

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VLOGA DRŽAVE PRI SPODBUJANJU RAZVOJA TRGA TVEGANEGA
KAPITALA**

Ljubljana, september 2013

ANDRAŽ KASTELIC

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Andraž Kastelic, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Vloga države pri spodbujanju trga tveganega kapitala, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Markom Jakličem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
Opredelitev področja in opis problema	1
Namen in cilji	2
Hipoteze	2
Metodologija	3
Struktura	3
1 TVEGANI KAPITAL KOT VIR FINANCIRANJA PODJETIJ	4
1.1 Viri financiranja podjetij	4
1.1.1 Dolžniško financiranje	4
1.1.2 Lastniško financiranje	5
1.2 Definicija pojma tveganega kapitala	6
1.3 Pomen in vloga tveganega kapitala	8
1.4 Delitev tveganega kapitala.....	12
1.4.1 Formalni tvegani kapital – skladi tveganega kapitala	12
1.4.2 Neformalni tvegani kapital – poslovni angeli	14
1.5 Investicijske stopnje tveganega kapitala.....	15
1.5.1 Semenski kapital	16
1.5.2 Zagonski kapital	16
1.5.3 Financiranje zgodnje faze.....	17
1.5.4 Financiranje drugega kroga	18
1.5.5 Kapital za razširitev	19
2 TRG TVEGANEGA KAPITALA V ZDA	20
2.1 Razvoj trga tveganega kapitala v ZDA.....	20
2.1.1 Vloga države pri razvoju trga tveganega kapitala	24
2.2 Analiza trga tveganega kapitala v ZDA	25
2.2.1 Investicije tveganega kapitala glede na investicijsko fazo.....	28
2.2.2 Investicije tveganega kapitala glede na sektor	29
3 TRG TVEGANEGA KAPITALA V IZRAELU	30
3.1 Proces razvoja trga tveganega kapitala.....	31
3.1.1 Vloga države pri razvoju trga tveganega kapitala	33
3.1.2 Yozma program.....	34

3.1.3	Učinki Yozma programa	36
3.2	Razlogi za uspeh tveganega kapitala v Izraelu	39
3.2.1	Družbeni dejavniki	42
3.3	Analiza trga tveganega kapitala v Izraelu.....	44
3.3.1	Investicije tveganega kapitala glede na sektor	45
3.3.2	Investicije tveganega kapitala glede na investicijsko fazo.....	47
3.3.3	Aktivnosti izraelskih skladov tveganega kapitala	49
4	TRG TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI	51
4.1	Razvoj trga tveganega kapitala v Sloveniji	51
4.2	Družbe tveganega kapitala.....	52
4.3	Združenja tveganega kapitala v Sloveniji.....	53
4.3.1	SLEVCA	53
4.3.2	Združenje ponudnikov tveganega kapitala.....	54
4.3.3	Klub poslovnih angelov	54
4.4	Vloga države pri razvoju trga tveganega kapitala	55
4.4.1	Zakon o družbah tveganega kapitala.....	55
4.4.2	Davčni vidik poslovanja družb tveganega kapitala.....	57
4.4.3	Program instrumentov finančnega inženiringa za MSP v Republiki Sloveniji - PIFI za obdobje 2009–2013	58
4.4.4	Raziskovalna in inovacijska strategija Slovenije 2011–2020	60
4.5	Problematika trga tveganega kapitala v Sloveniji	61
5	SMERNICE ZA RAZVOJ AKTIVNEGA TRGA TVEGANEGA KAPITALA	63
5.1	Državna intervencija.....	63
5.1.1	Razlogi za intervencijo države	64
5.1.2	Razlogi proti intervenciji države	65
5.2	Vladni programi za spodbujanje trga tveganega kapitala.....	65
5.2.1	Dejavniki pri oblikovanju programov	66
5.2.2	Posredni ukrepi.....	68
5.2.3	Neposredni ukrepi	69
5.3	Priporočila za programe spodbujanja tveganega kapitala	77
	SKLEP.....	83
	LITERATURA IN VIRI	86

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Viri financiranja podjetja</i>	4
<i>Slika 2: Struktura sklada tveganega kapitala</i>	13
<i>Slika 3: Investicijske stopnje tveganega kapitala</i>	15
<i>Slika 4: Investicije tveganega kapitala ter število podjetij, financiranih s tveganim kapitalom v obdobju 1985–2011</i>	26
<i>Slika 5: Sredstva ameriških skladov tveganega kapitala v upravljanju v obdobju 1985–2011</i>	27
<i>Slika 6: Število delovnih mest, ki so jih v ZDA ustvarila podjetja, financirana s tveganim kapitalom</i>	27
<i>Slika 7: Investicije tveganega kapitala v ZDA glede na investicijsko fazo v letu 2011 v %</i>	29
<i>Slika 8: Investicije tveganega kapitala na prebivalca (per capita) v letu 2011</i>	40
<i>Slika 9: Število neameriških podjetij, ki kotirajo na tehnološki borzi NASDAQ v letu 2013</i>	40
<i>Slika 10: Investicije v R&D kot delež BDP leta 2009</i>	41
<i>Slika 11: Investicije skladov tveganega kapitala v izraelska visokotehnološka podjetja</i>	44
<i>Slika 12: Kapital, ki so ga zbrala izraelska podjetja glede na sektor v obdobju 2002–2011</i>	45
<i>Slika 13: Kapital, ki so ga zbrala izraelska podjetja glede na investicijsko fazo v obdobju 2002–2011 v %</i>	47
<i>Slika 14: Investicije izraelskih skladov tveganega kapitala v obdobju 2002–2011</i>	50
<i>Slika 15: Investicije izraelskih skladov tveganega kapitala, tujih in drugih investitorjev v obdobju 2002–2011</i>	50

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Investicije tveganega kapitala v ZDA glede na sektor v letu 2011</i>	30
<i>Tabela 2: Yozma skladi – kapital, tuji partnerji in portfelj</i>	36
<i>Tabela 3: Največji izraelski skladi tveganega kapitala glede na zbrana sredstva v obdobju 1992–2011 (v milijonih USD)</i>	37
<i>Tabela 4: Rezultati programa Yozma v letu 2004</i>	38
<i>Tabela 5: Realna rast izraelskega bruto domačega proizvoda</i>	39
<i>Tabela 6: Kapital, ki so ga zbrala izraelska visokotehnološka podjetja glede na sektor leta 2011</i>	46
<i>Tabela 7: Kapital, ki so ga zbrala izraelska visokotehnološka podjetja glede na investicijsko fazo leta 2011</i>	48
<i>Tabela 8: Zasebne družbe tveganega kapitala z lastniško soudeležbo države</i>	60
<i>Tabela 9: Oblike državne podpore pri spodbujanju trga tveganega kapitala</i>	70
<i>Tabela 10: Priporočila za programe spodbujanja trga tveganega kapitala</i>	82

UVOD

Opredelitev področja in opis problema

Mnoga podjetja se v različnih fazah življenjskega cikla srečujejo z izzivom dostopa do virov financiranja, ki jih potrebujejo za rast in razvoj. Ta problem je toliko večji pri inovativnih podjetjih z velikim potencialom rasti, a hkrati tudi z veliko stopnjo tveganja, zlasti v zgodnjih fazah razvoja. Omenjena podjetja pogosto nimajo oprijemljivih sredstev ter bonitetne zgodovine, ki bi bila podlaga za pridobitev virov financiranja, poleg tega pa je zanje značilna visoka stopnja negotovosti. Tako se ta podjetja pogosto znajdejo v situaciji, ko potrebujejo finančna sredstva za rast in razvoj, a jih od tradicionalnih ponudnikov financiranja, kot so banke, ne morejo dobiti. Tu nastopi tvegani kapital kot specifična oblika lastniškega financiranja, ki pomaga zapolniti vrzel pri financiranju tveganih podjetniških projektov.

Nekatera podjetja, ki so bila v zgodnjih fazah življenjskega cikla financirana s tveganim kapitalom, ne samo da so paradni konji ameriškega gospodarstva (Google, Microsoft, Apple, Intel, Amazon ...), temveč so se razvila v uspešne globalne korporacije. Poleg tega, da predstavljajo pomemben pogon ustvarjanja novih delovnih mest ter makroekonomske rasti, so bila ta podjetja tudi glavna sila v komercializaciji revolucionarnih inovacij, bodisi preko sprememb v obstoječih panogah (npr. biotehnologija) bodisi preko razvoja povsem novih panog (npr. internet). Številna ta podjetja danes verjetno ne bi obstajala, če v zgodnjih fazah poslovanja ne bi imela finančne podpore ter mentorstva investitorjev tveganega kapitala. Le-ti veljajo za potrpežljive, dolgoročne investitorje, ki so pripravljeni sprejeti tveganje skupaj s podjetniki ter jim pomagati transformirati inovativne ideje ter znanstvene izume v izdelke in storitve, ki spreminjajo način, kako živimo ter delamo.

Razvoj aktivnega trga kapitala, ki omogoča močno podporo za podjetja v zgodnjih fazah in inovativna podjetja, je postal prioriteta ekonomske politike mnogih držav po svetu. S tem, ko gospodarstvo postaja vedno bolj odvisno od inovacij ter podjetništva za doseganje rasti, mnoge države iščejo načine, kako prenesti ter implementirati ameriški uspeh z razvojem aktivnega trga tveganega kapitala. Zlasti v trenutni neugodni gospodarski situaciji si vlade z iskanjem rešitev močno prizadevajo za dvig gospodarske rasti. Razvoj podjetništva ter spodbujanje inovacij sta postali prioritetni nalogi razvojnih politik mnogih držav po svetu, učinkovit in razvit trg tveganega kapitala pa predstavlja pomembno komplementarno komponento te politike.

V magistrskem delu se bom osredotočil na dva primera dobre prakse, ki spadata med najuspešnejše na svetu: trg tveganega kapitala v ZDA in Izraelu. Med njima sicer obstaja evolucijska razlika, a sta oba sta dosegla isti cilj, tj. razvit in aktiven trg tveganega kapitala, ki služi kot medij pri spodbujanju procesa inovacij ter inkubacije visokotehnoloških podjetij. ZDA, kjer se je trg tveganega kapitala začel formirati po 2. svetovni vojni ter je rasel organsko, s svojo dolgo zgodovino in tradicijo veljajo za vodilno velesilo na tem področju. Po drugi strani pa je izraelski trg tveganega kapitala v relativno kratkem času dosegel zavidljivo raven aktivnosti, kar

je rezultat načrtnega procesa vladnih razvojnih politik ter spodbud, ki je uspel s kombinacijo javnega ter zasebnega kapitala. Tretja država, ki jo bom obravnaval z vidika trga tveganega kapitala, je Slovenija. Od leta 2007 je bilo pri nas na tem področju veliko prelomnih sprememb (Zakon o družbah tveganega kapitala, davčne olajšave za investitorje, Program instrumentov finančnega inženiringa, kapitalske naložbe države v družbe tveganega kapitala ...), zato bom analiziral stanje ter učinke teh sprememb na razvoj tveganega kapitala v Sloveniji in poiskal možne rešitve za izboljšanje ter nadaljni razvoj.

Namen in cilji

Namen magistrskega dela je poudariti pomen ter vlogo tveganega kapitala kot vira financiranja, saj ima številne pozitivne učinke za celotno družbo, kot so: transformacija idej v produkte ter nove poslovne modele, komercializacija znanstvenih izumov, spodbujanje podjetništva, ustvarjanje novih delovnih mest z visoko dodano vrednostjo, gospodarska rast, konkurenčnost gospodarstva, razvoj novih gospodarskih panog in nenazadnje številne inovacije, ki spreminjajo tok vsakdanjega življenja. Tega dejstva se zavedajo tudi mnoge države po svetu, ki so si aktiven trg tveganega kapitala zadale kot cilj in prioriteto gospodarskega razvoja ob boku inovacijam ter podjetništvu. Zaradi različnih tržnih nepopolnosti prihaja do vrzeli financiranja, kjer se zlasti podjetja v zgodnjih fazah razvoja ter visokotehnološka podjetja soočajo s težavami pri dostopu do finančnih sredstev za financiranje razvoja podjetja. Zato želim izpostaviti in preučiti tudi vlogo države, ki ima v rokah različne vzvode, s katerimi lahko omogoči, da lahko proces financiranja s tveganim kapitalom poteka čim bolj nemoteno ter tam, kjer je trg tveganega kapitala slabo razvit ali na začetni stopnji razvoja, z različnimi mehanizmi ta proces tudi pospeši.

Cilji naloge so analizirati ter identificirati ključne faktorje za razvit trg tveganega kapitala ter poiskati načine, kako ta model uspešno aplicirati tudi na druge države, ki iščejo pot, kako premostiti vrzel med inovacijami ter financiranjem ter spodbuditi gospodarsko rast z inkubacijo visokotehnoloških podjetij. V nadaljevanju bom analiziral in preučil razloge, zakaj so določeni pristopi uspešni ali neuspešni ter oblikoval smernice in predloge pri oblikovanju državnih programov za razvoj aktivnega trga tveganega kapitala. V magistrskem delu bom preučeval dejavnike uspeha pri financiranju s tveganim kapitalom z analitično primerjavo pogojev ter stanja na zrelem trgu tveganega kapitala (ZDA) ter relativno mladem trgu (Izrael). V obeh primerih je šlo tudi za določeno stopnjo vključenosti države v proces razvoja trga tveganega kapitala, zato bom preučil vlogo države pri ukrepih za razvoj trga tveganega kapitala ter učinke le-teh. Cilj naloge je tudi analizirati trg tveganega kapitala v Sloveniji, preučiti njegovo problematiko in izzive ter oblikovati predloge za izboljšave.

Hipoteze

- Tvegani kapital je ključen element pri zapolnjevanju vrzeli financiranja podjetij v zgodnjih fazah ter inovativnih podjetjih.
- Tvegani kapital ima številne pozitivne učinke na celotno družbo, kot so ustvarjanje delovnih mest, gospodarska rast ter inovacije.

- Zaradi tržnih nepopolnosti lahko država z različnimi mehanizmi ter spodbudami v veliki meri prispeva k nastanku in razvoju aktivnega trga tveganega kapitala, ki je esencialen vir financiranja inovativnih podjetij, zlasti v začetnih fazah razvoja.

Metodologija

Preučevanja tematike sem se lotil z uporabo metod kombiniranega teoretično-empiričnega raziskovanja. Metodologija dela temelji na analizi virov in literature ter na kvalitativni metodi polstrukturiranega intervjuja. V prvem delu je na podlagi deskriptivnega pristopa raziskovanja z metodo deskripcije in kompilacije predstavljen teoretičen okvir, ki v različnih sklopih obravnava pojem tveganega kapitala, njegove komponente ter širši aspekt njegovega pomena v družbi. Nato sem z analitičnim pristopom na podlagi analize virov in literature ter podatkov, zbranih iz različnih baz raziskovalnih institucij, ki spremljajo to področje, preučeval stanje trga tveganega kapitala v treh državah (ZDA, Izrael, Slovenija). Pri preučevanju stanja trga tveganega kapitala v Sloveniji sem se odločil tudi za metodo polstrukturiranega intervjuja. Intervjuja sta bila opravljena z gospodom Juretom Mikužem, ki je direktor ter partner upravljalne družbe RSG Kapital, ki upravlja največji sklad tveganega kapitala v Sloveniji, ter z dr. Jako Vadnjalom, ki je dekan ter predavatelj na Fakulteti za podjetništvo Gea College. Sekundarne vire podatkov sem črpal iz strokovne literature (knjige, znanstveni članki in raziskave), znanstvenih strokovnih baz oz. podatkovnih zbirk, publikacij ter spletnih virov. S preučevanjem ter analizo teoretičnih in praktičnih vidikov bom poskušal potrditi oziroma ovreči postavljene raziskovalne hipoteze ter oblikoval možne rešitve in predloge za razvoj aktivnega trga tveganega kapitala kot pomembne komponente gospodarskega razvoja in ekonomske politike države.

Struktura

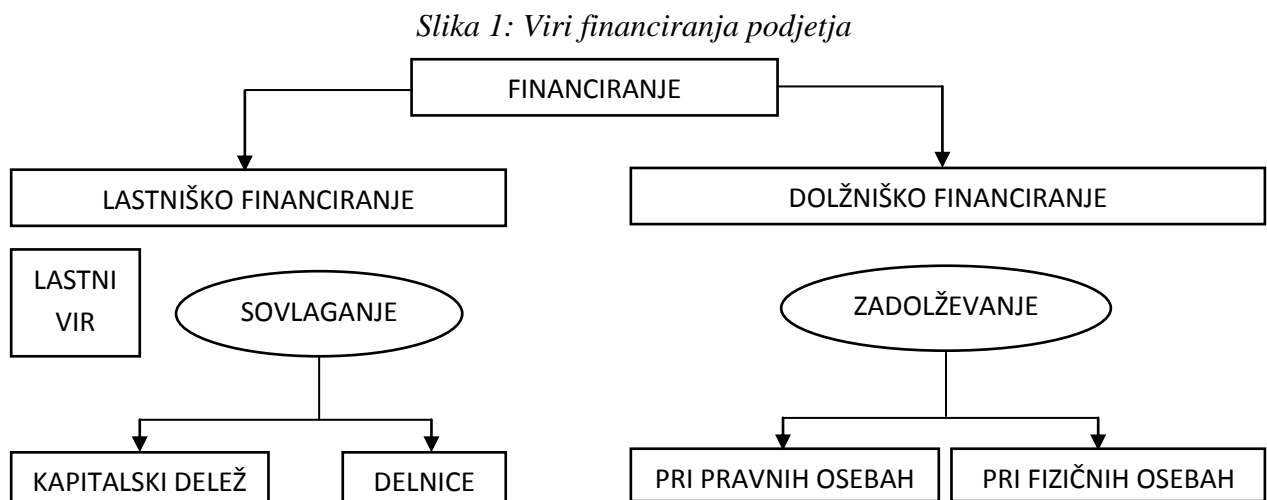
Magistrsko delo je sestavljeno iz petih poglavij. Uvodu sledi poglavje s teoretičnim okvirom tveganega kapitala kot vira financiranja podjetij. To poglavje obsega opredelitev pojma tveganega kapitala kot oblike lastniškega financiranja z vidika različnih avtorjev, pomen in vlogo tveganega kapitala za gospodarstvo in družbo, delitev tveganega kapitala na formalni in neformalni tvegani kapital ter investicijske stopnje pri procesu investiranja tveganega kapitala. V drugem poglavju bom analiziral trg tveganega kapitala v ZDA. Najprej bom predstavil zgodovino trga tveganega kapitala, ki prikazuje njegove začetke in nadaljnji razvoj. Sledi analiza ter pregled ameriškega trga tveganega kapitala, njegov pomen in učinke na ameriško gospodarstvo ter analiza investicijskih aktivnosti na tem trgu glede na investicijske faze ter sektorje. Tretje poglavje vsebuje analizo trga tveganega kapitala v Izraelu. Zagon in razvoj izraelskega trga tveganega kapitala je bil načrten proces, ki je potekal v več fazah, zato so tudi bolj podrobno predstavljeni vladni razvojni programi in iniciative ter ostali družbeni dejavniki, ki so pripomogli k temu, da izraelski trg tveganega kapitala danes velja za enega najbolj aktivnih, saj se ponaša z največ investicijami tveganega kapitala na prebivalca (per capita) na svetu. Poglavje vključuje tudi analizo investicijskih dejavnosti na tem trgu z vidika različnih investicijskih faz ter sektorske delitve. V četrtem poglavju bom obravnaval trg tveganega kapitala v Sloveniji, ki je v zadnjih letih doživel veliko sprememb. Sprva bom predstavil začetke in razvoj trga tveganega kapitala v Sloveniji ter pregled formalnega (skladi, družbe tveganega

kapitala) in neformalnega tveganega kapitala (poslovni angeli). Nato pa se bom osredotočil na institucionalne spremembe na tem področju ter vlogo države pri spodbujanju trga tveganega kapitala (zakonodaja, davčne spodbude ter kapitalska udeležba države). Na koncu tega poglavja bom obravnaval tudi problematiko trga tveganega kapitala v Sloveniji. V petem poglavju sledi predstavitev vloge države pri ustvarjanju aktivnega trga kapitala ter predstavitev programov in iniciativ, ki so na voljo državam pri spodbujanju razvoja trga tveganega kapitala. Na koncu magistrskega dela so v sklepu povzete glavne ugotovitve ter zaključki, do katerih sem prišel tekom izdelave magistrske naloge.

1 TVEGANI KAPITAL KOT VIR FINANCIRANJA PODJETIJ

1.1 Viri financiranja podjetij

Financiranje kot odločanje o pridobitvi različnih oblik financiranja za poslovanje podjetja je proces, ki obsega aktivnosti ugotavljanja potrebnih finančnih sredstev ter njihovo priskrbo (Rebernik & Repovž, 2000, str. 85). Vir financiranja je v veliki meri določen s tem, koliko sredstev potrebuje podjetnik, kdaj jih potrebuje ter v kakšni obliki (Pinterič, 2000, str. 8). V osnovi ločimo dolžniške ter lastniške vire financiranja poslovanja podjetij. Viri lastniškega financiranja so lahko lastna sredstva podjetnika in sredstva drugih investitorjev, ki so lahko vložena v podjetje v obliki kapitalskih deležev ali delnic ter vlagatelju kapitala dajejo pravico do lastništva v podjetju (Žugelj, Penca, Slavnič, Žunec & Vadnjak, 2001, str. 28). Nasprotno gre pri dolžniškem financiranju za izposojno kapitala od pravnih ali fizičnih oseb, v tem primeru nastane dolžniško-upniško razmerje med sodelujočimi strankami. Delitev virov financiranja prikazuje Slika 1.



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

1.1.1 Dolžniško financiranje

V primeru dolžniškega financiranja si lahko podjetje potrebna finančna sredstva za poslovanje izposodi na trgu pri drugih ekonomskih subjektih. Izposoja denarja vzpostavlja med podjetnikom in posojilodajalcem dolžniško-upniško razmerje, katerega osnovna elementa sta vnaprej

določena obrestna mera, ki je lahko fiksna ali variabilna, ter doba vračila (Mramor, 1993, str. 116). Dolžniško-upniško razmerje se konča tako, da posojilodajalec vrne izposojen znesek (glavnico) skupaj s pripadajočimi obrestmi. Praksa pri tovrstni obliki financiranja ni, da bi ponudnik kapitala posegel v upravljanje podjetja, ki najema dolžniški kapital, temveč zavaruje svojo finančno naložbo (posojilo) na druge načine, med katerimi je najbolj pogost vpis hipotek na premoženje, s katerim razpolaga prejemnik posojila (Tajnikar, 2006, str. 198). Dolžniški kapital lahko sestavljajo različni viri financiranja, ki imajo glede na ročnost (dolgoročni ali kratkoročni) in obliko tudi različno ceno (Rebernik & Repovž, 2000, str. 93). Glavne oblike dolžniškega načina financiranja so: najemanje bančnih kreditov, izdaja obveznic, lombardni kredit, hipotekarni kredit, fortfetiranje, lizing, faktoring, franšizing, obveznosti do dobaviteljev ter kreditne kartice (Žugelj et al., 2001, str. 28). Prednosti dolžniškega financiranja so, da podjetnik obdrži lastništvo podjetja, sredstva pa postopoma vrača upniku (Pinterič, 2000, str. 12). Druge prednosti so tudi bolj ali manj znana cena financiranja (obrestna mera) in dobra institucionalna ureditev z obsežno državno regulativo ter številnimi ekonomskimi subjekti (ponudniki) s tega področja (banke, hranilnice ...). Slabost takšnega načina financiranja pa je, da je dolg potrebno redno odplačevati ne glede na uspešnost poslovanja podjetja.

1.1.2 Lastniško financiranje

Lastniški kapital je dolgoročen vir financiranja podjetja ter se močno razlikuje od dolžniškega. V primeru dolžniškega financiranja ima posojilodajalec pravico, da za posojeni znesek dobi povrnjeno glavnico skupaj z obrestmi, ne glede na uspešnost poslovanja podjetja, kateremu so bila sredstva namenjena (Žugelj et al., 2001, str. 30). Pri lastniškem kapitalu pa dobi investitor v zameno lastniški delež v podjetju, pri tem pa je donos investitorjev odvisen izključno od rasti ter dobičkonosnosti podjetja. V primeru propada podjetja to posledično predstavlja izgubo za investitorja, kar pomeni, da s soudeležbo pri lastništvu ponudnik kapitala nosi sorazmeren del tveganja.

Pri lastniškem kapitalu ločimo dve vrsti kapitala (Rebernik & Repovž, 2000, str. 92):

- trajni (osnovni, navadni ali normiran) kapital, ki ga prispevajo v podjetje lastniki s trajnim vplačilom;
- prislužen (nenormiran) kapital, ki ga sestavljajo začasno nerazdeljen dobiček preteklih let in tekočega leta ter rezerve.

Viri lastniškega financiranja so lastna sredstva podjetnikov in drugih investitorjev, ki jih vložijo v podjetje v obliki kapitalskih deležev ali delnic. Ločimo naslednje oblike lastniškega kapitala, ki se pojavljajo v različnih fazah življenjskega cikla podjetja (Tajnikar, 2006, str. 209–213; Žugelj et al., 2001, str. 31):

- lastna sredstva ustanoviteljev, družine in prijateljev;
- zadržani dobiček;

- sredstva finančnih posrednikov, ki so specializirani za lastniško financiranje podjetij (skladi tveganega kapitala, investicijski skladi);
- neformalni tvegani kapital poslovnih angelov;
- zaprta prodaja;
- sredstva drugega podjetja;
- javna prodaja delnic;
- odprodaja dela podjetja;
- prodaja celotnega podjetja.

Lastniško financiranje podjetij igra v začetnih fazah pomembno vlogo zaradi nezaupanja in nefleksibilnosti bank pri poslovanju z malimi in še neuveljavljenimi podjetji, ki so na začetku svoje podjetniške poti in za banke predstavljajo preveliko tveganje (Žugelj et al., 2001, str. 30). V poznejši dobi pa iz praktičnih razlogov podjetja posegajo predvsem po dolžniških virih financiranja.

1.2 Definicija pojma tveganega kapitala

Georges Doriot, profesor na poslovni šoli na Harvardu ter človek, ki velja za pionirja trga tveganega kapitala v ZDA, saj je bil med prvimi investitorji tveganega kapitala ter ima velike zasluge za njegov nadaljnji razvoj v ZDA (ustanovil je namreč prvi sklad tveganega kapitala American Research and Development – ARD ter financiral številna podjetja), je izjavil, da njegovo podjetje »investira v stvari, v katere si ni drznil še nihče pred tem«, kar kratko in jedrnatu pove o bistvu tveganega kapitala (Haislip, 2011, str. 1). Investitorji v tvegani kapital iščejo nove tehnologije, ki nastajajo v univerzitetnih laboratorijih ter raziskovalnih oddelkih, poslovnih inkubatorjih ali v garažah podjetnikov ter spreminjajo obstoječe poslovne modele. Neredko ustvarijo povsem nove trge in panoge. Investitorji tveganega kapitala profesionalno vlagajo kapital v podjetja ter poslovne modele, ki niso ne preverjeni ne varni. Tovrstne investitorje pogosto imenujemo investitorji z dodano vrednostjo, saj njihov prispevek k podjetjem, v katere investirajo, presega dejstvo, da samo prispevajo kapital, ampak se angažirajo ter imajo aktivno vlogo pri upravljanju podjetja. Jackson, Bates in Bradford (2012, str. 353) v svoji študiji potrjujejo dejstvo, da je visoka stopnja aktivnega udeleženja investitorjev tveganega kapitala v visokem korelacijskem razmerju z višjimi notranjimi stopnjami donosa v portfeljskih podjetjih.

Tvegani kapital (angl. *venture capital*) je pogosto imenovan »denar izumov« ali »pametni denar«, investitorji pa poleg tega, da zagotovijo kapital za podjetje, podjetnikom nudijo tudi mnoge druge resurse z dodano vrednostjo (Cumming, 2010, str. 1). Tvegani kapital uvrščamo med alternativne naložbe, kar pomeni, da ne spada v kategorijo tradicionalnih investicij, kot so delnice, obveznice in denar.

Angleški prevod besede pomeni »drzno, tvegano dejanje«, iz katerega lahko izpeljemo pomembno dimenzijo tveganega kapitala, tj. njegova uporaba, saj gre za investiranje kapitala v visoko tvegane ter potencialno donosne projekte (Žugelj et al., 2001, str. 41). Hkrati pa so ti

donosi povezani z manjšo likvidnostjo, daljšim časovnim horizontom investiranja ter višjo informacijsko asimetrijo kot pri investicijah v podjetja, ki kotirajo na borzi (Xu, 2004, str. 61).

