno spodbuditi trg tveganega kapitala v Sloveniji. PDK bo delovala na način, kjer bo v projekte mikro, malih in srednje velikih podjetij (MSP) vložen tudi zasebni kapital, kar pomeni večanje obsega investicijskih sredstev za razvojne naložbe in zagotavlja tržno naravnost projektov, ki bodo podprti. PDK bo pri razvoju trga tveganega kapitala opravljala spodbujevalno in razvojno vlogo in bo zato tudi od kvalitete

njenega delovanja odvisno, ali se bo trg tveganega kapitala v RS ustrezno razvijal. Zaradi tega bo dejavnost PDTK usmerjena tudi v zadovoljevanje splošnega interesa; to je razvoj trga tveganega kapitala v RS in izobraževanja kadrov na tem področju.

Ustanovitev Prve družbe tveganega kapitala, d.o.o. se načrtuje v mesecu septembru 2008. Ustanovitelj Prve družbe tveganega kapitala, d.o.o. (PDTK) bo Slovenski podjetniški sklad, ki bo kapital v višini 50.000 EUR zagotovil izključno kot lastniški kapital. Ministrstvo za gospodarstvo bo PDK, v skladu z normativnim okvirom evropske kohezijske politike, finančno podprlo s sredstvi Evropskega sklada za regionalni razvoj (ESRR) in sredstvi RS v višini 35 milijonov evrov. V primeru večjih potreb po kapitalu lahko Ministrstvo za gospodarstvo dodatno nameni v PDK dodatna finančna sredstva iz proračuna RS. Evropska sredstva in sredstva RS ne bodo predstavljala kapitala družbe, ampak nepovratne vire, namenjene izključno za naložbe tveganega kapitala po revolving sistemu (to pomeni, da bo lahko PDK sredstva ESRR namensko uporabljala za spodbujanje financiranja MSP in prosta sredstva, ki se sprostijo po uspešno zaključenih razvojnih projektih v MSP, ponovno namenila podpori MSP) in za stroške upravljanja PDK.

Investicijska politika PDK bo sledila vsem normativnim in programskim podlagam RS pri izvajanju evropske kohezijske politike v obdobju 2007-2013. PDK bo investirala v semenski, zagonski in razširitveni kapital v MSP in podjetja spremljala z novimi dokapitalizacijami, mezzanin kapitalom, neposrednimi posojili in s poroštvi. Pri tem bo upoštevala, da so naložbe rizičnega kapitala v MSP omejene do stopnje širitve na območjih, ki prejemajo pomoč in do stopnje zagona za srednje velika podjetja na območjih, ki ne prejemajo pomoči. Največja možna višina vloška (največji lastniški delež) je 1,5 milijona evrov letno in je odvisen predvsem od vsebine posameznega projekta in pričakovanega iztržka.

PDK bo tako investirala v lastniške deleže MSP samo v partnerstvu z drugimi zasebnimi družbami tveganega kapitala ali zasebnimi investitorji, ki bodo morali zagotoviti vsaj 30% lastnega kapitala. Razmerje privatnih in javnih sredstev se bo usklajevalo z zasebnimi investitorji na ravni vsake posamezne kapitalske naložbe v podjetje in na osnovi lastniških upravičenj. Interes PDK ne bo prevzemati večinski delež ali večjih deležev od zasebnih investitorjev, ne glede na poslovne priložnosti takšnih naložb, istočasno pa bodo zasebni investitorji svoje odločitve o naložbah tveganega kapitala sprejemali neodvisno od odločitev in postopkov PDK.

Cilji družbe Prvi kapital d.o.o. kot upravljavca PDK za obdobje 2008-2013 so (<http://www.prvikapital.si/>):

- podpreti 32 malih in srednje velikih podjetij s tveganim kapitalom.
- Ustvariti 8 visoko tehnoloških podjetij. Doseči 8%-10% višjo dodano vrednost na zaposlenega v podprtih podjetjih v primerjavi s povprečjem panoge.
- Najvišjo vrednost naložbe Prve družbe tveganega kapitala, d.o.o. v ciljno MSP ne sme presegati 1,5 milijona evrov v vsakem dvanajstmesečnem obdobju.

- Najdaljša doba trajanja naložbe Prve družbe tveganega kapitala, d.o.o. v ciljno MSP je 12 let.

V letu 2006 je pod okriljem Gospodarske zbornice Slovenije z namenom razvojnega svetovanja in financiranja podjetij nastalo podjetje RSG d.o.o.. Zanj je GZS zagotovila osnovni kapital za zagon in začetne investicije in se hkrati zavezala k vračanju oziroma vlaganju dobička v njegov nadaljnji razvoj. Potem, ko je podjetje že v prvem letu delovanja opravilo svoj prvi uspešni projekt (Bioenerg d.o.o.), je v letu 2007 nadaljevalo svoje uspešno delo in zaključilo še druge projekte. V letu 2008 se je RSG, razvojno svetovanje in financiranje projektov d.o.o., preoblikovala v družbo za upravljanje tveganega kapitala RSG Kapital d.o.o. Družba je s preoblikovanjem pridobila tudi razpršeno lastništvo, ki ji omogoča suvereno delovanje in odločanje, obenem pa so postali tudi nekateri člani vodstvene ekipe partnerji v podjetju (<http://www.rsg-capital.si/>).

Osrednja dejavnost družbe RSG Kapital je tako po novem postalo upravljanje tveganega kapitala. Prek družbe Prvi sklad, družba tveganega kapitala, d.o.o., ki jo upravlja, vlaga v perspektivna mala in srednja podjetja v zgodnjih razvojnih fazah z nadpovprečnim potencialom rasti. Pri svoji izbiri naložb družba ni panožno omejena, potencialne naložbe pa išče med podjetji v regiji srednje in jugovzhodne Evrope. Prvi sklad vstopa v podjetja za omejeno obdobje (praviloma od 3 do 5 let) kot manjšinski družbenik s svežim kapitalom, torej izključno v obliki dokapitalizacije in je aktivni lastnik, ki s strokovnim znanjem v skladu z dogovorjenimi pravicami in obveznostmi prispeva k uspešnemu poslovanju posameznega podjetja in soustvarja zgodbo o uspehu.

V manjšem obsegu RSG Kapital izvaja še nekatere storitve, ki so namenjene razvoju projektov oziroma podjetij do stopnje, ko postanejo zanimiva za institucionalne vlagatelje. Te storitve vključujejo (<http://www.rsg-capital.si/>):

- mrežo partnerjev, kjer RSG Kapital izkorišča svojo široko mrežo partnerskih institucij, med katere sodijo univerze, inštituti, tehnološki parki, inkubatorji, uveljavljena domača in tuja podjetja ter finančne institucije. RSG Kapital sodeluje tudi z mrežo poslovnih angelov, oblikovano v okviru Združenja YES, s tem pa svoje storitve širi tudi na podjetja, ki še niso primerna za vstop institucionalnega vlagatelja, kakršen je Prvi sklad.
- Konvertibilna posojila, ki so namenjena zanimivim projektom, pri katerih želi RSG Kapital deliti tveganje realizacije, vendar lastniški vstop iz različnih razlogov ni možen.
- Premostitvena posojila, ki zapolnjujejo vrzel pomanjkanja sredstev za tekoče poslovanje in sredstva za kritje specifičnih stroškov projekta, kot so stroški registracije intelektualne lastnine, raznih dovoljenj in drugi stroški, ki zavirajo zagon projekta in uspešen vstop na trg. Po uspešno dokončanem projektu nosilec projekta povrne stroške, ki jih je RSG Kapital pokrtil namesto njega, skupaj z vnaprej dogovorjeno nagrado.

- Pomoč pri iskanju zunanjih virov financiranja in svetovanje pri doseganju optimalne strukture financiranja za vsak posamezen projekt.
- Svetovanje pri pripravi in vodenju projektov.

4.5 Lastniški kapital

Lastniški kapital predstavlja najpomembnejši dolgoročni vir financiranja podjetja in njegove rasti ter je navadno tisti, ki omogoča financiranje podjetja v prvih fazah njegovega življenjskega cikla. Ločimo sedem oblik lastniškega kapitala, ki se pojavljajo v različnih fazah poslovanja in rasti podjetja, to so (Tajnikar, 2000, str. 209-214):

Lastna sredstva podjetja

Kapital za začetek poslovanja običajno zagotovi podjetnik sam, oziroma skupaj z družino in prijatelji (Mramor, 1993, str. 251). Navadno gre za prihranke podjetnika oziroma podjetniškega tima, ki pa načeloma ne zadostujejo za financiranje podjetja in njegove rasti na daljše obdobje.

Zadržani dobiček

Z začetkom poslovanja podjetja, pod pogojem, da je poslovanje pozitivno, začne novo podjetje generirati dobiček. Lastnik si ga lahko izplača ali pa ga zadrži v podjetju z namenom, da bo z njim financiral nadaljnjo rast podjetja. Zadržani dobiček podjetja torej predstavlja preostanek od dobička iz poslovanja podjetja, ki ga podjetje ne nameni za izplačilo bodisi v obliki plač bodisi dividend (Žnidar, 2003, str. 29). Tovrsten način financiranja je neuporaben pri podjetjih, kjer so potrebni visoki zagonski stroški bodisi za raziskave in razvoj bodisi za vzpostavitev testne proizvodnje še pred začetkom komercializacije produkta oziroma storitve.

Zasebne naložbe

Zasebne naložbe predstavljajo pomembno obliko lastniškega kapitala, predvsem pri podjetjih, ki ne želijo iti v javno prodajo. Lastnik podjetja ponudi enemu ali več investorjem delež v podjetju v zameno za finančna sredstva za uresničitev podjetniške priložnosti. Tovrstne transakcije so veliko hitrejše in ne potrebujejo veliko administracije, zato se mnogokrat uporabljajo takrat, kadar podjetje sredstva potrebuje v zelo kratkem času (Timmons, 1999, str. 449).

Zaprta prodaja

Zaprta prodaja je potencialni vir financiranja, ki se uporablja v podjetjih, ki imajo visoko zaupanje v svoje prihodnje poslovanje in prihodnji denarni tok. Pri zaprti prodaji zaposleni v

podjetju postanejo investitorji v podjetje ter s tem ustvarjajo notranji vir financiranja (Timmons, 1999, str. 452).

Javna prodaja

O javni prodaji govorimo takrat, ko se podjetje organizira kot odprta, javna delniška družba. Podjetje izdaja delnice delno za okrepitev lastniškega kapitala, preostanek pa se proda javnosti na borzi vrednostnih papirjev. Ko podjetje postane javna delniška družba, proda vse premoženje v obliki delnic, s čimer dobi denar, ki ga vloži v različne naložbe in razprši tveganje (Žnidar, 2003, str. 30). Javna prodaja se uporablja, ko podjetje raste in si želi pridobiti dodatna finančna sredstva tako, da poveča obseg trajnega kapitala oziroma se dokapitalizira in spremeni del dolžniškega kapitala v trajni kapital. Javna prodaja se uporablja tudi, ko želijo v podjetju zamenjati lastnika, za povečanje trajnosti in stabilnosti v očeh kupcev, konkurentov, dobaviteljev in zaposlenih.

Glavne prednosti javne prodaje so pridobivanje novega lastniškega kapitala, pridobivanje vrednosti in prenosljivosti premoženja podjetja, povečanje zmožnosti za pridobivanje prihodnjih virov financiranja in povečevanje ugleda podjetja. Med pomembnejše slabosti javne prodaje pa lahko štejemo javno izpostavljenost in potencialno izgubo nadzora nad podjetjem, saj lahko takšno podjetje postane tarča sovražnega prevzema. Druge potencialne slabe strani javne prodaje so tudi izguba prilagodljivosti, večje administrativno breme, saj mora podjetje sprejemati odločitve, ki so v interesu vseh delničarjev, javnosti pa mora poročati vse informacije, ki so javnega značaja in se nanašajo na podjetje, njegove aktivnosti in vodstvo. Poleg tega pa so tudi stroški javne prodaje precej visoki (Hisrich & Peters, 1992, str. 309).

Odprodaja dela podjetja

Za prodajo dela podjetja se podjetja navadno odločajo, ko gre za problematičen del podjetja ali, če gre za področje dela, kjer podjetje nima strateških interesov. Posledica takšne prodaje za podjetje je povečana likvidnost, ki jo lahko podjetje porabi bodisi za financiranje svojega rednega poslovanja bodisi ga nameni za nove naložbe oziroma za financiranje svoje rasti.

Prodaja celotnega podjetja

Prodaja celotnega podjetja pomeni za podjetnika maksimiziranje kapitalskega dobička, oziroma razlike med vrednostjo vloženih sredstev in tržno vrednostjo podjetja. Navadno se podjetnik ob prodaji popolnoma umakne iz podjetja, kupnino pa nameni za osebno porabo, ali pa za financiranje novih podjetniških idej.

4.6 Faktoring

V časih hitrega razvoja mednarodne trgovine in konkurence so podjetja prisiljena poleg blaga in storitev ponujati tudi financiranje, kar je v preteklosti pogojevalo hiter razvoj faktoringa. Pri faktoringu gre za finančno storitev, ki pri prodaji z odloženim rokom plačila omogoča financiranje poslovanja, upravljanje terjatev in zaščito pred riziki. Za prodajalca pomeni zmožnost prodaje na odloženo plačilo, kar prispeva k njegovi konkurenčnosti, hkrati pa ne vpliva na njegovo likvidnost.

Bistvo faktoringa z vidika prodajalca terjatev (komitenta) je, da komitent takoj po odpremi blaga in izstavitvi fakture dobi od faktorja (finančna ustanova) denarna sredstva, ki jih lahko vloži v nadaljnji ciklus proizvodnje ali uporabi za druge namene (Salinger, 1991, tr. 4). V splošnem ločimo dve obliki faktoringa, in sicer faktoring brez regresne pravice, kar pomeni, da so terjatve s strani faktorja zavarovane; in faktoring z regresno pravico, kjer neplačilo kupca krije prodajalec. Slednji se uporablja predvsem v primerih, ko odstopnik prodaja večjemu številu kupcev z manjšo kreditno sposobnostjo oziroma slabšo boniteto. Poleg financiranja in zaščite pred riziki, nudi faktoring še dodatne storitve, kot so vodenje računov, izterjava in spremljava bonitet in kreditne sposobnosti poslovnih partnerjev.

Posebej primeren je za majhna, srednje velika in hitro rastoča podjetja (t. i. gazele), ki s pomočjo faktoringa financirajo rast obsega poslovanja ter odpravljajo tveganje neplačil kupcev. Primeren je tudi za velika podjetja z dobro kreditno sposobnostjo (uvozni faktoring), prav tako pa je nepogrešljiv za podjetja, ne glede na velikost, ki imajo občasne likvidnostne težave zaradi odobravanja dobaviteljskih posojil.

Stroški faktoringa so sestavljeni iz treh postavk (<http://www.nlb.si/>):

- faktorinška provizija (od 0,2 % do 3 % od zneska odstopljenih terjatev);
- administrativni stroški na posamezen odstop (od 25 do 75 evrov);
- obrestne mere (financiranje je vedno vezano na valuto, v kateri so izstavljeni računi; višina obrestne mere se spreminja v skladu z razmerami na trgu).

Višina obrestne mere in provizije je odvisna od vrste in obsega odstopljenih terjatev, obstoja oziroma neobstoja police kreditnega zavarovanja, števila kupcev in njihove bonitete, plačilnih pogojev, števila računov, vrednosti posameznih dobav in bonitete drugih udeležencev poslovnih transakcij. Višina stroškov za prodajalca (odstopnika) pa pada s povečevanjem dogovorjenega letnega obsega prometa. Zgornja meja zadolževanja navadno znaša 80 % odstopljenih terjatev, izjemoma pa lahko ta delež po določeni dobi uspešnega sodelovanja povečamo na 90 %. Prednosti faktoringa (<http://www.nlb.si/>):

- izboljšane možnosti za financiranje poslovanja (predčasna pridobitev finančnih sredstev);
- izboljšanje likvidnosti (predvidljiv denarni tok);
- unovčevanje in administrativno spremljanje terjatev in bonitete dolžnika;
- odprava tveganja neplačila dolžnika na faktorja;
- zmanjšanje tečajnih rizikov pri mednarodnem faktoringu (financiranje z valutno klavzulo).

Glavna slabost faktoringa kot načina financiranja je njegova cena, saj se lahko celo zgodi, da stroški presegajo dosežen dobiček pri posameznih poslih. Poleg tega so navadno odobrene kreditne linije relativno majhne, zato faktoring ne omogoča zadovoljevanja resnejših potreb po finančnih sredstvih.

Factoring v Sloveniji se je začel resno razvijati šele konec devetdesetih let. Med podjetji, ki se v Sloveniji ukvarjajo s faktoringom velja omeniti največje tri, ki so tudi člani mednarodnega združenja faktorjev, Factors Chain International (FCI), to so: A Faktor d.o.o., Finea Holding d.o.o. in Prvi faktor d.o.o. Po podatkih FCI se kar 71 odstotkov celotnega prometa s faktoringom ustvari v Evropi. V Sloveniji je bilo v letu 2007 ustvarjenega za 455 milijonov evrov prometa s faktoringom (od tega 82% na domačem trgu), kar predstavlja skoraj 100 odstotno rast v primerjavi z letom 2005, ko je bilo ustvarjenega 230 milijonov evrov prometa (<http://www.revijakapital.com/>).

4.7 Najem (Leasing)

Leasing je oblika poslovnega dogovora, pri katerem dajalec leasinga kot lastnik predmeta leasinga ta predmet prepusti jemalcu leasinga v uporabo. Jemalec leasinga plačuje najemnino za pogodbeno časovno obdobje, ki se običajno obračunava v mesečnih obrokih. Financiranje z leasingom je v zadnjem času v velikem porastu. Po najnovejših podatkih Združenja leasing podjetij Slovenije se je financiranje z leasingom v letu 2007 v primerjavi z letom 2006 povečalo za 30,27 odstotka na skoraj 2,3 milijarde evrov.

Podobno Mednarodni standardi računovodskega poročanja (MSRP) št. 17.4 (2005) v opredelitvi pojmov leasing oziroma najem definira kot pogodbeno razmerje, v katerem najemodajalec prenese na najemnika v zameno za plačilo ali niz plačil pravico do uporabe sredstva za dogovorjen čas. Standardi ločijo finančni in poslovni najem, od česar so odvisne računovodska, davčna in pravna obravnava. Obstaja pa tudi oblika najema, ki se imenuje prodaja in povratni najem in je izpeljanka iz prvih dveh ter jo v praksi imenujemo sale and lease back. Za finančni najem se odločajo predvsem tisti, ki želijo lastništvo nad predmetom najema oziroma želijo prihraniti obratni kapital, medtem ko je odločitev za operativni najem primernejša v primeru nakupa določenih vrst opreme, vozil, računalnikov ali letal, kratka stvari oziroma predmetov, ki hitreje zastarijo.

Finančni najem je oblika financiranja, kjer se najemojemalec že v začetku, ob sklepanju pogodbe, odloči za lastništvo nad predmetom najema po poteku pogodbe in je najpogostejša oblika. Finančni najem pomeni dejansko financiranje nakupa premeta in je po svoji vsebini zelo podoben nakupu na obroke s to razliko, da je predmet najema do končnega poplačila last najemodajalca. Pri tej obliki financiranja amortizacijo obračunava najemojemalec, ki ob podpisu pogodbe vplača znesek lastne udeležbe (višina zneska je odvisna od predmeta najema in bonitete stranke), manipulativne stroške oziroma stroške obdelave posla in dogovorjeno mesečno število obrokov.

Prednosti finančnega najema, povzete po VBS Leasing d.o.o., so (http://www.vbs-leasing.si/vbl_si/):

- hiter in preprost postopek odobritve;
- možnost odobritve najema novoustanovljenim podjetjem;
- odobreni znesek navadno presega kredit;
- mesečni obroki ostajajo ves čas pogodbenega razmerja nespremenjeni, kar omogoča optimizacijo finančnih tokov;
- v času trajanja pogodbe ima najemodajalec pravico do uporabe predmeta najema;
- najemodajalec najem knjiži kot osnovno sredstvo in ga skladno s tem amortizira;
- po plačilu odkupnega obroka postane najemodajalec lastnik predmeta.

Operativni leasing oziroma poslovni najem, kot ga imenujemo po SRS (2006), je namenjena predvsem tistim uporabnikom, ki jih zanima uporaba predmeta, ne pa toliko nakup in lastništvo predmeta financiranja po preteku pogodbenega razmerja. Se pravi, da v tem primeru ne pride do nobenega prenosa tveganj in koristi, povezanih z lastništvom nad predmetom, temveč gre le za uporabo, zaradi česar je primeren predvsem za podjetja.

V nasprotju s finančnim najemom je pogodbo pri poslovnem najemu možno prekiniti brez večjih posledic za najemodajalca, saj nosi najemodajalec vse stroške, povezane z lastništvom predmeta, krije pa tudi vse stroške popravil, vzdrževanja in zavarovanja predmeta pogodbe. Pri prodaji predmeta pogodbe najemodajalec ni upravičen do ničesar, zato iztržek od predmeta najema pripada izključno najemodajalcu (Grant & Gent, 1992, str. 16-17).

Prednosti poslovnega najema, prav tako povzete po VBS Leasing d.o.o., so (http://www.vbs-leasing.si/vbl_si/):

- privlačna oblika financiranja za podjetja in s.p., ki predmet najema uporabljajo le v pogodbeno določenem obdobju;
- vključuje dodatne storitve, kot so zavarovanje, vzdrževanje in registracija;
- odločitve, kaj storiti s predmetom najema ob koncu pogodbenega razmerja, ni treba sprejemati ob sklenitvi pogodbe;
- predmet najema ima najemodajalec le v uporabi, zato ne obremenjuje bilance stanja in ne zahteva amortizacije;
- mesečni obroki v času najema ostajajo nespremenjeni, zato lahko najemodajalec v prihodnosti natančno načrtuje finančne tokove, povezane z najemom.

Navadno posameznik ali podjetje, ki se je odločilo, da bo svojo bodočo aktivnost financiralo z dolžniškim kapitalom, tehta med uporabo bančnega posojila in najema. Ključnega pomena pri tej odločitvi je presoja posameznega posla z vidika donosnosti, likvidnosti, tveganja in prilagodljivosti. Pri odločanju o racionalnosti izbire se je smiselno opreti na izračun neto sedanje vrednosti stroškov, tako najema kot posojila za posamezno naložbeno različico in njuni interni stopnji donosa. Zakup izberemo v primeru, da je sedanja vrednost stroškov najema manjša od sedanje vrednosti stroškov posojila, ali v primeru, ko je interna stopnja

donosnosti toka stroškov najema manjša od primerljive stopnje toka stroškov bančnega posojila (Brigham & Daves, 2002, str. 591-595).

Rezultati izračunov so pokazali, da je bančni kredit načeloma vedno ugodnejši od najema, ne glede na višino davčne stopnje. Najem postane cenovno zanimiv pri višjih obrestnih merah, torej le za podjetja s slabšo obrestno mero, ki imajo s pridobitvijo bančnega kredita težave (sem spadajo tudi mala podjetja). Pogosto tudi banke pri posojilih, ki presegajo 10 odstotkov letnega, zahtevajo zavarovanje s hipoteko, kar prevesi tehtnico v korist najema. Pri najemu hipoteka ni potrebna, saj podjetje ni lastnik uporabljenih sredstev. Kot jamstvo služita zavarovanje in vinkulacija zavarovalne police v korist najemodajalca (Urh, 2001, str. 70).

5 PREDSTAVITEV IN STRATEGIJA RASTI PODJETJA OKTOBER

Podjetje Oktober d.o.o., »družba za produkcijo mode«, je bilo ustanovljeno leta 2000 s pričetkom delovanja v letu 2001. Prvi koraki so bili omejeni predvsem na stilistično, kostumografsko in produkcijsko dejavnost, kljub temu da sta se podjetje in z njim istoimenska blagovna znamka Oktober rodila predvsem v želji po oblikovanju moške in ženske kolekcije v t.i. »*ready-to-wear*« (v nadaljevanju RTW) segmentu luksuznih oblačil.

Ready-to-wear (fr. prêt-à-porter) se namreč uporablja za gotova oziroma izdelana oblačila, ki so za razliko od t.i. haute couture (visoka moda za ženske, medtem ko se za moške večinoma uporablja izraz »bespoke clothing«) segmenta oblačil primerna za izdelavo v serijski proizvodnji in standardnih številkah. Kljub temu so značilnosti RTW segmenta dovršenost v izdelavi, visoka kvaliteta materialov ter ekskluzivnost izdelkov. Oblačila najvišjih dveh tržnih segmentov se predstavijo dvakrat letno (pomlad-poletje in jesen-zima) na t.i. tednih mode, med katerimi so najpomembnejši v Milanu, Parizu, New Yorku in Londonu (visoka moda se predstavlja le na tednu mode v Parizu). Tretjo, najbolj razširjeno obliko oblikovanja oblačil bi lahko poimenovali kar konfekcija (ang. ready made) oziroma obleke, namenjene masovni proizvodnji. Ta je, kot že ime samo pove, namenjena manj zahtevnemu kupcu in so njene značilnosti predvsem nižja cena in posledično slabša kvaliteta materialov, poenostavitev izdelave ter posnemanje designa ostalih dveh segmentov (predvsem RTW).

Že konec leta 2002 je podjetje Oktober slovenski javnosti predstavil prvo žensko kolekcijo oblačil za pomlad-poletje 2003. Sledile so tri kolekcije, ki so bile namenjene predvsem domačemu trgu z namenom spoznavanja okolja, delovanja modnega sektorja in analiziranja trga. Septembra 2004 je bila Oktobrova kolekcija za pomlad-poletje 2005 prvič predstavljena v Parizu, in sicer na sejmu, ki poteka v okviru pariškega tedna mode.

Po začetnem uspehu in nekaj pomembnih kupcih po svetu je leta 2005 pričelo podjetje Oktober na eni strani graditi distribucijsko mrežo s pomočjo agenta oziroma t.i. showrooma¹⁴

¹⁴ Showroom, se uporablja za neke vrste razstveni prostor, kjer kupci naročajo oblačila na podlagi vzorčnih kolekcij. Ločimo med t.i. »multi-brand« in »mono-brand« showroomi. Kot že ime samo pove, gre v prvem

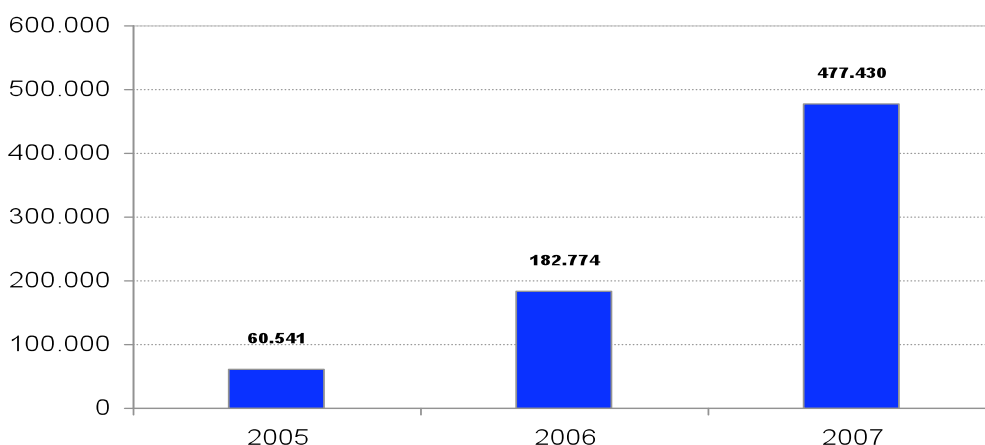
v Milanu in na drugi vzpostavljati lastno identiteto in prepoznavnost blagovne znamke Oktober na mednarodnem trgu.

Zaradi odločitve, da se blagovna znamka Oktober pozicionira v sam vrh RTW segmenta in sprememb na trgu, se je podjetje odločilo, da v začetku leta 2007 prestavi svojo distribucijo oziroma veleprodajo iz Milana v Pariz in New York. Istočasno je podjetje začelo sodelovati s pariško agencijo za stike z javnostjo (v nadaljevanju PR agencija), ki kot zunanji sodelavec skrbi za pojavnost in prepoznavnost blagovne znamke Oktober po svetu. V letu 2007 je podjetju uspelo uresničiti tudi svoje načrte na področju moške mode, in tako januarja 2008 lansirati prvo moško kolekcijo Oktober. Ta je bila predstavljena na sejmu v Milanu in showroomu v Parizu.

Danes se Oktobrove kreacije prodajajo v skoraj štiridesetih trgovinah po celem svetu. Kot je značilno za večino manjših blagovnih znamk, tudi Oktober še nima svojih lastnih monobrand trgovin, temveč prodaja v najprestižnejših butikih in veleblagovnicah, kot so Selfridges (London), LeBonmarche ter Galleries Laffayette (Pariz), Holt Renfrew (Toronto) ...

Obdobje od leta 2005 je zaznamovala strma rast prodaje ženske kolekcije (Slika 17). Tako je prodaja leta 2005 znašala 60.641 evrov, leta 2007 pa že 477.430 evrov. Pomembno je poudariti, da se kar 95% vse prodaje realizira na tujih trgih, saj se podjetje doma predvsem zaradi njegove majhnosti srečuje z zelo veliko omejenostjo trga. Kljub temu se podjetje zaveda pomembnosti domačega prostora kot poslovnega okolja, v katerem deluje, o čemer priča pogosta pojavnost v medijih, sodelovanje na najrazličnejših natečajih in projektih, organizacija modnih dogodkov itd.

Slika 17: Prodaja ženske kolekcije Oktober po letih v EUR

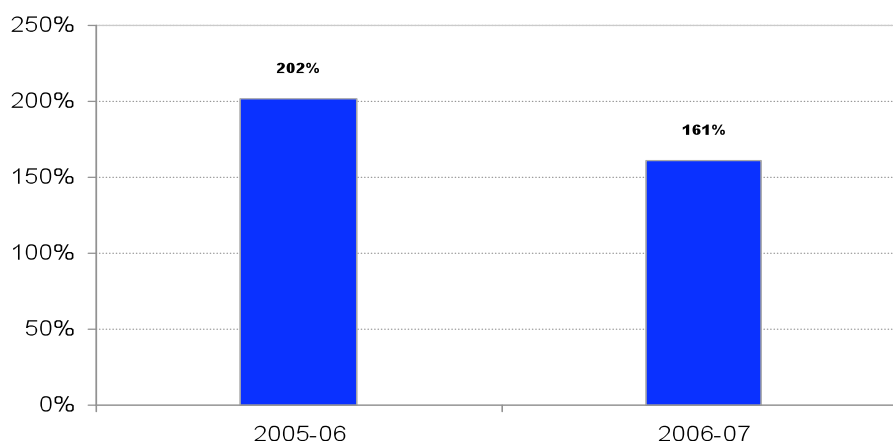


Vir: Lastni izračuni

primeru za razstavni prostor, kjer je razstavljenih več različnih blagovnih znamk. Tak način je primeren predvsem za manjše in srednje velike blagovne znamke, ki na ta način izkoristijo distribucijsko mrežo agenta in pridobijo na kredibilnosti. Zelo pomembna je prava izbira agenta, saj ti delujejo na zelo različnih nivojih distribucije.

Slika 18 prikazuje stopnjo rasti prihodkov od prodaje ženske kolekcije. Iz grafa je razvidno, da se je prodaja leta 2006 glede na leto prej povečala kar za 202%, medtem ko je v letu 2007 podjetje beležilo 161% rast prihodkov od prodaje.

Slika 18: Stopnja rasti prodaje ženske kolekcije med leti



Vir: Lastni izračuni

5.1 Razvoj in značilnosti panoge

Zadnje desetletje so zaznamovale številne pomembne spremembe v modni industriji, kot so rast majhnih, specializiranih blagovnih znamk, razmah cenениh blagovnih znamk ter koncentracija imagea in moči. Razlogov za spremembe na trgu je veliko in so medsebojno povezani ter prepleteni. V tem delu naloge se bom osredotočil na te spremembe oziroma njihove vzroke na eni ter posledice za nadaljnji razvoj na drugi strani.

Rast majhnih blagovnih znamk

Fenomen rasti novih blagovnih znamk v segmentu RTW se je začel proti koncu devetdesetih. Trenutno število blagovnih znamk v RTW segmentu se giblje nekje okrog tisoč za moške in vsaj dvakrat toliko za ženske, pri čemer sta dve tretjini oblačila, ostalo pa dodatki. Trend rasti potrjuje tudi dejstvo, da pred desetimi leti praktično ni bilo modnega sejma, medtem ko imamo danes vsaj 10 sejmov za moške ter 30 za ženske blagovne znamke. Podoben trend je mogoče opaziti tudi v rasti multibrand showroomov oziroma agentov, katerih število se danes giblje okrog 120, medtem ko jih je bilo desetletje nazaj le nekaj deset. V obeh primerih namreč, se pravi tako sejmov kot tudi multibrand showroomov, gre za način prodaje manjših blagovnih znamk.

Takšne razmere so posledica predvsem ugodnih makroekonomskih razmer, povezovanja podjetij v panogi ter »navidezne« privlačnosti panoge, saj je ta navzven polna blišča in lepote. Na eni strani združevanja večjih blagovnih znamk in na drugi propadanje nekaterih klasičnih, konfekcijskih je odprlo produkcijske možnosti mladim, kreativnim oblikovalcem in njihovim

blagovnim znamkam. Hkrati sta visoka konkurenca in boj za tržne deleže prisilila modno industrijo v iskanje novih, cenejših produkcijskih možnosti v Evropi (predvsem Turčija, Romunija in Bolgarija) in na Kitajskem. Trend selitev produkcijskih kapacitet v dežele s cenejšo delovno silo je postal še posebno izrazit v začetku tega tisočletja. Tovrstne spremembe so prisilile tekstilno industrijo (proizvajalce tekstila in izdelkov), predvsem v razvitem delu Evrope, da se prilagodi spremembam na trgu in postane bolj fleksibilna in dostopna tudi manjšim blagovnim znamkam, predvsem v smislu možnosti izdelave manjših serij oblačil.