Evropska komisija v Smernicah skupnosti o državnih pomočeh za spodbujanje naložb rizičnega kapitala v mala in srednje velika podjetja (v nadaljevanju Smernice) definira tvegani kapital kot »naložbe investicijskih skladov (skladi tveganega kapitala), ki delujejo kot naročniki, v podjetja, ki ne kotirajo na borzi, ko upravljajo kapital posameznikov, institucij ali lastni kapital ter se uporablja za financiranje začetne faze in širitve, ne pa za zamenjavo sredstev (angl. *replacement capital*) in odkupe (angl. *buyout*)« (Smernice skupnosti o državnih pomočeh za spodbujanje naložb rizičnega kapitala v mala in srednje velika podjetja, 2006, str. 8).

Tvegani kapital je podkategorija zasebnega lastniškega kapitala (angl. *private equity*) (Aizenman & Kendall, 2012, str. 490). Dalje ga lahko definiramo glede na fazo investicijskega procesa, te faze pa so: semenska faza, zagonska faza, zgodnja faza ter razširitvena faza. To so preliminarnе faze, skozi katere gre podjetje na začetku poti, preden postane funkcionalna organizacija s stalnimi prihodki, dobro razvitim izdelkom in bazo kupcev ter ima potencial, da izda delnice preko javne ponudbe na borzi. Ostale transakcije, kot so odkup, prevzem, združitve, prestrukturiranje, spadajo med zasebni lastniški kapital, vendar niso osredotočene na financiranje zagona ter rasti podjetja in jih zato ne uvrščamo med tvegani kapital. Ta opredelitev je v skladu s tisto, ki jo uporabljajo ameriška zveza tveganega kapitala NVCA (National Venture Capital Association), evropska zveza tveganega kapitala EVCA (European Venture Capital Association), Evropska komisija ter baza Thompson VentureXpert.

Bovaird (1990, str. 4) opredeljuje tvegani kapital s štirimi glavnimi značilnostmi:

- je lastniški kapital (angl. *equity*);
- aktivna participacija investorjev pri upravljanju portfeljskega podjetja;
- omogoča višji donos v obliki kapitalskih dobičkov (v povprečju 30 % letno);
- zahteva veliko mero potrpežljivosti (od 2 do 7 let).

Tvegani kapital spodbuja aktivne in motivirajoče delovne odnose, v katerih ponudnik tveganega kapitala igra pomembno vlogo znotraj podjetij, v katere je investiral (Ribnikar v Žugelj et al., 2001, str. 41). Warner (v Žugelj et al., 2001, str. 41) opredeljuje tvegani kapital kot kombinacijo kapitala ter svetovanja, saj vlagatelji aktivno spremljajo svoje investicije in včasih tudi prevzemajo managersko vlogo v podjetju. Med investitorji obstaja splošno »pravilo 2 : 6 : 2«, kar pomeni, da v portfelju z 10 investicijami 2 izmed teh propadeta, 6 jih je povprečnih, 2 investiciji pa sta izjemno uspešni.

Tvegani kapital ima sledeče karakteristike (Metrick & Yasuda, 2011, str. 621):

- ponudnik tveganega kapitala je finančni posrednik, kar pomeni, da zbere kapital investorjev ter prispeva lasten kapital in ga investira neposredno v podjetja;

- investicije tveganega kapitala so namenjene investiranju v zasebna podjetja, kar pomeni, da ko je investicija v podjetje izvedena, podjetja ne morejo iti takoj v javno kotacijo na borzi;
- investitor tveganega kapitala prevzame aktivno vlogo pri spremljanju ter nudenju podpore podjetjem v svojem portfelju;
- primarni cilj investitorja tveganega kapitala je maksimizirati finančni donos z izstopom iz investicije s prodajo podjetja ali preko javne ponudbe na borzi;
- investitor tveganega kapitala investira v financiranje notranje rasti podjetij.

Zasebni lastniški kapital ter tvegani kapital ustvarjata močan odnos med investitorjem ter podjetnikom (Caselli, 2010, str. 31). To je edinstvena karakteristika, ki je ne najdemo v nobeni drugi finančni instituciji. Investicije zasebnega ter tveganega kapitala spadajo med lastniški kapital in iz tega razloga lahko investitorji, specializirani za tovrstne posle, soodločajo pri strategiji podjetja ter operativnem upravljanju. Upravljalci skladov tveganega kapitala igrajo pomembno aktivno vlogo pri rasti vrednosti njihovih investicij, saj nudijo finančno, administrativno, trženjsko ter strateško pomoč podjetjem, kot tudi omogočajo podjetnikom podporo ter dostop do strokovnjakov s področja prava, investicijskega bančništva, računovodstva ter organizacij, specifičnih za panogo, v kateri podjetje posluje (Cumming, 2010, str. 1). V smislu inovativnosti, donosnosti ter rasti cene delnic podjetja, ko gre na borzo, akademske študije kažejo, da so podjetja, ki so financirana s tveganim kapitalom, mnogo bolj uspešna od podjetij, ki niso financirana na tovrsten način. Tvegani kapital je ustvaril tržni mehanizem, ki omogoča privatnemu sektorju, da financira inovativne poslovne ideje, pogosto v visokotehnoloških panogah, ki jih sicer ne bi nihče drug (Pfeil, 2000, str. 15).

Finančne potrebe podjetja pogosto niso izpolnjene samo z vložkom enega investitorja tveganega kapitala (Agarwal, 2012, str. 83). Pogosta praksa je združevanje resursov v obliki sindikata investitorjev. V zgodnjih fazah podjetja je tveganje pri podjetniškem projektu zelo visoko (Lockett & Wright, 2001, str. 376). Sindiciranje investitorjev tveganega kapitala je en način, kako lahko investitorji ublažijo izpostavljenost z deljenjem tveganja. Družbe tveganega kapitala poskušajo deliti in zmanjšati tveganje pri določeni investiciji tako, da k financiranju vključijo še druge družbe. Z manjšo udeležbo v več različnih podjetjih investitorji diverzificirajo portfelj ter lažje upravljajo likvidnostno tveganje.

1.3 Pomen in vloga tveganega kapitala

Tvegani kapital predstavlja edinstveno povezavo med inovacijami in financiranjem, saj omogoča podjetjem v zgodnjih fazah dostop do kapitala, ki je prilagojen posebnim potrebam financiranja tovrstnih rizičnih ter potencialno visoko donosnih aktivnosti (Gilson, 2003, str. 1067). Inovacije danes veljajo za kritičen dejavnik gospodarske rasti ter ustvarjanja vrednosti, tvegani kapital pa predstavlja pomemben kanal, preko katerega so tehnološke inovacije financirane (Nadeau, 2011, str. 233). Tvegani kapital podpira podjetniški talent in ambicije z razvojem idej ter znanstvenih izumov v aplikativne izdelke in storitve ter omogoča graditi podjetja iz najpreprostejših oblik, kot je recimo ideja, izražena v obliki poslovnega načrta v samostojne ter zrele organizacije. Tvegani kapital je zlasti kompatibilen s hitro rastočimi, inovativnimi podjetji, ki so bolj

izpostavljena tveganju (Andrieu, 2013, str. 234). Investitorji tveganega kapitala so razvili določene sposobnosti, ki so potrebne za selekcijo projektov, hkrati pa jim nudijo podporo in izkušnje ter so aktivno vključeni v upravljanje teh podjetij, s čimer povečajo možnosti za uspeh.

Tvegani kapital se je močno internacionaliziral, kar dokazujejo številne mednarodne transakcije ter vstopi ameriških skladov tveganega kapitala na tuja tržišča od sredine 90. let (Wang & Wang, 2012, str. 26). Mednarodno usmerjen tvegani kapital je kritičnega pomena za nova tehnološka podjetja, zlasti v državah, kjer je domača ponudba zasebnega lastniškega kapitala omejena.

1.3.1.1 Dodana vrednost tveganega kapitala

Večina tehnoloških podjetij v zagoni temelji na znanju (Kenney, 2011, str. 1678). Glede na dejstvo, da tovrstni podjetniški projekti ne morejo zagotoviti oprijemljive varnosti ali predvidljiv denarni rok tradicionalnim ponudnikom dolžniškega kapitala, je zasebni lastniški kapital dobrodošel vir za zapolnitev vrzeli financiranja. Investitorji tveganega kapitala iščejo najboljše projekte za minimaliziranje investicijskega tveganja. Raziskave kažejo, da podjetja, ki so financirana s tveganim kapitalom, rastejo hitreje kot ostala podjetja, zaposlujejo več ljudi ter so bolj dobičkonosna v primerjavi s klasičnimi podjetji. Analiza, ki so jo izvedli Chemmanur, Krishnan in Nandy (2011, str. 4037), kaže, da je celotna učinkovitost podjetij, ki so podprta s tveganim kapitalom, večja kot pri podjetjih, ki nimajo podpore tveganega kapitala. Ta prednost v učinkovitosti izhaja iz predhodnega skrbnega izbora ter kasnejšega monitoringa podjetij s strani investitorjev tveganega kapitala.

Majhna ter srednje velika podjetja (v nadaljevanju MSP) igrajo pomembno vlogo pri inovacijah in razvoju tehnologij (Pfeil, 2000, str. 7). Nova tehnološka podjetja, zlasti MSP, so pogosto okarakterizirana kot agenti tehnoloških sprememb. Tovrstna podjetja so pogosto specializirana za inovativne aktivnosti; na trg pošiljajo nove produkte ter tako izzovejo obstoječa podjetja, da storijo enako. Obstajata dva razloga, zakaj znajo nova podjetja v nasprotju z uveljavljenimi bolje izkoristiti inovacijske priložnosti (Hirukawa & Ueda, 2011, str. 422). Prvič, prihod pomembnih inovacij lahko ustvari poslovno priložnost ter sproži nastanek start-up podjetij. Drugič, številna literatura s področja industrijske organizacije navaja, da je za nova podjetja, ki vstopijo na trg, večja verjetnost, da bodo bolj inovativna kot pa že uveljavljena podjetja, ko je obseg potencialnih inovacij velik.

Številne študije kažejo, da so ta podjetja zaslužena za izboljšanje produktivnosti, izboljšanje sposobnosti kadrov, ustvarjanje novih delovnih mest ter gospodarsko rast (Pfeil, 2000, str. 7). Izziv, s katerim se srečujejo mnoga tehnološka podjetja, je dostop do zadostnega financiranja. Vsako novo podjetje potrebuje začetni kapital za zagon ter preživetje v času, v katerem še ni sposobno kriti stroškov ter ustvarjati dobička. Redke so banke, ki bodo zagotovile financiranje podjetjem v začetni fazi ter brez kreditne sposobnosti. Za banke je ključ minimaliziranje tveganja. Podjetja, ki investirajo v nove tehnologije, ne spadajo v manj tvegano kategorijo ter imajo tako težave pri zbiranju finančnih sredstev pri tradicionalnih virih. Tvegani kapital rešuje tovrstni problem, saj ga privlači to, česar se banke izogibajo – tveganje. Investitorji tveganega

kapitala pomagajo ublažiti problem nezadostnega investiranja v inovativne aktivnosti malih in novih podjetij ter lahko pomagajo novim podjetjem, da rastejo hitreje in postanejo dobičkonosna (Hall, 2002, str. 42).

Mlada, inovativna podjetja, ki se ukvarjajo z visoko tehnologijo, igrajo pomembno vlogo pri ustvarjanju novih delovnih mest, razvoju novih revolucionarnih tehnologij, produktivnosti ter rasti in konkurenčnosti gospodarstva (Politis, Gabrielsson & Shveykina, 2012, str. 176). Visoka stopnja negotovosti ter negativen denarni tok, ki je v začetku običajno prisoten v tehnološko intenzivnih podjetjih, sta razlog, da tovrstna podjetja težje pridobijo financiranje v zgodnjih fazah razvoja. Tako lahko pomanjkanje ustreznih resursov prizadene razvoj teh podjetij ter celo ogrozi njihov obstoj. Številni raziskovalci, strokovnjaki ter politiki se strinjajo, da ima tvegani kapital velik pozitiven učinek na dotična podjetja, saj omogoča, da podjetja lažje premagujejo omenjene ovire. Pomembnost financiranja tveganega kapitala za razvoj na znanju temelječih panog ter podjetij izhaja iz različnih razlogov, vključno z dejstvom, da tvegani kapital omogoča likvidnost ter pomoč pri selekciji najbolj obetajočih podjetij z velikim potencialom rasti (Colombo, Luukkonen, Mustar & Wright, 2010, str. 262). Poznavalci se strinjajo, da je zadostno financiranje v zgodnji fazi kritičen dejavnik za uspeh podjetja v začetku ter v zgodnji fazi poslovanja. Vendar pomen tveganega kapitala sega veliko dlje od zgolj zagotovitve finančne podpore. Poleg finančnih sredstev investitorji tveganega kapitala nudijo podjetjem tudi številne storitve z dodano vrednostjo, kot so mentorstvo, administrativna, marketinška, strateška podpora ter razvijanje managerskih sposobnosti podjetnikov, ki jih pogosto primanjkuje v novonastalih podjetjih. Investitorji tveganega kapitala nudijo tudi socialni kapital z mrežo poznanstev v poslovnem svetu, s čimer pomagajo podjetjem dobiti dostop do profesionalnih storitev ter vzpostaviti partnerstva. Prispevek investitorjev tveganega kapitala je lahko tudi posreden, saj njihovo sodelovanje kot investitor v projektu pošilja kredibilen signal o kakovosti podjetja ostalim deležnikom.

Investitorji tveganega kapitala, ki so specializirani za investiranje v zgodnje faze, se pogosto srečujejo s talentiranimi a neizkušenimi podjetniškimi ekipami (Smith, 2001, str. 38). Sposobnost investitorjev tveganega kapitala, da poleg kapitala dodatno prispevajo kritično znanje ter izkušnje, lahko v veliki meri prispeva k uspehu ali celo preživetju podjetja. Z vidika podjetja lahko podpirne storitve z dodano vrednostjo predstavljajo celo bolj pomemben selekcijski kriterij pri izbiri investitorja. Takšne storitve so lahko v različnih oblikah. Z vidika skladov tveganega kapitala MacMillan, Kulow in Khoylian (v Maula, Autio & Murray, 2005, str. 5) ugotavljajo, da so aktivnosti, ki zahtevajo največjo stopnjo aktivne participacije investitorjev, sledeče: a) svetovalna vloga podjetniški ekipi; b) pomoč pri pridobivanju dodatnih virov lastniškega financiranja; c) interakcija z ostalimi investitorji; d) spremljanje finančnega poslovanja; e) spremljanje operativnega poslovanja; f) pomoč portfeljskim podjetjem pri pridobivanju dolžniških virov financiranja. Podobno tudi Gorman & Sahlman (v Maula et al., 2005, str. 6) opredeljujeta oblike podpore: a) pomoč pri pridobivanju dodatnih virov financiranja; b) strateško planiranje; c) rekrutacija managementa; d) operativno planiranje; e) predstavitev potencialnim strankam ter dobaviteljem; f) reševanje vprašanj plačil ter nagrad. Z vidika

portfeljskega podjetja so Sapienza, Manigart in Vermeir (1996, str. 439) v svojih študijah identificirali strateško in osebno vlogo ter vlogo mreženja investitorjev tveganega kapitala. Strateška ter osebna vloga se nanašata na svetovanje managementu, finančno in poslovno svetovanje ter rekrutiranje ali zamenjavo izvršnega direktorja. Vloga mreženja zajema poslovne kontakte, ki jih imajo investitorji z drugimi podjetji in strokovnjaki v poslu. Nenazadnje pa je pomembna tudi finančna vloga, ki je namenjena spremljanju finančnega poslovanja kot tudi pomoči pri zbiranju dodatnih finančnih sredstev (Maula et al., 2005, str. 6). Vse te aktivnosti služijo temu, da se lahko mlado podjetje hitro ter učinkovito odziva na podjetniške priložnosti, ki jih je zaznalo.

Tvegani kapital ter javno financiranje akademskih raziskav imata komplementaren odnos pri spodbujanju inovacij in ustanavljanjem novih podjetij. Samila in Sorenson (2010, str. 1348) v svoji analizi ugotavljata, da pozitiven odnos med vladnimi raziskovalnimi subvencijami (namenjenim univerzam ter raziskovalnim inštitutom) ter stopnjo novih patentov in ustanavljanja podjetij postane bolj izrazit, ko se ponudba tveganega kapitala v regiji poveča. Konsistentno z vidikom, ki poudarja pomembnost inovacijskega ekosistema, njune ugotovitve kažejo močno interakcijo med zasebnim finančnim posredovanjem ter javnim financiranjem raziskav pri spodbujanju podjetništva in inovacij.

1.3.1.2 Tvegani kapital in gospodarska rast

Na makroekonomski ravni tvegani kapital pomaga ustvarjati nova delovna mesta z visoko dodano vrednostjo ter ugodno vpliva na gospodarsko rast (NVCA, 2011, str. 4). Po podatkih ameriške zveze tveganega kapitala NVCA (National Venture Capital Association) so podjetja, financirana s tveganim kapitalom, leta 2010 zaposlovala 12 milijonov ljudi (11 % delovne sile) ter ustvarila 3 trilijone USD prihodkov, kar predstavlja 20 % ameriškega bruto domačega proizvoda. Med makroekonomskimi trendi, ki potrjujejo relevantnost ter vlogo panoge tveganega kapitala, je zanimivo dejstvo, da so ameriška podjetja, podprta s strani tveganega kapitala, na splošno poslovala bolje od celotnega gospodarstva v smislu ustvarjanja novih delovnih mest ter generiranja prihodkov. Osredotočenost skladov tveganega kapitala na inovativna ter hitro rastoča podjetja z velikim potencialom rasti je zaslužna za nekatera najboljša ameriška podjetja, ki so danes velike mednarodne korporacije ter hkrati močno gonilo razvoja in sprememb.

Samila in Sorenson (2011, str. 338) sta s preučevanjem različnih mestnih območij v ZDA ugotovila, da povečanje ponudbe tveganega kapitala pozitivno vpliva na ustanavljanje podjetij, zaposlitev ter agregatni prihodek. Rezultati tudi nakazujejo, da tvegani kapital spodbuja nastanek več novih podjetij, kot jih neposredno financira, kar je konsistentno z dvema mehanizmoma: a) bodoči podjetniki, ki potrebujejo financiranje, bolj verjetno ustanovijo podjetje, ko je ponudba kapitala zadostna; b) financirana podjetja prenesejo znanje na svoje zaposlene ter jih preko demonstracijskega učinka lahko spodbudijo, da postanejo podjetniki ter tako omogočijo ustanavljanje novih podjetij (angl. *spin-off*).

Jain in Kini (1995, str. 593) sta ugotovila, da so podjetja, ki so bila financirana s tveganim kapitalom, rastla hitreje tako v obsegu prodaje kot pri zaposlovanju kadrov. A interes za tvegani kapital ne odraža samo vrednosti za tiste, ki investirajo, ampak tudi za njegov potencial pri prispevku gospodarstvu kot celoti s spodbujanjem razvoja visoko rastočih podjetij, ki ustvarjajo delovna mesta in blaginjo (Samila & Sorenson, 2011, str. 339).

Sledeča dejavnika, pričakovanja in odcepljena podjetja, nakazujeta, da lahko tvegani kapital pripomore k ustanavljanju celo več podjetij, kot jih neposredno financira (Samila & Sorenson, 2011, str. 339). Ko govorimo o pričakovanjih, če potencialni podjetnik ocenjuje svoje možnosti za uspeh, preden se dejansko odloči za vstop, potem ima dostopnost tveganega kapitala pozitiven učinek na oceno in odločitev številnih podjetnikov, ki še razmišljajo o ustanovitvi podjetja ter so običajno finančno omejeni. Drugi mehanizem, preko katerega lahko tvegani kapital spodbuja podjetništvo, je preko spin-off podjetij, kjer zaposleni zapustijo podjetje ter ustanovijo lastno podjetje. Tvegani kapital lahko spodbuja nastanek spin-off podjetij na vsaj dva načina. Prvi je demonstracijski učinek. Podjetniki pogosto pravijo, da so prvič pomislili o ustanovitvi lastnega podjetja, ko so videli nekoga drugega, ki je napravil ta korak. S tem ko vidijo nekoga drugega, ki se angažira v podjetništvu, lahko spodbudi potencialne podjetnike, da ustanovijo lastno podjetje. Drugi učinek je učinek treninga. Manjša podjetja delujejo drugače kot večja, bolj birokratična podjetja. Predhodne izkušnje v manjših (s tveganim kapitalom podprtih podjetij) omogočajo potencialnim podjetnikom, da pridobijo tacitno znanje o tem, kako osnovati ter učinkovito upravljati podjetje.

A vsi ti dejavniki ne odražajo celotne ekonomske vrednosti tveganega kapitala, saj poleg neposrednih ustvarjajo tudi številne posredne (angl. *spillover*) učinke (Samila & Sorenson, 2011, str. 348). Na primeru tehnološkega velikana Google lahko vidimo, da podjetje ne samo da zaposluje veliko število ljudi po svetu ter ustvarja družbeno blaginjo, ampak veliko njegove vrednosti izhaja iz izboljšanja produktivnosti, ki so jo deležni njegovi uporabniki v obliki dostopnih ter učinkovitih tehnologij.

Navkljub močnemu vplivu na inovacije ter gospodarski razvoj tvegani kapital predstavlja majhen delež premoženja institucionalnih vlagateljev (Ramsinghani, 2011, str. 13). Institucionalni investitorji običajno namenijo ne več kot 5 % premoženja za investicije v zasebni lastniški kapital. Znotraj le-te alokacije velik del zasedajo odkupi ter vmesno financiranje, s čimer ostane za tvegani kapital le majhen delež.

1.4 Delitev tveganega kapitala

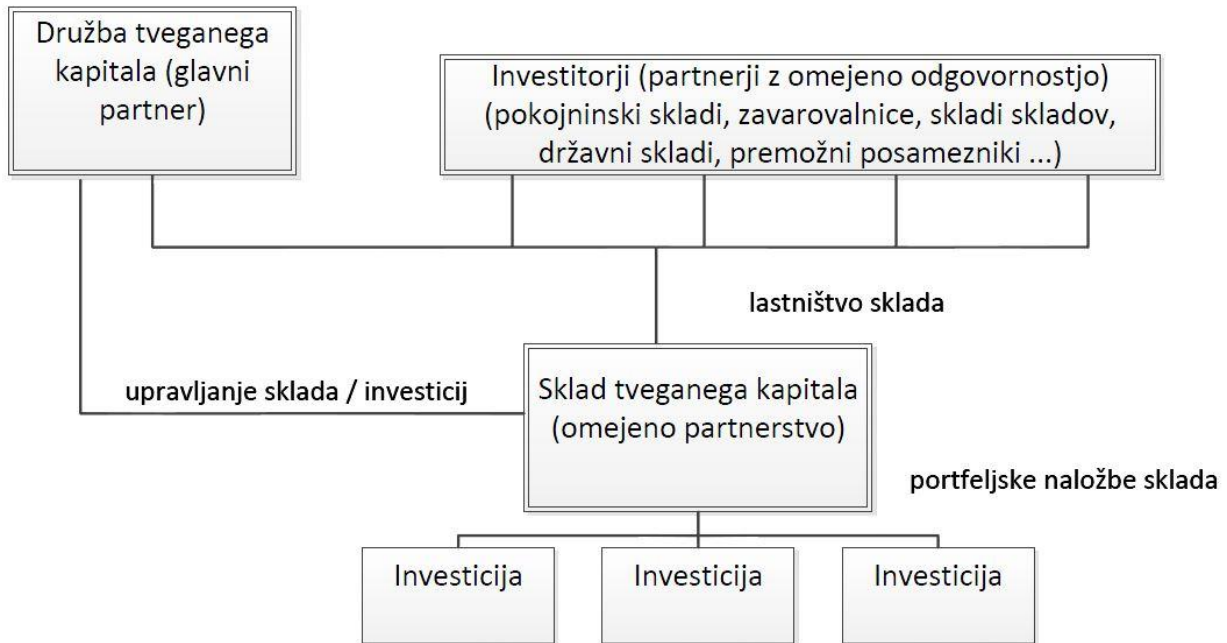
Tvegani kapital delimo na formalni tvegani kapital v obliki družb ali skladov tveganega kapitala ter neformalni tvegani kapital, ki ga predstavljajo angelski investitorji oz. poslovni angeli.

1.4.1 Formalni tvegani kapital – skladi tveganega kapitala

Tipičen transakcijski vzorec na trgu tveganega kapitala za institucionalne investitorje (pokojninski skladi, banke, zavarovalnice ...) je investiranje preko posrednikov – družb

tveganega kapitala z omejenim partnerstvom oz. skladov tveganega kapitala, v katerih so partnerji z omejeno odgovornostjo (angl. *limited partner*) (Gilson, 2003, str. 1072). Ko se neka institucija odloči, da bo investirala v sklad tveganega kapitala, prejme prospekt, v katerem je predstavljena naložbena strategija sklada (npr. da se sklad osredotoča na specifično panogo, kot je biotehnologija, ali pa na določeno investicijsko fazo, kot je zagonska faza), vendar pa posamezna podjetja, v katera bo sklad investiral, še niso znana. Slika 2 prikazuje strukturo sklada tveganega kapitala.

Slika 2: Struktura sklada tveganega kapitala



Vir: *Venture Capital*, 2013.

V skladu s pravnimi določili, ki se nanašajo na omejeno partnerstvo, partnerji z omejeno odgovornostjo ne morejo sodelovati pri vsakodnevem operativnem poslovanju sklada vključno z izbiro portfeljskih naložb, v katere bo sklad investiral (Gilson, 2003, str. 1072). Glavni partner (angl. *general partner*) upravlja sklad tveganega kapitala ter odloča, v katera podjetja bo investiral. Glavni partner je družba tveganega kapitala z različnimi investicijskimi strokovnjaki, katere cilj je, da nadaljuje z zbiranjem sredstev tudi po tem, ko je kapital, ki je bil zbran za določen sklad, investiran v portfeljska podjetja. Običajno glavni partner prične iskati investitorje za naslednji sklad nekje na sredini obdobja obstoječega sklada. Večina skladov ima fiksno življenjsko dobo, ki navadno traja 10 let, z možnostjo podaljšanja za podjetja v portfelju, ki še vedno potrebujejo likvidna sredstva. Investicijski cikel večine skladov traja običajno 3 do 5 let, zatem je osredotočenost sklada na upravljanju ter dodatnem financiranju obstoječih portfeljskih podjetij. Ob izteku fiksne dobe sklada se le-ta likvidira. Glavni partner oz. upravljavec sklada tveganega kapitala za svoje delo dobi kompenzacijo v obliki letne upravljavske provizije v višini do 2 % zbranega kapitala ter delež od dobička sklada (angl. *carried interest*), kar običajno znaša 20 % (Popov & Roosenboom, 2012, str. 454). Skladi tveganega kapitala tipično zberejo sredstva od zunanjih investitorjev, kot so pokojninski skladi ter premožni posamezniki, investirajo v

portfelj izbranih podjetij, ki ustrezajo njihovi naložbeni politiki, ter ustvarijo donos z uspešno izvedeno izhodno strategijo preko javne ponudbe delnic na borzi (IPO) ali prodajo portfeljskih podjetij (Li & Mahoney, 2011, str. 241).

1.4.2 Neformalni tvegani kapital – poslovni angeli

Izraz poslovni angel ali angelski investitor označuje bogate posameznike, ki vlagajo kapital v mlada podjetja (Morrissette, 2007, str. 52). Poznani tudi kot zasebni investitorji, ta izraz poudarja nejavno ter posebno naravo tega kapitalskega trga. Včasih je uporabljen tudi izraz neformalni investitorji, kar odraža kontrast procesa angelskega investiranja z bolj formalnimi ter kvantitativnimi analizami s strani profesionalnih upravljalcev sklada tveganega kapitala. Beseda angel je izpeljana iz opisa finančnih podpornikov gledališke produkcije na Broadwayu, ki so se prav tako imenovali angeli. Prav tako so že tekom zgodovine bogati posamezniki sponzorirali ter financirali nove podvige posameznikov, kot so bili Krištof Kolumb, Marco Polo, Henry Ford, Alexander Graham Bell ... Evropska komisija opredeljuje poslovne angele kot »premožne fizične osebe, ki vlagajo neposredno v nova in rastoča podjetja, ki ne kotirajo na borzi (semenski kapital), ter jim dajejo nasvete, običajno v zameno za delež lastniškega kapitala v podjetju, a lahko zagotavljajo tudi druga dolgoročna sredstva« (Smernice skupnosti o državnih pomočeh za spodbujanje naložb rizičnega kapitala v mala in srednje velika podjetja, 2006, str. 9).