Med drugim so se pokazali pozitivni učinki ugodnih makroekonomskih razmer (poglavje 3.4 podrobneje obravnava makroekonomske situacije) tudi na strani maloprodaje. Kot alternativa klasičnim monobrand trgovinam so se na trgu močno razširile t.i. multibrand trgovine, katerih pozitivni učinki niso le širitev distribucijske mreže manjšim blagovnim znamkam, temveč tudi ozaveščanje končnih kupcev. Tovrstne trgovine namreč sledijo značilnemu prodajnemu miksu, ki jim na eni strani s pomočjo znanih blagovnih znamk zagotavlja prepoznavnost, na drugi strani pa jim dopušča prodajo manjših »neznanih« blagovnih znamk, katerim pozicioniranje ob bok velikim v očeh kupcev krepi njihov image in prepoznavnost.

Razmah cenениh blagovnih znamk

Razvoj sodobnih medijev, kot je denimo internet, je prav tako pomembno vplival na razvoj trga oblačil in dodatkov. Vse informacije, vključno z designom, so postale v trenutku vsem dostopne. Kopiranje oziroma posnemanje desinga je postalo obojestransko in ga je mogoče opaziti tako s strani manjših ter cenениh blagovnih znamk kot tudi s strani prepoznavnih, luksuznih blagovnih znamk. Hkrati je postala zaščita intelektualne lastnine, kamor design spada zaradi neskončno variacij v designu samem izredno težko dokazljiva, sankcioniranje kršitev pa zelo neučinkovito. Kot zanimivost naj omenim znan primer, ko je luksuzna blagovna znamka Chloé za svojo obleko, ki jo je skopiral Top Shop uspela iztržiti le borih 27.000 ameriških dolarjev in je na splošno ena izmed redkih dobljenih tožb v modni industriji. (Jones, 2007)

Kopiranje samo po sebi pa nima nujno le negativnih posledic. V modno industrijo kopiranje in posnemanje vnaša vse večjo dinamiko, hkrati pa pospešuje in spodbuja kreativnost. Večja dinamika ter nenehno iskanje novih oblikovalskih rešitev pa seveda neposredno vpliva na večjo potrošnjo in posledično prodajo.

V takšnem okolju se je ustvarila idealna klima za nastanek in razvoj cenениh blagovnih znamk¹⁵, ki so izkoristile poceni design in možnosti selitve proizvodnje v države s cenejšo delovno silo. Naj omenim samo nekatere najpomembnejše, kot sta denimo švedski H&M z letno realizacijo okrog 8 milijard evrov in španski Inditex, lastnik bolj znane blagovne znamke Zara, z nekaj več kot 5 milijard evrov letnega prometa. Poleg že omenjenih lastnosti

¹⁵ V angleščini se za tovrstne blagovne znamke uporablja izraz »instant fashion«.

sta značilnosti obeh podjetij vertikalno povezovanje in posledično izjemno učinkovito spremljanje in izvajanje razvojnega, proizvodnega in prodajnega procesa; vse to z namenom skrajšanja razvojno-produkcijskega cikla in s tem hitrejšega odzivanja na potrebe in želje kupcev.

Kljub temu da spadajo tovrstne blagovne znamke v segment oblačil za masovno potrošnjo, pa poizkušajo s pomočjo najrazličnejših marketinških in prodajnih prijemov dvigniti svoj image čim bližje RTW segmentu. Nekateri, na primer H&M, najemajo znane modne oblikovalce (Karl Lagerfeld, Viktor&Rolf, Stella McCartney) in osebnosti iz sveta show businessa (Madonna, Kylie Minogue ...) in njihove kreacije ponujajo na trgu po smešno nizkih cenah, drugi, kot na primer Topshop, pa se na trgu pozicionirajo s pomočjo večjih, znanih trgovcev (primer sodelovanja s Topshopom in Barney'sem iz New Yorka).

Koncentracija imagea in moči

V razmerah izjemno močne konkurence, tako na strani designa samega in raznolikosti ponudbe na trgu kot tudi cen, je uspeh velikih luksuznih blagovnih znamk odvisen predvsem od njihove prepoznavnosti oziroma imagea in kvalitete.

Širjenje in krepitev prepoznavnosti katerekoli izmed luksuznih blagovnih znamk danes pa je nujno povezano z visokimi stroški za marketinške in prodajne aktivnosti. Prav to je eden izmed glavnih razlogov za številne prevzeme in združitve podjetij na trgu luksuznih dobrin v zadnjih desetih letih. Večina luksuznih blagovnih znamk je postala del večjih finančnih skupin, ki imajo dovolj moči in sredstev za zagotavljanje uspešnega pozicioniranja na trgu. Nedvomno največji sta francoska LVHM¹⁶, katerega 43% lastnik je Christian Dior Group (v stoodstotni lasti ima tudi CD couture) z letnim konsolidiranim prometom 16,3 milijard evrov konec leta 2006 ter PPR z ustvarjenim letnim prometom nekaj nad 18 milijard evrov prav tako v letu 2006. Kot zanimivost naj omenim, da so znašali stroški skupine Christian Dior za marketinške in prodajne storitve v letu 2006 osupljivih 5,7 milijarde evrov (CD & PPR Letna poročila, 2006).

Zelo pomembna z marketinškega stališča je visoka moda (fr. haute couture), ki pa je domena predvsem večjih luksuznih blagovnih znamk. Podjetja investirajo milijonske zneske v pripravo revij in oblačil, ki se odvijajo na ločenem tednu visoke mode¹⁷ v Parizu in so

¹⁶ Poleg blagovne znamke Luis Vuitton in Moët & Chandon ter Hennessy ima LVHM v lasti tudi druge blagovne znamke, kot so Fendi, Donna Karan, TAG Heuer, Zenith, nekatere parfume (Dior, Kenzo ...) ter verige trgovin in veleblagovnic, kot so Sephora in Le Bon Marché. PPR (Pinault-Printemps-Redoute) kot njegov največji tekmelec ima prav tako v svojem portfelju naložbe v luksuzne blagovne znamke s področij nakita, parfumov in kozmetike, oblačil, usnjenih izdelkov, maloprodajnih verig trgovin itd. Med najbolj znanimi so Gucci, Yves Saint Laurent, Bottega Veneta, Alexander McQueen, Stella McCartney, Balenciaga in drugi.

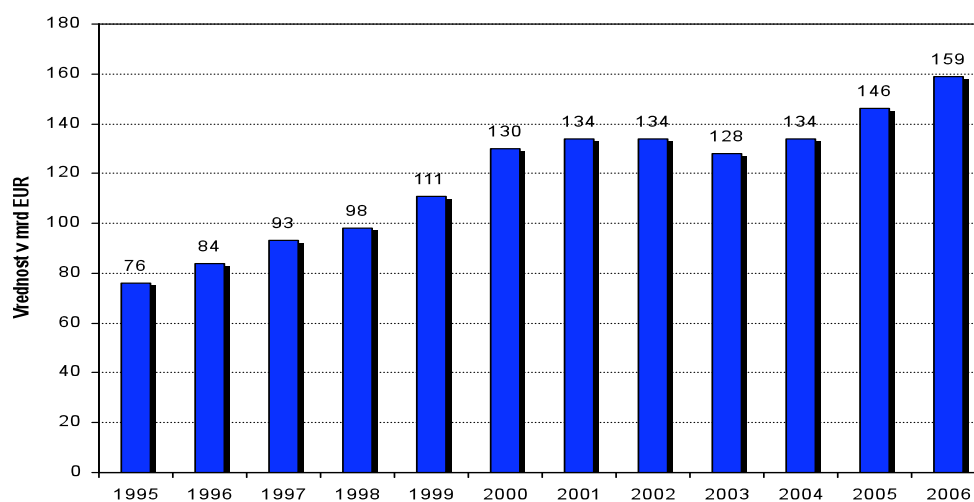
¹⁷ Izraz »Haute Couture« je zakonsko zaščiten in se lahko uporablja samo v povezavi s tistimi modnimi hišam, ki jih vsako leto znova uvrsti na poseben seznam Francoska modna zbornica. Da bi modno hišo doletela tako visoka čast, mora izpolnjevati osnovne pogoje, ki so jih določili že leta 1945: v delavnicah mora zaposlovati

namenjene peščici najbogatejših žensk. Celotni trg visoke mode je ocenjen na približno 3000 strank, od tega pa je le 1000 tistih, ki takšna oblačila kupujejo redno. Modna hiša, kot je Chanel, ima približno 150 strank letno, pri Diorju na primer, pa izdelajo približno 20 »couture« poročnih oblek letno. Druge modne hiše, ki redno predstavljajo svoje kolekcije visoke mode, so še Armani Privé, Jean Paul Gaultier, Valentino, Givenchy, Christian Lacroix, Elie Saab in nekateri drugi. Prav zagotovo pa danes visoka moda ni več dobičkonosen posel, temveč je eden izmed načinov večanja vrednosti blagovne znamke, ki se kasneje kapitalizira s pomočjo drugih produktov, kot so parfumi, torbe, očala in podobno.

5.2 Razvoj trga luksuznih dobrin in njegove značilnosti

Obdobje od leta 1995 naprej je zaznamovala strma rast prodaje luksuznih izdelkov, saj se je ta v samo petih letih povečala kar za 50 odstotkov. V istem obdobju se je začel tudi trend prevzemov in združitvev blagovnih znamk s ciljem koncentracije imagea in izkoriščanja ekonomij obsega tako na prodajnem in marketinškem kot tudi na produkcijskem področju. Slika 19 prikazuje rast agregatne prodaje luksuznih blagovnih znamk med leti 1995 in 2006.

Slika 19: Rast agregatne prodaje luksuznih dobrin v obdobju od 1995 do 2006 v milijardah evrov



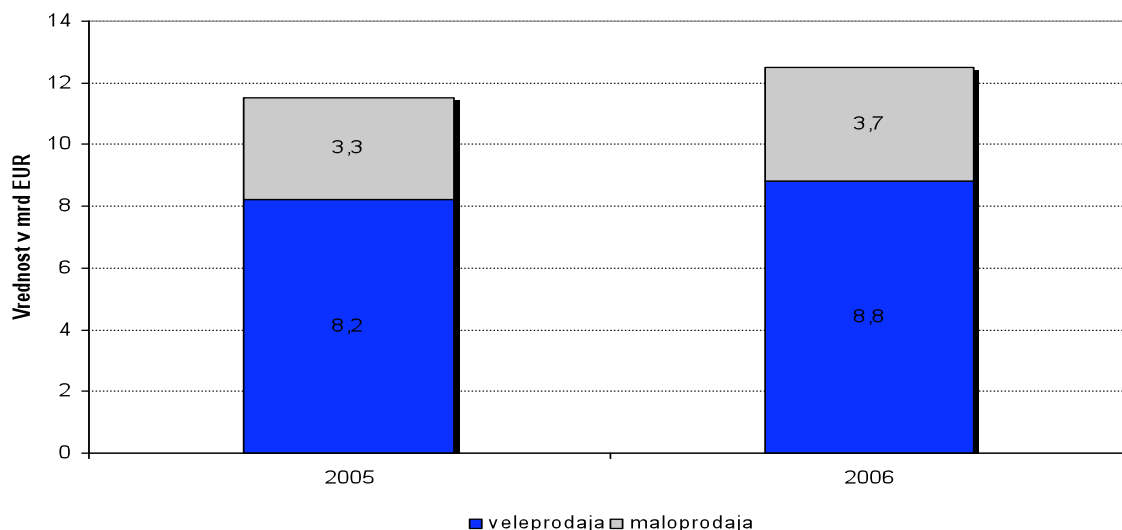
Vir: D'Aprizio, 2007

Povprečna rast prodaje luksuznih izdelkov v opazovanem obdobju je znašala 7%, pri čemer je leto 2000 rekordno s stopnjo rasti 17%. Nizke stopnje rasti med leti 2001 in 2004 je mogoče pripisati različnim dejavnikom. Med njimi naj omenim splošno gospodarsko krizo, ki je zavladovala po 11. septembru, invazijo cenениh blagovnih znamk na trg ter še ne izkoriščene možnosti in potenciale na novo »pridruženih« blagovnih znamk večjim finančnim konglomeratom.

vsaj 15 ljudi in vsako sezono (pomlad/poletje in jesen/zima) v Parizu predstaviti kolekcijo, sestavljeno iz vsaj 35 modelov, z dnevnimi oblačili in večernimi toaletami.

Agregatna prodaja med leti 2004 in 2006 je rasla po enaki, 9% letni stopnji rasti (Slika 26). Agregatna prodaja v letu 2005 glede na leto 2004 se je tako povečala za 11,5 milijard evrov na 146 milijard, v letu 2006 pa še za milijardo več, na 159 milijard evrov.

Slika 20: Viri rasti prodaje v letih 2005 in 2006



Vir: D'Aprizio, 2007

Kljub temu da je stopnja rasti leta 2006 znašala 9%, kar je več kot povprečje stopenj rasti v zadnjih desetih letih, pa so podjetja¹⁸ v svojih letnih poročilih v povprečju planirala oziroma pričakovala še višjo rast. Ta naj bi tako po njihovih napovedih znašala 11%. Vzroke za odstopanja med dejanskimi in napovedanimi vrednostmi je mogoče deloma pripisati stagnaciji japonskega trga ter presenetljivo nizki stopnji rasti veleprodaje, ki je v primerjavi s 13% rastjo maloprodaje v letu 2006 glede na leto prej zrastle le za 7%. Kljub temu še vedno delež veleprodaje v skupni rasti prodaje predstavlja kar 67%.

Zanimiv je tudi podatek, ki kaže na uspešnost panoge kot celote in ne zgolj nekaterih izjem. Med podjetji, zajetimi v vzorcu, je namreč vse od leta 2004 več kot 80% tistih, ki so dosegali pozitivno rast. Leta 2006 je ta odstotek narasel celo na 85%. Od vseh podjetij, ki so dosegala pozitivno rast v letu 2005 in 2006, pa je kar 15% tistih, katerih stopnje rasti so presegale 20%.

5.2.1 Segmentiranje trga luksuznih dobrin in analiza uspešnosti po segmentih

Zaradi lažjega razumevanja razvoja trga luksuznih dobrin in njegove učinkovitejše analize ga je smiselno segmentirati glede na pozicioniranje posameznih blagovnih znamk na trgu. Sama uspešnost blagovne znamke in posledično njena strategija nastopanja na trgu je močno odvisna od tega, v katerem segmentu se blagovna znamka nahaja (Tabela 6).

¹⁸ V vzorec je bilo vključenih 200 blagovnih znamk, izračunana stopnja rasti pa predstavlja tehtano povprečje napovedi rasti podjetij v vzorcu.

Tabela 6: Segmentiranje trga luksuznih dobrin na podlagi pozicioniranja blagovnih znamk

Segment	Blagovne znamke	Značilnosti pozicioniranja
Elitni	- Hermes - Chanel - Loro Piana	- Elitizem - Dediščina - Edinstvenost
Prestižni	- Luis Vuitton - Gucci - Bvlgari	- Pridih - Razpoznavnost - Posebnost
Dostopni	- Hugo Boss - Tiffany & Co - Burberry	- Dostopnost - Status - Pripadnost

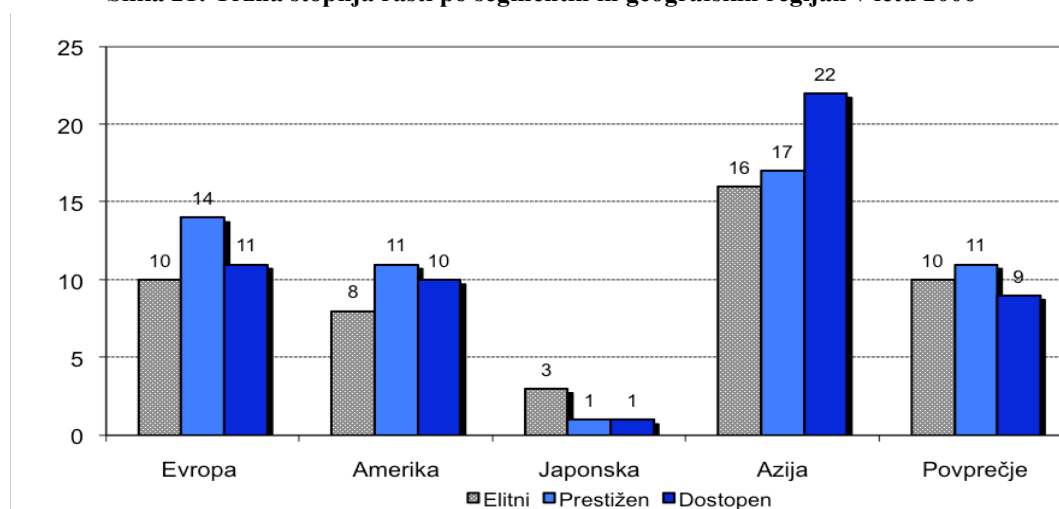
Vir: D'Aprizio, 2007

Izmed treh segmentov je v povprečju v letu 2006 elitni segment dosegel najvišjo, 11% stopnjo rasti. Sledila sta mu prestižni z 10% in dostopni segment z 9% stopnjo rasti (Slika 28).