Poslovni angeli so neformalni investitorji ter investirajo kapital neposredno v podjetje brez finančnih posrednikov (Vadnjal v Žugelj et al., 2001, str. 59). Poleg kapitala prispevajo tudi svoje strokovno znanje, izkušnje ter socialni kapital, kar lahko v veliki meri pripomore k uspešnosti podjetniškega projekta. Enako kot pri skladih tveganega kapitala je njihov osnovni motiv pri investiranju realizacija kapitalskih dobičkov ter po določenem času izstop iz lastniške strukture podjetja. Organizirani so v združenja, katerih osnovni namen je izmenjava informacij o ponudbi in povpraševanju po lastniškem kapitalu. Angelski investitorji so pripravljeni vložiti v podjetje že od 10.000 EUR, medtem ko gre pri skladih tveganega kapitala za večje zneske (nad 250.000 EUR).

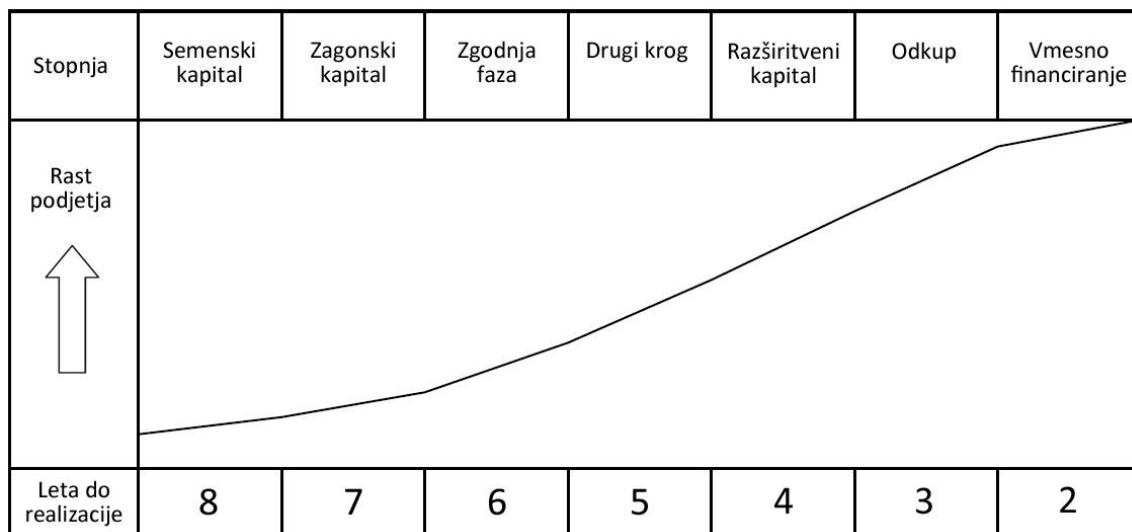
Investiranje v nove podjetniške projekte s potencialno visokimi donosi je izjemno tvegano. Poslovni angel ima priložnost, da ustvari nadpovprečne donose ter uživa v izzivu, ko pomaga mlajšim vizionarjem pri rasti posla (Benjamin & Margulis, 2005, str. 9). A tveganje ne odvrne sofisticiranih angelskih investitorjev. Ti investitorji uživajo v procesu investiranja, upravljajo tveganje ter iščejo naslednji »veliki met« v preizkušanju svojih sposobnosti na trgu. Angelski investitorji so pogosto upokojeni podjetniki ali managerji, ki jih investiranje zanima tudi zaradi razlogov, ki niso zgolj finančne narave, kot npr. dejstvo, da želijo ostati na tekočem z razvojem na določenem poslovnem področju, mentorstvo novi generaciji podjetnikov ter koristna uporaba njihovih izkušenj ter kontaktov. Mbhele (2011, str. 13) označuje sektor angelskega investiranja kot manj formalnega, temelječega na empatiji in zaupanju.

1.5 Investicijske stopnje tveganega kapitala

Bovaird (1990, str. 30) opredeljuje sedem različnih stopenj pri investiranju tveganega kapitala. A le malo podjetij, če sploh kakšno, potrebuje zunanje financiranje na vsaki izmed teh stopenj. Pri mnogih naložbah so razlike med temi stopnjami zamegljene in le delno se skladajo z življenjskim ciklom podjetja, saj kažejo, kakšen obseg kapitala potrebuje podjetje v določeni fazi življenjskega cikla. Z definiranjem posamezne faze življenjskega cikla podjetja lahko opredelimo tudi različne vrste investicij tveganega kapitala, ki so značilne za posamezno fazo. Investicije tveganega kapitala ločimo glede na razvoj podjetja, zrelost ter količino časa, potrebnega za realizacijo investicije (Žugelj et al., 2001, str. 45). Investicijske stopnje življenjskega cikla tveganega kapitala, kakor jih opredeljuje Bovaird (1990, str. 30), so:

- semenski kapital;
- zagonski kapital;
- financiranje zgodnje faze;
- financiranje drugega kroga;
- razširitveni kapital;
- zunanji in notranji odkup podjetja;
- vmesne finance (mezzanine).

Slika 3: Investicijske stopnje tveganega kapitala



Vir: J. Bovaird, *Introduction to Venture Capital Finance*, 1990, str. 31.

Slika 3 prikazuje sedem investicijskih faz življenjskega cikla tveganega kapitala po Bovairdu. V nadaljevanju se bom osredotočil na prvih pet faz, saj se zadnji dve fazi glede na definicijo tveganega kapitala, ki jo uporabljajo NVCA, EVCA, Thompson VentureXpert in Evropska komisija, sicer uvrščata med zasebni lastniški kapital, ne sodita pa med tvegani kapital.

1.5.1 Semenski kapital

Ideja pri zagotavljanju semenskega kapitala (angl. *seed capital*) je v mišljenju, da iz majhnega želoda zraste velik hrast (Bovaird, 1990, str. 33). Semenski kapital je tako investicija v idejo ali koncept. Evropska zveza zasebnega in tveganega kapitala (EVCA) definira semenski kapital kot financiranje začetnega razvoja produkta ali kapital, namenjen za potrditev izvedljivosti projekta ter nadaljnjo kvalificiranje za zagonski kapital. Podobno definicijo v Smernicah (2006, str. 8) navaja tudi Evropska komisija, kjer semenski kapital predstavlja »financiranje, ki se zagotovi za proučevanje, presojo in razvoj začetnega koncepta pred zagonsko fazo«. Lastnosti investicij semenskega kapitala so (Bovaird, 1990, str. 33):

- produkt ali storitev, ki je še v fazi raziskav in razvoja;
- odsotnost razvitega produkta za na trg;
- odsotnost celotnega managementa.

Običajno podjetjem v semenski fazi primanjkuje premoženja ter kreditne sposobnosti za pridobitev posojila iz tradicionalnih virov ter so v veliki meri odvisna od podjetnikovih osebnih virov (Bovaird, 1990, str. 33). Tipični časovni horizont za doseg realizacije investicij semenskega kapitala je 7 do 10 let. Semenski faza ima lastnost, da je najzgodnejša v življenjskem ciklu podjetja ter zato tudi najbolj tvegana. Za kompenzacijo tega tveganja investitorji semenskega tveganega kapitala pričakujejo višji donos kot pri kasnejših, manj tveganih fazah. Po drugi strani pa ta faza kljub visokemu tveganju lahko omogoči izjemne zasluge investitorjem v primeru uspešne naložbe (Žugelj et al., 2001, str. 47). Investitorji na tej stopnji investirajo v idejo oz. koncept ter lahko ob dobrem in aktivnem managerskem pristopu dosežejo visoko dodano vrednost investicije kljub visokemu tveganju, ki je v tej fazi največje.

Investicije semenskega kapitala niso ravno zelo priljubljene med investitorji, razlogi zato pa so različni (Bovaird, 1990, str. 37). Tovrstne investicije vključujejo relativno majhne vsote kapitala ter zato pogosto niso primerne za sklade tveganega kapitala z večjo količino sredstev ali omejenimi managerskimi viri. Manjše investicije stroškovno niso učinkovite, saj glede na porabo virov za analizo, strukturiranje ter upravljanje le-teh zahtevajo enako količino časa kot večje investicije. Časovni horizont za realizacijo semenskih investicij je daljši kot pri ostalih fazah. V primeru podaljšanja realizacije se tveganje zastarelosti produkta in tehnologije poveča, kar se zlasti lahko zgodi pri investicijah v visoko tehnologijo.

1.5.2 Zagonski kapital

Zagonski kapital (angl. *start-up capital*) predstavlja »financiranje za razvoj proizvodov in začetno trženje, zagotovljeno podjetjem, ki še niso prodala svojih proizvodov ali storitev na trgu in še ne ustvarjajo dobička« (Smernice skupnosti o državnih pomočeh za spodbujanje naložb rizičnega kapitala v mala in srednje velika podjetja, 2006, str. 8). Zagonski kapital je druga faza investicijskega cikla tveganega kapitala in se od predhodne faze razlikuje po tem, da je podjetje, v katerega se investira, že bližje ustanovitvi (Bovaird, 1990, str. 37). Medtem ko se poslovni

koncept preuči v semenski fazi, je izziv v tej fazi transformirati koncept v končni produkt. Semenski kapital je še vedno namenjen razvoju proizvoda, a že na stopnji, kjer je možno organizirati pilotno oz. poskusno proizvodnjo ter izvesti začetno trženje (Tajnikar, 2006, str. 189). Pilotna proizvodnja se lahko spremeni v normalno ter v določenih primerih tudi v serijsko. Finančna sredstva, ki jih podjetje potrebuje v tej fazi, so namenjena za razvoj pilotne proizvodnje v serijsko, za izpopolnitev proizvoda ter za pripravo proizvodnih kapacitet in organizacijo delovne sile. Kljub temu, da je proizvod v tem obdobju razvit za normalno proizvodnjo, še ni na voljo v komercialni obliki ter ga ni mogoče prodajati. Zagonski kapital velja še vedno za zelo tvegano investicijo, saj so zneski večji kot v semenski fazi, ne zagotavljajo pa niti normalne proizvodnje ter povračila sredstev, vloženih v razvoj proizvoda ter podjetja.

Podjetja v zagonski fazi potrebujejo kapital za financiranje v začetnem obdobju življenjskega cikla podjetja (Garbade, 2010, str. 48). Eden glavnih problemov, s katerim se start-up podjetja srečujejo, je zbiranje kapitala za financiranje podjetniškega projekta. Kapitalske omejitve izhajajo iz edinstvenih karakteristik njihovih potreb po financiranju. Start-up podjetja potrebujejo tvegani kapital za financiranje denarnega toka močno pred tem, preden začnejo ustvarjati prihodke. Tipične karakteristike finančnih potreb start-up podjetij so sledeče (Garbade, 2010, str. 48):

- start-up podjetja nimajo dolge preteklo zgodovine poslovanja ter zato ne obstaja veliko fundamentalnih finančnih podatkov ter zanesljivega finančnega vrednotenja;
- start-up podjetja so okarakterizirana z visoko stopnjo negotovosti ter tveganja: tveganje managerske ekipe, tveganje razvoja produkta, tržno tveganje, izhodno tveganje;
- pri start-up podjetjih obstaja večja možnost neuspeha kot pri uveljavljenih podjetjih;
- start-up podjetja poslujejo v dinamičnem ter nenehno razvijajočem se okolju z ogromnim potencialom rasti;
- njihovi finančni, materialni ter kadrovske resursi so omejeni;
- v začetku pogosto ustvarjajo negativen denarni tok, imajo vrzeli v denarnem toku ter ne poslujejo z dobičkom;
- start-up podjetja financirajo investitorji, ki v zameno dobijo lastniški delež, glasovalne ter upravljalne pravice;
- start-up podjetja so močno tehnološko orientirana;
- običajni časovni horizont do realizacije investicije je 6–8 let.

1.5.3 Financiranje zgodnje faze

NVCA definira financiranje zgodnje faze (angl. *early-stage finance*) kot kapital za podjetja, ki imajo končan razvoj in kjer so produkti večinoma v fazah testiranja ali pilotne proizvodnje (NVCA, 2012, str. 97). V nekaterih primerih so produkti lahko tudi že komercialno dosegljivi. Podjetja so običajno v poslu tri leta ali manj. V tej fazi podjetje navadno še ne ustvarja dobička. S tem, ko podjetje že dozoreva in se razvija, postaja investicija manj tvegana za potencialnega ponudnika lastniškega kapitala. Značilnosti investiranja zgodnje faze so (Bovaird, 1990, str. 40):

- malo ali nič prihodkov od prodaje;
- denarni tok in dobiček sta še vedno negativna;
- majhen, a zavzet management tim, ki je sestavljen iz podjetnikov s tehničnim ali specialističnim ozadjem in malo izkušnjami z vodenjem rastočega podjetja;
- obetajoča rast prihodkov in dobička;
- običajni časovni horizont za realizacijo investicije je 4 do 6 let.

Za investitorje tveganega kapitala je zgodnja faza verjetno prva možnost, kjer sta izpolnjena dva fundamentalna aspekta posla, primerne za investiranje: management tim ter razvit produkt (Bovaird, 1990, str. 42). Temeljno tveganje se tako spremeni iz notranjih dejavnikov podjetja (pomanjkanje vodstva, pomanjkanje produkta) v zunanje dejavnike (konkurenčni pritiski, tržno tveganje itd.). Investicije v zgodnje faze so ključne za preživetje podjetja. Brez trdne finančne zgodovine dolžniško financiranje ni mogoče, a vendarle so v tem obdobju potrebe podjetja po financiranju največje. Lastniško financiranje priskrbi finančna sredstva za hitro rastoča podjetja brez dodatnega bremena dolga. V start-up fazi so tradicionalni viri financiranja osebni prihranki ter sredstva prijateljev, sorodnikov in privatnih investorjev. Po tem so podjetja v zgodnji fazi investiranja veliko bolj odvisna od investorjev tveganega kapitala. Z zgodnjo fazo podjetnik prestopi mejo, preko katere se ne more vračati nazaj brez določenih posledic, saj je v podjetje vložil že preveč, da ne bi poskušal pripeljati podjetja na želeno raven (Tajnikar, 2006, str. 190). Začetek te faze je povezan s prvim izkupičkom od prodaje, saj je za to fazo značilna popolna komercializacija proizvodov oz. storitev. Finančna sredstva v tej fazi omogočijo, da podjetje preživi začetno obdobje, čeprav proizvodnja ne prinaša dobička in zahteva dodatne finančne resurse, da se jo lahko ohrani in pogosto tudi poveča.

1.5.4 Financiranje drugega kroga

Financiranje drugega kroga (angl. *second-round* ali *follow-on finance*) pomeni pridobitev kapitala za podjetje, ki je bilo že prej prejemnik zunanjega kapitala in katerega finančne potrebe so se naknadno povečale. Podjetje, ki potrebuje drugi krog financiranja, ima običajno (Bovaird, 1990, str. 43):

- razvit produkt na trgu;
- oblikovano popolno vodstveno ekipo;
- prihodke od prodaje, ki so ustvarjeni s strani enega ali več produktov;
- izgubo ali negativen denarni tok.

V ciklu tveganega kapitala drugi krog financiranja običajno pride za financiranjem začetne in zgodnje faze in ima krajši čas do dospelosti. Obstaja več razlogov za financiranje drugega kroga, tako pozitivni kot negativni. Negativni razlogi so lahko (Bovaird, 1990, str. 44):

- prekoračitev stroškov razvoja izdelkov;

- nezmožnost novih produktov za doseganje prodajnih projekcij;
- potreba za repozicioniranje produktov z novo marketinško kampanjo;
- potreba za izboljšanje pomanjkljivega produkta, katerega napake so se pokazale med testiranjem na trgu.

S pozitivnega vidika se potreba po drugem krogu financiranja lahko pokaže takrat, ko preliminarni rezultati prodaje presegajo napovedi ter podjetje potrebuje več resursov za zagotavljanje potreb, ki jih narekuje povpraševanje po izdelkih (Bovaird, 1990, str. 44). V tej fazi se pojavljajo vse oblike kapitala, a na pomenu izgublja kapital podjetnika oz. tiste oblike kapitala, ki so omogočile nastanek in obstoj podjetja na začetku poslovanja (Tajnikar, 2006, str. 192). Vse bolj se uveljavlja tudi dolžniški kapital, obenem pa postanejo pomembni dobavitelj in kupci. Hkrati vstopajo v podjetje tudi investitorji tveganega kapitala, saj je poslovanje podjetja v tej fazi veliko bolj pregledno ter zato manj tvegano za investitorje kot v predhodnih fazah. Časovni horizont do realizacije naložbe je krajši kot pri predhodnih fazah (Žugelj et al., 2001, str. 49).

1.5.5 Kapital za razširitev

Razširitveni kapital (angl. *expansion oz. development capital*) predstavlja sredstva za »širitev in razvoj podjetja za namene povečanja proizvodne zmogljivosti, razvoja trga ali proizvoda ali zagotavljanja dodatnega obratnega kapitala« (Smernice skupnosti o državnih pomočeh za spodbujanje naložb rizičnega kapitala v mala in srednje velika podjetja, 2006, str. 8). Podjetje lahko s tem kapitalom investira tudi v nove trge, izboljšave proizvodov, zaposlovanje nove delovne sile ali novo organizacijo podjetja (Tajnikar, 2006, str. 193). Bovaird (1990, str. 45) identificira dve skupini kapitala za razširitev:

- investicije v podjetja, ki so se financirala izključno sama od ustanovitev ter prvič iščejo zunanji kapital;
- priskrba novega kroga financiranja podjetju, ki je že prejelo vsaj en krog financiranja kapitala v zgodnjih fazah.

Podjetja, ki iščejo kapital za širitev, so običajno zrelejša od tistih, ki iščejo financiranje drugega kroga (Bovaird, 1990, str. 45). Proizvodi so že razviti in preverjeni na trgu, prodaja in proizvodnja izdelkov je na visoki ravni, prihodnost podjetja pa je v tej fazi že bolj vidna. Nekatera podjetja bi verjetno lahko nadaljevala s poslovanjem brez injekcije zunanjega kapitala, a podjetnike privlači možnost za pospešitev rasti podjetja. Karakteristike investicij tveganega kapitala v tej fazi razvoja so (Bovaird, 1990, str. 46):

- donosi so nižji kot pri zgodnejših fazah;
- manjše tveganje kot pri predhodnih fazah;
- potrebe po financiranju so običajno večje kot pri zgodnejših fazah;
- investitorji pričakujejo realizacijo naložbe v roku 2 do 5 let.

2 TRG TVEGANEGA KAPITALA V ZDA

Že desetletja je ameriški trg tveganega kapitala zaradi svoje uspešnosti središče zavidevanja preostalega sveta (NVCA, 2008, str. vii). Zaslužen je namreč za razvoj mnogih visokotehnoloških panog, hkrati je pomagal ustvariti številna inovativna ter močna podjetja globalnih razsežnosti: Microsoft, Google, Apple, Facebook, Amazon, Cisco, Staples, eBay, FedEx ter mnogo drugih. Tvegani kapital omogoča učinkovito distribucijo kapitala ter znanje najboljšim poslovnim idejam v ZDA ter ostaja ključen dejavnik – ob boku podjetniškemu duhu, podpori za znanstvena odkritja ter pripravljenosti tvegati – za kontinuirane inovacije.

2.1 Razvoj trga tveganega kapitala v ZDA

Območje Bostona je bilo verjetno prva regija, ki je pokazala določeno stopnjo organizirane aktivnosti tveganega kapitala (Florida & Kenney, 1988, str. 312). Že leta 1911 je bostonska trgovska zbornica zagotavljala finančno ter tehnično podporo novim podjetjem. Leta 1940 je bila ustanovljena New England Industrial Development Corporation, ki je izvajala podobno obliko podpore podjetjem. V Bostonu je z ustanovitvijo podjetja American Research and Development (ARD) nastala prva uradna družba tveganega kapitala v ZDA. Idejo je dobil Ralph Flanders, predsednik centralne banke v Bostonu, ki je bil zaskrbljen zaradi pomanjkanja novih podjetij ter nezmožnosti institucionalnih investitorjev, da financirajo nove podjetniške projekte (Bygrave & Timmons, 1992, str. 17–20). Flanders je predlagal fiduciarne račune, ki bi institucionalnim investitorjem omogočili, da lahko investirajo do 5 % njihovega pemoženja v nova podjetja. Predlog je podprl Georges Doriot (profesor na Harvardu) in skupaj s Carlom Comptonom (predsednik univerze Massachusetts Institute of Technology) ter nekaterimi lokalnimi voditelji je Doriot leta 1946 ustanovil podjetje American Research and Development (ARD). Podjetje ARD je investiralo v mlada podjetja z osnovo v tehnologijah, razvitih za 2. svetovno vojno, pogosto s tesnimi vezmi s skupnostmi na univerzah Harvard in MIT. Prva investicija je bila v podjetje High Voltage Engineering Corporation, ki so jo ustanovili inženirji z MIT, in je postalo prvo podjetje, ki je bilo podprto s tveganim kapitalom ter je kasneje kotiralo na newyorški borzi NYSE. Leta 1957 je sklad ARD vložil 70.000 USD v podjetje Digital Equipment Company, do leta 1971 je vrednost te investicije narastla na 355 milijonov USD.

V Silicijevi dolini, še eni regiji z visoko gostoto tehnoloških podjetij, se je tvegani kapital pričel pojavljati v poznih 50. in zgodnjih 60. letih prejšnjega stoletja (Florida & Kenney, 1988, str. 310). Prva družba tveganega kapitala v Kaliforniji, Draper, Gaither & Andersen, je bila ustanovljena leta 1958, v poznih 50. letih pa je sledilo več kot 12 novih družb tveganega kapitala v Silicijevi dolini ter na območju San Francisca.

Ena ključnih točk pri razvoju trga tveganega kapitala je bila zagon SBIC programa, ki ga je leta 1958 ustanovila vladna agencija za mala podjetja Small Business Administration (SBA), in je v veljavi še danes. V tem primeru gre za sklade zasebnega kapitala, ki investirajo v mala podjetja (Clarysse, Knockaert & Wright, 2009, str. 9). Program je bil namenjen temu, da zapolni vrzel med dostopnostjo tveganega kapitala ter potrebami malih podjetij na začetku njihove poti.

Struktura progama je edinstvena v tem, da so SBIC družbe v bistvu zasebni skladi, licencirani in regulirani s strani SBA, ki uporabljajo njihov lastni kapital ter sredstva, sposojena z garancijo SBA za investicije v kvalificirana mala podjetja (US Small Business Administration, 2013). SBA ne investira direktno v mala podjetja preko SBIC programa, ampak omogoča financiranje kvalificiranim investicijskim podjetjem z izkušnjami v določenih sektorjih ali industrijah. Pri tem ni uporabljen davkoplačevalski denar, saj so SBIC obveznice periodično prodane zasebnim investitorjem na javnih trgih v obliki SBA garancijskih certifikatov.

Kljub ukrepom za izboljšanje trga tveganega kapitala v ZDA je bila količina tveganega kapitala omejena (Landström, 2007, str. 12). V začetku 70. let je trg še bolj stagniral, predvsem zaradi velikega povečanja davka na kapitalski dobiček iz 25 na 49 odstotkov, kar je zmanjšalo potencialni dobiček na investicijah. Istočasno se je trg soočal s številnimi neuspehi, družbe tveganega kapitala pa niso uspele dobro obvladovati situacije, ki je nastala, zaradi česar se je pojavilo splošno nezaupanje v trg tveganega kapitala. Na koncu 70. let je bil trg tveganega kapitala zelo majhen, homogen v strategiji ter praksi in s šibko konkurenco. Malo investitorjev in podjetnikov je smatralo trg tveganega kapitala za pomembnega pri novih in rastočih podjetjih, zanimanje akademikov je bilo omejeno.

A v zgodnjih 80. letih je trg tveganega kapitala dramatično zrasel zaradi porasta investicijskih priložnosti ter davčnih spodbud (Timmons & Sapienza v Landström, 2007, str. 12). Trg se je povečal iz približno 200 družb tveganega kapitala ter sredstev v višini 2,9 milijarde USD v letu 1979 na skoraj 700 družb ter sredstva v višini več kot 30 milijard USD leta 1989. Obstajajo številni razlogi za tako rast (Bygrave & Timmons, 1992, str. 24), ki jih navajam v nadaljevanju.

- Pred letom 1979 so bili pokojninski skladi omejeni pri investiranju v tvegani kapital, a s spremembo zakonodaje (Employee Retirement Investment Security Act – ERISA) je bilo pokojninskim skladom dovoljeno, da investirajo v bolj tvegane naložbe, kot so skladi tveganega kapitala.
- Ker je tvegani kapital predstavljal zelo majhen delež portfeljev pokojninskih skladov, so skoraj vsi pokojninski skladi investirali neposredno v sklade tveganega kapitala, spremljanje in vrednotenje teh investicij pa je bilo precej omejeno. Sredi 80. let so na trg vstopili svetovalci, ki so svetovali institucionalnim vlagateljem na področju investicij tveganega kapitala, spremljali investicije ter vrednotili potencialne nove sklade.
- Davek na kapitalski dobiček je bil znižan iz 49 % na 28 %; ukrep, ki ni bil pomemben samo za ponudbo kapitala, ampak je imel tudi pozitiven učinek na podjetniško aktivnost, ki je ustvarila več investicijskih priložnosti.
- Pojav novih tehnologij v gospodarstvu (mikroprocesorji, biotehnologija, telekomunikacije ...) je ustvaril plodna tla za investicije tveganega kapitala.

Izjemna rast trga tveganega kapitala v 80. letih je povzročila fundamentalne spremembe v strukturi in funkciji trga (Bygrave & Timmons, 1992, str. 27). Družbe tveganega kapitala so se povečale tako v številu kot velikosti in posledično je začela nastajati heterogenost med podjetji ter večja specializacija glede na investicijske faze, sektor in regijo. Skladi tveganega kapitala so spremenili svojo strategijo ter se premaknili k poznejšim fazam in večjim investicijam.

Po tem obdobju rasti je bil razvoj trga tveganega kapitala med 80. in 90. leti karakteriziran z vzponi in padci (Timmons & Bygrave v Landström, 2007, str. 13). Sredi 80. let so se donosi skladov tveganega kapitala začeli zmanjševati, v glavnem zaradi prekomernega investiranja v različne industrije in vstopa neizkušenih upravljavcev. Investitorji so postali razočarani z nižjimi donosi, upadlo je zbiranje kapitala, zmanjšalo se je tudi število družb tveganega kapitala.

V začetku 90. let se je pojavilo ponovno zanimanje za tvegani kapital (Landström, 2007, str. 13). Nihanja na trgu so se konsolidirala ter stabilizirala. Donosi so se izboljšali predvsem zaradi močnega IPO trga. A vseeno je bil trg tveganega kapitala še vedno zelo skoncentriran na nekaj geografskih območij v ZDA in bi ga lahko smatrali kot omejenega. Navkljub splošnemu izboljšanju na trgu tveganega kapitala, celotne naložbe investorjev tveganega kapitala do leta 1996 niso nikoli presegle 6 milijard USD. Šele konec 90. let je trg začel kazati izjemno rast (Meggison & Smart, 2008, str. 824). Leta 2000 so celotne investicije tveganega kapitala znašale skoraj 100 milijard USD, povprečna investicija pa je znašala 18 milijonov USD na podjetje. Po tem obdobju je trg tveganega kapitala v ZDA upadel zaradi poka internetnega balona, kjer je bil upad večji kot v mnogih drugih državah.

Rast ter dozorevanje trga tveganega kapitala ni bil povsem tekoč proces ter je terjal nekaj desetletij, da je dosegel kritično maso investorjev ter sklenjenih poslov (Clarysse et al., 2009, str. 9). Do 80. let so večino družb tveganega kapitala v ZDA predstavljali javno financirani skladi SBIC. Medtem ko so usposobili številne managerje ter pomagali sektorju tveganega kapitala, da je dosegel kritično maso z zagotavljanjem finančnih sredstev podjetjem v zgodnjih fazah razvoja, je bila njihova sposobnost doseganja dobrih rezultatov omejena z birokratskimi ovirami, pomanjkanjem strokovnega znanja ter napačnim oblikovanjem kapitalske strukture ter spodbud. Aktivnost skladov tveganega kapitala je bila tradicionalno osredotočena na nekaj glavnih regij, ki so posedovale kvalificiran človeški kapital ter prestižne akademske institucije, ki so imele infrastrukturo, da so inkubirale start-up podjetja. V obdobju 1980–2000 sta bili Kalifornija ter Massachusetts dve najbolj zanimivi zvezni državi za investicije v visokotehnološki sektor. V poznih 90. letih so se investicije tveganega kapitala začele širiti geografsko z nastajanjem novih atraktivnih središč, kot so Texas, Maryland ter Severna Karolina, tudi znani kot kraji z najboljšimi izobraževalnimi ustanovami ter visoko kvalificirano delovno silo. Trg tveganega kapitala je v ZDA zrasel iz investicij v višini 568 milijonov USD v letu 1980 na 28,8 milijard USD v letu 2011, v času internetne mrzlice pa je bilo investiranih rekordnih 100 milijard USD.