Gledano po geografskih regijah je absolutni zmagovalec v vseh treh segmentih azijski trg, pri čemer prednjači dostopni segment z 22% stopnjo rasti, sledita pa mu prestižni in elitni s 17% oziroma 16% stopnjami rasti. Azijski trg, ki ga zaznamujejo visoke stopnje gospodarske rasti, trenutno predstavlja 11% celotnega trga luksuznih dobrin. Zaznamujejo ga neozaveščeni oziroma »nepoučeni« potrošniki, ki so v fazi preizkušanja. Najvišjo rast dosegajo dodatki, predvsem nakit in usnjeni izdelki s 24% oziroma 23% stopnjami rasti.

Najslabše se je v letu 2006 odrezal japonski trg, ki predstavlja 13 % celotnega trga, in to prav v vseh segmentih. Na slabe rezultate je poleg splošne ekonomske krize dodatno vplival padec jena, visoka stopnja brezposelnosti in padec realnih dohodkov, kar je odločilno vplivalo na zaupanje potrošnikov. Najbolje, s 3% stopnjo rasti, se je odrezal elitni segment, na katerega je imela negativna gospodarska klima najmanjši vpliv.

Slika 21: Tržna stopnja rasti po segmentih in geografskih regijah v letu 2006¹⁹



Vir: D'Aprizio, 2007

¹⁹ Vzorec ne zajema trga parfumov in kozmetike

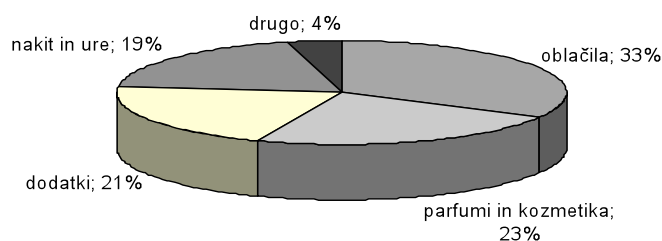
Evropski in ameriški trg skupaj predstavljata 72% (115 milijard evrov) celotne tržne realizacije, pri čemer Evropa rahlo prednjači predvsem na račun »novih« vzhodnoevropskih trgov, kot so Rusija in Ukrajina, ki rastejo z 20% stopnjo rasti letno. Povprečna stopnja rasti v letu 2006 v Evropi je bila tako 2-odstotne točke višja od ameriške in je znašala 10%. V obeh regijah je najvišjo rast dosegal prestižni segment, sledila pa sta dostopni in elitni.

Med dejavnike rasti evropskega trga lahko poleg pozitivnega vpliva vzhodnoevropskih trgov štejemo tudi rast maloprodaje oziroma odpiranje trgovin na »drugorazrednih« lokacijah ter vpliv turizma, saj velja Evropa za eno izmed prvih destinacij za veliko večino turistov. Najvišjo rast so dosegale prve linije blagovnih znamk v prestižnem segmentu.

Na ameriški trg luksuznih dobrin sta v letu 2006 pozitivno vplivalo predvsem močno zaupanje potrošnikov ter razvoj hitrorastočih trgov, na primer brazilskega, ki je v primerjavi z letom prej zrastel za 35% na dobro milijardo EUR. Podobno kot na evropskem je tudi na ameriškem trgu k rasti prispevalo odpiranje trgovin na »drugorazrednih« lokacijah z namenom približati tovrstne produkte ciljnim skupinam potrošnikov. Najvišjo stopnjo rasti so z 21% v letu 2006 dosegli usnjeni izdelki, najnižjo, 1%, pa parfumi, kar nedvomno odraža zrelo fazo tega tržnega segmenta.

Poleg Kitajske in Indije s tržnima vrednostma 3,5 oziroma 0,5 milijarde evrov in stopnjama rasti 30% oziroma 25%, so glavni azijski trgi, ki dosegajo celo do 60% stopnje rasti Hong Kong, Koreja in Singapur. Glavni gonilci rasti na omenjenih trgih pa so visoke stopnje rasti BDP-ja in posledično potrošnje ter velik delež posameznikov ali družin z visokim neto premoženjem (angl. high net worth Individuals ali HNWI).

Slika 22: Graf tržnih deležev različnih segmentov produktov v letu 2006



Vir: D'Aprizio, 2007

Najvišji, 33%, tržni delež med kategorijami produktov imajo oblačila, njihova stopnja rasti pa je leta 2006 znašala 10%, kar je približno toliko, kot je znašala tržna stopnja rasti (Slika 22). Po tržnem deležu sledijo parfumi in kozmetika s 4,5% stopnjo rasti, dodatki z najvišjo 15% stopnjo rasti ter nakit in ure z 10% stopnjo rasti.

V segmentu oblačil sta v letu 2006 tako ženska kot tudi moška moda dosegali visoke stopnje rasti z 9% oziroma 11%. V segmentu ženskih oblačil ostaja najmočnejši evropski trg, ki je v primerjavi z letom 2005 zrasel za 1 milijardo evrov, medtem ko je najvišjo stopnjo rasti dosegel azijski trg z 19%. Rast poganjajo predvsem prve linije blagovnih znamk, opaziti pa je mogoče nižje stopnje rasti oblačil v dostopnem segmentu. Prav tako so glavni gonilci rasti segmenta moških oblačil, katerega delež v celotnem trgu luksuznih dobrin se krepi, prve linije, ki spadajo v prestižni segment. Za razliko od ženskih je bilo kar 95% celotne rasti v letu 2006 v segmentu moških oblačil ustvarjene na trgih Evrope in Amerike (Fashion & Luxury Insight, 2007).

Usnjeni izdelki, ki tako kot čevlji spadajo med dodatke, so v letu 2006 beležili 17% stopnjo rasti, kar pomeni, da je bila njihova stopnja skoraj dvakrat večja od tržne stopnje rasti. Uspešnost je med podjetji dokaj enakomerno porazdeljena, o čemer priča podatek, da je 90% tistih, ki se ukvarja z usnjenimi izdelki, dosegalo pozitivno stopnjo rasti, pri čemer pa je kar 40% takih, katerih stopnje rasti so presegale 20%. Najvišje stopnje rasti sta v letu 2006 beležila azijski in ameriški trg s 23% oziroma 21% stopnjami rasti, pri čemer sta glavno vlogo odigrala elitni in dostopni segment z enakima, 20% stopnjama rasti (Fashion & Luxury Insight, 2007).

Obutev, podobno kot usnjeni izdelki, dosega visoke, nadpovprečne stopnje rasti, pri čemer je njen potencial še vedno precej neizkoriščen. Tako je leta 2006 segment obutve beležil 15% stopnjo rasti. Večino rasti je zagotavljal evropski trg, saj kar 60% trga sestavljajo italijanski proizvajalci.

Podobno je visoke stopnje rasti beležil segment nakita in ur s 13% oziroma 10%, pri čemer je tržna vrednost ur trikrat večja in znaša 22 milijard evrov. Segment ur zaznamujejo konstantno visoke stopnje rasti, pri čemer sta po tržni vrednosti največja evropski in ameriški trg, po rasti pa vodi azijski s 14% stopnjo rasti. Med proizvajalci ur dosegajo »modno« usmerjeni višje stopnje rasti od tistih, ki tradicionalno slovijo kot izdelovalci ur. Kljub temu pa je v letu 2006 v Aziji klasični oziroma tradicionalni segment dosegel najvišjo, 16% stopnjo rasti. V segmentu nakita dominira t.i. »fine jewelry«, ki je narejen iz žlahtnih kovin in dragih kamnov. Najvišje stopnje rasti pa dosega elitni in prestižni segment.

Luksuzni segment parfumov in kozmetike s 23% tržnim deležem v letu 2006 je edini izmed segmentov na trgu luksuznih dobrin, ki je že prešel v zrelo fazo razvoja in dosega 4% oziroma 5% stopnjo rasti letno. Zanj so značilne predvsem visoka konkurenca, zmanjševanje donosnosti in relativno majhno število izdelkov, ki generira prodajo ter dobiček. Kljub temu tudi parfumi in kozmetika sledijo podobnemu geografskemu trendu kot ostali segmenti, se

pravi, da je še vedno Azija tista, ki generira najvišje stopnje rasti s to razliko, da v tem primeru dosega visoke stopnje rasti tudi japonski trg. Prav tako je segment parfumov in kozmetike v letu 2006 deloval homogeno, saj je bilo kar 85% tistih podjetij znotraj segmenta, ki so dosegala pozitivne stopnje rasti (Fashion & Luxury Insight, 2007).

5.3 Analiza makroekonomskih kazalcev, tržna pričakovanja in trg luksuznih dobrin

V tem poglavju bom analiziral nekatere pomembnejše makroekonomske kazalce in njihove trende ter opredelil pričakovanja na trgu luksuznih dobrin. Analiziral bom tako splošne makroekonomske kazalce kot tudi nekatere druge indikatorje, ki so specifični za trg luksuznih dobrin. V nadaljevanju naloge bom dobljene rezultate analize in napovedi upošteval pri planiranju in oblikovanju strategije rasti podjetja.

Analiza osnovnih makroekonomskih indikatorjev

Ob padanju cen delnic na svetovnem trgu si je verjetno smotrno zastaviti vprašanje, kakšen vpliv imajo dejansko ti padci na potrošnjo. Velik del premoženja vlagateljev je namreč alociran na različne trge vrednostnih papirjev, kar pomeni, da padanje njihovih vrednosti močno zmanjšuje njihovo premoženje. Tabela 7 prikazuje korelacijo med potrošnjo in gibanjem cen delnic na trgu. Natančneje meri vpliv 10% padca cen delnic na potrošnjo. Kot lahko razberemo iz tabele, je najvišja korelacija med potrošnjo in gibanjem cen delnic v ZDA, VB in na Japonskem. To pomeni, da so vlagatelji na teh treh trgih najbolj občutljivi na nihanje vrednosti svojega premoženja, in to predvsem zaradi nadpovprečnega deleža svojih prihrankov v vrednostnih papirjih.

Tabela 7: Korelacija med potrošnjo in gibanjem cen delnic

Država	Leto 1	Leto 2
Nemčija	-0,1	-0,2
Francija	-0,2	-0,1
Italija	-0,1	-0,1
VB	-	-0,5
ZDA	-0,6	-0,6
Kanada	-0,2	-0,2
Japonska	-0,3	-0,4

Vir: Durante, 2008

Po napovedih naj bi se makroekonomska klima po splošni recesiji v letu 2008 nekoliko popravila v letu 2009 (Tabela 8). Rast BDP-ja naj bi bila najvišja v ZDA in na Japonskem. Za izvozno usmerjeno evropsko gospodarstvo je vzpodbuden tudi podatek, da naj bi tako ameriški dolar kot tudi jen v letu 2009 aprecirala. Devizni tečaj evro/dolar naj bi se tako

ustalil nekje okrog 1,28 dolarja za evro, medtem ko naj bi jen pristal na 122 jenih za evro. Podatek je še toliko bolj vzpoduben, saj se je prav povpraševanje ameriškega in japonskega gospodarstva v zadnjem letu in pol najbolj ohladilo, kar pa je jasno prizadelo manjše blagovne znamke v segmentu luksuznih dobrin, saj so te cenovno najbolj občutljive, poleg tega pa lahko kupci zmanjšajo povpraševanje po njih brez večjih negativnih posledic zanje.

Tabela 8: Osnovni makroekonomski indikatorji in njihove napovedi za leto 2008 in 2009.

GDP			
	2007	2008*	2009*
G-7	5,2	4,8	4,8
ZDA	2,2	1,6	2,0
Japonska	1,7	1,1	1,7
Evropa	2,6	1,9	2,1
Trgi v razvoju	8,2	7,4	7,3
Inflacija			
	2007	2008*	2009*
G-7	3,5	3,5	2,8
ZDA	2,9	2,8	1,1
Japonska	-0,1	0,2	0,2
Evropa	2,1	2,7	2,0
Trgi v razvoju	5,9	6,2	4,4
Obrestne mere			
	2007	2008*	2009*
ZDA	4,3	1,0	1,0
Japonska	0,5	0,5	1,0
Evropa	4,0	4,0	4,0
Trgi v razvoju	6,2	6,0	5,7
Devizni tečaj			
	2007	2008*	2009*
€/ \$	1,47	1,48	1,28
€/ ¥	-	152	122

Vir: Durante, 2008

Podobne napovedi o stanju svetovnega gospodarstva kaže tudi t.i. »Composite Leading Indicators« (CLIs), ki ga redno pripravlja OECD (Tabela 10).

Kot je mogoče razbrati iz ocen, ki jih daje CLI, prihaja za države članice OECD obdobje gospodarskega ohlajanja in recesije (Tabela 10). Aprilski podatki za leto 2008 kažejo takšno sliko za celotno skupino držav članic G-7 kot tudi za države Evro območja. Razen Rusije, ki je edina država, za katero je po podatkih mogoče v obdobju naslednjih šest mesecev pričakovati ciklično rast, je zelo verjetno pričakovati ohlajanje tako kitajskega, indijskega kot brazilskega gospodarstva. Seveda pa se je potrebno zavedati namena in uporabnosti CLI. Ta namreč ne kaže velikosti sprememb v cikličnih gibanjih gospodarstev, temveč kaže njihovo smer in daje zgodnje signale za odkrivanje točk obrata (ang. turning points) med fazami rasti in recesije oziroma ohlajanja gospodarstva v ciklih.

Tabela 9: Composite Leading Indicators (natančna tabela v prilogi)

	Letna sprememba v indeksnih točkah (april 2008)	Napoved cikla**
OECD	-3,5	Recesija
Evro območje	-3,9	Recesija
Azija*	-1,7	Ohlajanje
G-7	-3,8	Recesija
Kanada	-2,2	Recesija
Francija	-3,5	Recesija
Japonska	-4,0	Recesija
Nemčija	-3,2	Ohlajanje
Italija	-4,1	Recesija
VB	-2,9	Recesija
ZDA	-4,1	Recesija
Brazilija	-3,7	Ohlajanje
Kitajska	-0,5	Ohlajanje
Indija	-3,5	Ohlajanje
Rusija	3,0	Rast

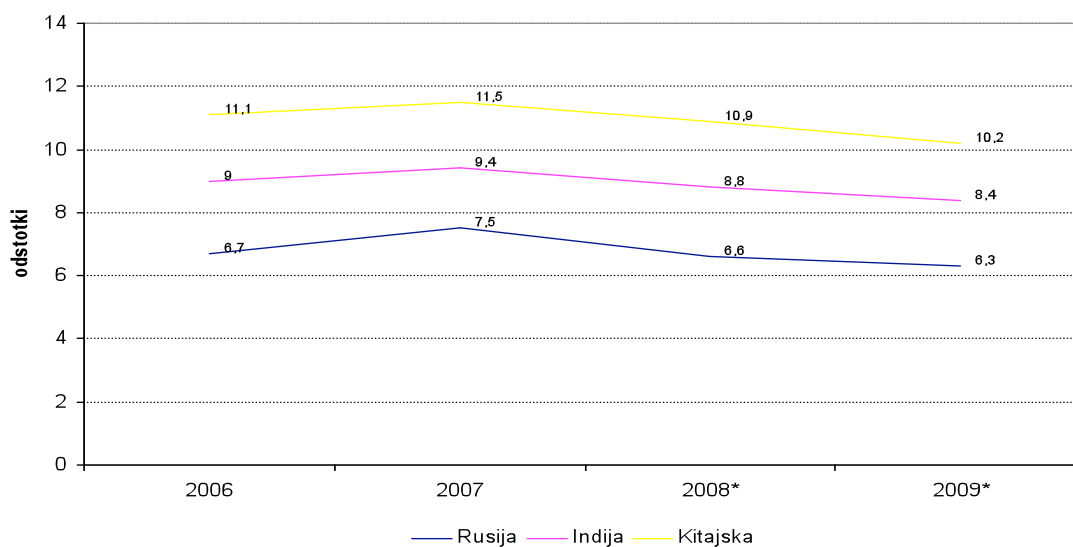
* Kitajska, Indija, Indonezija, Japonska in Koreja

** Definicija faz cikla: rast (rast nad vrednostjo indeksa 100), ohlajanje (padec nad vrednostjo indeksa 100), recesija (padec pod vrednostjo indeksa 100), krepitev (rast pod vrednostjo indeksa 100).

Vir: OECD, 2008

Kljub nekoliko bolj črnogledim napovedim glede gospodarskih gibanj pa kažejo napovedi Merrill Lynch za leto 2008 in 2009 sicer rahlo upadanje, vendar še vedno dovolj visoko rast realnega BDP trgov v razvoju (Slika 23).

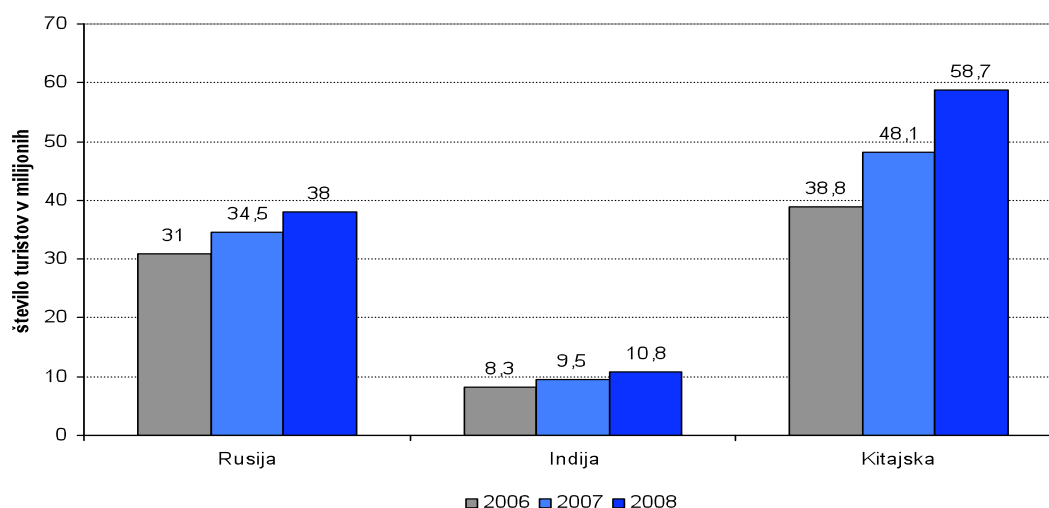
Slika 23: Napovedi rasti realnega BDP



Vir: Durante, 2008

Prav tako je za Evropska gospodarstva pomemben podatek o visoki rasti števila turistov iz Rusije, Indije in Kitajske. Visoka stopnja rasti turistov leta 2007 glede na leto 2006 iz omenjenih držav se bo po napovedih Merrill Lynch nadaljevala tudi v letu 2008. Najvišjo, 22%, stopnjo rasti naj bi beležili turisti iz Kitajske, sledijo turisti iz Indije s 14% stopnjo rasti in Rusije z 10% stopnjo rasti (Slika 24). Pomemben je tudi podatek o visoki stopnji rasti izdatkov, ki jih namenijo ti turisti za potovanja, saj v povprečju namenijo vsako leto 8% več.

Slika 24: Rast števila turistov med leti po državah



Vir: Durante, 2008

Po analizah in napovedih Merrill Lynch naj bi se vrednost premoženja posameznikov ali družin z visokim neto premoženjem (HNWI) do leta 2010 povečala za 20% na 44,6 bilijona ameriških dolarjev. Od tega pripisujejo najvišjo 6,5% stopnjo rasti na Bližnjem vzhodu, sledi severna Amerika s 6,4% stopnjo rasti in z največjim deležem HNWI ter azijska regija s 6% stopnjo rasti. Po absolutnih vrednostih HNWI sledijo Severna Amerika, Evropa, Azija, Latinska Amerika, Bližnji vzhod in Afrika²⁰ (Durante, 2008).

5.4 Stanje sektorja luksuznih dobrin in napovedi

Kljub relativno črnogledim makroekonomskim napovedim predvsem za Evropo, pri čemer so izjema devizni tečaji (Tabela 8), zaenkrat ni večjih razlogov za pesimizem. Tako pričakovanja o rasti prodaje luksuznih dobrin kot tudi razpoloženje vodilnih v panogi vliva v bodoči razvoj sektorja luksuznih dobrin določen optimizem. Medtem ko se je Bloombergov evropski modni indeks, ki ga sestavlja 14 največjih blagovnih znamk od leta 2002 več kot podvojil, pa naj bi po ocenah Bain&Co trg luksuznih dobrin na Kitajskem v naslednjih petih letih rasel s 50% stopnjo rasti, medtem ko naj bi rast prodaje v Rusiji znašala 20% letno. Prav tako se gibljejo napovedi o stopnji rasti trga luksuznih dobrin za Ameriko, Evropo in Japonsko nad 6%, kar je prav tako precej vzpodbudno (Durante, 2008).

Podobno sliko kažejo tudi rezultati intervjujev, ki jih je opravil Merrill Lynch z vodilnimi managerji najbolj luksuznih veleblagovnic v Aziji, na Japonskem in v Evropi. Po njihovem mnenju kaže azijski trg dobre, pozitivne rezultate in močno povpraševanje v vseh segmentih produktov, pri čemer se kupci odločajo za vedno bolj prestižne blagovne znamke. Nasprotno vodilni v Evropi in na Japonskem, kjer je mogoče v prvem četrtletju leta 2008 čutiti

²⁰ Po podatkih iz leta 2006 so deleži HNWI po regijah sledeči: Severna Amerika 30%, Evropa 27%, Azija 23%, Latinska Amerika 14%, Bližnji vzhod 4%, Afrika 2%.

zmanjšano povpraševanje v vseh kategorijah produktov, gledajo na drugo polovico leta 2008 optimistično. Pomemben je tudi podatek, da se končni potrošniki ne zamenjujejo luksuznih blagovnih znamk za cenejše, vendar so manjši le njihovi izdatki. V obeh primerih so managerji mnenja, da igra blagovna znamka in njen image ključno vlogo, hkrati pa pričakujejo stabilno povpraševanje v bodoče in so pripravljeni nameniti večji del prodajnih površin luksuznim izdelkom.

Kot kažejo analize v letu 2008 med trgovci ni pričakovati večje panike niti na trgih v razvoju, ki za zdaj delujejo precej imuni, kot tudi ne na trgih Japonske in Evrope (predvsem VB in Italija), ki so v zadnjem času dejansko v rahli recesiji. Prepoznavnost blagovnih znamk ostaja eden izmed pomembnejših dejavnikov uspeha na trgu, zato bodo morala podjetja še naprej močno skrbeti za prepoznavnost svojih blagovnih znamk.

Značilnosti trga luksuznih dobrin se bodo na dolgi rok prav gotovo precej spremenile. Na dolgi rok je zelo verjetno pričakovati precejšnje spremembe na trgu luksuznih dobrin. Skozi obdobje naslednjih desetih let je namreč mogoče pričakovati, da se bodo trgi, ki so danes v razvoju, transformirali v zrele trge z močno bazo potrošnikov in s trdnim povpraševanjem. Globalna diverzifikacija bo tako postala neposreden odgovor na globalno konkurenco. Kljub temu menim, da bo kot sinonim za kvaliteto še naprej ostala »blagovna znamka« *Made in Italy* oziroma *Made in Europe*.

Po raziskavah, ki jih opravlja Ernest&Young v sodelovanju s še nekaterimi inštitucijami, je stopnja rasti prodaje modne in luksuzne industrije v letu 2007 prvič po več letih rasti, ki so presegale 10%, upadla na 7,8%. Kljub temu da odpiranje novih trgovin (DOS in franšiz) ne povečuje stopenj prodaje do te mere, kot je bilo to značilno za obdobje med leti 2001 in 2006, se nadaljuje faza relativno agresivne investicijske politike, usmerjene predvsem v odpiranje novih trgovin, saj je v letu 2007 stopnja rasti trgovin znašala v povprečju 10%. Večina odprtij novih trgovin je bila usmerjena na »nove trge«, pri čemer pa je trpela operativna učinkovitost, saj so se podjetja v povprečju srečevala z naraščajočimi operativnimi stroški in večinoma stabilnim razmerjem delovnega kapitala (ang. working capital) in prodaje. Razen podjetij iz segmenta nakita in ur, ki so ob širitvi uspela izboljšati svojo operativno učinkovitost, so ostala podjetja v drugih segmentih zanemarila oziroma niso uspela izboljšati učinkovitosti in prodajnih marž ter upravljanja z zalogami. Ob takšnih ekspanzivnih stopnjah in z njo povezanih visokih fiksnih stroškov, bo ključno vlogo pri uspešnosti igrala zadostna rast prodaje, ki pa jo bodo podjetja brez nadaljnega investiranja in s tem ohranjanja tržnega deleža težko dosegala (Branchini & Brandazza, 2008).

Poleg podjetij iz segmenta nakita in ur, katerim je prodaja v letu 2007 zrasla za 11,5%, sta nadpovprečne dobičke in stopnje rasti v letu 2007 dosegala segmenta usnjenih izdelkov (9,9%) in maloprodaje v modni industriji (9,4%). V segmentu maloprodaje v modni industriji so bila najuspešnejša tista podjetja, ki so zaradi višje učinkovitosti investicij in poslovanja uspela dosegati nadpovprečne stopnje donosa. Iz rezultatov raziskave je moč razbrati, da so se podjetja, ki so dosegala najvišjo stopnjo rasti prodaje, svoje moči usmerjale predvsem v

osvajanje novih trgov, širitev blagovnih znamk in razvoj mreže trgovin s poudarkom na operativni učinkovitosti (Fashion & Luxury Insight, 2008).

6 POSLOVNI NAČRT PODJETJA OKTOBER

6.1 Strategija razvoja podjetja Oktober in napoved prodaje

Podjetje Oktober d.o.o. je svojo razvojno strategijo zasnovalo na osnovi svoje že obstoječe linije ženskih in moških oblačil, odprtju svoje lastne trgovine in pozicioniranju blagovne znamke Oktober na področje oblačil po meri. Po mnenju vodstva bo diverzificiranje podjetju omogočilo hitrejšo in stabilnejšo rast, obenem pa zaradi sorodnosti področij oziroma dejavnosti, kamor se podjetje usmerja, ne pričakujejo zmanjšanja učinkovitosti na osnovnem segmentu, ki ostaja RTW moška in ženska kolekcija.

Pri tem ostaja strategija nadaljnjega prodora na tuje trge ključnega pomena. Investiranje v trge v razvoju, kamor investirajo velike blagovne znamke, je za podjetje Oktober nesmiselno, saj zahteva na eni strani prevelika vlaganja na drugi pa blagovni znamki Oktober manjka prepoznavnosti, kar pa je zaradi zrelosti potrošnika, ki je na relativno nizki ravni, ključni element uspeha na teh trgih. Zato se bo podjetje Oktober usmerilo predvsem na trge Zahodne Evrope, Amerike, Avstralije, Japonske in Rusije. Podjetje meni, da bo image, ki ga bo podjetje dobilo skozi pravilno pozicioniranje v modnih prestolnicah, pozitivno vplivalo na prodajo po vsem svetu.

Glede na izkušnje in raziskave, ki jih je opravilo vodstvo v podjetju na področju ženske in moške kolekcije, ocenjujejo, da bo ob predvidenih razvojnih spremembah in investicijah v promocijo in prodajo rast prodaje v naslednjih treh letih znašala 40% letno. Podjetje namreč načrtuje širitev razvoja na usnjene izdelke in krzno ter koncentracijo razvoja drugih oblačil na večerne, koktajl in dnevne obleke, saj tako širše tržne raziskave kot tudi vodstvo iz izkušenj ocenjujejo, da je povpraševanje po tovrstnih produktih na trgu največje.

Poleg veleprodajne mreže, ki jo podjetje razvija s pomočjo showroomov v Parizu in New Yorku, se je podjetje odločilo, da bo v začetku leta 2008 odprlo svojo lastno trgovino v Ljubljani. Poleg samega pozicioniranja blagovne znamke doma vidi podjetje tudi nekatere sinergijske učinke, ki bi jih prineslo odprtje trgovine. Trgovina bo podjetju olajšala upravljanje z zalogami oziroma eventualnimi slabimi naročili, saj bo lahko podjetje nemudoma izkoristilo svojo lastno prodajalno za prodajo teh izdelkov, hkrati pa bo trgovina močno olajšala neposredno internetno prodajo in posebno storitev menjav in naročil za kupce po svetu. Vpeljava novih storitev, ki jih podjetje načrtuje, pa je neposredno povezana z izdelavo nove spletne strani, ki bo omogočala vse tovrstne storitve, s čimer bo postalo podjetje Oktober eno prvih na svetu, ki bo ponujalo te možnosti svojim kupcem.

Podjetje Oktober v letu 2008 načrtuje širitev oziroma diverzifikacijo svojega poslovanja na področje oblačil po meri (ang. *made to measure*²¹). Pri tem se bo podjetje Oktober povežalo z izkušenim proizvodnim podjetjem, ki razen informacijskega sistema razpolaga z vso potrebno tehnologijo in znanjem. Podjetje Oktober ocenjuje, da ima izdelovanje oblek po meri visok potencial rasti tako na domačem kot tudi na tujih trgih, zato načrtuje odprtje prvega »shop in shop« v letu 2008 v Sloveniji, temu pa naj bi sledilo odprtje še treh prodajnih mest v tujini do leta 2010.

Tabela 10: Načrtovana prodaja podjetja Oktober po letih

Načrtovana prodaja po letih							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Skupna prodaja kolekcij	263.854	285.741	359.940	722.247	1.011.146	1.415.604	1.981.846
Prodaja - trgovina					130.000	150.000	180.000
Prodaja po meri					450.000	810.000	1.620.000
Skupna vrednost prodaje	263.854	285.741	359.940	722.247	1.591.146	2.375.604	3.781.846

Vir: Ocene podjetja Oktober

Ocene rasti, (Tabela 10) so posledica analiz trga, ki jih je opravilo podjetje in za katere podjetje ob upoštevanju delovanja trga luksuznih dobrin, konkurence in splošnih makroekonomskih dejavnikov verjame, da so najbolj verjetni. Iz podatkov je mogoče razbrati, da naj bi po ocenah povprečna medletna stopnja rasti za obdobje od leta 2007 do leta 2010 znašala 76%. Vodstvo v podjetju tudi ocenjuje, da bo rast prodaje v obdobju od leta 2010 do leta 2013 rasla po 20% letni stopnji rasti.

6.2 Načrtovane investicije podjetja Oktober

Za doseganje zastavljene strategije razvoja podjetja in s tem rasti medletne prodaje je pripravilo vodstvo podjetja Oktober investicijski načrt (Tabela 11).

Tabela 11: Načrtovane investicije podjetja Oktober po letih

Načrtovane investicije			
Vrsta investicij	2008	2009	2010
Oprema trgovine	150000		
Spletna trgovina in tehnična podpora kupcem	20000		
Ureditev prodajnega mesta	30000	100000	50000
Informacijski sistem	100000		
Vzdrževanje in druga oprema	30000	10000	10000
vrednost investicij	330000	110000	60000

Vir: Ocene podjetja Oktober

²¹ Izraz »*made to measure*« se uporablja za industrijski način izdelovanja oblek po meri in je različen od klasičnega krojaškega načina, ki ga v angleščini imenujemo »*bespoke*«. Najpomembnejše razlike med njima so v načinu izdelave in uporabi tehnologije.

Iz investicijskega načrta je razvidno, da naj bi podjetje največ investicij opravilo v letu 2008, in sicer za 330.000 EUR. Vanje so vključeni oprema in otvoritev trgovine, postavitve spletne trgovine in tehnična podpora kupcem, ki bo omogočala hitrejše in učinkovitejše komuniciranje s strankami, ureditev prodajnega mesta za obleke po meri, izgradnja in postavitve informacijskega sistema, ki ga podjetje potrebuje prav tako za projekt oblek po meri in bo zagotavljal nemoteno logistiko ter investicije v drugo potrebno opremo za širitev. V letu 2009 in 2010 so investicije podjetja usmerjene predvsem v odprtje oziroma ureditev novih prodajnih mest za obleke po meri, saj na bi podjetje v letu 2009 odprlo dve, v letu 2010 pa še eno prodajno mesto, vsa tri predvidoma v tujini.

Poleg že omenjenih investicij podjetje planira tudi investicije, vezane na promocijo in prodajo blagovne znamke. Te so zajete v postavki bilance poslovnega izida med stroški razvoja, promocije in prodaje. Zanje vodstvo podjetja oktober ocenjuje, da naj bi se v naslednjih 5 do 7 letih ob predvidenih stopnjah rasti gibali nekje okrog 15 odstotkov vrednosti prodaje tekočega leta. Gre za ključne investicije podjetja, saj so neposredno vezane na gradnjo imagea blagovne znamke. Od teh sredstev naj bi se 150.000 eur v letu 2008 namenilo za prezentacijo blagovne znamke v parizu, v letu 2009 pa podjetje planira svojo prvo modno revijo v tujini, zaradi česar ocenjuje, da bodo ti stroški v omenjenem letu znašali 250.000 eur, leto kasneje pa 350.000 eur oziroma 500.000 v letu 2010, ko naj bi se ti stroški tudi ustalili. Preostanek sredstev iz tega naslova pa je namenjen predvsem neposredni prodaji oziroma gradnji odnosa s poslovnimi partnerji (Priloga 1).

V izračunu potrebnih dodatnih virov financiranja sem za investicije v opredmetena osnovna sredstva upošteval 20% amortizacijsko stopnjo.