Zaradi takšnega uspeha si mnoge druge države po svetu trudijo replicirati model ameriškega trga tveganega kapitala s privabljanjem tujih investorjev ter z razvojem lokalnega trga (Aizenman & Kendall, 2012, str. 489). Medtem ko je sektor tveganega kapitala v ZDA velik ter razvit že več desetletij, je preostanek sveta do sredine 90. let dosegal zgolj manjšo rast. Od takrat je bila internacionalizacija tveganega kapitala vodena s strani splošnih dejavnikov, ki poganjajo globalizacijo, kot tudi zgodovinskih dejstev, specifičnih za tvegani kapital. Velik skok rasti internacionalizacije tveganega kapitala se je zgodil v poznih 90. letih v času tehnološkega balona v ZDA. Mnogi ameriški skladi tveganega kapitala so šli zaradi prekomerne ponudbe sredstev iskat priložnosti tudi izven meja ZDA, hkrati pa je rast internetnega sektorja v ZDA privabila tudi številne tuje investitorje tveganega kapitala.

Tvegani kapital je tradicionalno veljal za skrivnosten sektor investicijskega sveta (Green, 2004, str. 972). V zadnjih dveh desetletjih je dramatično povečanje števila skladov tveganega kapitala ter sredstev v upravljanju, hkrati z odmevnimi podjetniškimi projekti v poznih 90. letih, panogo postavilo v središče zanimanja in pozornosti. V letu 1999 je bil povprečen letni donos preko 100-odstoten, nekateri skladi so beležili povrnjene vloške med 10- in 50-kratnikom investiranega kapitala. Na primer 4 milijonska in investicija v podjetje Ciena leta 1994 je bila vredna preko 2 milijardi USD v septembru 2000. Investicija v znesku 8 milijonov USD v podjetje Amazon leta 1996 je bila vredna okrog 4 milijarde USD leta 1999. Investitorji po svetu so si krepko prizadevali, da bi si utrli pot v vodilne sklade tveganega kapitala ter si tako pridobili kos pogače pri takšnih izjemnih donosih. V zgodnjih 90. letih je vsota investicij narasla s povprečno 5 milijard USD letno do preko 90 milijard USD v letu 2000. Med letoma 1999 in 2000 so skladi tveganega kapitala akumulirali preko 250 milijard USD ter investirali preko 150 milijard USD, kar je skoraj toliko, kolikor so poprej zbrali in investirali v 20 letih skupaj. Ta dramatičen porast se je zgodil ob najslabšem možnem času in je sovpadal s popolnim viharjem za tehnološki sektor: pok internetnega balona, strm upad v panogi telekomunikacij ter zmanjšanje investicij v informacijsko tehnologijo. Strm padec so doživeli tudi delniški trgi, sledil je namreč največji triletni upad trga po obdobju velike depresije s praktičnim izginotjem trga javnih izdaj delnic (angl. *initial public offering, IPO*) ter združitvev in prevzemov (angl. *merger & acquisition, M&A*), ki omogočata likvidnost za investicije tveganega kapitala. Rezultat kombinacije teh dogodkov je bil strm upad vrednotenja investicij ter tri zaporedna leta (od 2000 do 2003) negativnih donosov za investitorje tveganega kapitala.

V ZDA so se družbe tveganega kapitala tekom razvoja oblikovale v standardno organizacijsko strukturo (Samila & Sorenson, 2011, str. 339). Vsaka družba vsebuje eno ali več omejenih partnerstev (sklad), katerih življenjska doba je omejena na deset do dvanajst let. Kapital za te sklade pride od partnerjev z omejeno odgovornostjo, primarno od premožnih posameznikov ter institucionalnih investorjev, kot so pokojninski skladi, zavarovalnice ter fundacije. Glavni partner (družba tveganega kapitala) aktivno upravlja kapital, tako da identificira privlačne investicije ter potem spremlja ter svetuje podjetjem, v katere investira, s ciljem maksimizacije donosa. V zameno za storitve družba tveganega kapitala prejme tako fiksno obliko kompenzacije

kot tudi delež kapitalskih dobičkov iz naslova uspešno izvedenih investicij. Tako imajo močno motivacijo, da skrbno izberejo portfeljska podjetja ter jih upravljajo kar se da učinkovito.

V smislu mednarodne difuzije tveganega kapitala je ameriški primer zanimiv, saj je bila zaradi pionirske vloge njegova evolucija organska in neplanirana (Kenney, 2011, str. 1715). Pot od konceptualizacije v zgodnjih 30. letih do rutiniranega procesa v 80. je trajala okrog 50 let. Bil je evolucijski proces, ki je vključeval vizionarje, kot so ustanovitelji ARDC, ter določene člane kongresa, a večina eksperimentiranja je bilo lokalne narave s številnimi propadi podjetij, različnimi poslovnimi modeli, organizacijskimi oblikami ter poslovnimi praksami.

2.1.1 Vloga države pri razvoju trga tveganega kapitala

Pri rasti trga tveganega kapitala v ZDA je pomembno vlogo igrala tudi država. Medtem ko so obstajale številne oblike pomoči za podjetnike v 50. letih prejšnjega stoletja, je po mnenju akademikov ter strokovnjakov le nekaj izmed teh shem imelo pomemben vpliv na transformacijo trga tveganega kapitala (Clarysse et al., 2009, str. 18). Na ponudbeni strani so to SBIC program (Small Business Investment Companies) ter sprememba zakonodaje, na strani povpraševanja pa so programi SBIR (Small Business Innovation Research), ATP (Advanced Technology Program) ter STTR (Small Business Technology Transfer).

Podjetja SBIC so licencirana ter regulirana s strani SBA (Small Business Administration), a jih upravljajo managerske ekipe iz zasebnega sektorja, katerih kvalifikacije ter poslovni načrti so odobreni v sklopu strogega procesa (Clarysse et al., 2009, str. 19). Minimalni kapital v višini 5 milijonov USD za ustanovitev SBIC morajo prispevati kvalificirani zasebni investitorji. Dodaten kapital, ki lahko znaša v višini trikratnika zasebnega kapitala, je potem potencialno na voljo vsakemu SBIC podjetju, zagotovi pa ga SBA s prodajo vrednostnih papirjev, garantiranih s strani SBA. Ta kapital zagotovi na osnovi potreb za podporo investicij ter kritje stroškov. Tako je zasebni kapital izpostavljen tveganju v celoti, preden je tveganju izpostavljen davkoplačevalski denar. SBA redno kontrolira SBIC podjetja, s čimer poskrbi za njihovo finančno stabilnost ter skladnost z regulatornimi okvirji. Konec leta 2005 je SBA investirala preko 6,3 milijarde USD v 418 skladov ter zagotovila 5,1 milijarde USD v obliki posojil. Skupaj z zasebnim kapitalom v višini 12 milijard USD je program skupno dosegel za preko 23 milijard USD sredstev. A ugotovili so, da SBIC investicije niso naslavljalje problema finančnih vrzeli za določene industrijske segmente ter za podjetja, ki jih financerji spregledajo. Obstaja celo možnost, da so prispevali k prekomernem financiranju določenih sektorjev ter izrinjanje zasebnih investitorjev.

Verjetno najbolj pomembna oblika državne podpore, ki je spodbudila povpraševanje po tveganem kapitalu v ZDA, je bila ustanovitev SBIR (Small Business Innovation Research) programa leta 1982 (Clarysse et al., 2009, str. 19). V sklopu tega programa lahko zvezni oddelki ter agencije, ki ocenjujejo predloge na podlagi različnih kriterijev (kvalifikacija za malo podjetje, stopnja inovativnosti, tehnološka vrednost, tržni potencial), dodelijo subvencije malim podjetjem za raziskave ter razvoj inovacij. Analiza dolgoročnega vpliva SBIR programa, v kateri so primerjali podjetja, ki so prejela SBIR financiranje, ter podjetja, ki tega financiranja niso prejela,

je pokazala, da so podjetja v sklopu tega programa kasneje bolj verjetno prejela financiranje s strani skladov tveganega kapitala. Ta podjetja so imela tudi večjo rast prodaje ter zaposlovanja. SBIR program je imel pomembno katalizatorsko vlogo v visokotehnološkem sektorju, saj je zmanjšal informacijsko vrzel med investitorji ter pomagal certificiranim podjetjem pri pridobitvi financiranja skladov tveganega kapitala.

Program ATP (Advanced Technology Program) je leta 1988 ustvaril inštitut NIST (National Institute of Standards and Technology) za spodbujanje tehnološkega razvoja visokotehnoloških industrijskih produktov s potencialom za ustvarjanje gospodarske rasti (Clarysse et al., 2009, str. 19). Tako ATP in SBIR sta programa raziskav in razvoja (angl. *Research and Development, R&D*), ki ciljata na komercializacijo ugotovitev izvedenih raziskav ter razvojnih projektov. Mala podjetja, ki prejmejo subvencijo, začnejo tristopenjski program, med katerim lahko prejmejo financiranje za izkoriščanje tehnične izvedljivosti ter komercializacijskega potenciala. V obdobju 1990–2007 je bilo v sklopu programa odobrenih 4,7 milijarde USD, od tega so mala in srednja podjetja prejela okrog 3 milijarde USD.

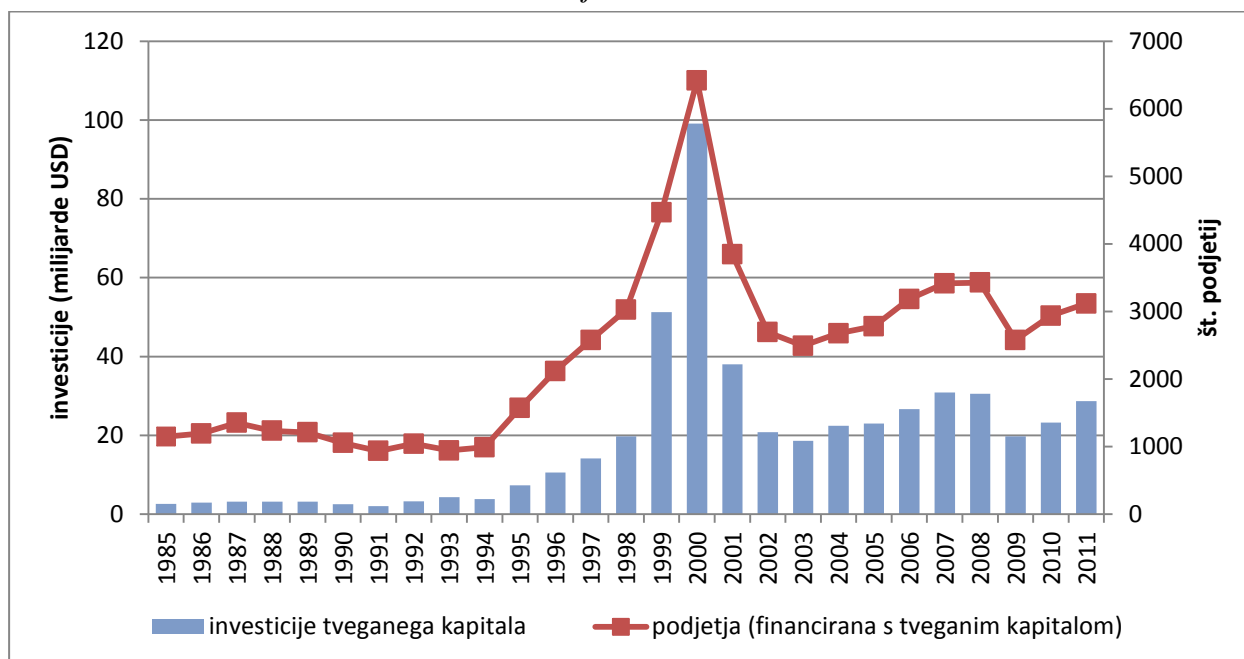
Leta 1992 ustanovljen STTR program (Small Business Technology Transfer) je namenjen financiranju priložnosti s področja raziskav in razvoja inovacij v sklopu javno zasebnih partnerstev (Clarysse et al., 2009, str. 19). Edinstvena lastnost STTR programa je zahteva, da mala podjetja formalno sodelujejo z raziskovalnimi institucijami. Najbolj pomembna vloga tega programa je premostitev vrzeli med bazično znanostjo ter komercializacijo inovacij, ki so rezultat teh raziskovalnih dejavnosti.

Ostali ukrepi ameriške vlade vključujejo zmanjšanje davkov na kapitalski dobiček, sprejetje zakona Bayh-Dole Act, ki dovoljuje prenos lastništva intelektualne lastnine univerzam, četudi so njihove raziskave financirane z javnimi sredstvi, ter sprejetje zakona National Innovation Act, ki je identificiral tri primarna področja za inovacije: financiranje raziskav, povečanje znanstvenega in tehnološkega talenta ter razvoj inovacijske infrastrukture (Clarysse et al., 2009, str. 19).

2.2 Analiza trga tveganega kapitala v ZDA

Po podatkih NVCA (National Venture Capital Association) so investitorji tveganega kapitala v ZDA v obdobju 1985–2011 investirali 516 milijard USD v več kot 64.400 podjetij (NVCA, 2012, str. 10). Samo v času internetnega balona med leti 1997–2000 je bilo investiranih 184,3 milijard USD, kar predstavlja skoraj 36 % celotnega investiranega kapitala v obdobju 1985–2011. Slika 4 prikazuje investicije tveganega kapitala v ZDA, kjer je jasno razviden drastičen poskok v letih 1999 in 2000, ko je bila internetna mrzlica na višku.

Slika 4: Investicije tveganega kapitala ter število podjetij, financiranih s tveganim kapitalom v obdobju 1985–2011

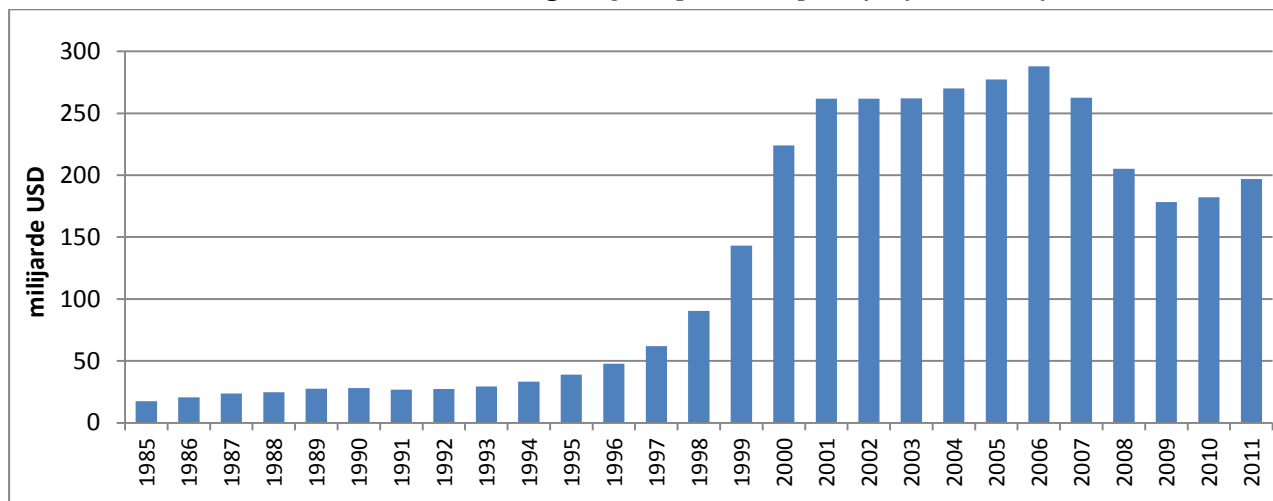


Vir: NVCA, Yearbook 2012, 2012.

Kljub upadu investicij po nastopu gospodarske krize 2008 pa le-te od leta 2009 rastejo ter se postopoma vračajo na predkrizno raven. Investicije tveganega kapitala so se povečale iz 23,3 milijard USD v letu 2010 na 28,7 milijard USD leta 2011, kar predstavlja 23 % porast (NVCA, 2012, str. 12). Število sklenjenih poslov je v letu 2010 znašalo 3.543 ter 3.722 v letu 2011, tj. 5 % več. Razlog za to so predvsem večji posli v poznejših fazah, ki so bili sklenjeni med letom, v pričakovanju javnih izdaj delnic ali prevzemov. Število investicij v poznejših fazah se je znatno zmanjšalo po gospodarski krizi sredi leta 2008. Število tovrstnih poslov med letom 2011 (3772) predstavlja manj kot polovico poslov leta 2000, takrat je število poslov znašalo 8032.

Stopnja aktivnosti ameriškega trga tveganega kapitala je bila v letu 2011 na približno polovici tiste z viška internetne mrzlice leta 2000 (NVCA, 2012, str. 15). V letu 2000 je na primer več kot 1000 podjetij tekom leta investiralo 5 milijonov USD ali več. Leta 2011 je ta vsota znašala komaj polovico. Sredstva tveganega kapitala v upravljanju leta 2011 (196,9 milijarde USD) so se v primerjavi z letom 2010 povečala za 8 %, ko so ta sredstva znašala 182,2 milijarde USD. Kljub temu povečanju pa se sredstva v upravljanju od leta 2006 zmanjšujejo, takrat so znašala rekordnih 287,9 milijard USD. Sredstva tveganega kapitala v upravljanju v ZDA prikazuje Slika 5.

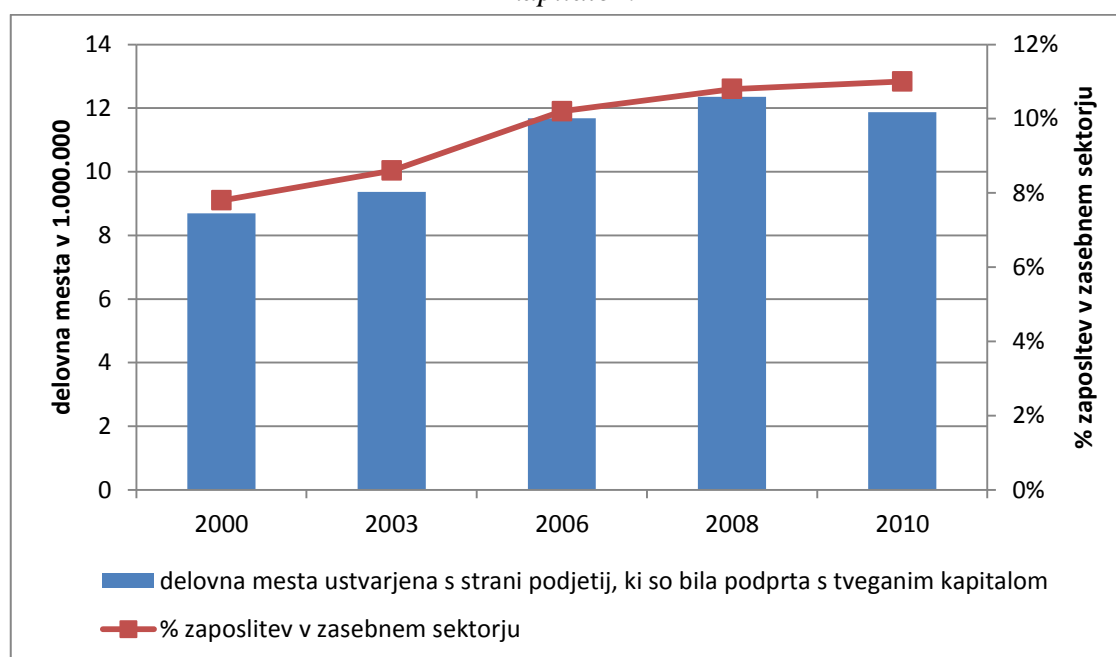
Slika 5: Sredstva ameriških skladov tveganega kapitala v upravljanju v obdobju 1985–2011



Vir: NVCA, Yearbook 2012, 2012.

Leta 2010 so ameriška podjetja, ki so bila v zgodnjih fazah podprta s strani tveganega kapitala, zaposlovala skoraj 12 milijonov ljudi ter ustvarila okrog 3,1 trilijone USD prihodkov (NVCA, 2011, str. 4). Te številke predstavljajo 11 % zaposlenih v zasebnem sektorju ter 21 % ameriškega bruto domačega proizvoda v tem letu. Dejstvo, da investicije tveganega kapitala v inovativna podjetja znašajo manj kot 0,2 % BDP ameriškega gospodarstva vsako leto, kaže na moč teh rastočih podjetij ter pozitiven učinek tveganega kapitala na gospodarstvo, ki krepko presega svojo relativno velikost. Slika 6 prikazuje število delovnih mest, ki so jih ustvarila podjetja, ki so bila podprta s tveganim kapitalom.

Slika 6: Število delovnih mest, ki so jih v ZDA ustvarila podjetja, financirana s tveganim kapitalom



Vir: NVCA, *Venture Impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy*, 2011.

Razumljivo je, da so se zaposlovanje ter prihodki podjetij, financiranih s tveganim kapitalom, skrčili med krizo v letih 2008–2010, a kljub temu po manjših stopnjah kot preostanek ameriškega gospodarstva (NVCA, 2011, str. 8). Recesija v letu 2008 je povzročila izgubo delovnih mest, a je bila le-ta manjša v podjetjih, ki so bila podprta s tveganim kapitalom kot v klasičnih podjetjih. Med letoma 2008 in 2010 je zaposlovanje v privatnem sektorju upadlo za 2,6 %, zaposlovanje v podjetjih, financiranih s tveganim kapitalom, pa le za 2 %, kar je 23 odstotkov manj kot celoten upad. Medtem ko so celotni prihodki, ki so bili ustvarjeni v ZDA, padli za 1,4 %, so prihodki podjetij, financiranih s tveganim kapitalom, v letih 2008–2010 zrasli za 1,5 %. Tovrstna sposobnost podjetij, podprtih s strani tveganega kapitala, da poslujejo bolje kot klasična podjetja (v dobrih in slabih časih), izhaja iz osredotočenosti skladov tveganega kapitala na visoko inovativna ter hitrorastoča podjetja z velikim potencialom rasti (NVCA, 2011, str. 4). Petsto največjih javnih podjetij s koreninami tveganega kapitala je povečalo svojo skupno tržno kapitalizacijo za približno 700 milijard USD (iz 2,1 trilijona USD na 2,8 trilijone USD) v letih 2008–2010.

Geografska lokacija največjih ameriških družb tveganega kapitala je precej koncentrirana (NVCA, 2012, str. 15). Družbe s sedežem v Kaliforniji upravljajo 46 % celotnega tveganega kapitala v ZDA, čeprav imajo ta podjetja investicijske partnerje tudi v drugih zveznih državah ter tudi v tujini. Družbe tveganega kapitala v petih zveznih državah (Kalifornija, Massachusetts, New York, Connecticut, Illinois) upravljajo 80 % celotnega tveganega kapitala v državi. V svetovnem merilu ZDA še vedno ohranjajo približno 70 % delež globalnega trga tveganega kapitala, sledita jim Velika Britanija ter Kitajska (Ernst & Young, 2012, str. 15).

2.2.1 Investicije tveganega kapitala glede na investicijsko fazo

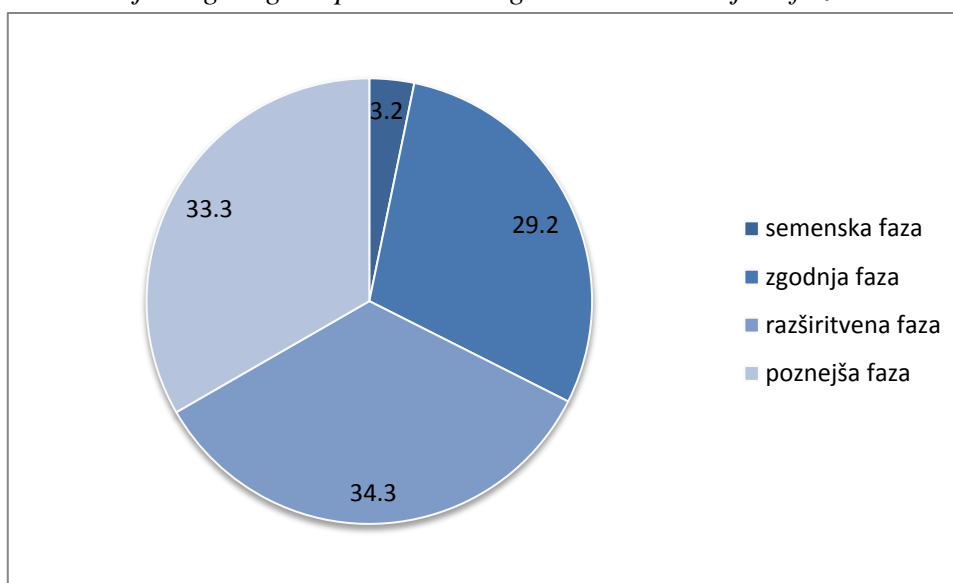
Po uspešnih letih, ko je bilo letno ustanovljenih 1.000 in več novih podjetij, je panoga tveganega kapitala padla na nivo po poku internetnega balona v letu 2009, ko so investitorji financirali 797 novih podjetij. Z letom 2011 pa se zopet beleži povečanje števila podjetij na 1.173 (NVCA, 2012, str. 13). Ne glede na te specifične številke pa je pomembno dejstvo, da vsako prvo financiranje predstavlja svežo obvezo za sklade tveganega kapitala za prihodnje kroge financiranja. Tekma za pozornost ter finančna sredstva skladov tveganega kapitala med obstoječimi podjetji v poznejših fazah ter novoustanovljenimi podjetji se nadaljuje. Obstaja veliko število podjetij v poznejših fazah razvoja, ki bi v drugih položajih gospodarskega cikla že začele javno kotirati na borzi ali bila prevzeta. Ker se je zanimanje za javne izdaje delnic podjetij v letu 2011 povečalo ter je število prevzemov doseglo rekordne vrednosti, so skladi tveganega kapitala sklenili 874 poslov s podjetji v poznejših fazah ali 23,5 % celotnih sklenjenih poslov. Na drugi strani je leta 2011 49,4 % vseh sklenjenih poslov predstavljalo financiranje semenske ter zgodnjih faz, kar je najvišja raven od leta 1995.

Zveza NVCA v svojih letnih poročilih loči štiri faze tveganega kapitala: semenska faza, zgodnja faza, razširitvena faza in poznejša faza (NVCA, 2012, str. 97). V semenski fazi gre za potrditev koncepta. To vključuje razvoj produkta ter tržno raziskavo kot tudi vzpostavljanje management ekipe ter razvoj poslovnega načrta, v kolikor se začetni koraki izkažejo za uspešne. Financiranje

zgodnje faze služi podjetjem za dokončanje razvoja, kjer so produkti večinoma v fazi testiranja ali pilotni proizvodnji. Podjetja so v procesu organizacije, lahko pa so v poslu tri leta ali manj. Običajno imajo takšna podjetja opravljene tržne študije, sestavljeno vodstveno ekipo, razvit poslovni načrt ter so pripravljena ali pa so že pričela poslovati. Faza razširitve vključuje kapital za širitev in rast podjetja in je namenjen za širitev na nove trge, trženje, obratni kapital, razvoj izboljšanega produkta, organizacijo ... Kapital v poznejši fazi se namenja za podjetja, ki so dosegla relativno stabilno rast, kar pomeni da ne rastejo več tako hitro kot v fazi razširitve. Ta podjetja so lahko profitabilna ali ne, zanje pa je značilen pozitiven denarni tok. Slednja faza vključuje tudi podjetja, ki razmišljajo o prvi javni ponudbi delnic.

Leta 2011 je 3.118 podjetij v ZDA zbralo 23,7 milijarde USD (NVCA, 2012, str. 8). Podjetja v semenski fazi so zbrala 931 milijonov USD oz. 3,2 % vseh zbranih sredstev leta 2011. Podjetja v zgodnji fazi so zbrala 8,4 milijarde USD, kar predstavlja 29,2 % zbranih sredstev. Za razširitveno fazo je bilo namenjenih 9,8 milijarde USD ali 34,3 % celotnega zbranega tveganega kapitala, podjetja v poznejši fazi pa so zbrala 9,5 milijarde USD ali 33,3 % zbranih sredstev v letu 2011. Delitev investicij tveganega kapitala v ZDA glede na investicijsko fazo v letu 2011 prikazuje Slika 7.

Slika 7: Investicije tveganega kapitala v ZDA glede na investicijsko fazo v letu 2011 v %



Vir: NVCA, Yearbook 2012, 2012.