6.3 Finančna projekcija podjetja Oktober

Iz podatkov in ocen, ki mi jih je posredovalo podjetje, sem pripravil finančno projekcijo do leta 2013, ki kaže smotrnost investicij in posledično širitve in rasti podjetja (Priloga 1). Nekatere ključne podatke, kot so ocene rasti prodaje in investicij, ki jo poganjajo, sem že predstavil, zato se bom v nadaljevanju analize najprej osredotočil na ocene drugih pomembnih kazalnikov in rezultate projekcije. V spodnji tabeli (Tabela 14) so navedene ocenjene oziroma pričakovane vrednosti pomembnejših kazalnikov, ki so podlaga za finančno analizo, skupaj z njihovimi povprečnimi vrednostmi za pretekla poslovna obdobja.

Kljub temu da je eden izmed ciljev podjetij izboljšanje svojih kazalnikov, sem se za potrebe te analize skupaj z vodstvom odločil za uporabo metode konstantnih kazalnikov (ang. constant ratio method). Kjer to ni bilo realno oziroma smiselno, sem podal ocene teh postavk za obdobje naslednjih šest let, do leta 2013. Podjetje ocenjuje, da bo širitev prinesla nekatere spremembe v učinkovitosti poslovanja in s tem upravljanja s sredstvi ter obveznostmi na eni in obvladovanju stroškov na drugi strani, zato so kazalniki, vezani na te postavke za potrebe napovedi, prilagojena za te spremembe.

Prav tako sem zaradi poenostavitve, ki pa bistveno ne vpliva na rezultate finančne projekcije, upošteval celotno vrednost investicij v opredmetena osnovna sredstva že v prvem letu, medtem ko so investicije v promocijo in prodajo razporejene po letih.

Tabela 12: Dejanske in ocenjene vrednosti deležev posameznih postavk v prodaji

Delež posameznih postavk v prodaji		
	Povprečje 2005-2007	Ocene 2008-2013
Denarna sredstva	2,23%	4,00%
Zaloge	27,75%	25,00%
Poslovne terjatve	31,58%	27,00%
Opredmetena osnovna sredstva	3,21%	-
Kratkoročne poslovne obveznosti	29,30%	18,00%
Stroški materiala	38,28%	33,00%
Stroški storitev (razen promocije in prodaje)	45,97%*	28,00%
Stroški promocije in prodaje	8,40%	15,00%
Stroški dela	13,21%	13,00%

*V povprečju za leta 2005-2007 delež vključuje vse stroške storitev, vključno s promocijo in prodajo, medtem ko so ti stroški v ocenah za 2008-2013 izvezeti.

Vir: Lastni izračuni

V povprečju je v obdobju od leta 2005 do 2007 delež denarnih sredstev v prodaji podjetja znašal 2,23 odstotka, vendar pa podjetje meni, da bo ta delež zaradi večjih potreb po tekoči likvidnosti podjetja in zagotavljanja optimalnejšega poslovanja višji in ga ocenjuje na 4 odstotke.

Zaradi boljšega spremljanja zalog in upravljanja z njimi vodstvo v podjetju ocenjuje, da delež zalog v prodaji ne bi smel presegati 25 odstotkov vrednosti prodaje ženske in moške linije oblačil ter ustvarjenega prometa trgovine, medtem ko je pomembna značilnost projekta izdelovanja oblačil po meri zanemarljiva potreba po zalogah, saj gre v tem primeru za neke vrste »just in time« produkcijo, in je zato zanj značilno, da je narejeno in naročeno vse po naročilu.

Vodstvo v podjetju pričakuje tudi, da naj bi padel delež terjatev v prodaji na 27 odstotkov, ustvarjene prodaje trgovine ter veleprodaje moške in ženske kolekcije predvsem zaradi narave projekta oblek po meri (gre za maloprodajo, kjer odlogov plačil ni oziroma so zelo kratki) ter dogovora, ki ga je podjetje konec leta 2007 sklenilo s tujim podjetjem (faktorjem), ki upravlja s tovrstnimi terjatvami in jih po želji tudi zavaruje. S tem naj bi se podjetje izognilo večini potencialno slabih terjatev in izboljšalo čas njihove izterjave.

Delež opredmetenih osnovnih sredstev v prodaji se bo iz povprečnih 3,21 odstotka v preteklih letih močno dvignil, saj podjetje načrtuje pomembne investicije v širitev in rast poslovanja, njihove ocene pa sem že podal v prejšnjem poglavju.

Zaradi problemov z likvidnostjo je podjetje v zadnjih dveh letih uspelo držati delež poslovnih obveznosti v prodaji na nerealno visoki stopnji, tudi čez 30 odstotkov. Po ocenah podjetja je

to dolgoročno nesprejemljivo, zato ocenjuje, da je dolgoročno vzdržni delež poslovnih obveznosti v vrednosti prodaje 18 odstotkov.

Podjetje ocenjuje, da se bo delež stroškov materiala v prodaji ustalil na 33 odstotkov, na kar naj bi vplival predvsem večji obseg prodaje in posledično lažje optimiziranje naročil ter doseganje boljših cen pri dobaviteljih. Po podatkih podjetja se cene za večje količine dobavljenega blaga razlikujejo tudi do 30 odstotkov.

V deležu stroškov storitev v prodaji so zajeti tako stroški razvijanja vzorčne kolekcije in prodaje ter promocije vzorčne kolekcije kot tudi vsi stroški storitev, vezanih na kasnejšo produkcijo, ter nekateri drugi stroški. Že prej sem omenil pomembnost investicij v promocijo in prodajo, ki so ključnega pomena za doseganje zastavljenih ciljev, zato se je podjetje odločilo, da bo te stroške ocenilo posebej. V ta namen sem ločil tovrstne stroške od drugih stroškov storitev, ki pa so bolj neposredno vezani na obseg prodaje. Podobno kot pri stroških materiala tudi tu podjetje ocenjuje, da bo prišlo z večanjem obsega produkcije do zniževanja deleža stroškov storitev (razen stroškov promocije in prodaje) glede na prodajo predvsem zaradi doseganja boljših pogojev pri proizvajalcih, kjer so cene zaradi večjih količin lahko nižje tudi do 20%.

V bilancah podjetja Oktober je velik del stroškov dela skrit v stroških storitev kot avtorski honorarji, zaradi česar je postavka stroškov dela močno podcenjena. Za večjo preglednost in boljše razumevanje smo skupaj s podjetjem tovrstne ocenjene stroške, povezane z delom, prenesli med stroške dela in posledično za ta del zmanjšali stroške storitev. Temu primerno je kazalnik stroškov dela večji.

Za konec velja omeniti še ocene podjetja, da naj bi tako amortizacijska stopnja kot tudi efektivna davčna stopnja znašali 20%. Poleg tega je vodstvo v podjetju ocenilo, da bo potrebno vsako leto nameniti dodatnih 50.000 evrov za vzdrževanje in posodobitev informacijske tehnologije in druge opreme, ki jo podjetje potrebuje za razvijanje svojih produktov.

Tabela 13: Kazalniki in rezultati finančne projekcije

Kazalec	2007*	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dobiček iz poslovanja (EBIT)		75.026	161.316	316.003	399.204	499.044	618.853
Čisti denarni tok (FCF)		-552.890	70.638	242.109	302.901	358.986	426.287
DSO	45,00	69,71	64,06	55,56	55,56	55,56	55,56
Total asset turnover ratio	1,30	1,35	1,72	2,30	2,52	2,71	2,87
EBIT margin	11,20%	4,72%	6,79%	8,36%	8,80%	9,16%	9,47%
ROE	14,40%	9,28%	15,00%	23,42%	22,98%	22,43%	21,84%

Vir: Lastni izračuni

Zgornja tabela (Tabela 13) prikazuje rezultate finančne projekcije, podrobnejši podatki in izračuni pa so v prilogi (Priloga 2). V prvem stolpcu zgornje tabele, označenem z zvezdico, so nekateri primerljivi podatki za sektor modne industrije, ki so bili na voljo. Kljub temu da so ti podatki slabo primerljivi predvsem zaradi nivoja podjetij (gre za največja in najpomembnejša podjetja v panogi²²), ki so vključena v analize, jih bom uporabil kot osnovo za ocenjevanje uspešnosti finančnega načrta podjetja Oktober. Iz primerjave lahko tudi ugotovimo, da so glede na vrednosti primerljivih kazalnikov podjetja Oktober iz preteklih let odstopanja manjša, kar pa je še bolj pomembno, je to, da kazalniki podjetja konvergirajo (v proučevanem časovnem obdobju) z njimi primerljivimi iz modne industrije.

Višina sredstev, ki jih podjetje oktober glede na rezultate finančnih projekcij potrebuje, oziroma jih mora zagotoviti iz zunanjih virov, za doseganje načrtovane rasti znaša 569.549 evrov (Priloga 1). Glede na to, da je celotna predvidena investicija za leto 2008 znašala 650.000 evrov (500.000 evrov investicije v opredmetena osnovna sredstva in 150.000 evrov investicije v promocijo in prodajo), vidimo, da razliko do celotne investicije pokrije spontano povečanje virov financiranja, predvsem obveznosti do dobaviteljev, ki so posledica rasti prodaje podjetja oktober.

Iz podatkov analize je razvidno tudi, da je bila marža iz poslovanja (EBIT margin) podjetja Oktober v prvem delu planiranega obdobja skoraj pol nižja, kar pa gre v veliki meri pripisati večji prepoznavnosti blagovnih znamk, vključenih v analizo in njihovi velikosti oziroma obsegu poslovanja, ki jim omogoča neprimerno boljše pogajalsko izhodišče do dobaviteljev in podizvajalcev.

Eden glavnih pokazateljev smiselnosti investicije je kazalnik donosa na kapital, ki naj bi po napovedih v povprečju med leti 2008 in 2013 znašal 19,34%, in tako presegel povprečje donosa na kapital panoge, ki je v letu 2007 znašalo 14,40%. To pomeni, da lahko investitorji kot nagrado za višje tveganje, ki ga prevzamejo v primeru, da bi investirali v podjetje, pričakujejo tudi višje donose.

Podjetje Oktober se bo po napovedih tudi bolj približalo panožnemu povprečju v času izterjave terjatev. Ta naj bi v obdobju dveh let padel iz 69 dni na 55, kar je še vedno nekoliko več, vendar bližje povprečju v panogi, ki je v letu 2007 znašalo 45 dni.

Povprečje kazalca obrata celotnih sredstev za panogo v letu 2007 je znašalo 1,3, medtem ko je ocenjena vrednost istega kazalca v proučevanem obdobju za podjetje Oktober celo več kot enkrat višja. Razlike ne gre iskati v toliko boljšem upravljanju podjetja Oktober s svojimi sredstvi, vendar je ta zelo verjetno posledica precej nižjih fiksnih sredstev podjetja Oktober v svoji aktivni glede na podjetja v panogi, za katera imamo podatke.

²² Podroben spisek podjetij, vključenih v raziskavo, je mogoče najti v Fashion and Luxury Insight, (2008; str. 3).

Iz rezultatov je prav tako mogoče opaziti visoko rast dobička iz poslovanja, ki naj bi v povprečju med leti 2009 in 2013 znašala več kot 57% letno. In končno, lahko iz ocen čistega denarnega toka podjetja Oktober vidimo, da bi se ocenjena investicija v podjetje ob normalnih pogojih poplačati v slabih treh letih.

7 MOŽNOSTI FINANCIRANJA PODJETJA OKTOBER

7.1 Neformalni viri financiranja in poslovni angeli

Kljub temu, da bi podjetju Oktober zagotovil potrebna investicijska sredstva ožji krog ljudi, zbran okrog podjetniškega tima in bi to verjetno pomenilo zanj najcenejši vir financiranja ter ohranitev popolne kontrole nad poslovanjem podjetja, na ta vir zaradi velikosti investicije same in razvojne stopnje, v kateri se podjetje nahaja, ne more računati. Poleg tega lahko podjetje v tej fazi s pomočjo alternativnih virov pride do pomembnih dodatnih znanj in mreže ljudi, ki jih v tej fazi nedvomno potrebuje.

Z vidika donosov in privlačnosti panoge pa je investicija verjetno precej bolj atraktivna za poslovne angela, ki jih prav tako uvrščamo med neformalne vire financiranja. Motivi za investiranje poslovnih angelov so poleg donosov, razpršenosti, ki jo iščejo za svoje investicije in viškov kapitala tudi hobi in zabava oziroma image, ki ga investicija v modno podjetje, kot je Oktober, prav gotovo daje.

Kljub temu da bi bili lahko argument za investiranje poslovnega angela popolnoma osebne narave, na primer blišč in image, ki ga nosi modna industrija in s tem ljudje, povezani z njo, pa je investicija zanimiva tudi z vidika pričakovanih donosov, saj ob ugodnem razpletu investitorju ponuja realiziranje visokih donosov. Iz finančne analize podjetja je namreč moč ugotoviti, da znaša ob predvidenih rezultatih notranja stopnja donosa na investicijo 30% oziroma da je večkratnik donosa na vloženo investicijo 2,46 (glej Priloga 2), kar je recimo tudi v skladu s pričakovanimi donosi Kluba poslovnih angelov Slovenije, ki je edino takšno združenje pri nas.

Ugotovitve potrjujejo tudi podatki, ki sem jih predstavil že v poglavju o poslovnih angelih. Med njihovimi investicijami jih skoraj dve tretjini dosega negativne donose, medtem ko znaša večkratnik donosa na uspešno naloženo investicijo v obdobju 6 let 2,9, hkrati pa je kar 71 odstotkov vseh investicij, investiranih v začetne razvojne faze podjetij. Vse to pa so kriteriji, katerim ta investicija tudi odgovarja.

Po mojem mnenju predstavlja resno oviro le višina investicije, ki je še enkrat višja od najvišjega zneska (300.000 evrov), ki so ga navadno pripravljene investirati poslovni angeli, pri čemer pa verjetno ne gre zanemariti možnosti sindiciranja posojila, kar pomeni, da k investiciji pristopi skupina poslovnih angelov, kjer vsak od njih zagotovi del potrebnih sredstev investicije. Menim, da so poslovni angeli kot potencialni vir financiranja podjetja

Oktober eden izmed najverjetnejših scenarijev, kljub višini investicije in splošnim gospodarskim razmeram v svetu, ki niso najbolj naklonjeni tovrstnim investicijam.

7.2 Tvegani kapital

Z vidika delovanja oziroma upravljanja, višine kontrole in vpliva, ki bi ga imel potencialni investitor na podjetje Oktober je investicija sklada tveganega kapitala močno podobna tisti poslovnega angela. V tovrstnih primeri sklad za svojo naložbo pričakuje 50% delež v podjetju, ki mu daje možnost in moč, da vpliva na poslovanje podjetja. Navadno je njegova vloga bolj svetovalne in povezovalne narave in se razen v kritičnih trenutkih ne vpleta v redno poslovanje družbe, kamor investira.

Nanašajoč se na razpoložljive podatke o investiranju in uspešnosti investicij skladov gre namreč kar 80% tveganega kapitala za investicije v managerske odkupe podjetij, kjer je statistično gledano razmerje med tveganjem in donosi za sklade najbolj ugodno. Deloma do tega prihaja tudi zaradi visokega finančnega vzvoda, saj so tovrstne transakcije v velikem delu sofinancirane s krediti bank, kar pa samo še dodatno zvišuje njihove donose. Kljub nižjim realiziranim donosom investicij tveganega kapitala v zgodnje, semenske in razvojne faze razvoja podjetij, pa so le-te v primerjavi z investicijami v managerske odkupe bolj številčne, kar načeloma govori v prid investiciji v podjetje, kot je Oktober.

Ključni kriteriji, ki jih skladi tveganega kapitala pri svojih naložbenih odločitvah upoštevajo, so:

- sposobna podjetniška ekipa;
- izdelek oziroma storitev mora omogočati vsaj začasni monopol (v tem primeru je to blagovna znamka Oktober);
- obstajati mora možnost absolutno velikega trga, kar je v primeru podjetja Oktober tudi izpolnjeno;
- možnost izhoda za naložbenika v razmeroma kratkem času.

Pomemben kriterij pri investicijskem odločanju je prav gotovo visok potencial rasti podjetja oziroma visok pričakovani donos, ki pa je nerazdružljivo povezano z visokimi tveganji. Tudi naložba v podjetje Oktober je nedvomno visoko tvegana, vendar so temu primerni tudi pričakovani donosi. Kot sem že omenil, znaša na podlagi ocenjenih rezultatov finančne analize notranja stopnja donosa 30 odstotkov, večkratnik donosa na vloženo investicijo pa 2,46, kar naj bi v splošnem zadostovalo kriterijem, ki jih zahtevajo skladi tveganega kapitala. Predpostavke, na katerih temelji finančna analiza, so bolj kot ne konservativni scenarij, za katerega vodstvo v podjetju verjame, da je najbolj verjeten. Kljub temu pa podjetje pripisuje veliko verjetnost preseganju zastavljenih ciljev rasti tako v segmentu RTW, predvsem pa izdelovanja oblek po meri. Podjetje bi moralo zato opraviti analizo možnih scenarijev, ki bi mu omogočilo dejansko oceno pričakovanih donosov, ki so pomemben faktor v odločitvah sklada tveganega kapitala.

V Sloveniji je na voljo okrog 200 milijonov evrov tveganega kapitala za investicije v velikosti od 1 do 15 milijonov evrov. Med pomembnejše sklade tveganega kapitala v Sloveniji lahko štejemo sklad Gamma III, Poteza Innovation and Growth Fund in KD Private Equity Fund. Vsem trem je večinoma skupna orientiranost predvsem na Slovenijo in druge JV trge, pri čemer iščejo podjetja z visokim potencialom rasti, ki iščejo zagonski in širitveni kapital, v manjši meri pa podpirajo investicije, ki so še v semenski fazi. Tudi glede teh kriterijev bi bila lahko investicija v podjetje Oktober potencialno zanimiva.

Poleg privatnih skladov tveganega kapitala imamo od letos v Sloveniji tudi državni sklad tveganega kapitala, ki se imenuje Prvi kapital d.o.o. Namen PDK, ki upravlja Prvi kapital d.o.o., je spodbujanje investicij tveganega kapitala v Sloveniji predvsem v mikro, mala in srednje velika podjetja, kamor je vložen tudi zasebni kapital. Po zastavljenih naložbenih kriterijih bo PDK investirala v semenski, zagonski in širitveni kapital malih in srednjih podjetij z najvišjim dovoljenim posameznim vložkom sklada 1,5 mio evrov letno in ob pogoju, da bodo zasebni investitorji zagotovili vsaj 30 odstotkov vrednosti celotne investicije. Njeni cilji so v obdobju od 2008 do 2013 podpreti 32 malih in srednje velikih podjetij s tveganim kapitalom in ob tem doseči 10% višjo dodano vrednost na zaposlenega v podprtih podjetjih.

V Sloveniji imamo relativno nerazvit trg kapitala in posledično veliko odvisnost podjetij od bank, o čemer pričajo podatki, ki sem jih predstavil v poglavju 4.3.3 o stanju zadolženosti slovenskih podjetij in njihovi primerjavi z evropskimi. Kljub temu se stvari premikajo tudi na tem področju, saj je bilo v zadnjem letu uspešno zaključenih nekaj projektov dokapitalizacije s pomočjo tveganega kapitala.

Večina parametrov kaže na to, da bi bila lahko investicija v podjetje Oktober glede na njegov razvojni in širitveni potencial zanimiva tudi za sklad tveganega kapitala. Ker podatki kažejo na to, da skladi večinoma delujejo lokalno, bi v tem primeru podjetje Oktober lahko računalo predvsem na katerega izmed lokalnih ponudnikov tveganega kapitala. Na odločitev podjetja o izbiri ponudnika kapitala in njegovo dejansko možnost pa po mojem mnenju vplivata dva ključna dejavnika, to sta višina vložka in razvojna faza podjetja Oktober.

Višina investicije je največji problem poslovnih angelov, da bi se odločili dokapitalizirati podjetje Oktober, saj je skoraj pol nižja od spodnje meje, ki velja za večino skladov in je zaradi tega zanje verjetno manj privlačna. Navadno so namreč spodnje meje investicij skladov določene zaradi stroškov, povezanih z upravljanjem posamezne investicije in kaj rado se zgodi, da pri takšni investiciji, kot je v podjetje Oktober, stroški prerastejo sprejemljive meje, zaradi česar sklad najverjetneje ne bi bil zainteresiran za naložbo. Zaradi tega se mi zdi bolj verjeten razplet kombinacija poslovnega angela in PDK, ki pa ima za razliko od drugih privatnih skladov tveganega kapitala v svoji naložbeni strategiji predvidene tudi nižje zneske. Poleg tega bi takšna naložba odgovarjala tudi kriteriju udeležbe privatnega kapitala, ki je potreben pogoj za to, da se PDK odloči za investicijo.

Skladi tveganega kapitala vedno vstopajo v podjetja z namenom kasnejšega izstopa in ustvarjanja zahtevanega donosa. Kot sem že omenil, imajo skladi različne možnosti izstopa iz podjetja, in sicer bodisi s prodajo podjetja drugemu podjetju bodisi z odkupom podjetja s strani managementa ali pa z javno ponudbo delnic. Gledano z vidika podjetja Oktober je zastavljena strategija le prva faza v njegovi širitvi, ki naj bi ji v primeru, da bo ta uspešno zaključena, sledila naslednja faza, in sicer širitev maloprodajne mreže podjetja Oktober in odprtje svojega lastnega showrooma v tujini, kar pa bi za sabo potegnilo neprimerno večje investicije in s tem tveganja. Zato, kljub temu da na nek način investicija izpolnjuje določene kriterije tudi za sklad tveganega kapitala, bi bilo tako z vidika podjetja kot tudi sklada tveganega kapitala bolj smotrno, da ta vstopi v drugem krogu, ko bodo potrebe in tveganja ter s tem pričakovani donosi še bolj pisani na kožo naložbeni politiki skladov tveganega kapitala.

7.3 Bančna sredstva

Bančni kapital še vedno velja za glavni vir financiranja večine podjetij, tako malih kot tudi velikih. Za njegovo koriščenje mora navadno podjetje že razpolagati s podatki o preteklem poslovanju, zato razen v nekaterih izjemah (jamstva, vstop drugih oblik kapitala) ne vstopa v začetne razvojne faze podjetja.

V fazi rasti, kjer se podjetje Oktober trenutno nahaja, in ob tveganjih, ki so s tem povezani, realno ni pričakovati, niti verjetno ni smiselno, da bi podjetje iskalo vire financiranja svoje rasti pri bankah. Prvič, je podjetje Oktober že precej zadolženo, zaradi česar bi v sedanjih razmerah krčenja ponudbe kreditov in narave investicije izredno težko prišlo do potrebnih sredstev pri bankah, in to verjetno tudi ob ustreznih zavarovanjih. Drugič, vodstvo v podjetju že jamči za obstoječi kredit, tako da niti ne razpolaga z zadostno količino primernih osebnih jamstev zanj, in tretjič, bančni viri sredstev v tem primeru verjetno niso niti smiselni iz vsebinskega stališča, saj bo vodstvo še kako potrebovalo znanje in izkušnje ter druge koristi, ki jih lahko v tej fazi v podjetje prinese kakšen drug način financiranja.

7.4 Državni viri

Država zasleduje cilj izboljšanja družbene in socialne blaginje in zato deluje v smeri odpravljanj tržnih neravnovesij, ki lahko zavirajo razvoj podjetništva in inovacij. Njena podpora je zato usmerjena predvsem mikro, malim in srednjim podjetjem, saj je gospodarstvo investiranju v te faze zaradi negotovosti manj naklonjeno.

Direktna ponudba mikrokreditov oziroma jamstva, preko katerih država posredno vpliva na njihovo ponudbo, za predvideno investicijo v rast podjetja Oktober zaradi velikosti mikrokreditov ne pride v poštev. Od državnih virov pa so lahko za potrebe podjetja Oktober pogojno zanimive subvencije in državne garancije. Pogojno zato, ker ne morejo rešiti problema financiranja, lahko pa predvsem s subvencijami in državnimi garancijami olajšajo dostop do drugih virov financiranja, na primer bančnih posojil ali pa lastniškega kapitala, pridobljenega od skladov tveganega kapitala.

Pri tem velja omeniti položaj podjetja Oktober v povezavi s slovensko tekstilno industrijo, ki je vedno znova v težavah, iz katerih se ne more nikakor izkoptati. Razvojna strategija podjetja Oktober pa je pri tem močno povezovalno usmerjena, saj naj bi bila celotna operativa projekta izdelovanja oblek po meri locirana v Prekmurju, kar bi lahko pomenilo ob potencialni razsežnosti projekta precejšen napredek tudi za regijo kot celoto.

7.5 Drugo

Izmed ostalih virov financiranja velja omeniti faktoring in najem oziroma leasing, ki pa zaradi svojih omejitev za takšno velikost in vrsto investicije nista primerna. Podjetje Oktober bo sicer začelo poslovati s tujo faktor hišo, ki naj bi predvsem zmanjšala tveganje neplačil kupcev in nekoliko pospešila njihovo izterjavo, kar pa je v finančnih projekcijah že tako ali tako upoštevano. Prav tako ima podjetje zagotovo možnost izkoristiti tudi najem kot obliko financiranja, kar pa še zdaleč niti ne zadošča za razvojne potrebe podjetja niti ni primeren način financiranja.

Podjetje Oktober pa bi lahko bilo potencialno zanimiva naložba tudi za kakšnega izmed večjih slovenskih tekstilnih podjetij po vzoru povezav podjetij iz tujine, na primer Mure, ki bi lahko izkoristila svoj razvojni in produkcijski potencial ter prodajno mrežo blagovne znamke Oktober.

8 ZAKLJUČEK

Najpomembneši sektor ne samo slovenskega in evropskega, temveč tudi svetovnega gospodarstva, predstavljajo MSP, ki s svojo rastjo, inovacijami, novimi tehnološkimi rešitvami in fleksibilnostjo pomembno vplivajo na splošno blaginjo. Za svojo rast in razvoj ter nemoteno poslovanje se nenehno srečujejo s potrebami po najrazličnejših virih financiranja, ki pa so za mnoge zaradi najrazličnejših tržnih nepopolnosti in nepoznavanja težko dosegljivi.

Prav problematika financiranja MSP je osrednja tema magistrskega dela. Zasnoval sem jo na konkretnem primeru Podjetja Oktober d.o.o., ki je edino slovensko podjetje s področja mode, pozicionirano v t.i. »ready-to-wear« segmentu, s ciljem poiskati konkretne rešitve za financiranje njegove rasti in razvoja. Pri tem velja omeniti specifično naravo investicije, saj je njen večji del namenjen gradnji prepoznavnosti blagovne znamke.

Problema sem se lotil s proučevanjem teoretične podlage, analize trga in dejanskega primera. Kot teoretična podlaga sta mi pri mojem delu služili teorija rasti podjetja in teorija financiranja. Analizo sem nadaljeval s pregledom virov financiranja, kjer sem podrobneje proučil neformalne vire financiranja in poslovne angele, sklade tveganega kapitala, bančne in državne vire ter še nekatere druge možnosti. Magistrsko delo sem zaključil z analizo trga in s

finančno projekcijo podjetja Oktober d.o.o. ter z zaključnimi ugotovitvami glede možnosti financiranja, ki jih ima podjetje za realizacijo zastavljenih ciljev.

V magistrskem delu sem poizkušal potrditi oziroma ovreči tezo, da ima podjetje Oktober d.o.o. v primerjavi z drugimi majhnimi podjetji v Sloveniji zaradi nepoznavanja in nerazumevanja segmenta, v katerem deluje, težji dostop do virov financiranja.

Ob pregledu možnih virov financiranja sem prišel do naslednjih ugotovitev. Podjetje Oktober d.o.o. brez dodatnih virov financiranja nikakor ni sposobno dosegati zastavljenih ciljev rasti in razvoja, posledično pa bi bil na daljši rok vprašljiv tudi obstoj podjetja. Ob analizi poslovanja podjetja in zastavljenih ciljev rasti sem prišel do ugotovitve, da bančni viri financiranja ne pridejo v poštev, prvič zaradi prevelike tekoče zadolženosti podjetja pri bankah in drugič zaradi splošnih pogojev, ki veljajo na posojilnem trgu ob izbruhu svetovne bančne krize. Podjetje bo tako prisiljeno iskati financiranje drugod. Glede na finančne potrebe podjetja Oktober d.o.o. in naravo investicije menim, da ima podjetje največje možnosti za financiranje rasti, v kolikor uspe najti poslovnega angela oziroma kombinacijo poslovnega angela in sklada tveganega kapitala oziroma kakšno drugo obliko lastniškega financiranja.

Ugotavljam tudi, da podjetje Oktober d.o.o. pri tem ni v slabšem položaju glede na druga majhna podjetja v Sloveniji, temveč ravno nasprotno, da mu panoga, v kateri deluje, to je modna industrija, v primeru, ko išče poslovnega angela, lahko le koristi, saj bogatemu posamezniku, ki bi bil pripravljen investirati, nudi poleg zadovoljivega pričakovanega donosa, tudi osebno zadovoljstvo oziroma »poseben« položaj v družbi.

9 LITERATURA

1. Adrian, M. (2008,16. februar). Luxury producers told not to neglect US. Financial Times, str. 9.
2. Antončič, B. et al. (2002). Podjetništvo (485 str.). Ljubljana: Gospodarski vestnik
3. Barnes, R. (2000). *Touched by an Angel*. New York: Black Enterprise.
4. Belak, J. (1998). *Razvoj podjetja in razvojni management. Posebnosti malih in srednje velikih podjetij*. Grubno: MER Evocenter.
5. Branchini, A. & Brandazza, G. (2008). Fashion and Luxury. Department Stores, Fashion Retailers, Financial Conglomerates and Leather Goods. Najdeno 21. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.altagamma.it/>
6. *BrandZ Top 100 Most Powerful Brands*. Najdeno 26. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.brandz.com/upload/BrandZ-2008-RankingReport.pdf>
7. Brealey, R.A. & Myers, S.C. (2003). *Principles of Corporate Finance*. 7th Edition. (str. 89-150) Boston: McGraw-Hill.
8. Brigham, E.F. & Daves, P.R. (2002). *Intermediate Financial Management*. 7th Edition. (str. 211-253) B.K.: South-Western.
9. Bučar, B. (1995). Tvegani kapital kot vir financiranja podjetij z visokim potencialom rasti. (60 str.). Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. Bygrave, W.D & Quill, M. (2007). Global entrepreneurship Monitor. 2006 Financing Report (27 str.). London: London Business School.
11. Churchill, N.C & Lewis, V.L. (1983). *The five stages of small business growth*. Harward Business Review, 61 (3), str. 30-50.
12. Collins, D.J. & Rukstad, M.G. (2008). Can You Say What Your Strategy Is? Harward Business Review, 3 (2), 82-90.
13. Cressy, R. & Olofsson, C. (1995). *European SME financing: An Overview*. Najdeno 10. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.staff.city.ac.uk/~cressy/Teaching/BSc/EconomicsOfEntrepreneurship/References/EuroSMEfinancing.pdf>
14. Čolič, V. (2004). Analiza rasti podjetja Maldiska knjiga trgovina z vidika Churchill-Lewisovega modela rasti. Magistrsko delo. (str. 5-49) Ljubljana: Ekonomska fakulteta

15. D'Aprizio, C. (2007). Altagamma 2007 Worldwide markets monitor. Najdeno 8. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.altagamma.it/>
16. Davies, L.G., Newman, D.L. & Osteryoung J.S. (1997). *Small Firm Finance* (394 str.). Forth Worth: The Driden press Harcourt Brace College Publishers.
17. Developing a financial strategy. Najdeno 1. aprila 2008 na spletnem naslovu http://schoolnetafrica.org/fileadmin/resources/Developing_a_Financing_Strategy.pdf
18. Durante, P. (2008). Expectations on Consumption of High-End Products. Merrill Lynch. Najdeno 8. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.altagamma.it/>
19. EBAN (2006a). Business Angel Network add-on services (33 str.). Najdeno 3. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.eban.org/doc/EBAN%20Compendium%20of%20addon%20services_Brochure.pdf
20. EBAN (2006b). Introduction to business angels and business angels network activities in Europe (71 str.). Najdeno 3. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.eban.org/download/Toolkit%20-%20EN%20-%202006.pdf>
21. EBAN (2007). Stimulating the European informal venture capital market (30 str.). Najdeno 16. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.evca.eu/>
22. EBAN (2008). Statistics compendium (37 str.). Najdeno 16. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.evca.eu/>
23. EC (2000). Funding of new technology based firm by commercial banks in Europe (81 str.). Luxemburg: Office for Official Publications of the European Communities.
24. EC (2002). Corporation tax and innovation: issues at take and review of European Union experiences in the nineties (146 str.). Brussels: European Communities.
25. EC (2004a). European Competitiveness Report 2004 (277 str.). Luxemburg: European Commission.
26. EC (2004b). Priročnik o financiranju z rizičnim kapitalom v regionalni politiki (77 str.). Bruselj: Evropska komisija
27. EC (2005). Best practices of public support for early stage equity finance: final report of the expert group (78 str.), Brussels: European Commision.
28. EC (2006a). Seed Finance (23 str.). Najdeno 7. decembra 2008 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/index_en.htm
29. EC (2006b). Developing European Private Equity (36 str.). Najdeno 7. decembra 2008 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/index_en.htm