2.2.2 Investicije tveganega kapitala glede na sektor

Leta 2011 je pet največjih sektorjev zbralo 20,4 milijarde USD ali 71,2 % celotnega zbranega kapitala (NVCA, 2012, str. 42). 862 podjetij s področja razvoja programske opreme je zbralo 6,8 milijarde USD ali 23,7 % sredstev tveganega kapitala. Ostali največji prejemniki investicij so bili: biotehnologija s 16,7 % deležem, 12,4 % je bilo namenjenih industrijskemu in energetskega sektorju, 10 % za medicinske pripomočke ter 8,4 % za informacijske tehnologije. Čista tehnologija je bila najbolj viden rastoč sektor z rekordno investiranimi 4,5 milijardami USD v letu 2011, kar je 15 % več v primerjavi s prejšnjim letom. Bežno povečanje v povprečni

velikosti sklenjenega posla na 13,3 milijona USD je posledica dveh dejavnikov: močno povečanje poslov poznejših (posledično večjih) faz ter splošen premik h kapitalno učinkovitejšim poslovnim modelom. Celotne investicije v čisto tehnologijo v letu 2011 predstavljajo 15,7 % celotnih investicij tveganega kapitala v tem letu. Iz Tabele 1 je razvidna delitev investicij glede na sektor v letu 2011 ter koliko podjetij je bilo financiranih.

Tabela 1: Investicije tveganega kapitala v ZDA glede na sektor v letu 2011

Sektor	Investicije v milijonih USD	Delež v %	Število podjetij
Programska oprema	6.789	23,7	862
Biotehnologija	4.787	16,7	363
Industrija/Energija	3.560	12,4	247
Medicinske naprave in oprema	2.863	10,0	42
IT storitve	2.416	8,4	307
Mediji in zabava	2.337	8,1	388
Potrošniško blago in storitve	1.182	4,1	90
Polprevodniki	1.177	4,1	26
Telekomunikacije	704	2,5	133
Elektronika	686	2,4	53
Trgovina/Distribucija	409	1,4	43
Finančne storitve	395	1,4	37
Omrežna oprema	376	1,3	64
Računalniška oprema	365	1,3	64
Zdravstvene storitve	351	1,2	85
Poslovni produkti in storitve	231	0,8	295
Ostalo	48	0,2	19
Skupaj	28.675	100,0	3.118

Vir: NVCA, Yearbook 2012, 2012.

V letu 2011 so kalifornijska podjetja prejela 51,2 % vseh investicij tveganega kapitala (NVCA 2012, str. 26). Skupaj je 5 največjih držav prejemnic tveganega kapitala (Kalifornija, Massachusetts, New York, Texas, Illinois) prejelo 77 % vsega tveganega kapitala, investiranega v ZDA, kar kaže, da je ameriški trg tveganega kapitala močno skoncentriran na določene regije.

3 TRG TVEGANEGA KAPITALA V IZRAELU

Na prvi pogled Izrael ne deluje kot očiten prostor za eno vodilnih na znanju temelječih gospodarstev (Clarysse et al., 2009, str. 9). A vendar je zgodba Izraela izjemen primer prenosa tehnologij iz znanstvenih institucij v komercialno uporabo izven meja države, navkljub majhni populaciji, geografski izolaciji, omejenim naravnim virom ter visokim izdatkom za obrambo. Začetki izraelskega trga tveganega kapitala, kot ga poznamo danes, segajo v obdobje 1993–2000. Vladni program Yozma (hebrejska beseda za pobudo) je bil niz novih nacionalnih prioritet, ki so

se pojavile kot odgovor na spremembe notranjega in zunanjega okolja države, vključno z masovno imigracijo v zgodnjih 90. letih iz držav nekdanje Sovjetske zveze (od katerih je bilo veliko znanstvenikov in inženirjev), neučinkovito podporo za raziskave in razvoj ter pomanjkanjem managerskih in komercialnih sposobnosti. Vlada je izbrala tvegani kapital ter podporo start-up podjetjem za nove inovacijske ter tehnološke prioritete tega obdobja.

Razvoj trga tveganega kapitala gre običajno skozi pet faz: družbeno ozadje, prednastanek, nastanek, prestrukturiranje in konsolidacija (Avnimelech & Teubal, 2006, str. 1477). Vsaka faza je sestavljena iz številnih dogodkov in procesov, vključno s podporno politiko države. Osrednji proces je faza nastanka – kumulativen proces, ki vključuje številne med seboj povezane podprocese. Glavni podproces v Izraelu je bila start-up koevolucija, ki je bila kritična povezava med pojavom trga tveganega kapitala ter transformacijo visokotehnološkega grozda v intenziven podjetniški ekosistem.

Nastanek trga tveganega kapitala v Izraelu je bil s ciljno vladno politiko načrtno spodbujen proces, ki je uspel s kombinacijo javnega ter zasebnega kapitala (Avnimelech, 2009, str. 2). Vzporeden proces tega je bila tudi transformacija visokotehnološkega sektorja v intenziven inkubator visokotehnoloških podjetij. Zaradi izjemnega uspeha, ki ga doživlja država Izrael na tehnološkem in podjetniškem področju, se je zanj uveljavila besedna zveza »start-up narod«, ki sta jo skovala avtorja istoimenske knjige Singer in Senor (2009).

3.1 Proces razvoja trga tveganega kapitala

Proces razvoja izraelskega trga tveganega kapitala vključuje dve skupini pogojev: a) tisti, ki se nanašajo na povpraševanje po storitvah tveganega kapitala; b) tisti, ki se nanašajo na hitro rast ponudbe tveganega kapitala (Avnimelech, 2009, str. 3). Obstoj zadostnega povpraševanja po storitvah tveganega kapitala v Izraelu temelji na predhodnem pojavu kritične mase start-up podjetij v fazi prednastanka. Ponudbena stran v fazi prednastanka vključuje liberalizacijo kapitalskih trgov, institucionalne spremembe, prestrukturiranje obrambne industrije, pojav start-up poslovnega modela, eksperimentiranje s storitvami tveganega kapitala od 80. let dalje ter implementacija Yozma programa.

Po podatkih statističnega urada je 20.000 km² velika država Izrael, ko je leta 1948 pridobila neodvisnost, imela 1,17 milijona prebivalcev z agrarnim gospodarstvom (Engel & del-Palacio, 2011, str. 36). Danes je Izrael dom 7,6 milijonov prebivalcem ter velja za eno najbolj naprednih gospodarstev z velikimi investicijami v informacijski in komunikacijski tehnološki sektor. Gospodarski razvoj je bil podprt z močnimi javnimi ukrepi, osredotočenimi na raziskave in razvoj ter delovno mobilnost, s čimer so znanstvenikom omogočili, da so se lahko premikali med javnim in zasebnim sektorjem. Izraelski tehnološki sektor je imel pomemben prispevek pri komercializaciji različnih tehnoloških inovacij, kot so glasovna pošta, internetni požarni zid, instantna sporočila, VoIP tehnologija ter sodobni mobilni plačilni sistemi.

Do poznih 60. let je bila v Izraelu vzpostavljena dobra infrastruktura za razvoj znanosti, tehnologije ter visokega šolstva (Avnimelech, Rosiello & Teubal, 2010, str. 103). Poleg tega so bili leta 1969 določeni novi institucionalni okvirji za spodbujanje inovacij, ustanovljen je bil namreč Urad za znanost pod okriljem Ministrstva za gospodarstvo in trgovino. Vse to je spodbudilo 25–30 let trajajoč evlucijski proces, ki je vodil do nastanka visokotehnološkega grozda ter trga tveganega kapitala v sredini 90. let. Na začetku je bila politika Urada za znanost povečati gospodarsko blaginjo z zagonom na inovacijah temelječega gospodarskega procesa rasti z aplikacijo raziskav in razvoja (R&D) v podjetniškem sektorju. Evlucijski proces razvoja trga tveganega kapitala je potekal v treh fazah (Avnimelech & Teubal, 2004, str. 42): družbeno ozadje (1969–1984), faza prednastanka (1985–1992) ter faza nastanka (1993–2000).

V prvi fazi so bile ustanovljene tri nove univerze ter številni javni raziskovalni inštituti, kar je vodilo do povečane baze kvalificiranih znanstvenikov ter inženirjev (Avnimelech et al., 2010, str. 103). Hkrati je bila oblikovana tudi inovacijska politika s subvencijami za raziskave in razvoj v podjetjih ter industrijski program BIRD-F, ki je spodbujal sodelovanje med izraelskimi ter ameriškimi podjetji pri komercialnih inovacijah. Spodbude so prispevale k močni prisotnosti multinacionalnih podjetij v Izraelu. Sledile so velike investicije v raziskave in razvoj v obrambni industriji. Rezultat tega je bila močna rast R&D podjetij.

Druga faza je vključevala nov zakon o raziskavah in razvoju, ki je vključeval subvencije poslovnemu sektorju ter številne makroekonomske ukrepe ter ukrepe liberalizacije, kot je npr. program stabilizacije cen, liberalizacija kapitala, mednarodne trgovine ter valutnih trgov (Avnimelech et al., 2010, str. 104). Ta faza je sovpadala z globalnimi spremembami, vključno z večjimi priložnostmi za tuja podjetja, da kotirajo na NASDAQ borzi, liberalizacijo komunikacijskega trga v ZDA, Veliki Britaniji in na Japonskem ter internacionalizacijo ameriških investicijskih bank. V Izraelu je potekalo tudi prestrukturiranje vojaške industrije, kar je ustvarilo množico tehnoloških podjetnikov. Ta faza je bila zaznamovana z obširnim učenjem ter eksperimentiranjem na področju podjetništva ter tveganega kapitala, kar je vodilo do ustrezne oblike organizacije tveganega kapitala ter start-up podjetij, ki je bila kasneje implementirana v vladni program Yozma leta 1993. Rezultat je bila ekspanzija neformalnih aktivnosti tveganega kapitala, povečana stopnja ustanavljanja start-up podjetij, ki je vodila do kritične mase, ter kotacija prvih Izraelskih podjetij na tehnološki borzi NASDAQ. Poleg tega so posamezniki ter tuja podjetja prihajali v Izrael iskati nove investicijske priložnosti v visoki tehnologiji. Prioriteta Urada za znanost je bila podpora omenjenim aktivnostim, spodbujanje podjetništva ter vzpostavitve domačega trga tveganega kapitala. Implementirani so bili novi vladni programi: program Inbal (1991), usmerjen v razvoj trga tveganega kapitala, a je spodletel; program Magnet (1992) ter program tehnoloških inkubatorjev leta 1992.

Tretja faza se je začela z implementacijo uspešnega Yozma programa (Avnimelech et al., 2010, str. 104). Yozma je bil odgovor na oslavljen vpliv subvencij na podjetniške programe raziskav in razvoja sredi druge polovice 80. let ter na nove priložnosti za podjetja, ki so se pojavile zaradi tehnološke revolucije, liberalizacije globalnega telekomunikacijskega sektorja in globalizacije

tehnološke borze NASDAQ. Cilj programa je bil dobro razvit domač trg tveganega kapitala z močnimi vezmi z ameriškimi kapitalni trgi ter razvit visokotehnološki grozd. V zadnjih 20 letih je bil izraelski visokotehnološki sektor podvržen dvojni transformaciji: iz vojaške ter obrambne industrije se je preusmeril v civilne komercialne produkte, jedro financiranja inovativnih tehnologij pa je s pomočjo vlade, ki je bila sprva glavni vir financiranja, postal tvegani kapital (Agmon & Messica, 2008, str. 59).

3.1.1 Vloga države pri razvoju trga tveganega kapitala

Izrael je imel precej neobetaven začetek, ko gre za državno pomoč pri spodbujanju trga tveganega kapitala (Clarysse et al., 2009, str. 20). Leta 1992 je bil ustanovljen Inbal program, ki je bil usmerjen k stimulaciji aktivnosti investitorjev tveganega kapitala z garancijo za kritje izgub pri investicijah. Inbal je bila državna zavarovalnica, ki je garantirala do 70 % začetnega kapitala pri skladih tveganega kapitala, ki so kotirali na borzi v Tel Avivu. Ustanovljeni so bili štirje skladi, a brez večjega uspeha (Avnimelech & Teubal, 2002, str. 12). Vrednotenja teh skladov na borzi so bila nizka, skladi pa so se soočali tudi z birokratskimi težavami. Glavni problem programa pa je bil, da ni reševal tržnih in sistemskih pomanjkljivosti, povezanih z nastankom trga tveganega kapitala. Ni bilo mehanizma, ki bi pritegnil talentirane strokovnjake s področja tveganega kapitala in družbe tveganega kapitala s sposobnostjo ustvarjanja dodane vrednosti. Program ni spodbujal kolektivnega učenja in ni ustvaril povezave z dodatnimi skladi za investiranje v poznejše faze ter z borznim trgom za izvedbo javnih ponudb delnic (IPO). Obenem je bil izpostavljen tudi volatilnosti borznega trga ter kratkoročnemu razmišljanju. Skladi finančno niso bili uspešni ter niso pridobili dodatnega kapitala, zato je bil program ukinjen, saj je bil njegov družbeni vpliv zelo majhen.

Leta 1993 je v veljavo stopil program Yozma, ki je temeljil na 100-milijonskem (USD) skladu tveganega kapitala v lasti države, osredotočen na dve funkciji: investicije v zasebne sklade tveganega kapitala ter neposredne investicije v visokotehnološka podjetja (Avnimelech & Teubal, 2003, str. 13). Program je omogočil financiranje za vrsto družb tveganega kapitala, običajno 40 % kapitala (Clarysse et al., 2009, str. 20). Vsota je bila omejena na 8 milijonov USD na sklad, pri čemer so morali zasebni investitorji prispevati 12 milijonov USD. 80 milijonov USD javnega denarja je bilo investiranega v 10 skladov, 20 milijonov USD pa je bilo investiranih neposredno v podjetja. Prispevek države je stimuliral pritegnitev dodatnih 150 milijonov USD s strani zasebnih domačih ter tujih vlagateljev. Tekom življenjske dobe teh skladov je bilo financiranih več kot 200 podjetij. Na račun številnih uspešno izvedenih investicij Yozma skladov v letih 1996–1998 se je razširila mreža investitorjev tveganega kapitala, na izraelski trg so vstopile mnoge mednarodne družbe, kar je sprožilo učinek kolektivnega učenja na trgu tveganega kapitala. Yozma skladi so bili leta 2000 privatizirani, ko so smatrali, da je sektor dovolj zrel. Posledica programa Yozma je prisotnost več kot 30 tujih skladov tveganega kapitala, ki poslujejo v Izraelu. Program Yozma je z vzvodom povečal začetnih 100 milijonov USD na 250 milijonov do leta 1996 ter 2,9 milijarde USD sredstev v upravljanju leta 2001.

Primer Izraela nakazuje, da lahko premišljena državna intervencija pomaga pri odpravi nepopolnosti trga, ko pa so njeni cilji doseženi, je najbolj smiselno, da se umakne. Izraelska vlada je dala pobudo na strani ponudbe preko ustanovitve Yozma program v trenutku, ko so tudi dejavniki na strani povpraševanja, vključno z visoko stopnjo raziskav in razvoja, imigracijo ter izobraženo delovno silo, bili na mestu (Clarysse et al., 2009, str. 20).

Medtem ko je splošno znano, da je bila spodbuda na strani ponudbe tisti ukrep, ki je zaslužen za nastanek in razvoj izraelskega trga tveganega kapitala, pa je šla vlada veliko dlje, tako da je stimulirala tudi povpraševanje po tveganem kapitalu (Clarysse et al., 2009, str. 20). Številne iniciative so bile sprejete za stimuliranje povpraševanja. Ena od teh spodbud je bila Tnufa, ki je predsemenska investicijska subvencija, ki krije do 85 % stroškov v maksimalnem znesku 50.000 USD na projekt. Poleg tega je bilo ustanovljenih veliko tehnoloških inkubatorjev, ki priskrbijo podobne subvencije kot Tnufa. Država je ustanovila tudi sklad Heznek, ki investira v start-up podjetja s kritjem do 60 % odobrenih stroškov. Pri tem so uvedli tudi opcijo za zasebne vlagatelje, da lahko odkupijo delež države v roku 5 letih po prvotnih ceni z obrestmi. Te sheme so zasnovane, da stimulirajo ponudbo visokokakovostnih podjetji ter posledično povpraševanje po tveganem kapitalu.

Izrael ima številne programe, ki spodbujajo raziskave in razvoj (R&D) ter transfer tehnologije na mednarodni osnovi, kot je na primer BIRD program, ki omogoča financiranje za projekte, v katerih izraelska start-up podjetja komercializirajo njihovo tehnologijo z ameriški podjetji (Clarysse et al., 2009, str. 20). Od 2005 dopolnilo k zakonu o raziskavah in razvoju dovoljuje transfer znanja, ki izhaja iz javnofinanciranih raziskav, izven meja. Ustanovili so tudi številne programe za mala in srednja podjetja ter tradicionalne industrije, kot tudi 21 milijonov USD velik sklad za nanotehnologijo ter 25 milijonov USD velik sklad za biotehnologijo.

Ostale iniciative vključujejo zakon o spodbujanju industrijskih raziskav in razvoja, ki je bil sprejet 1985 ter je bil tekom let večkrat dopolnjen (Clarysse et al., 2009, str. 20). Središče programa so finančne spodbude za podjetja, ki ustrezajo določenim kriterijem za inovativne ter izvozno usmerjene izdelke. Program MAGNET podpira raziskave in razvoj novih generičnih tehnologij, kar poteka v konzorciju partnerjev, saj so bili rezultati pridobljeni v konzorciju boljši, kot če bili doseženi individualno. Program velja tudi za primer dobre prakse inovacijskih mrež. Program MAGNETON je različica programa MAGNET ter dodeljuje financiranje za sodelovanje med industrijskimi podjetji ter akademskimi skupinami s ciljem transferja tehnologij v gospodarstvo.

3.1.2 Yozma program

Obstaja širok konsenz, da je eden glavnih dejavnikov, ki je sprožil nastanek izraelskega trga tveganega kapitala, državni program Yozma. Štiri skupine dejavnikov so odgovorne, da je Yozma postal učinkovit inkubator visokotehnoloških podjetij (Avnimelech, 2009, str. 6):

- ugodno družbeno okolje;

- eksperimentiranje vladnih politik ter tržnih sil v obdobju pred nastankom;
- čas – časovno prekrivanje implementacije Yozma programa na eni strani ter naraščajočega NASDAQ indeksa in razvijajočega IT sektorja na drugi;
- uspešna zasnova ter implementacija Yozma programa.

Družbeni dejavniki, ki so v tistem času prispevali k razvoju trga tveganega kapitala, so bili: industrijski program podpore raziskavam in razvoju, prestrukturiranje vojaške industrije, masovne imigracije visokoizobraženih ljudi iz nekdanje Sovjetske zveze ter okno novih globalnih priložnosti, ki jih je prinesla IT revolucija (Avnimelech, 2009, str. 6). Ti dejavniki so v kombinaciji s kulturnim premikom, ko se je v družbi podjetništvo začelo smatrati za nekaj prestižnega, začeli ustvarjati val podjetniških aktivnosti v zgodnjih 90. letih. Lahko celo trdimo, da je bilo v začetku delovanja programa izrazito povpraševanje po storitvah tveganega kapitala. Baza start-up podjetij je vsebovala tudi nekatera izjemno kakovostna podjetja, kot so RAD Group, Checkpoint, Ornet, Galileo, M-systems.

Program je se je začel izvajati leta 1992, prvi sklad pa je bil ustanovljen leta 1993 (Avnimelech & Teubal, 2004, str. 13). Ekspliciten cilj programa je bil ustvariti trdno osnovo za konkurenčen trg tveganega kapitala s kritično maso, pridobiti znanje od tujih investorjev ter ustvariti mrežo mednarodnih poznanstev. Temeljlil je na istoimenskem skladu v lasti države s sredstvi v višini 100 milijonov USD, usmerjenim v dve funkciji (Avnimelech & Teubal, 2004, str. 13):

- investirati v zasebne sklade tveganega kapitala (Yozma funds – 80 % sredstev);
- neposredne investicije v visokotehnoška podjetja preko sklada Yozma Venture Fund (20 % sredstev krovnega sklada).

Temeljni namen je bil spodbuditi ustanavljanje domačih skladov tveganega kapitala, ki bodo investirali v mlada izraelska podjetja s podporo države in udeležbo uglednih tujih investorjev tveganega kapitala (Avnimelech, 2009, str. 7). Vsak Yozma podsklad je moral kot partnerja angažirati eno tujo institucijo skupaj z uveljavljeno izraelsko finančno institucijo. Sklad tveganega kapitala je moral biti popolnoma nova organizacija, ki ni bila v lasti nobene obstoječe finančne institucije. S tem so želeli zagotoviti konkurenčen trg, ki ni vpet v rutine starega finančnega sistema. Ko je sklad izpolnil te pogoje, je država preko Yozme prispevala 40 % (do 8 milijonov USD) zbranih sredstev. Namen je bil, da 100 milijonov USD državnih sredstev pritegne vsaj 150 milijonov USD sredstev privatnega sektorja (domači in tuji). Vsak Yozma podsklad je imel nakupno opcijo (angl. *call option*), da je lahko odkupil delež države v obdobju 5 let. Na ta način Yozma ni samo omogočil deljenega tveganja za investitorje, ampak tudi stimulacijo za povečanje svojih donosov preko odkupa deleža države oziroma privatizacije sklada. Tovrstne stimulacije so spodbudile tudi prihod profesionalnih podjetij tveganega kapitala ter izkušenih upravljalcev. Program je omogočil tudi kolektivno učenje od drugih ob obvezni udeležbi tujih finančnih institucij, med katerimi je bila večina izkušenih tujih skladov tveganega kapitala.

3.1.3 Učinki Yozma programa

V celoti je Yozma program ustvaril 10 zasebnih skladov tveganega kapitala, sklad Yozma pa je bil leta 1998 privatiziran (Avnimelech, 2009, str. 9). Šest skladov je bilo ustanovljenih leta 1993 (Gemini, Star, Pitango, Walden, Invantech, JVP), dva leta 1994 (Nitzanim, Eurofund), eden leta 1995 (Medica) ter eden v letu 1996 (Vertex). Celoten kapital, ki so ga zbrali Yozma skladi, je bil 263 milijonov USD (od tega 100 milijonov USD prispevek države), investirali pa so v 164 start-up podjetij. Celotno število portfeljskih podjetij v Tabeli 2 je sicer 217, a velja omeniti, da je pri določenih podjetjih šlo za sindiciranje več skladov pri investicijah. V 56 % primerov so ti skladi postopoma izvedli uspešno izhodno strategijo v obliki javne izdaje delnic na borzi ali prodaje portfeljskega podjetja. Tabela 2 prikazuje značilnosti in lastnosti skladov Yozma programa.

Tabela 2: Yozma skladi – kapital, tuji partnerji in portfelj

Ime sklada	Leto ustanovitve	Kapital (milijoni USD)	Tuji partner	Država tujega partnerja	Število portfeljskih podjetij	Izstop iz investicij v %
Eurofund	1994	20	Daimler-Benz, DEG	Nemčija	14	50
Gemini	1993	36	Advent	ZDA	25	52
Invantech	1993	20	Van Leer Group	Nizozemska	33	48
JVP	1993	20	Oxton	ZDA	12	83
Medica	1995	15	MVP	ZDA	10	50
Nitzanim	1994	20	AVX, Kyocera	Japonska	13	54
Polaris (Pitango)	1993	20	CMS	ZDA	19	68
Star	1993	20	TVM Siemens	Nemčija	27	56
Vertex	1996	39	Vertex Int., Singapore Tech	ZDA, Singapur	29	55
Walden	1993	33	Walden International	ZDA	21	48
Yozma	1993	20	/	izraelska vlada	16	63
Skupaj		263			217	56

Vir: G. Avnimelech, VC policy: Yozma program 15-years perspective, 2009, str. 7.

Velik skok v aktivnosti skladov tveganega kapitala se je zgodil leta 1993, ko so Yozma ter zasebni skladi tveganega kapitala zbrali 162 milijonov USD v primerjavi s 27 milijoni USD, zbranimi leto poprej (Avnimelech, 2009, str. 10). Zatem je sledila strma rast izraelskega trga

tveganega kapitala, tako v smislu zbranega kapitala kot v številu skladov. V tem času so začeli neposredno v izraelska podjetja investirati tudi prvi tuji skladi tveganega kapitala. Kasneje so nekateri ustanovili tudi svoje podružnice v Izraelu (Benchmark Capital, Sequoia Capital, Intel Capital ter drugi). Yozma program je spodbudil dinamičen, kumulativen proces, vključujoč učenje ob delu ter učenje od izkušenih tujcev, ki je prispeval k izkoriščanju ekonomij obsega ter specializaciji. Vse to nakazuje, da so sredstva sklada Yozma v višini 250 milijonov USD, zbrana med obdobjem 1993–1996 (preostalih 13 milijonov USD je bilo zbranih po letu 1996 samo s strani zasebnih investitorjev), znatno prispevala k oblikovanju kritične mase, ki je sprožila kumulativen proces rasti trga tveganega kapitala v drugi polovici 90. let. Dodaten pokazatelj uspeha Yozma sklada je njegova razširitev v obliki novih skladov. Večini Yozma podskladov je sledilo 3 ali več dodatnih novih skladov. Konec leta 2000 je skupina Yozma upravljala sredstva v višini 3,2 milijarde USD, kar predstavlja 54 % vsega kapitala, ki so ga zbrali skladi tveganega kapitala v obdobju 1993–2000. Nekateri nekdanji Yozma podskladi danes veljajo za največje ter najuspešnejše izraelske sklade tveganega kapitala, kar prikazuje Tabela 3.

Tabela 3: Največji izraelski skladi tveganega kapitala glede na zbrana sredstva v obdobju 1992–2011 (v milijonih USD)

Uvrstitev	Družba tveganega kapitala	Sredstva v upravljanju (1992–2011)	Zbran kapital (2004–2011)
1	Pitango	1.285	630
2	Gemini	696	350
3	Evergreen	648	200
4	Genesis	618	255
5	Carmel	608	437
6	JVP	692	200
7	Sequoia Israel	580	400
8	Giza	562	246
9	Star	497	0
10	Benchmark Capital	490	250
Skupaj		6.676	2.968

Vir: IVC Research Center, IVC 2012 Yearbook: Israeli High-Tech, Venture Capital and Private Equity Directory, 2012.

Pojav ter razvoj trga tveganega kapitala se je odvijal med drugo fazo pojava tehnološkega grozda v obdobju 1996–1998 (Avnimelech, 2009, str. 12). Za to fazo je bila značilna pospešena rast aktivnosti skladov tveganega kapitala tako z vstopom številnih igralcev na strani ponudbe (skladi tveganega kapitala) kot tudi na strani povpraševanja (start-up podjetja). Število start-up podjetij, ustanovljenih tri leta pred implementacijo programa Yozma, je bilo okrog 200. Zatem je v letih 1993–1995 sledilo povečanje na okrog 440 novih podjetij, sledil pa je znaten porast v naslednjih letih (do 2000 novih start-up podjetij). Te spremembe kažejo na velik in pozitiven vpliv implementacije Yozma programa ter povečane dostopnosti tveganega kapitala. Medtem ko se neposreden vpliv Yozma programa kaže v 164 financiranih podjetij s tveganim kapitalom,

posreden vpliv vključuje tudi pospešitev ustanavljanja start-up podjetij v tehnološkem grozdu. Drug indirektni učinek je prihod novih skladov tveganega kapitala. Leta 1993 je bilo ustanovljenih 8 novih skladov tveganega kapitala (od tega 6 Yozma podskladov), v letu 1997 pa je sledil nov val skladov, ki je bil rezultat uspešno izvedenih izstopnih strategij Yozma podskladov.

Tabela 4: Rezultati programa Yozma v letu 2004

Vladna investicija	Število skladov tveganega kapitala	Število podjetij, financiranih s tveganim kapitalom	Preživela podjetja (2004)	Število zaposlenih (2004)	Celoten izvoz v mil. USD (2004)	Zbrani davki v mil. USD (2004)
100 milijonov USD	10	164	103	6000	1200	100

Vir: T. Agmon & A. Messica, Venture capital funds, financial foreign direct investment and the generation of local comparative advantage in the technology sector in Israel, 2008, str. 60.

Rezultati Yozma programa so bili izjemni. Kot je razvidno iz Tabele 4, ki prikazuje rezultate programa, je v 12 letih vladna investicija iz leta 1992 v višini 100 milijonov USD skupaj z investicijami ameriških ter izraelskih skladov tveganega kapitala ustvarila za preko 1,2 milijarde USD v izvozu (Agmon & Messica, 2008, str. 60). V desetletnem obdobju 1995–2005 je izraelska vlada investirala več kot 3 milijarde USD v domači visokotehnološki sektor preko Urada za znanost na Ministrstvu za gospodarstvo in trgovino. Največ investicij je bilo v podjetja v zgodnjih fazah. V istem obdobju so skladi tveganega kapitala zbrali in investirali več kot 11 milijard USD, večino v start-up podjetja ter podjetja v poznejših fazah razvoja, kar predstavlja skoraj štirikratnik vladnega prispevka. Ta investicija je ustvarila vrednost v višini 23 milijard USD v obliki IPO (javnih ponudb delnic) ter M&A (prevzemi in združitve) poslov.

V obdobju 1998–2003 je izraelski informacijski in komunikacijski sektor (ICT) zrasel za 50 %, njegov prispevek k izraelskemu BDP pa se je povečal iz 8,8 % v letu 1998 na 12,4 % v letu 2003 (Agmon & Messica, 2008, str. 60). Letni izvoz se je skoraj podvojil iz 6,6 milijarde USD na 10,8 milijarde USD. Število zaposlenih v ICT sektorju se je v tem obdobju povečalo za 60 % iz 100.000 na 160.000. Večina proizvodnje izraelskega visokotehnološkega sektorja se izvozi v bodisi konvencionalni obliki proizvodov ali storitev bodisi v obliki inovativnih tehnologij, pogosto s prenosom delov ali celotnih podjetij v ZDA ali druge države. Leta 2006 je bilo 45 prevzemov lokalnih podjetij, ki so jih izvedle mednarodne korporacije, v višini 9,7 milijarde USD. Ta podatek izključuje 4-milijarden prevzem podjetja Iscar Metalworks, ki ga je izvedlo podjetje Berkshire Hathaway v lasti enega najbogatejših Američanov Warrena Buffeta.

3.2 Razlogi za uspeh tveganega kapitala v Izraelu

Pomembnost novih inovativnih podjetij za gospodarski razvoj je široko priznana, a vloga novih visokotehnoloških ter izvoznousmerjenih podjetij je v Izraelu vitalnega pomena (Chorev & Anderson, 2006, str. 162). Izrael je majhen ter geografsko izoliran od glavnih trgov, sooča se z varnostnimi težavami, a razvija kulturo, ki spodbuja razvoj z znanjem bogatih novih tehnologij. Nova podjetja z vrhunskimi tehnologijami ter potencialom visoke rasti so tako sredstva za doseg nacionalnega cilja gospodarske neodvisnosti.

Singer in Senor (2009, str. 190) Izrael opisujeta kot relativno mlado državo s 7,6 milijona prebivalci, obdano s sovražniki, v stalnem vojnem stanju od njenega samega začetka ter brez naravnih virov. Uspeh Izraela je, da mu je uspelo premagati izzive, s katerimi se je soočal, ter jih preoblikovati v prednosti, ki danes sestavljajo temelje njegove kulture inovacij. Težave vseh vrst, kot so vojna, majhnost, izoliranost, pomanjkanje naravnih virov, so prisilile Izraelce, da so bili iznajdljivi, inovativni, da so naredili več iz manj ter bili globalno usmerjeni od samega začetka. Dejstvo, da se Izraelci dobro znajdejo v težkih situacijah, je najbolj vidno v času kriz. Ko je v letih 2000 in 2001 počil internetni balon ter spodletel mirovni proces, bi marsikdo pričakoval, da bo izraelski tehnološki sektor, takrat star samo nekaj let, izginil. Namesto tega je Izrael pridobil večji delež globalnega trga tveganega kapitala v letu 2005 kot v letu 2000. Podobno je bil v sedanji gospodarski krizi Izrael med najmanj prizadetimi ter med prvimi, ki si je opomogel med razvitimi narodi. Povprečna rast BDP med leti 2004 in 2011 je bila 4,4 %. Tabela 5 prikazuje rast BDP za posamezno leto v obdobju 2004–2011.

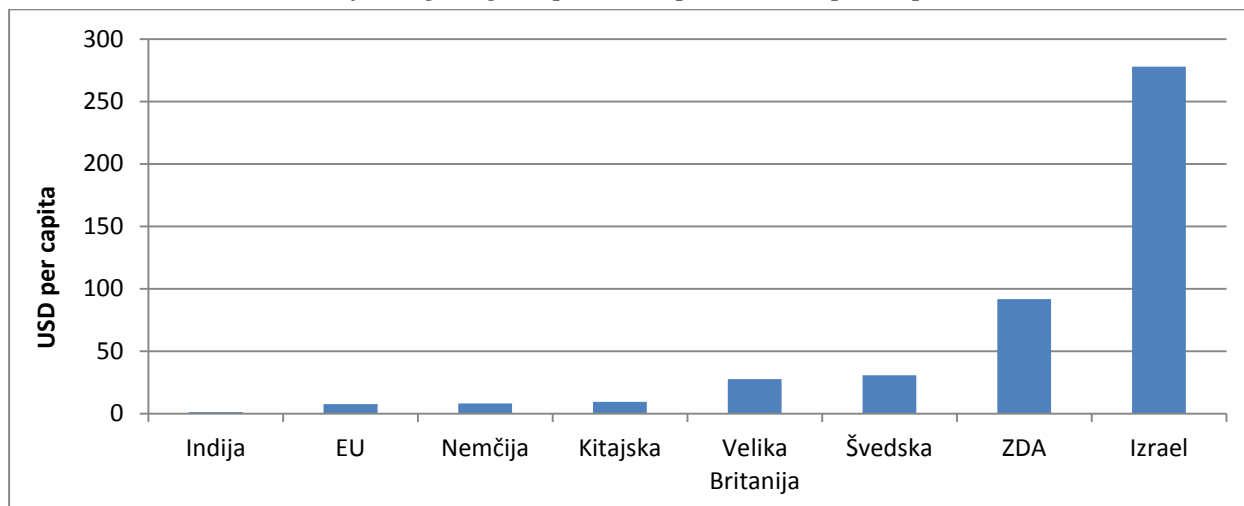
Tabela 5: Realna rast izraelskega bruto domačega proizvoda

Leto	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
rast BDP v %	5,1	4,9	5,7	5,3	4,0	0,8	4,8	4,7

Vir: Israel GDP Data & Country Report, 2013.

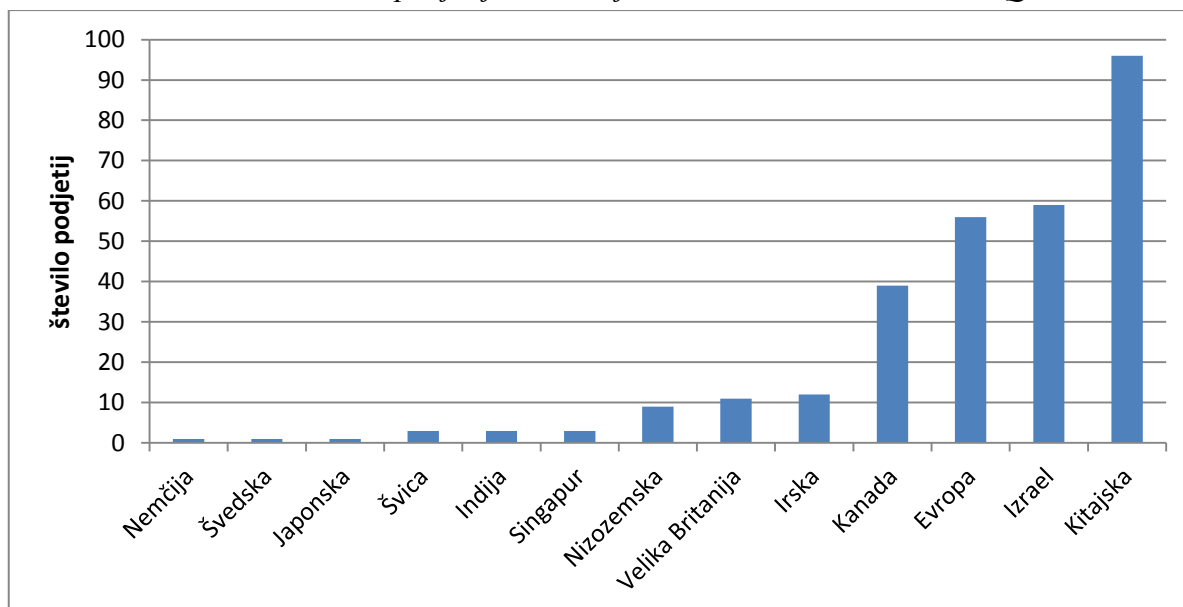
Tehnološka podjetja ter globalni investitorji si močno prizadevajo najti pot v Izrael, kjer najdejo edinstveno kombinacijo drznosti, ustvarjalnosti ter zagona, kamorkoli se ozrejo (Singer & Senor, 2009, str. 29). Ena razlaga je, da številne težave, s katerimi se je soočal Izrael, zahtevajo iznajdljivost (Singer & Senor, 2009, str. 36). Ostale manjše države, kot so Južna Koreja, Singapur in Tajvan, tudi beležijo impresivno rast, vendar nobena od njih ni ustvarila podjetniške kulture ter množice start-up podjetij, primerljivih z Izraelom. Izrael ima največjo gostoto visokotehnoloških start-up podjetij na svetu. Še bolj zanimivo je dejstvo, da ta podjetja pritegnejo več investicij tveganega kapitala na prebivalca (per capita) kot katerakoli druga država – trikrat več kot ZDA, 30-krat več kot Kitajska ter 38-krat več kot EU. Investicije tveganega kapitala na prebivalca v različnih državah prikazuje Slika 8.

Slika 8: Investicije tveganega kapitala na prebivalca (per capita) v letu 2011



Izrael ima glede na velikost populacije največje število start-up podjetij na svetu. Po podatkih raziskovalnega centra IVC Research obstaja v Izraelu na 1.450 prebivalcev eno start-up podjetje. Izrael ima tudi več podjetij, ki kotirajo na tehnološki borzi NASDAQ, kot katerakoli država izven ZDA, z izjemo Kitajske, ter več kot celotna Evropa skupaj, kar prikazuje Slika 9.

Slika 9: Število neameriških podjetij, ki kotirajo na tehnološki borzi NASDAQ v letu 2013



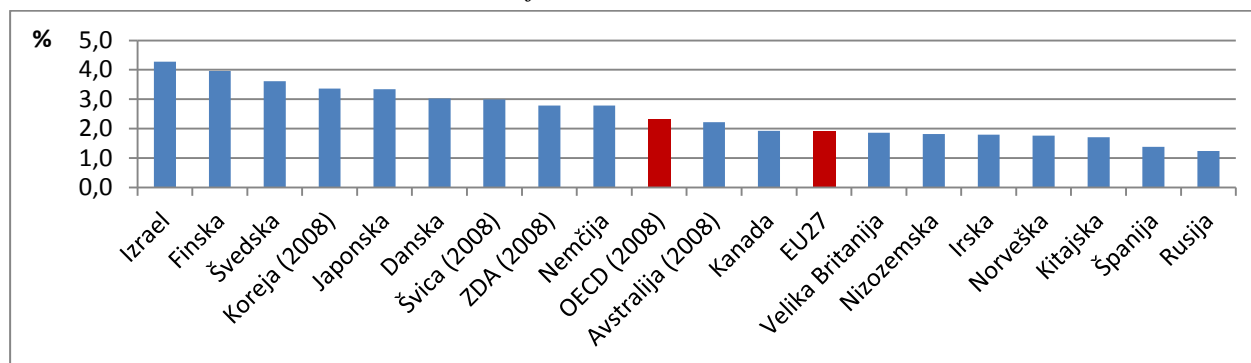
Vir: *Companies by regions, 2013.*

Izrael je postal drugi največji »izvoznik« tujih podjetij v ZDA za Kanado (Hasan & Waisman, 2010, str. 215). V obdobju 1985–2003 se je več kot 120 izraelskih podjetij odločilo za kotacijo na ameriških borzah z izvedbo prve javne ponudbe delnic (IPO). Akumulirano število izraelskih podjetij v ZDA je bilo večje od vseh ostalih držav skupaj, z izjemo Kanade.

A Izrael ni zanimiv samo zaradi številnih start-up podjetij. Omenjena država vodi na področju vlaganja v raziskave in razvoj gledano kot delež bruto domačega proizvoda (OECD, 2011, str.

76). Izdatki za raziskave in razvoj (R&D) so eden najbolj široko uporabljenih meritev inovacijskih inputov države. Intenziteta R&D (R&D kot delež BDP) se uporablja kot indikator relativne stopnje investicij v generiranju novega znanja. Izrael ima najvišjo intenziteto R&D na svetu, izdatki za raziskave in razvoj presegajo 4 % bruto domačega proizvoda. Skoraj 80 % investicij za R&D prihaja s strani podjetij. Povprečje intenzitete R&D držav OECD znaša 2,3 % BDP. Slika 10 prikazuje vlaganja v R&D kot delež BDP v letu 2009 v različnih državah članicah OECD.

Slika 10: Investicije v R&D kot delež BDP leta 2009



Vir: OECD, *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2011*, 2011.

Izrael ima dobro razvit in vzpostavljen nacionalni znanstveni in inovacijski sistem. Odločitve pri sprejemanju razvojnih R&D programov in usmeritev se sprejemajo v sodelovanju s privatnim sektorjem na različnih stopnjah. Glede na pomanjkanje narodnih resursov se je Izrael pozicioniral kot na znanju temelječe in izvozno usmerjeno gospodarstvo z zgodovinsko močno mednarodno orientacijo na področju znanstvenih ter ekonomskih aktivnosti. Izraelski nacionalni znanstveni in inovacijski sistem je poleg močne intenzitete R&D karakteriziran tudi z visoko razvito raziskovalno infrastrukturo javnega in zasebnega sektorja (European Commission, 2006, str. 1).

Tehnološki velikani, kot so Microsoft, IBM, Intel, Google ter HP, so tu ustanovili velike raziskovalne centre za svojo dejavnost (Himanen, Au & Margulies, 2011, str. 32). Izraelski inovatorji so zaslužni za razvoj širokega nabora tehnologij, od namakalnih sistemov do glasovne pošte. Z vidika intelektualnega kapitala ima glede na populacijo Izrael visok delež znanstvenikov in inženirjev, saj ima približno 130 znanstvenikov in inženirjev na 10.000 zaposlenih, medtem ko jih imajo ZDA 80, Japonska pa 75 (Chorev & Anderson, 2006, str. 163).

Leta 1990 je imel Izrael zgolj 2 sklada tveganega kapitala. Danes je tam preko 90 skladov, ki investirajo v visokotehnološka podjetja ter tudi v ostale sektorje. Izrael je dom številnim visokotehnološkim podjetjem ter ima preko 50 podjetij, ki kotirajo na ameriški tehnološki borzi NASDAQ, zato je razumno, da mnoge dežele zavidajo uspeh Izraela pri spodbujanju nastanka in razvoja inovativnih podjetij. Na prvi pogled lahko primer Izraela odvrne druge države, da bi se zgledovale po njem, saj določeni faktorji uspeha Izraela niso praktični za prenos in uporabo drugod. Ti dejavniki so (OECD, 1997, str. 10):

- izraelska vojska (Israel Defense Force – IDF), ki ima izrazit pomen pri razvoju visoke tehnologije. Tehnološko znanje (know-how), ki je pridobljeno med služenjem vojaškega roka, je bilo uporabljeno pri mnogih podjetnikih, ki so ustanovili svoja podjetja.
- Edinstveni dejavniki so prispevali h kulturi v Izraelu, ki je naklonjena k tveganju. Še več, lahko bi rekli, da je pripravljenost na tveganje videna kot znak časti.
- Država ima ogromen intelektualni kapital, h kateremu je prispeval tudi val migrantov iz nekdanje Sovjetske zveze, med katerimi je bilo mnogo visoko izobraženih.

A vendarle nekatere pobude, ki so jih izvedli v Izraelu, lahko služijo kot uporaben primer za drugod (OECD, 1997, str. 10):

- izraelska vlada je leta 1993 zagotovila 100 milijonov USD za zagon sklada tveganega kapitala Yozma. Yozma se je razvil v 9 hibridnih skladov ter ima velike zasluge za vlogo katalizatorja, ki je ustvaril cvetoč trg tveganega kapitala v Izraelu. Leta 1996 se je država odločila, da je zasebni sektor tveganega kapitala dovolj zrel, da lahko država izstopi iz Yozma sklada. Uspešno so prodali svoj delež v podjetjih, sklad Yozma in njegovi podskladi pa so bili privatizirani ter predani v roke zasebnim investicijskim partnerjem.
- Urad za znanost ponuja radodarne subvencije, pomaga podjetjem pri financiranju R&D stroškov za projekte, ki so usmerjeni v izvoz. V povprečju start-up podjetje prejme okrog 150.000 USD letno.
- Izraelska vlada ponuja privlačne davčne spodbude ter subvencije za pritegnitev ameriških tehnoloških podjetij. Podjetje Intel je na primer prejelo pomoč pri financiranju 1,5 milijarde USD vredne naložbe.
- Te spodbude so koordinirane z vrsto drugih programov, kot so vladni programi posojil za mala podjetja, državni sklad za razvoj malih podjetij ter aktiven program tehnoloških inkubatorjev.

3.2.1 Družbeni dejavniki

Za takšen uspeh Izraela, kot tehnološkega inkubatorja, so zaslužni različni družbeno-ekonomski dejavniki, med katerimi so zlasti vidni sledeči: »chutzpah«, vojska, družbeno okolje, iznajdljivost ter imigracije.

»Chutzpah« je beseda, ki opisuje drznost, izzivalnost, odločnost, aroganco in predstavlja izraelsko mentaliteto, stanje duha (Singer & Senor, 2009, str. 28). »Chutzpah« je prisoten povsod; gre za način, kako študentje komunicirajo s profesorji, delavci pri delu izzovejo nadrejene, vojaki oporekajo generalom ter uradniki dvomijo v odločitve ministrov. Vse to opisuje »chutzpah«; je karakterna lastnost, ki označuje skepticizem, odločnost, dvomljivost,

pomislike ter ugovarjanje. Za Izraelce je to naravno stanje bivanja. V življenju se doma, v šoli ali v vojski naučijo, da je nepopustljivost norma in molk nekaj, s čimer tvegaš, da boš na poti ostal zadaj. Dotična miselnost pojasnjuje dejstvo, da Izraelci nenehno inovirajo ter izboljšujejo stvari.

Geopolitičen položaj Izraela ne velja za ravno ugodnega in je zato kultiviral družbene lastnosti, ki so bistvene v podjetništvu: kreativnost, tveganje, pripravljenost na poraz ter nagnjenost k dvomljenju v avtoriteto (Himanen et al., 2011, str. 33). Obvezno služenje vojaškega roka aktivno krepí te lastnosti. S starostjo 18 let morajo vsi nearabski državljani Izraela služiti v izraelski vojski, moški za obdobje treh let, ženske pa dve leti. Določene vojaške enote so postale tehnološki kampi, kjer imajo Izraelci možnost sodelovati pri projektih ter misijah, kjer se srečujejo z izjemno napredno ter sofisticirano tehnologijo. Izraelci pridejo iz vojske ne le s prvovrstnimi izkušnjami z najboljšimi tehnologijami, ampak s treningom v timskem delu, orientaciji, vodstvenih sposobnostih ter z željo, da naprej služijo svoji domovini s prispevkom v razvoju tehnološkega sektorja, kar je v ponos vsakemu Izraelcu. A vojska ima veliko širši kulturni vpliv poleg usposabljanja elitnih enot. Obvezno služenje vojaškega roka prinese tudi zrelost in odgovornost. V vojski se naučijo tudi iznajdljivosti in improvizacije, kar pomeni, da jim določijo nalogo, ki jo morajo opraviti, sami pa morajo ugotoviti, kako. Zlasti v nenehnem stanju pripravljenosti meje padajo; mladi ljudje poveljujejo svojim učiteljem ali šefom, nihče ne salutira in vojaki naslavljajo generale z vzdevkom. Hierarhija se tako naravno skrči. Vse to ustvarja neformalno ter nehierarhično kulturo izven vojske, kar je kritičnega pomena za eksperimentalno orientirano ter inovativno gospodarstvo. Državni vojaško-industrijski kompleks, ki je dobro finančno podprt, velja za velik inkubator inovacij, kjer se vojaška tehnologija preliva v civilne aplikacije. Nekdanji člani elitne tehnološko-obveščevalne enote 8200 so ustanovili vodilna visokotehnološka podjetja, kot so CheckPoint, ICQ, Nice, AudioCodes in Gilat.

Brez dvoma pa je pomembno vlogo pri nastanku Izraela kot inovacijskega središča imela tudi imigracija, saj je Izrael dežela imigrantov (Himanen et al., 2011, str. 33). V tej majhni državi s 7,6 milijona prebivalci obstaja namreč preko 70 različnih narodnosti. Imigranti so po naravi bolj nagnjeni k tveganju, saj so s tem, ko zamenjajo življenjsko okolje, pripravljeni začeti znova. Velik val imigrantov iz bivše Sovjetske zveze v 90. letih je v Izrael prinesel obilico inženirskega talenta, kar je ugodno vplivalo na razvoj tehnološkega sektorja. Izrael je tudi imigrantom naklonjena dežela, saj si jih prizadeva pritegniti čim več.

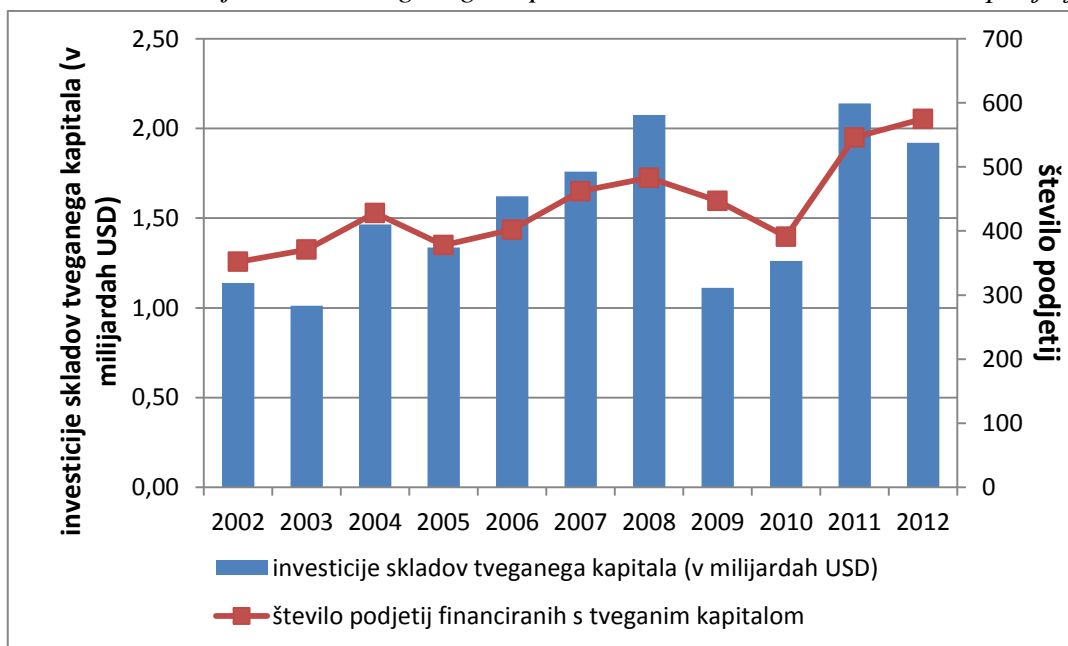
Lep dokaz, da je Izrael inovacijski grozd, leži tudi izven koncentracije informacijsko-komunikacijskega sektorja (angl. *information and communication technology, ICT*), saj so prakse, ki so jih osvojili pri razvoju ICT podjetij, uspešno implementirali pri nastanku povsem novih panog (Engel & del-Palacio, 2011, str. 38). Izrael je danes tehnološka velesila na področju biotehnologije ter medicinskih naprav. Glede na statistične podatke izraelskega patentnega urada je 65 % od okrog 7000 patentnih prijav, ki so vložene vsako leto, s področja kemije, medicinskih naprav ter biotehnologije.

3.3 Analiza trga tveganega kapitala v Izraelu

Na izraelskem trgu tveganega kapitala je aktivnih več kot 90 skladov tveganega kapitala (Venture Capital in Israel, 2013). Številne vodilne mednarodne družbe tveganega kapitala imajo predstavništva v Izraelu: Alta Berkeley Venture Partners, Sequoia Capital, Benchmark Capital, Battery Ventures, Bessemer Venture Partners, BlueRun Ventures, Blumberg Capital, Bridge Capital Fund, Canaan Partners, Defta Partners, Lightspeed Venture Partners, Susquehanna Growth Equity, Venrock ... Poleg tega je aktivnih tudi veliko mednarodnih skladov (Polaris Venture Partners, Accel Partners, Greylock Partners ...), ki nimajo predstavništva v Izraelu, ampak investirajo v izraelska podjetja preko lokalnih partnerjev. Divizije vodilnih multinacionalnih podjetij (Intel, HP, Sony, TimeWarner, Cisco ...), ki so odprle svoje R&D centre ter prevzele izraelska podjetja, so ugotovila, da Izrael ponuja številne priložnosti na trgu tveganega kapitala ter zato aktivno sodelujejo tudi kot investitorji tveganega kapitala. Izraelski cvetoč trg tveganega kapitala je igral pomembno vlogo pri izjemni rasti tehnološkega sektorja. Področje z visoko koncentracijo visokotehnoloških podjetij, imenovano Silicon Wadi (hebrejsko silicijeva dolina), se po pomembnosti nahaja takoj za prvim mestom, ki ga zaseda kalifornijska Silicijeva dolina.

Kot je razvidno iz Slike 11, je leta 2012 575 izraelskih visokotehnoloških podjetij zbralo 1,92 milijarde USD od domačih ter tujih investorjev, kar je 10 % manj kot leta 2011, ko je 546 izraelskih visokotehnoloških podjetij zbralo 2,14 milijard USD, kar je bila največja zbrana količina tveganega kapitala v zadnjih 12 letih (IVC Research Center, 2012). Leto 2012 je bilo rekordno v smislu števila podjetij (575), ki so bila financirana s tveganim kapitalom.

Slika 11: Investicije skladov tveganega kapitala v izraelska visokotehnološka podjetja



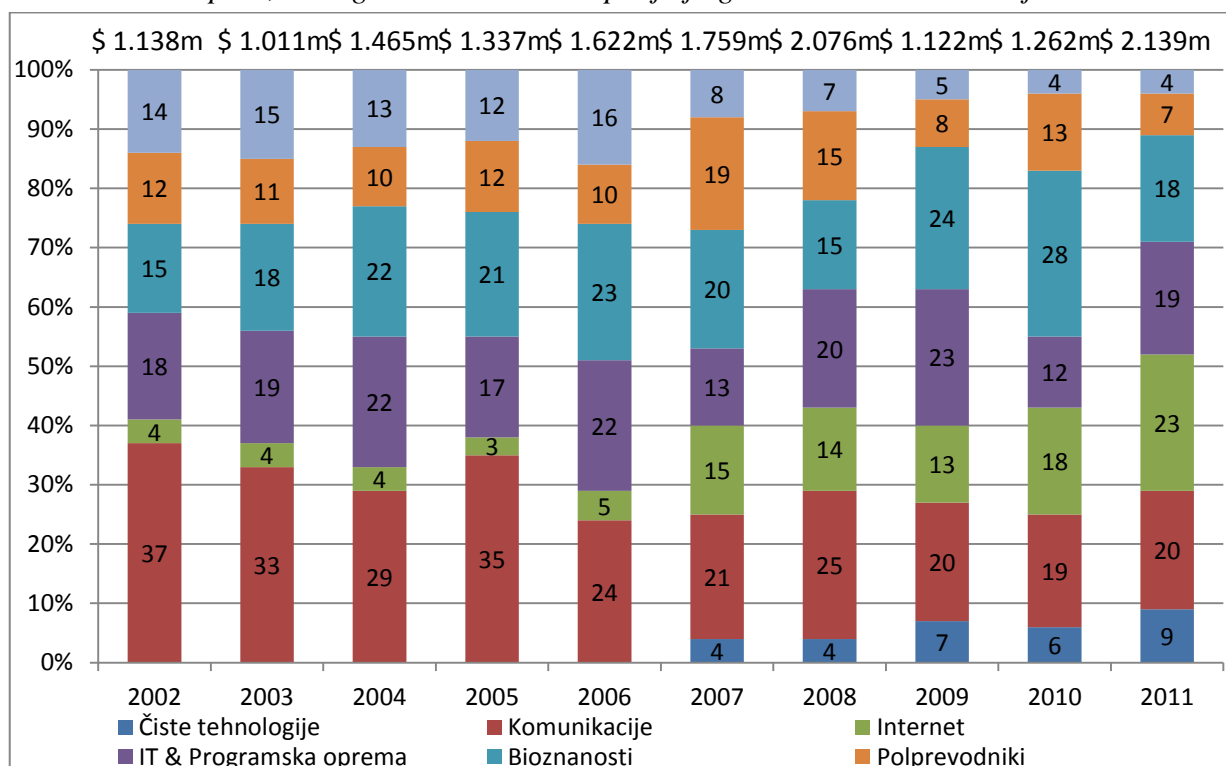
Vir: IVC Research Center, IVC 2012 Yearbook: Israeli High-Tech, Venture Capital and Private Equity Directory, 2012.