30. EIF (2008). Garancije in listinjenje. Najdeno 11. oktobra 2008 na spletnem naslovu www.eif.org/
31. EVCA (2006). Symposium (28 str.). Najdeno 11. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.evca.eu/>
32. *Fashion and Luxury Insight* (2007). International Fashion & Luxury Listed Companies Annual Survey. Najdeno 8. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.altagamma.it/>
33. *Financing SME Growth*. Najdeno 10. maja 2008 na spletnem naslovu <http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/n26112.htm>.
34. Gartner, W.B. et al. (1990). *Venture Capital. Handbook of Modern Finance* (29/1-29/21). Boston: Warren, Gorham & Lamont, Inc.
35. Gašperlin, B. (2001). Vloga tveganega kapitala kot vir financiranja hitro rastočih podjetij in gospodarstva (116 str.). Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
36. Gladstone, D. (1988). *An Entrepreneur's Guide to Obtaining Capital to Start a Business or Expand an Existing Business. Venture Capital Handbook*. New Jersey: Prentice Hall.
37. Glas, M. & Pšeničny, V. (2000). Podjetništvo – izziv za 21. stoletje (str. 315-351) Ljubljana: Gea College.
38. Grant, R. & Gent, D. (1992). *Asset finance and leasing handbook* (str. 16-17). New York: Woodhead-Faulkner
39. Hall, B. (2008, 25. april). The lack of Luxury. *Financial Times*, str.18
40. Hisrich, D. R. & Peters, P.M. (1992). *Entrepreneurship: Starting, Developing and Managing a New Enterprise*. Second Edition (641 str.). Homewood, IL: Irwin.
41. *Innovation and Growth, SME Growth*. Najdeno 13. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.euractiv.com/en/innovation/sme-growth/article-155451>.
42. Jenkinson, T. (2006). The development and performance of European private equity (33 str.). London: Oxford University
43. Jones, N. (2007, 27. julij). Topshop to Pay Chloe in Dress Settlement. Najdeno 30. avgusta 2008 na spletnem naslovu www.wwd.com.
44. Justin, D. (2000). Poslovanje banke z malim gospodarstvom (49 str.). Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Karasi, J. (2004). Can the State Replace Private Capital Investors? Public Financing of Venture Capital in Hungary. Najdeno 11. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://econ.core.hu/doc/dp/dp/mtdp0409.pdf>

46. Kovač, S. (2008, 22.oktober). O slabih plateh nerazvitosti našega kapitalskega trga. Mencigerjansko mešanje borzne megle. *Finance*, str. 14.
47. Krampuš, T.V. (2003). Ustanavljanje in rast podjetij: razlogi za regionalne razlike (391 str.). Kranj: Moderna organizacija.
48. Matekovič, T.J. (2006). Financiranje inovacij v malih in srednjih podjetjih (87 str.). Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. Milne, R. (2008, 26. april). Deal appetite mounts in luxury sector. *Financial Times*, str. 10.
50. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance* (381 str.). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
51. Orsino, S.P. (1994). *Successful Business Expansion. Practical Strategies for Planning Profitable Growth*. New York: John Wiley&Sons.
52. PDKT. Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.prvikapital.si/>
53. Pšeničny, V. (2002). *Pogoji in možnosti za dinamično podjetništvo v Sloveniji*. Doktorska dizertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
54. Pučko, D. (1999). *Strateško upravljanje* (399 str.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta
55. Ronstadt, R.C. (1988). *Entrepreneurial Finance: Taking Control of Your Financial Decision Making* (157 str.). Dana Point, CA: Lord Publishing.
56. RSG Kapital. Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.rsg-capital.si/intro>
57. Salinger, R.F.(1991). *Factoring Law and Practice* (str. 2-10). London: Sweet and Maxwell.
58. SEED-REG (2008). Ponudniki tveganega kapitala v Sloveniji. Najdeno 29. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.seedreg.com/news/article.php?PHPSESSID=%5C&id=13>
59. Stražišar, B. et. al. (2005). *Od ideje do uspešnega podjetja. Priročnik za svetovalce in podjetnike*. Ljubljana: Javna agencija RS za podjetništvo in tuje investicije.
60. Tajnikar, M. (2000). *Tvegano poslovanje: Knjiga o gazelah in rastočih poslih* (str. 43-77). Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo.
61. Tajnikar, M. (2002). *Priročnik za načrtovanje rastočih poslov*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
62. The Week in Numbers (2005,19. september). *Financial Times*, str. 20.
63. Timmson, J.A. (1999). *New Venture Creation: Entrepreneurship For The 21st Century*. 5th Edition (612 str.). Irwin: McGraw-Hill.

64. Urh, P. (2001). Naj cveti tisoč agencij, št. 43 (str. 70). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
65. Vahčič, A. (2001, 14. februar). Kdor ne reskira, ne profitira. Finance, str. 7.
66. Valverge, S.C. et al. (2005). *Bank market power and SME financial constraints*. Najdeno 8. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.chicagofed.org/news_and_conferences/conferences_and_events/files/2006_bsc_fernandez.pdf
67. Wallsten, S.J. (2000). The effects of government-industry R&D programs on private R&D: the case of the SBIR program. Najdeno 13. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.wallsten.net/papers/rand_spring00_wallsten.pdf
68. Wandel, C.B. & Harvey, M. (2006). *SME Credit Scoring: Key initiatives, Opportunities and Issues*. Access Finance, Issue No.10. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSPContentServer/WDSP/IB/2007/03/09/000310607_20070309164527/Rendered/PDF/389550AF101Wendel1article01PUBLIC1.pdf
69. Wiltbank, R. (2007). Returns to Angel Investors in Groups (30 str.). Najdeno 16. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.evca.eu/>
70. Winterleitner, B. (2003). Voga lastniškega kapitala pri financiranju rasti hitro rastočih podjetij v Sloveniji. (96 str.). Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
71. Zorko, N. (2003). *Bankam bodo kmalu ostala le še mala podjetja* (str. 15-17). Ljubljana: Gospodarski vestnik, št.16
72. Žnidar, T. (2003). Viri financiranja malih podjetij v Sloveniji (94 str.). Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta
73. Žugelj, D. (2001). Tvegani kapital kot alternativni vir financiranja malih in srednje velikih podjetij, s poudarkom na skladih tveganega kapitala (118 str.). Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

10 VIRI

1. Christian Dior, 2006 Annual Report.
2. Enterprise and Industry. (2007) SME Definition. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/index_en.htm.
3. EVCA (2004). Activity Report (36 str.). Najdeno 11. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.evca.eu/>
4. EVCA (2007). Annual survey. Najdeno 11. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.evca.eu/>
5. EVCA (2008a). Research Statistics. Najdeno 11. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statistics.aspx?id=410>
6. EVCA (2008b). Key Facts and Figures. Najdeno 11. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.evca.eu/>
7. Finančni trgi. (2003). Ljubljana: Banka Slovenije, 30. str.
8. Javna agencija Republike Slovenije za podjetništvo in tuje investicije (JAPTI). Najdeno 20. marca na spletnem naslovu <http://www.podjetniski-portal.si/content.aspx?rootnodeid=9>
9. Klub Poslovni angeli Slovenije. Najdeno 11. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.poslovniangeli.si/>
10. Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve. Najdeno 11. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.mddsz.gov.si/>
11. Ministrstvo za gospodarstvo. Najdeno 11. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.mg.gov.si/>
12. NLB. (2008) Najdeno 13. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/>
13. OECD (2008). Composite Leading Indicators 2008. Najdeno 11. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34349_40790129_1_1_1_1,00.html.
14. PPR, 2006 Annual Report.
15. Računovodski izkazi podjetja Oktober d.o.o. za leto 2005
16. Računovodski izkazi podjetja Oktober d.o.o. za leto 2006
17. Računovodski izkazi podjetja Oktober d.o.o. za leto 2007
18. Revija Kapital. Faktoring. Najdeno 11. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.revijakapital.com/>

19. Slovenski podjetniški sklad. Najdeno 20. marca na spletnem naslovu <http://www.podjtniskisklad.si>
20. *SME Growth*. Najdeno 13. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.euractiv.com/en/innovation/sme-growth/article-155451>
21. UMAR (2008). Ekonomski izzivi. Poslovanje gospodarskih družb v letu 2007. Ljubljana: UMAR
22. VBS Leasing d.o.o. Najdeno 11. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.vbs-leasing.si/vbl_si/
23. Zakon o gospodarskih družbah. (2008). Uradni list RS. (Št. 42/06, 68/08)

11 PRILOGA

Priloga 1: Projekcija izkaza poslovnega izida in bilance stanja podjetja Oktober d.o.o.

	IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA	2007	2008*	2009*	2010*	2011	2012	2013
1	Prihodki od prodaje	722.247	1.591.146	2.375.604	3.781.846	4.538.215	5.445.858	6.535.029
2	Stroški materiala	369.126	525.078	783.949	1.248.009	1.497.611	1.797.133	2.156.560
3	Stroški storitev razen razvoja promocije in prodaje	276.256	445.521	665.169	1.058.917	1.270.700	1.524.840	1.829.808
4	Stroški razvoja promocije in prodaje	50.557	238.672	356.341	567.277	680.732	816.879	980.254
5	Stroški dela	56.879	206.849	308.829	491.640	589.968	707.962	849.554
6	Amortizacija	7.214	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
7	DOBIČEK IZ POSLOVANJA (EBIT)	12.772	75.026	161.316	316.003	399.204	499.044	618.853
9	Finančni in drugi izidi	-12.393	-12.393	-12.393	-12.393	-12.393	-12.393	-12.393
12	CELOTNI DOBIČEK	379	62.633	148.923	303.610	386.811	486.651	606.460
13	Davek iz dobička	267	0	29.785	60.722	77.362	97.330	121.292
14	ČISTI DOBIČEK OBRAČUNSKEGA OBDOBJA (NI)	112	62.633	119.139	242.888	309.449	389.321	485.168
	BILANCA STANJA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	Denarna sredstva	8.070	63.646	95.024	151.274	181.529	217.834	261.401
2	Zaloge	242.637	285.286	391.401	540.461	648.554	778.264	933.917
3	Poslovne terjatve*	117.295	308.109	422.713	583.698	700.438	840.526	1.008.631
4	Kratkoročne finančne naložbe	734	-	-	-	-	-	-
5	Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	18.100	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
6	KRATKOROČNA SREDSTVA	386.836	677.042	929.138	1.295.434	1.550.520	1.856.624	2.223.949
7	DOLGOROČNA SREDSTVA	17.194	500.000	450.000	350.000	250.000	150.000	50.000
9	SREDSTVA	404.030	1.177.042	1.379.138	1.645.434	1.800.520	2.006.624	2.273.949
10	Kratkoročne poslovne obveznosti	149.230	286.406	427.609	680.732	816.879	980.254	1.176.305
11	Kratkoročne finančne obveznosti	211.877	211.877	211.877	211.877	211.877	211.877	211.877
13	KRATKOROČNE FINANČNE IN POSLOVNE OBVEZNOSTI	361.107	498.283	639.486	892.609	1.028.756	1.192.131	1.388.182
14	Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	11.347	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
21	KAPITAL	31.576	94.209	213.348	456.236	765.684	1.155.005	1.640.174
22	OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	404.030	607.492	867.834	1.363.845	1.809.440	2.362.137	3.043.356
23	(AFN) POTREBNI DODATNI VIRI SREDSTEV		-569.549	-511.305	-281.589	8.920	355.512	769.407

Vir: Lastni izračuni

Priloga 1: Kazalci in rezultati finančne analize

Kazalec	2007	2007*	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rast prodaje	101%	7,80%						
Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo	19.986		175.026	261.316	416.003	499.204	599.044	718.853
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	12.772		75.026	161.316	316.003	399.204	499.044	618.853
Dobiček iz poslovanja po davkih (NOPAT)	12.368		75.026	131.532	255.281	321.842	401.714	497.561
Čisti dobiček	25		62.633	119.139	242.888	309.449	389.321	485.168
Net operating working capital	225.525		370.635	481.530	594.701	713.642	856.370	1.027.644
Total operating capital	242.719		870.635	931.530	944.701	963.642	1.006.370	1.077.644
FCF			-552.890	70.638	242.109	302.901	358.986	426.287
Working capital to sales	31,23%	19,70%	23,29%	20,27%	15,73%	15,73%	15,73%	15,73%
Tekoči kazalnik	1,04	2,50	1,36	1,45	1,45	1,51	1,56	1,60
DSO	58	45,00	69,71	64,06	55,56	55,56	55,56	55,56
Total asset tunover ratio	1,79	1,30	1,35	1,72	2,30	2,52	2,71	2,87
EBITDA margin	2,8%	14,70%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
EBIT margin	1,8%	11,20%	4,72%	6,79%	8,36%	8,80%	9,16%	9,47%
ROE	0,08%	14,40%	9,44%	15,22%	23,68%	23,18%	22,58%	21,96%

IRR:	30%	-569.549	70.638	242.109	302.901	358.986	426.287
-------------	------------	----------	--------	---------	---------	---------	---------

TVPI	2,46
-------------	-------------

Vir: Lastni izračuni

Priloga 2: Bilanca stanja in izkaz poslovnega izida podjetja Oktober d.o.o.

BILANCA STANJA		2004	2005	2006	2007
1	Denarna sredstva	54	526	19.429	8.070
2	Zaloge	14.397	19.500	127.099	242.637
3	Poslovne terjatve*	63.696	121.854	129.027	117.295
4	Kratkoročne finančne naložbe	880	1.006	1.235	734
5	Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	0	0	17.994	18.100
6	KRATKOROČNA SREDSTVA	79.027	142.885	294.784	386.836
7	Opredmetena osnovna sredstva	10.299	9.439	14.180	17.194
8	DOLGOROČNA SREDSTVA	10.299	9.439	14.180	17.194
9	SREDSTVA	89.326	152.324	308.963	404.030
10	Kratkoročne poslovne obveznosti	40.953	77.116	103.034	149.230
11	Kratkoročne finančne obveznosti	8.650	27.608	159.139	211.877
12	Druge obveznosti	8.433	0	0	0
13	KRATKOROČNE FINANČNE IN POSLOVNE OBVEZNOSTI	58.037	104.724	262.172	361.107
14	KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	3.113	16.646	15.189	11.347
15	Osnovni kapital	8.763	8.763	8.763	8.763
16	Kapitalske rezerve	0	613	613	614
17	Rezeve iz dobička**	876	876	876	876
18	Preneseni čisti dobiček	14.447	17.923	20.702	21.323
19	Čisti dobiček poslovnega leta	3.476	2.779	647	0
20	Prevrednotovalni popravki kapitala	613	0	0	0
21	KAPITAL	28.176	30.955	31.602	31.576
22	OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	89.326	152.324	308.963	404.030
IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA		2004	2005	2006	2007
1	Prihodki od prodaje na domačem trgu	213.186	189.943	214.893	202.051
2	Prihodki od prodaje proizvodov in storitev na tujem trgu	39.046	18.169	0	22.248
3	Prihodki od prodaje blaga in materiala na tujem trgu	16.738	79.536	119.287	371.483
4	ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	268.970	287.648	334.180	595.782
5	Povečanje vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	0	0	23.339	126.465
6	Zmanjšanje vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	5.116	1.907	0	0
7	Drugi poslovni prihodki	0	0	2.420	0
8	KOSMATI DONOS OD POSLOVANJA	263.854	285.741	359.940	722.247
9	Stroški materiala	81.798	102.487	126.465	369.126
10	Stroški storitev***	128.685	133.688	180.304	276.256
11	<i>Stroški blaga materiala in storitev</i>	<i>210.482</i>	<i>236.175</i>	<i>306.768</i>	<i>645.382</i>
12	Stroški dela	44.696	46.612	42.096	56.879
13	Amortizacija	6.034	4.548	4.352	7.214
14	Drugi poslovni odhodki	4.453	1.502	0	0
15	DOBIČEK IZ POSLOVANJA (EBIT)	-1.811	-3.096	6.723	12.772
16	Finančni prihodki	225	171	555	391
17	Finančni odhodki	12.026	4.690	6.735	13.767
18	Drugi prihodki	18.824	11.254	872	1.129
19	Drugi odhodki	1.106	0	768	146
20	CELOTNI DOBIČEK	4.106	3.639	647	379
21	Davek iz dobička	630	860	0	404
22	ČISTI DOBIČEK OBRAČUNSKEGA OBDOBJA (NI)	3.476	2.779	647	25

Vir: Poslovni rezultati podjetja Oktober d.o.o.

Priloga 3: Analiza kazalcev podjetja Oktober d.o.o.

Analiza kazalcev	2004	2005	2006	2007
EBITDA	4.223	1.452	11.075	19.986
EBIT	-1.811	-3.096	6.723	12.772
NOPAT	-2.441	-3.956	6.723	12.368
NI	3.476	2.779	647	25
OPERATING CAPITAL	44.379	57.557	171.511	224.619
<i>FCF</i>		<i>-17.134</i>	<i>-107.232</i>	<i>-40.740</i>
ROIC	-5,50%	-6,87%	3,92%	5,51%
Current ratio	1,29	1,18	1,06	1,04
Quick ratio	1,06	1,02	0,60	0,39
Inventory turnover ratio	18,68	14,75	2,63	2,46
ICP	19	24	137	147
DSO	85	153	139	71
PDP	58	98	106	76
<i>CCC</i>	<i>47</i>	<i>79</i>	<i>170</i>	<i>141</i>
Fixed assets turnover ratio	25,62	30,27	25,38	42,01
Total asset turnover ratio	3,01	1,89	1,08	1,47
Debt ratio	9,68%	18,12%	51,51%	52,44%
EBITDA coverage ratio	0,4	0,3	1,6	1,5
Profit margin	1,29%	0,97%	0,19%	0,00%
ROA	3,89%	1,82%	0,21%	0,01%
ROE	12,34%	8,98%	2,05%	0,08%

Vir: Lastni izračuni