Kapital, ki so ga zbrala izraelska podjetja v letu 2011 (2,14 milijarde USD), predstavlja 70-odstotni porast v primerjavi z 1,26 milijarde USD, zbranih v letu 2010 (IVC Research Center, 2012, str. 16). Leta 2009 je bilo zbranih 1,12 milijarde USD. Povprečen krog financiranja podjetij je bil 3,92 milijona USD v letu 2011, 3,23 milijona USD v letu 2010 ter 2,51 milijona USD leta 2009.

3.3.1 Investicije tveganega kapitala glede na sektor

Leta 2011 je internetni sektor prvič v desetletju pritegnil največji delež investicij s 23 % celotnega kapitala, zbranega s strani visokotehnoloških podjetij (IVC Research Center, 2012, str. 17). Internetnemu sektorju so sledila komunikacijska podjetja z 20 %, nato sektor programske opreme z 19 % ter naravoslovne znanosti z 18 %. Sektor čiste tehnologije je zbral 9 %, polprevodniški sektor 7 %, preostali 4 % pa pripadajo mešanim podjetjem. Slika 12 prikazuje, da je internetni sektor v obdobju 2002–2011 postopoma pridobival vedno večji delež, medtem ko se je delež komunikacij zmanjševal. Od leta 2007 dalje si pot z vedno večjim deležem utira čista tehnologija.

Slika 12: Kapital, ki so ga zbrala izraelska podjetja glede na sektor v obdobju 2002–2011



Vir: IVC Research Center, IVC 2012 Yearbook: Israeli High-Tech, Venture Capital and Private Equity Directory, 2012.

Tabela 6 prikazuje zbran kapital izraelskih visokotehnoloških podjetij glede na različne sektorje leta 2011. V letu 2011 je 115 internetnih podjetij zbralo 482 milijonov USD oz. 23 % celotnega kapitala, ki so ga zbrala izraelska visokotehnološka podjetja (IVC Research Center, 2012, str. 17). Leto pred tem so zbrala 222 milijonov USD (18 % vsega zbranega kapitala), leta 2009 pa 147 milijonov USD oz. 13 % zbranih sredstev. Internetna podjetja tako postajajo vedno bolj

zanimiva za investitorje, saj je delež investicij v ta podjetja (gledano z vidika vseh investicij) iz 4 % v letu 2002 narastel na 23 % v letu 2011 ter tako predstavlja največji delež od celotnega investiranega tveganega kapitala v izraelska podjetja. Povprečen krog financiranja pri internetnih podjetjih je v letu 2011 znašal 4,19 milijona USD.

Tabela 6: Kapital, ki so ga zbrala izraelska visokotehnološka podjetja glede na sektor leta 2011

Sektor	Zbran kapital	Delež celotnega zbranega kapitala v %	Število podjetij	Delež izraelskih skladov tveganega kapitala v %
Internet	482	23	115	22
Komunikacije	432	20	88	18
Programska oprema	415	19	95	27
Bioznanosti	395	18	120	28
Čista tehnologija	189	9	48	21
Polprevodniki	147	7	49	43
Ostalo	79	4	31	22
Skupaj	2.139	100	546	25

Vir: IVC Research Center, IVC 2012 Yearbook: Israeli High-Tech, Venture Capital and Private Equity Directory, 2012.

Komunikacijska podjetja so leta 2011 zbrala 432 milijonov USD (20 % zbranega kapitala), kar predstavlja 82 % povečanje v primerjavi z letom 2010, ko so zbrala 238 milijonov USD (19 % vseh sredstev) (IVC Research Center, 2012, str. 17). Leta 2009 so podjetja s področja komunikacij zbrala 219 milijonov USD, tj. 20 % vseh zbranih sredstev v tem letu. Povprečen investiran znesek tveganega kapitala v komunikacijska podjetja je leta 2011 znašal 4,91 milijona USD.

V sektorju programske opreme je 95 podjetij zbralo 415 milijonov USD (19 % celotnega zbranega kapitala) v letu 2011, kar predstavlja 276 % rast v primerjavi z letom 2010, ko je bilo zbranih 150 milijonov USD (12 % zbranega kapitala) (IVC Research Center, 2012, str. 18). Leta 2009 so ta podjetja zbrala 258 milijonov USD (23 % celotnega zbranega kapitala). Povprečna investicija v letu 2011 v podjetja s področja programske opreme je bila 4,37 milijona USD.

120 podjetij s področja bioznanosti je zbralo 395 milijonov USD (18 % celotnega zbranega kapitala), kar je 13 % več kot leta 2010 (350 milijonov USD) ter 45 % več kot leta 2009 (272 milijonov USD) (IVC Research Center, 2012, str. 18). Znotraj bioznanosti je podsektor medicinskih naprav pritegnil za 218 milijonov USD investicij ali 55 % zbrane vsote celotnega sektorja ter 10 % kapitala, ki so ga zbrali vsi sektorji skupaj. Povprečen krog financiranja znotraj sektorja naravoslovnih znanosti je v letu 2011 znašal 3,29 milijona USD.

Leta 2011 je 48 podjetij, ki se ukvarjajo z razvojem čistih tehnologij, zbralo 189 milijonov USD (9 % zbranega kapitala v tem letu), kar je največja zbrana vsota od leta 2007 (IVC Research

Center, 2012, str. 18). Leta 2010 so ta podjetja zbrala 83 milijonov USD, leta 2009 pa 80 milijonov USD. Znotraj te panoge je 87 % delež pripadal energijskem podsektorju. Povprečna investirana vsota v podjetja s področja čistih tehnologij je bila 3,94 milijona USD.

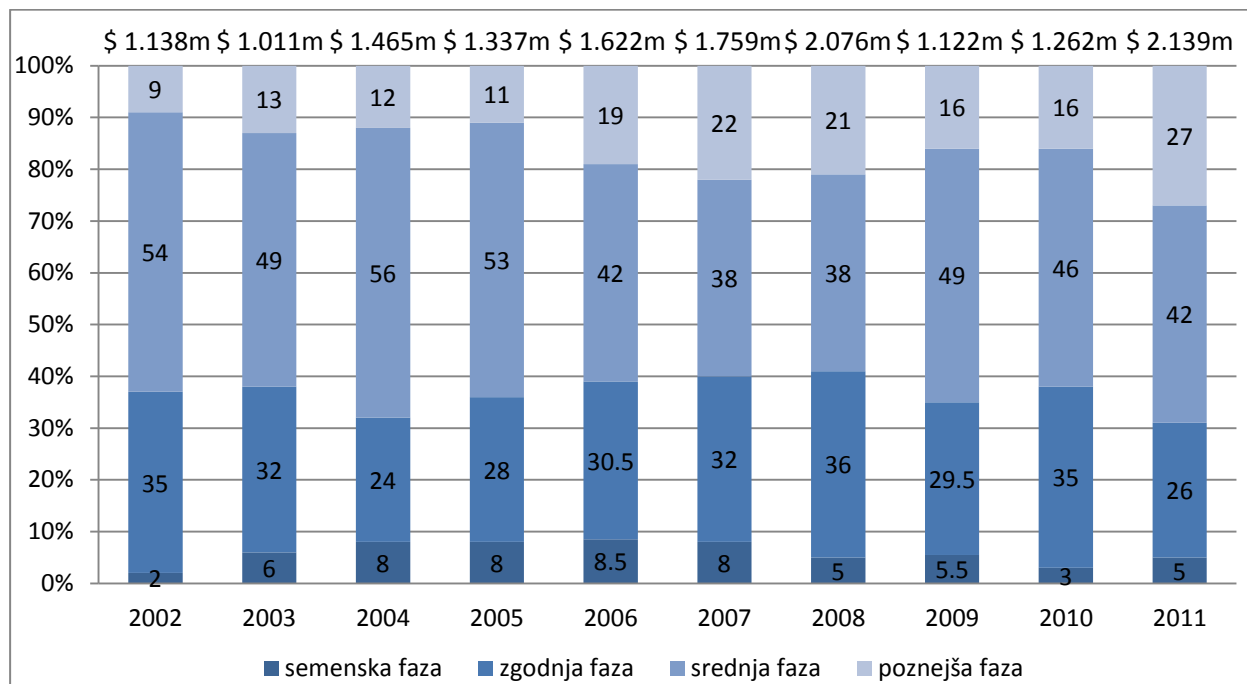
49 podjetij s področja polprevodnikov je zbralo 147 milijonov USD v letu 2011, tj. 7 % vseh zbranih sredstev (IVC Research Center, 2012, str. 18). Leta 2010 je bilo v ta podjetja investiranih 171 milijonov USD, leta 2009 pa 93 milijonov USD. Povprečna investicija znotraj tega sektorja je znašala 3 milijone USD.

Preostalih 31 tehnoloških podjetij je zbralo 79 milijonov USD (4 % celotnega zbranega kapitala) v letu 2011 (IVC Research Center, 2012, str. 18). V letu 2010 so ta podjetja zbrala 48 milijonov USD, leta 2009 pa 53 milijonov USD. Povprečen investiran znesek v tej kategoriji je bil 2,55 milijona USD.

3.3.2 Investicije tveganega kapitala glede na investicijsko fazo

Visokotehnološka podjetja so glede na investicijsko fazo po klasifikaciji izraelske raziskovalne organizacije IVC Research Center razdeljena v štiri kategorije: semenska faza, zgodnja faza, srednja faza (letni prihodki do 10 milijonov USD) ter poznejša faza, kjer letni prihodki podjetij znašajo preko 10 milijonov USD (IVC Research Center, 2012, str. 19). Slika 13 prikazuje, kakšna je bila delitev kapitala pri izraelskih visokotehnoloških podjetjih glede na investicijsko fazo v obdobju 2002–2011.

Slika 13: Kapital, ki so ga zbrala izraelska podjetja glede na investicijsko fazo v obdobju 2002–2011 v %



Vir: IVC Research Center, IVC 2012 Yearbook: Israeli High-Tech, Venture Capital and Private Equity Directory, 2012.

Tabela 7 prikazuje kapital, ki so ga zbrala izraelska visokotehnološka podjetja glede na investicijsko fazo v letu 2011.

Tabela 7: Kapital, ki so ga zbrala izraelska visokotehnološka podjetja glede investicijsko fazo leta 2011

Sektor	Zbran kapital (2011)	Delež celotnega zbranega kapitala v %	Število podjetij	Delež izraelskih skladov tveganega kapitala v %
Semenska faza	96	5	105	18
Zgodnja faza	563	26	152	27
Srednja faza	903	42	230	27
Poznejša faza	577	27	59	20
Skupaj	2.139	100	546	25

Vir: IVC Research Center, IVC 2012 Yearbook: Israeli High-Tech, Venture Capital and Private Equity Directory, 2012.

Leta 2011 je 105 podjetij v semenski fazi zbralo 96 milijonov USD ali 5 % celotnih zbranih sredstev (IVC Research Center, 2012, str. 19). Za primerjavo s prejšnjima letoma so podatki sledeči: 45 podjetij je v letu 2010 zbralo 38 milijonov USD (3 % vseh sredstev), kar je bila najmanjša zbrana vsota s strani podjetij v semenski fazi od leta 2004. V letu 2009 je 77 podjetij zbralo 63 milijonov USD, kar predstavlja 5,5 % zbranih sredstev. V kategoriji semenskih investicij so podjetja, ki se ukvarjajo z razvojem programske opreme, leta 2011 pritegnila največji delež, tj. 29 %, sledijo pa jim podjetja s področja polprevodnikov s 25 % deležem. Povprečna vsota financiranja semenskih podjetij je bila 0,91 milijona USD.

152 podjetij v zgodnji fazi je zbralo 563 milijonov USD (26 % vseh zbranih sredstev) v letu 2011, kar je 27 % povečanje iz 443 milijonov USD, ki jih je zbralo 134 podjetij leta 2010 (IVC Research Center, 2012, str. 19). Leta 2009 je 144 podjetij zbralo 333 milijonov USD. Med podjetji v zgodnji fazi so podjetja s področja bioznanosti zbrala največji delež kapitala – 38 odstotkov, sledila so jim komunikacijska podjetja s 15 % deležem. Povprečen krog financiranja je za podjetja v zgodnji fazi znašal 3,7 milijona USD.

Podjetja v srednji fazi razvoja so vodila v zbiranju sredstev (IVC Research Center, 2012, str. 20). V letu 2011 je tako 230 podjetij zbralo 903 milijone USD, kar predstavlja 42 % celotnega zbranega kapitala. Leta 2010 je 180 podjetij zbralo 582 milijonov USD, leta 2009 pa je bilo financiranih 187 podjetij, višina investicij pa je znašala 548 milijonov USD. Znotraj skupine podjetij v srednji fazi so komunikacijska podjetja pridobila največji delež – 25 odstotkov, sledila so jim podjetja s programsko opremo z 21 % deležem. Povprečen znesek financiranja podjetij v srednji fazi je znašal 3,93 milijona USD.

59 podjetij v poznejši fazi je zbralo 577 milijonov USD (27 % vseh sredstev) v letu 2011, medtem je bilo leto poprej zbranih 199 milijonov ter 178 milijonov leta 2009 (IVC Research

Center, 2012, str. 20). Znotraj te skupine so največji delež kapitala zbrala internetna podjetja (36 %), sledila pa so jim podjetja s področja programske opreme z 21 %. Povprečen investiran znesek v tej fazi je znašal 9,78 milijonov USD.

3.3.3 Aktivnosti izraelskih skladov tveganega kapitala

Izraelski skladi tveganega kapitala so leta 2012 zbrali 607 milijonov USD, kar je skoraj 24 % manj kot leta 2011 (IVC Research Center, 2012, str. 16). Med vodilnimi skladi so Sequoia V, Pitango VI ter Magma III zbrali kombinirano vsoto 450 milijonov USD, kar predstavlja 74 % celotnega kapitala, ki so ga zbrali izraelski skladi v letu 2012. Mikro skladi tveganega kapitala so nadaljevali s privabljanjem investitorjev, šest mikro skladov je zbralo 83 milijonov USD, tj. skoraj 14 % celotnega zbranega kapitala. Štirje od 12 skladov, ki so zbrali kapital leta 2012, so bili novi na lokalnem trgu tveganega kapitala. Leta 2011 je bilo 8 novih skladov, izraelski skladi pa so tega leta zbrali 796 milijonov USD (Venture Capital Fund Raising, 2013). Leta 2010 ni bilo zbranega nič kapitala, leta 2009 pa so izraelski skladi zbrali 334 milijonov USD.

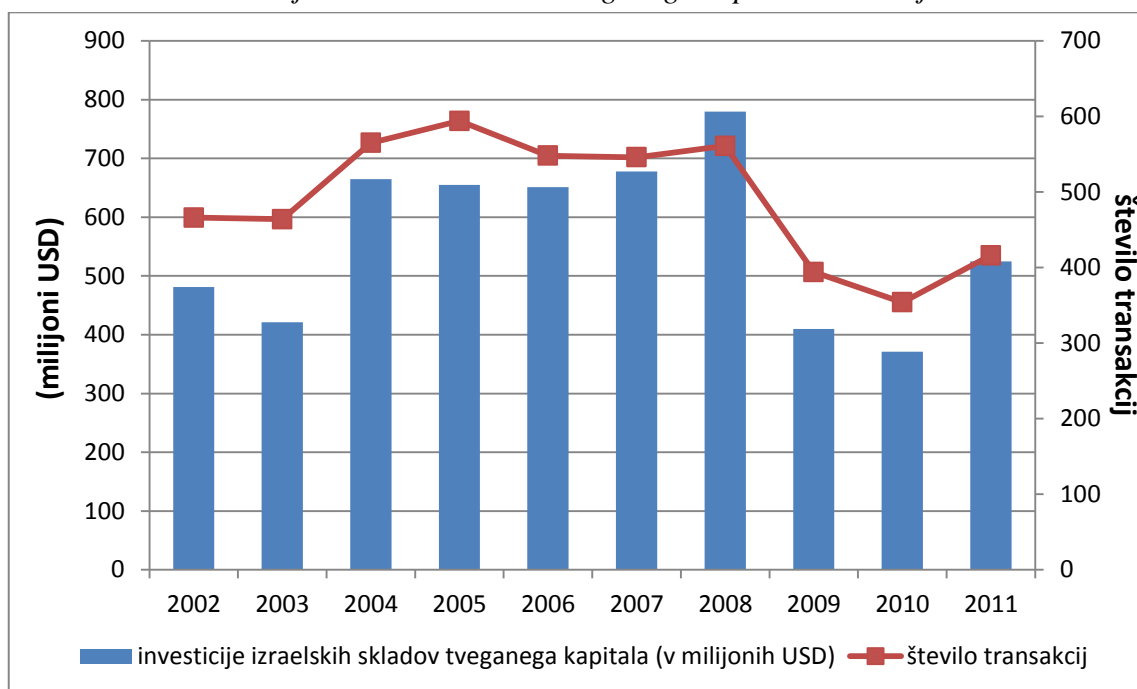
Razvoj izraelskega trga tveganega kapitala je razdeljen v šest ciklov zbiranja kapitala, ki so se začeli odvijati leta 1992 ter dosegli vrh leta 2000, ko je bilo zbranih preko 2,8 milijarde USD (Venture Capital Fund Raising, 2013). Šesti in trenutni cikel se je začel 2011, od prejšnjih dveh ciklov (od 2004) dalje so izraelski skladi zbrali 6,7 milijarde USD ali 60 % od 11,1 milijard USD, ki so bili zbrani od leta 2000.

V obdobju 2003–2012 so izraelskih skladi tveganega kapitala zbrali 6,77 milijarde USD (Venture Capital Fund Raising, 2013). Kapital, ki je bil na voljo za investicije v izraelskih skladih tveganega kapitala v začetku leta 2013, je znašal približno 2,1 milijarde USD. Znotraj tega zneska je 484 milijonov USD (23 %) namenjenih za prve investicije, preostanek pa je rezerviran za nadaljnje investicije (angl. *follow-on investment*).

Od 516 milijonov USD, ki so jih investirali izraelski skladi tveganega kapitala v letu 2012, je bilo 195 milijonov USD (38 %) alociranih za prve investicije, medtem ko je bilo 321 milijonov USD (62 %) namenjenih za nadaljnje investicije v podjetja, v katera so investirali že prej (High-Tech Capital Raising, 2013).

V letu 2011 so izraelski skladi tveganega kapitala investirali 525 milijonov USD v izraelska podjetja, kar predstavlja skoraj 42 % porast v primerjavi z letom 2010, ko je bilo investiranih 371 milijonov USD. Iz Slike 14 so razvidne investicije izraelskih skladov tveganega kapitala v obdobju 2002–2011.

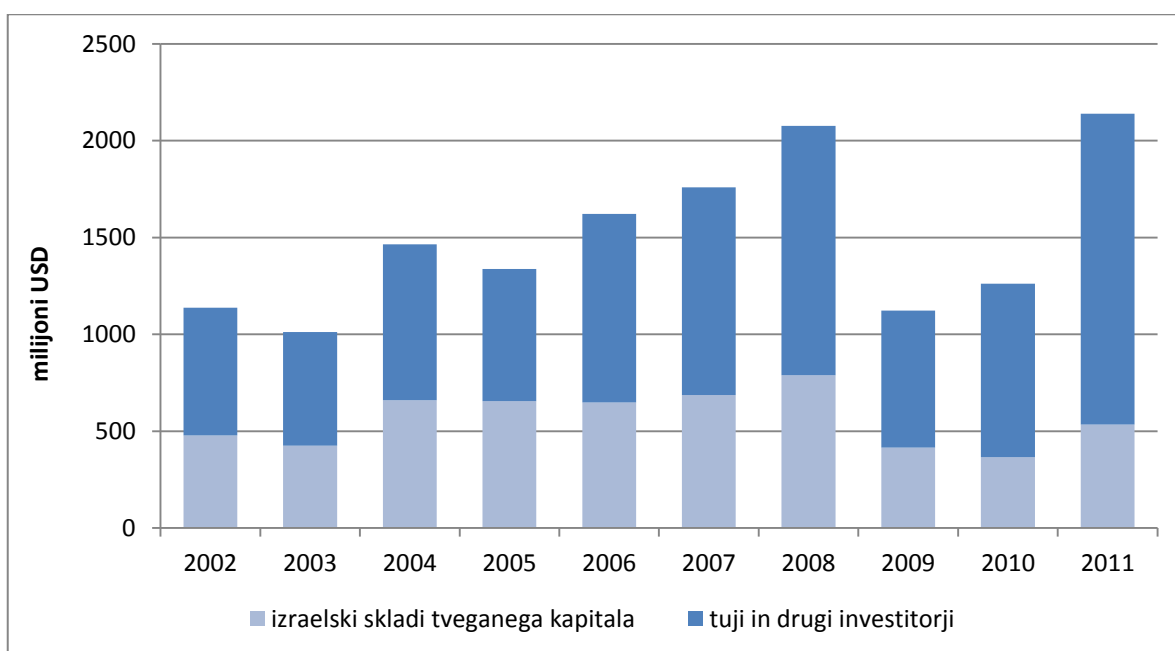
Slika 14: Investicije izraelskih skladov tveganega kapitala v obdobju 2002–2011



Vir: IVC Research Center, IVC 2012 Yearbook: Israeli High-Tech, Venture Capital and Private Equity Directory, 2012.

Delež izraelskih skladov tveganega kapitala glede na celotne investicije v letu 2011 je bil 25 %, kar je najnižje v zadnjem desetletju, ko je bil povprečen delež izraelskih skladov 40 % (IVC Research Center, 2012, str. 16). Slika 15 prikazuje razmerje med investicijami izraelskih skladov tveganega kapitala, tujih in drugih investitorjev v obdobju 2002–2011.

Slika 15: Investicije izraelskih skladov tveganega kapitala, tujih in drugih investitorjev v obdobju 2002–2011



Vir: IVC Research Center, IVC 2012 Yearbook: Israeli High-Tech, Venture Capital and Private Equity Directory, 2012.

4 TRG TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI

4.1 Razvoj trga tveganega kapitala v Sloveniji

V Sloveniji so konec 80. let tvegani kapital sprva začele ponujati banke. Leta 1989 je svoj sklad ustanovila Abanka, leta 1991 pa je takratna Ljubljanska banka ustanovila Sklad za razvoj malega gospodarstva, ki je bil investicijskega tipa in je bil namenjen zlasti novim proizvodnim podjetjem (Žugelj et al., 2001, str. 137). Obseg investiranja tveganega kapitala v okviru obeh bank je bil majhen ter se je zaključil z dezinvestiranjem. Leta 1994 je država ustanovila Tehnološki razvojni sklad z namenom spodbujanja in sofinanciranja tehnološkega razvoja v perspektivnih ter tehnološko inovativnih podjetjih.

Leta 1994 bil ustanovljen prvi zasebni sklad tveganega kapitala Horizonte Slovene Enterprise Fund, ki ga je ustanovila avstrijska družba Horizonte Venture Management (Horizonte Venture Management, 2013). Sklad je razpolagal s sredstvi v višini 8,4 milijona EUR in je izvedel 12 investicij v podjetja: BIA Separations, Transcell, Keko Varicon, Educell, Novaflow International, Komptech, Eku Industrial Components, Belin, SAŠ, Športni center Rateče, velik uspeh pa je imel z naložbo v podjetje Bofex (blagovna znamka Big Bang), pri katerem je sklad v treh letih izstopil iz investicije ter dosegel 4,5-kratni donos na investirana sredstva (Vadnjal, 2006, str. 9; Slavnič & Penca, 2001).

Leta 1995 je bil ustanovljen sklad Slovenian Fund Management, ki ga je sestavljal pretežno tuj bančni kapital s sredstvi v višini 20,5 milijona EUR (Žugelj et al., 2001, str. 137). Petino kapitala so predstavljali slovenski investitorji, med katerimi sta bila največja delničarja banki NLB in SKB.

Leta 1997 je sklad tveganega kapitala oblikovala NLB, na voljo pa je imela 5–10 milijonov EUR sredstev (Vadnjal, 2006, str. 11). Naložbena politika sklada je bila usmerjena v financiranje inovativnih, hitro rastočih ter perspektivnih podjetij s potencialom za doseganje visoke stopnje donosnosti ter v podjetja, ki jim zaradi neustrezne bonitetne ocene ni bilo omogočeno financiranje v okviru komercialnega bančnega kreditiranja. Od leta 2012 sklad ni več aktiven.

Sklad tveganega kapitala Prophetes je bil ustanovljen leta 1999, ob ustanovitvi pa je imel na voljo za investiranje 600.000 EUR sredstev (Žugelj et al., 2001, str. 138). Leta 2000 je Aktiva Group skupaj s tujimi partnerji iz Izraela, Italije in Švice z namenom vlaganja v visoke tehnologije ustanovila sklad Aktiva Ventures, ki je razpolagal s sredstvi v višini 50 milijonov EUR (Horvat, 2000). Leta 2001 je sklad z ameriškim partnerjem v podjetje Daisy Technologies vložil 2 milijona USD (Vabšek, 2001).

V letu 2002 je bil ustanovljen sklad tveganega kapitala Sivent, ki je nastal z razdelitvijo premoženja in obveznosti družbe Mercata Holding (Vadnjal, 2006, str. 14). Med investicijami sklada so bile naložbe v podjetja Cinemania Group, Sinfonika, Gostinsko podjetje Ljubljana, In.life, Moneta a.d., Zora-plus, Net TV, Meblo TOP, TMG (Sivent, 2007, str. 22).

Družba Horizonte Venture Management je leta 2002 ustanovila svoj drugi sklad v Sloveniji, Alpe Adria Venture Fund, s sredstvi v višini 20 milijonov EUR (Vabšek, 2002). Sklad je med drugim investiral v podjetja MKT Print, Smuk, Športni center Rateče – Planica, Zootfly in Ekliptik (Koman, 2012, str. 53).

Leta 2006 je KD Holding ustanovil sklad tveganega kapitala KD Private Equity B.V. (KD Group, 2006, str. 88). Naložbena politika sklada je bila usmerjena v nakup večinskih deležev v rastočih podjetjih, ki jih strateški in večji finančni investitorji še niso zaznali, vendar bi bili z ustrezno rastjo lahko zanimive prevzemne tarče. Geografska usmeritev sklada je zajemala Slovenijo, Hrvaško, Bosno in Hercegovino, Srbijo, Makedonijo, Romunijo, Bolgarijo, Moldavijo ter Albanijo. Sklad je do januarja 2007 pridobil za 31 milijonov EUR zavez investitorjev. Med soinvestitorji v sklad so bile tudi slovenske banke ter švicarski državni sklad SECO. Sklad KD Private Equity B. V. je bil leta 2010 likvidiran (KD Group, 2010, str. 13).

Leta 2007 je bil v okviru Skupine Poteza ustanovljen sklad tveganega kapitala Poteza Innovation and Growth Fund v velikosti 38 milijonov EUR (Poteza Innovation and Growth Fund, 2013). Naložbena politika sklada so bila podjetja s področja JV Evrope z inovativnimi poslovnimi modeli ter velikim potencialom. Sklad je investiral v podjetja Solvera Lynx, Pravi klik, Acies Bio ... Leta 2011 je bil sklad Poteza Innovation and Growth Fund likvidiran (Smrekar, 2011).

4.2 Družbe tveganega kapitala

V Sloveniji je po podatkih registra družb tveganega kapitala (v nadaljevanju DTK), ki ga vodi Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo, registriranih 10 DTK (Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo, 2013):

- Prvi sklad, družba tveganega kapitala, d.o.o.,
- STH Ventures, družba tveganega kapitala, d.o.o.,
- P.E.N., Prva energijska naložba, družba tveganega kapitala d.o.o.,
- DTK Murka, družba tveganega kapitala, d.o.o.,
- META Ingenium, družba tveganega kapitala, d.o.o.,
- Sklad poslovnih angelov, družba tveganega kapitala, d.o.o.,
- Metuzalem, družba tveganega kapitala, d.o.o.,
- Vzpon, družba tveganega kapitala, d.o.o.,
- SCS, družba tveganega kapitala, d.o.o.,
- Sklad tveganega kapitala Taxgroup, družba tveganega kapitala, d.o.o.

Prvi sklad, ki ga upravlja družba RSG Kapital, je z 18,6 milijona EUR največja DTK v Sloveniji (RSG Kapital, 2013). Poslanstvo družbe RSG Kapital je zapolnitev kapitalske vrzeli oziroma pomanjkanja virov financiranja za podjetja v zgodnjih fazah razvoja. DTK se osredotoča na naložbe v visokotehnoška podjetja v zgodnjih fazah razvoja, ki bodisi že imajo prihodke bodisi so tik pred komercializacijo svojih proizvodov ali storitev, ter v podjetja, ki potrebujejo finančna

sredstva za širitev poslovanja. Prvi sklad je tudi najbolj aktivna DTK pri nas, saj so do sedaj izvedli največ investicij. Vlagajo zlasti v podjetja s področja internetnih in mobilnih tehnologij ter programske opreme. Njihov portfelj obsega podjetja: Celtra, OBS, TMG-BMC, Connet, ShoutEM, TAB Systems, Noviti, Efos in iSTUDIO. Investirali so tudi v biotehnoško podjetje Bia Separations, iz katerega pa so že izstopili.

DTK Murka je bila ustanovljena v letu 2010 z namenom vlaganja tveganega kapitala in navideznega lastniškega kapitala (mezzanine) v ciljna mikro, mala in srednja velika podjetja (DTK Murka, 2013). Upravlja jo upravljavska družba UD, ki razpolaga s sredstvi v višini 8 milijonov EUR. V portfelju naložb DTK Murka so podjetja Media Lab MSP, ki upravlja portal za skupinsko nakupovanje, Print Boks (ponudnik samopostrežnega tiska) ter Hostel Čopova. Glavna merila za vstop DTK Murke v podjetje so usmerjenost na tuje trge, preizkušnost na trgu, ustrezno veliki donosi, prepričanost ekipe o izdelku ali storitvi ter izkušnje vodstva.

STH Ventures je družba tveganega kapitala, ki jo je leta 2010 ustanovila družba S.T. Hammer d.o.o. in jo tudi upravlja. Sredstva DTK znašajo 7,5 milijona EUR. Naložbena politika DTK je usmerjena v mala in srednje velika podjetja v Sloveniji in regije, ki imajo dolgoročni razvojni potencial ter so globalno usmerjena. Glede panožne usmerjenosti dajejo prednost projektom, ki prispevajo k ekološki vzdržnosti ter zmanjšanju obremenitve okolja (S.T. Hammer, 2013). V letu 2012 je družba STH Ventures investirala v dve podjetji, in sicer v družbo BioETA, ki se ukvarja s prodajo sadja in zelenjave na debelo, ter visokotehnoško podjetje Visionect (Ugovšek & Arh, 2013). V obe podjetji so vstopili v zagonski fazi.

P.E.N., Prva energijska naložba je DTK, ki je specializirana za naložbe s področja energetike. Velikost sklada je 14,69 milijona EUR, upravlja pa ga družba K8 d.o.o. (P.E.N., Prva energijska naložba, 2013). Družba v panogi energetike išče priložnosti, ki se nanašajo na zmanjševanje rabe energije, povečanje učinkovite rabe energije, učinkovitejšo proizvodnjo energije, razvoj novih tehnologij na področju energetike ter razvoj alternativnih virov energije (Koman, 2012, str. 58).

META Ingenium je DTK, ki jo upravlja družba META Group v lasti italijanske investicijske družbe META Group (META Ingenium, 2013). DTK razpolaga s sredstvi v višini 10 milijonov EUR ter vlaga v inovativna podjetja z visokim potencialom rasti in globalnimi ambicijami. Ciljne panoge, ki jih družba META Ingenium zasleduje, so: informacijsko-komunikacijske tehnologije, nanotehnologija, biotehnologija, obnovljivi viri energije in zelene tehnologije.

4.3 Združenja tveganega kapitala v Sloveniji

4.3.1 SLEVCA

Leta 1992 je bila ustanovljena Sekcija slovenskega tveganega kapitala (SLEVCA), a le-ta zaradi premajhnega zanimanja sprva ni zaživela (Žugelj et al., 2001, str. 139). Leta 2001 jo je ponovno obudil Pospeševalni center za malo gospodarstvo (PCMG), ki je k ustanovitvi pritegnil sklade tveganega kapitala: Horizonte Venture Management, Prophetes, Aktiva Group, Kmečka družba

ter NLB. SLEVCA je bila nacionalna organizacija tveganega kapitala ter tudi članica evropskega združenja tveganega kapitala EVCA. Namen sekcije je bil spodbujanje razvoja trga tveganega kapitala v Sloveniji, promocija in uveljavitev tveganega kapitala kot lastniškega vira financiranja, raziskave, analize ter vzpostavitev dialoga med državo, gospodarskimi združenji, raziskovalnimi institucijami, univerzami ter drugimi sorodnimi organizacijami. SLEVCA je bila organizirana neprofitno kot samostojna enota v okviru PCMG.

PCMG se je leta 2005 preoblikoval v Javno agencijo RS za podjetništvo in tuje investicije (JAPTI), ta pa je leta 2013 z drugimi agencijami združena v novo agencijo SPIRIT (Javna agencija RS za spodbujanje podjetništva, inovativnosti, razvoja, investicij in turizma). Združenje SLEVCA po letu 2005 ni bila več aktivna.

4.3.2 Združenje ponudnikov tveganega kapitala

Leta 2011 so slovenske družbe tveganega kapitala ustanovile Združenje ponudnikov tveganega kapitala, ki je organizirano kot gospodarsko interesno združenje (RSG Kapital, 2013). Združenje je neprofitno ter deluje kot nacionalna organizacija tveganega kapitala v Sloveniji. Namen združenja je oblikovati in zastopati skupne interese ter jih predstavljati predstavnikom politike, dialog z nadzornimi institucijami in regulatorji, zagotovitev standardov kakovosti upravljanja tveganega kapitala, izmenjava in prenos znanja ter izkušenj med člani združenja, sodelovanje na projektih, sodelovanje s sorodnimi institucijami ter skupna promocija tveganega kapitala in DTK.

4.3.3 Klub poslovnih angelov

Leta 2001 je bil v okviru PCMG organiziran Klub poslovnih angelov, katerega glavna dejavnost je bila zbiranje in posredovanje podatkov ter navezovanje stikov med ponudniki kapitala (poslovnimi angeli) in podjetniki (Golmajer, 2006, str. 47). Glavni cilj kluba je bil vzpostaviti stalno ponudbo in povpraševanje neformalnega tveganega kapitala ter spodbuditi tovrsten način financiranja. Leta 2006 je klub pod okriljem agencije PCMG oz. njene naslednice JAPTI prenehal z delovanjem.

Leta 2007 so se slovenski poslovneži na pobudo Branka Drobnjaka, predsednika uprave podjetja Poteza Skupina, formalno združili v klub Poslovnih angelov Slovenije (Vabšek, 2007). Klub predstavlja stičišče med podjetniki v začetnih fazah razvoja podjetja ter izkušenimi poslovneži, ki kot angelski investitorji podjetnikom poleg zagotovitve finančnih sredstev pomagajo tudi s svojimi podjetniškimi izkušnjami, znanjem, mentorstvom ter socialnim kapitalom, s čimer pripomorejo k hitrejši ter uspešnejši rasti podjetja (Poslovni angeli Slovenije, 2013a).

Klub Poslovnih angelov Slovenije je od leta 2006 do 2011 financiral 8 projektov v skupni vrednosti 1,65 milijona EUR (Poslovni angeli Slovenije, 2013b). Naložbeni portfelj podjetij, v katera so investirali, vsebuje podjetja: OBS, Versor, Sivko – cestnik, Acies E, Sosed, Britanska mednarodna šola v Ljubljani in Ekstundo (Poslovni angeli Slovenije, 2013c). V letu 2010 so poslovni angeli ustanovili tudi sklad tveganega kapitala z imenom Sklad poslovnih angelov, ki je

razpolagal s 5,4 milijona EUR sredstev. V sklad je lastniško vstopila tudi država, a je bil ta kasneje likvidiran, še preden je bila izvedena kakšna investicija (Grgič, 2012).

4.4 Vloga države pri razvoju trga tveganega kapitala

Mala in srednje velika podjetja so vitalnega pomena za vsako državo, saj so pogosto najbolj primeren okvir za realizacijo perspektivnih podjetniških idej, poleg tega pa v primeru uspešne rasti ustvarjajo nova delovna mesta ter preko multiplikativnega učinka vplivajo na gospodarski razvoj, rast BDP in proračunskih prihodkov v državi (Vlada RS, 2006, str. 7).

V letu 2007 so se v Sloveniji zgodile prve večje institucionalne spremembe na področju tveganega kapitala, saj je država tega leta sprejela Zakon o družbah tveganega kapitala (ZDTK), ki ureja status družb tveganega kapitala (DTK). Predhodno so bile v letu 2006 v okviru davčne reforme uzakonjene tudi davčne olajšave za DTK ter investitorje v DTK. Leta 2009 je vlada z namenom, da spodbudi razvoj trga tveganega kapitala, sprejela poslovni načrt Programa instrumentov finančnega inženiringa za mala in srednje velika podjetja v Republiki Sloveniji – PIFI, v letu 2010 pa je preko razpisa Slovenskega podjetniškega sklada država tudi zagotovila kapital ter lastniško vstopila v DTK.

Sprva je država leta 2008 ustanovila državno DTK z imenom Prva, družba tveganega kapitala, d.o.o., ki naj bi prvotno dobila v upravljanje 35 milijonov EUR, a so se zaradi potencialnih motenj, ki bi lahko nastale na trgu tveganega kapitala, raje odločili, da bodo skupaj z zasebnimi DTK vstopili v javno-zasebno partnerstvo, kjer ima država v DTK 49 % delež (Kaučič, 2010, str. 23).

4.4.1 Zakon o družbah tveganega kapitala

Septembra 2007 je bil v Sloveniji sprejet Zakon o družbah tveganega kapitala (Uradni list RS št. 92/2007, v nadaljevanju ZDTK), ki je institucionaliziral tovrstno obliko lastniškega financiranja podjetij. ZDTK ureja status in naložbe družb tveganega kapitala, ki imajo sedež in poslovodstvo v Sloveniji, ter nadzor nad njimi (ZDTK, 2007). Cilji ZDTK so (Vlada RS, 2006, str. 10):

- »statusno pravno opredeliti družbe tveganega kapitala tako, da bodo nudile ustrezen pravnoorganizacijski okvir za akumulacijo prostih sredstev in distribucijo teh sredstev v obliki tveganega kapitala v gospodarske družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje na organiziranem trgu;
- zagotoviti, da bo dejavnost družbe skladna z namenom DTK, kar pomeni, da bo usmerjena predvsem v nalaganje, upravljanje in odsvajanje tveganega kapitala;
- zagotoviti, da bo DTK pretežen del svojih sredstev nalagala v obliki tveganega kapitala;
- zagotoviti ustrezen nadzor nad DTK, in sicer z namenom zagotavljanja, da bo družba tveganega kapitala predvsem v zvezi z opravljanjem dejavnosti in nalaganjem sredstev spoštovala določbe ZDTK.«

ZDTK sledi opredelitvam tveganega kapitala s strani Evropske komisije in Evropskega združenja tveganega kapitala EVCA (Vlada RS, 2006, str. 2). Zakon opredeljuje DTK kot gospodarsko družbo, ki ima status družbe tveganega kapitala in opravlja dejavnost v skladu z določbami tega zakona (ZDTK, 2007). ZDTK definira tvegani kapital kot »lastniške naložbe v gospodarske družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje in se ni trgovalo na organiziranem trgu ter katerih vrednostni papirji se vlagajo po načelu aktivnega upravljanja v obliki povečanja osnovnega kapitala z vložki ali ustanovitve gospodarske družbe«. V skladu s Smernicam ZDTK tudi jasno opredeljuje faze, v katere se tvegani kapital investira. Te faze so (ZDTK, 2007):

- »financiranje razvoja začetnega koncepta poslovnega modela podjetja (semenski kapital);
- financiranje razvoja izdelkov ali storitev in začetnega trženja (zagonski kapital);
- financiranje nadaljnjega razvoja podjetja za povečanje proizvodnih zmogljivosti, razvoj trga, izdelkov ali storitev in zagotavljanje dodatnega obratnega kapitala (razširitveni kapital).«

Družbo tveganega kapitala zastopa, vodi in opravlja vse njene posle druga gospodarska družba (upravljavska družba), ki tudi izvaja aktivno upravljanje vseh naložb DTK (ZDTK, 2007). Namen takšne zakonodajne rešitve je v tem, da se loči funkcija upravljanja od funkcije nosilca premoženja ter se tako zagotovi transparentnost pri upravljanju naložb (Gabrič, 2008, str. 713).

Minimalna vrednost udeležbe vlagatelja v družbe tveganega kapitala je 50.000 EUR, ki mora biti vplačana v denarju (ZDTK, 2007). Smisel določanja najnižje vrednosti pri udeležbi je, da v družbo ne bi vlagali nepoučeni investitorji, s čimer bi se posredno izognili različnim zlorabam malih vlagateljev (Gabrič, 2008, str. 718).

Glede obveznih naložb ZDTK določa, da mora DTK najmanj 50 % svojih sredstev nameniti za naložbe tveganega kapitala v MSP (ZDTK, 2011). Nadaljnjih 30 odstotkov sredstev mora nameniti za naložbe lastniškega kapitala ali mezzanine kapitala v družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje na organiziranem trgu, ali za posojila družbam, v katerih je udeležena s tveganim kapitalom. Z ostalimi sredstvi lahko razpolaga v skladu z določbami 6. člena tega zakona, ki določa, da sme DTK opravljati naslednje posle (ZDTK, 2011):

- »nalagati razpoložljiva denarna sredstva v obliki lastniških deležev na drugih gospodarskih družbah, v dolžniške vrednostne papirje in depozite pri bankah;
- dati posojilo ali poroštvo ali mezzanine kapital po tržnih pogojih gospodarskim družbam, v katerih je udeležena s tveganim kapitalom;
- najeti posojila.«

Za podelitev statusa DTK gospodarski družbi je pristojno Ministrstvo za gospodarstvo in tehnologijo, v kolikor le-ta izpolnjuje določene pogoje, ki jih narekuje zakon (ZDTK, 2011). Ministrstvo opravlja tudi nadzor nad DTK (ZDTK, 2011):

- »s spremljanjem, zbiranjem in preverjanjem poročil in obvestil družb tveganega kapitala in drugih oseb, ki so po tem zakonu dolžne poročati ministrstvu oziroma ga obveščati o posameznih dejstvih in okoliščinah,
- z opravljanjem pregledov poslovanja družbe tveganega kapitala in
- z izrekanjem ukrepov odredb o odpravi kršitev.«

4.4.2 Davčni vidik poslovanja družb tveganega kapitala

Z davčno reformo leta 2006 so bile v Sloveniji v smislu stimulacije trga tveganega kapitala uzakonjene posebne davčne ugodnosti za investicije tveganega kapitala preko DTK (Gabrič, 2008, str. 725). Davčni vidik naložb tveganega kapitala je obravnavan v dveh zakonih, in sicer:

- Zakon o davku na dohodek pravnih oseb (Uradni list RS št. 117/2006, v nadaljevanju ZDDPO-2);
- Zakon o dohodnini (Uradni list RS št. 117/2006, v nadaljevanju ZDoh-2).

Davčne ugodnosti investicij tveganega kapitala preko DTK so bile v ZDDPO-2 uzakonjene na dveh ravneh (Gabrič, 2008, str. 725). Prva raven je razmerje med DTK in podjetji, v katere DTK investira tvegani kapital. Druga raven pa predstavlja razmerje med investitorji v DTK, ki so lahko pravne ali fizične osebe, ter samo DTK.

4.4.2.1 Obdavčitev dohodkov družb tveganega kapitala

V razmerju med DTK in družbami, v katere le-ta investira, je bila v ZDDPO-2 uzakonjena ničelna davčna stopnja na naložbe tveganega kapitala (Gabrič, 2008, str. 729).

ZDDPO-2 v 61. členu narekuje, da »družba tveganega kapitala, ki je ustanovljena v skladu z zakonom, ki ureja družbe tveganega kapitala, plačuje od dejavnosti izvajanja dopustnih naložb tveganega kapitala v skladu z zakonom, ki ureja družbe tveganega kapitala, davek po stopnji 0 % od davčne osnove, če sestavi ločeni obračun samo za ta del dejavnosti« (ZDDPO-2, 2006). To pomeni, da ničelna stopnja obdavčitve velja le za prihodke iz naslova naložb, ne pa tudi za prihodke iz preostalega poslovanja DTK (Kunšek, 2008, str. 11).

4.4.2.2 Obdavčitev naložb pravnih oseb v družbe tveganega kapitala

Za investitorje – pravne osebe, ki investirajo v DTK, je bila z ZDDPO-2 uzakonjena možnost popolnega izvzetja kapitalskih dobičkov, ki so bili doseženi z odsvojitvijo oz. prodajo deleža v DTK, iz davčne osnove investitorja (Gabrič, 2008, str. 728).

25. člen ZDDPO-2 določa, da se »pri določanju davčne osnove zavezanca rezidenta in nerezidenta, ki opravlja dejavnost oziroma posle v poslovni enoti ali preko poslovne enote v Sloveniji, ki ustvari dobiček iz odsvojitve lastniških deležev, pridobljenih na podlagi naložb tveganega kapitala v družbi tveganega kapitala, ki je ustanovljena v skladu z zakonom, ki ureja družbe tveganega kapitala, celoten takšen dobiček izvzame iz davčne osnove zavezanca, če je imela ta družba tveganega kapitala status družbe tveganega kapitala celotno davčno obdobje in

če je imela ta družba status družbe tveganega kapitala skozi celotno obdobje imetništva takega deleža zavezanca« (ZDDPO-2, 2006).

Pri tem velja omeniti, da se izguba iz odsvojitve lastniških deležev iz naslova naložb tveganega kapitala ne prizna, kar pomeni, da izguba ne zmanjšuje davčne osnove investitorja v naložbe tveganega kapitala (Kunšek, 2008, str. 12).

4.4.2.3 Obdavčitev naložb fizičnih oseb v družbe tveganega kapitala

Fizične osebe, ki investirajo v DTK, so obdavčene po ZDoh-2. ZDoh-2 ne pozna nikakršnih posebnih davčnih olajšav v zvezi z obdavčitvijo dividend, ki so bile pridobljene na podlagi naložb v DTK (Gabrič, 2008, str 729).

So pa v ZDoh-2 navedene davčne ugodnosti v zvezi s kapitalskimi dobički, ki jih fizična oseba ustvari z investicijami v DTK. 96. člen zakona navaja, da se dohodnine ne plača od dobička iz kapitala, doseženega pri odsvojitvi deleža, ki je bil pridobljen na podlagi naložb tveganega kapitala v DTK, če je imela ta družba status DTK skozi celotno obdobje imetništva takega deleža zavezanca (ZDoh-2, 2006).

4.4.3 Program instrumentov finančnega inženiringa za MSP v Republiki Sloveniji - PIFI za obdobje 2009–2013

Oktobra 2009 je Vlada RS sprejela poslovni načrt Programa instrumentov finančnega inženiringa za mala in srednje velika podjetja v Republiki Sloveniji – PIFI – za obdobje 2009–2013 (v nadaljevanju PIFI), katerega glavni namen je razvoj trga tveganega kapitala v Sloveniji ter omogočiti MSP lažji dostop do finančnih sredstev (Vlada RS, 2009, str. 3). PIFI se izvaja po sistemu nosilnega oz. holdinškega sklada, kjer je vlogo le-tega prevzel Slovenski podjetniški sklad (v nadaljevanju SPS). Na podlagi strategije Programa ukrepov za spodbujanje podjetništva in konkurenčnosti za obdobje 2007–2013 je ena izmed nalog SPS tudi spodbujanje razvoja hitrorastočih in inovativnih MSP z lastniškimi in dolžniškimi viri financiranja. Namreč rezultati GAP analize vrzeli financiranja MSP v Sloveniji, ki jo je leta 2008 izvedel Evropski investicijski sklad, so pokazali pomanjkanje lastniških in ugodnih dolžniških virov za hitro rastoča podjetja, zato je cilj države preko SPS povečati razpoložljivost in lažji dostop do finančnih sredstev za ta podjetja.

PIFI, vključuje instrumente lastniškega ter dolžniškega financiranja (Vlada RS, 2009, str. 9):

- a) **instrumenti lastniškega financiranja** predstavljajo kapitalske naložbe holdinškega sklada zasebnim DTK, ki v obliki tveganega kapitala investirajo v MSP s potencialom hitre rasti;
- b) **instrumenti dolžniškega financiranja** se v okviru PIFI izvajajo v obliki:
 - garancij za zavarovanje bančnih kreditov,
 - pogarancij za zavarovanje garancij, ki jih izdajajo regionalne garancijske sheme,
 - neposrednih kreditov.

SPS je marca 2010 v okviru PIFI objavil javni razpis za kapitalske naložbe Republike Slovenije v zasebne DTK (Javni razpis za kapitalske naložbe Republike Slovenije v zasebne družbe tveganega kapitala, 2013). Skupna višina razpisanih sredstev, namenjenih tem naložbam, je bila 33,99 milijonov EUR, od tega je 85 % namenskih sredstev prispeval Evropski sklad za regionalni razvoj (ESRR), 15 % pa je zagotovila država Slovenija. Pogoji razpisa glede lastniške strukture DTK so določali, da morajo najmanj 51 % osnovnega kapitala in naknadnih vplačil v DTK zagotoviti zasebni investitorji, delež Republike Slovenije pa lahko predstavlja največ 49 % vseh sredstev DTK. Minimalna višina vloženih sredstev s strani Republike Slovenije v zasebno DTK je znašala 1 milijon EUR. Na razpis so se lahko prijavile DTK, ki so registrirane v Republiki Sloveniji in so pridobile status DTK v skladu z ZDTK. DTK so morale biti ustanovljene za določen čas, in sicer za maksimalno dobo 12 let, njihova naložbena politika pa je morala biti usmerjena v naložbe tveganega kapitala ter naložbe navideznega lastniškega kapitala (mezzanine) v ciljna MSP. Z vstopom države v lastniško strukturo DTK mora le-ta imeti najmanj enega predstavnika v nadzornem svetu DTK ter tudi člana v neodvisnem naložbenem odboru, ki na predlog upravljalvske družbe podaja mnenja k naložbenim predlogom.

Pogoji PIFI določajo tudi, da mora upravljalvska družba DTK zaposlovati ali kako drugače pogodbeno sodelovati s strokovnjaki, ki imajo ustrezno znanje ter izkušnje s področja lastniških naložb oz. investicij tveganega kapitala, kar mora podkrepiti tudi z ustreznimi dokazili (Slovenski podjetniški sklad, 2013).

DTK je dolžna upravljalvske družbi za njene storitve plačati upravljalvsko provizijo, ki se obračunava štirikrat letno do izteka naložb (Slovenski podjetniški sklad, 2013). Do zaključka leta 2013 upravljalvska provizija znaša 2,5 % od vsote vplačanega osnovnega kapitala in zneska naknadnih vplačil investitorjev v DTK. Po letu 2013 pa se letna provizija obračunava v višini 2,5 % od neto vrednosti sredstev DTK, ki so izkazana v bilanci stanja v zadnjem revidiranem letnem poročilu. Ob izteku naložb je upravljalvska družba upravičena do nagrade, ki znaša največ 20 % od doseženega donosa naložbe. Pogoj, da upravljalvske družbi pripade nagrada, je, da doseže minimalno zahtevano letno stopnjo donosa v višini najmanj 6 %.

Na razpisu za kapitalske naložbe RS v zasebne DTK je bilo izbranih sedem družb, v katere je vstopila država z 49 % lastniškim deležem, preostanek pa so zagotovili zasebni vlagatelji (Grgič, 2012). Država je tako multiplicirala učinek vlaganj javnih sredstev, saj je skupen obseg sredstev za naložbe tveganega kapitala preko javno-zasebnega partnerstva dosegel 70 milijonov EUR. Izbrane so bile sledeče DTK: Prvi sklad, Sklad poslovnih angelov, STH Ventures, DTK Murka, Meta Ingenium, SCS in P.E.N. Sklad poslovnih angelov je kasneje zaradi nestrinjanja s pogoji odstopil od sodelovanja, družba pa je bila likvidirana. Do februarja 2013 je bilo v mala in srednja podjetja s strani DTK vloženih 14,3 milijonov EUR (Ugovšek & Arh, 2013). Tabela 8 prikazuje DTK, s katerimi je država vstopila v javno-zasebno partnerstvo, ter njihove lastnosti.

Tabela 8: Zasebne družbe tveganega kapitala z lastniško soudeležbo države

Družba tveganega kapitala	Upravljaljska družba	Velikost DTK (v milijonih EUR)	Portfeljska podjetja
Prvi sklad	RSG Kapital	18,5	Celtra, OBS, TMG-BMC, Connet, ShoutEM, TAB Systems, Novitim, Efos, iSTUDIO
DTK Murka	UD – upravljaljska družba	8,0	MediaLab MSP, Print boks, Hostel Čopova
Meta Ingenium	Meta Group	10,2	n.p.
SCS	MPE	5,1	Koenergo
P.E.N., Prva energijska naložba	K8	14,7	še ni bilo izvedene nobene naložbe
STH Ventures	S.T. Hammer	7,5	Visionect, BioEta
Sklad poslovnih angelov (likvidiran)	Venturelab	5,4	/

Vir: Lastniško financiranje – sodelujoče družbe tveganega kapitala in njihovi portfelji, 2013.

4.4.4 Raziskovalna in inovacijska strategija Slovenije 2011–2020

Država se zaveda pomembnosti vloge znanosti in razvoja pri družbenem napredku in ustvarjanju blaginje za državljane, zato je Državni zbor RS maja 2011 z namenom uspešnejšega soočanja z izzivi sodobnega časa sprejel Resolucijo o raziskovalni in inovacijski strategiji Slovenije 2011–2020 (Uradni list RS št. 43/2011, v nadaljevanju ReRIS11–20). Cilj te strategije je vzpostaviti »sodoben raziskovalni in inovacijski sistem, ki bo omogočal doseganje družbenih ciljev, kot sta višja kakovost življenja ter boljši življenjski standard z učinkovitim reševanjem družbenih izzivov, dvigom dodane vrednosti na zaposlenega ter zagotavljanjem več in kakovostnejših delovnih mest« (ReRIS11–20, 2011).

Spodbude ReRIS11-20 si prizadevajo za učinkovito upravljanje raziskovalnega in inovacijskega sistema, ki bo vključeval vse deležnike, kakovostne raziskave v javnem sektorju, učinkovit prenos znanja, izgradnjo zmogljivosti v podporo raziskavam in inovacijam, inovativno gospodarstvo ter promocijo znanosti in inovativnosti v družbi ter izobraževanju (ReRIS11–20, 2011).

Ukrepi ReRIS11-20, ki se nanašajo na inovativno gospodarstvo, so (ReRIS11–20, 2011):

- »pospeševanje zasebnih vlaganj v raziskave in razvoj;
- več inovativnih start-up podjetij;
- hitrejša rast inovativnih podjetij;
- krepitev inovacijskih sposobnosti podjetij.«

Cilj ReRIS11-20 v sklopu inovativnega gospodarstva je povečati število novih inovativnih podjetij, in sicer s sledečimi spodbudami (ReRIS11–20, 2011):

- »ustvariti spodbudno okolje za komercializacijo znanja na javnih raziskovalnih organizacijah;
- vzpostaviti celovito shemo finančnih in drugih spodbud za zagon in začetno delovanje podjetij;
- podpora start-up podjetjem, ki vstopajo na globalne trge.«

Pri omogočanju hitrejše rasti inovativnih podjetij si je država v ReRIS11–20 zadala naslednje cilje (ReRIS11–20, 2011):

- »izboljšati sistem dostopa do kapitala in virov financiranja za inovativna podjetja;
- nameniti posebno pozornost skupini hitro rastočih podjetij, ki izkazujejo možnost za mednarodni preboj in hitro rast;
- pospeševati sistemske ukrepe za razvoj trga z inovativnimi javnimi naročili;
- krepite mednarodno razvojno in poslovno sodelovanje;
- ustvarjati spodbudno zakonodajno okolje.«

Z namenom večjega zasebnega vlaganja v raziskave in razvoj ReRIS11–20 določa naslednje ukrepe (ReRIS11–20, 2011):

- »okrepiti spodbude za povečanje zasebnega vlaganja v raziskave in razvoj iz javnih sredstev;
- spodbujati zaposlovanje oziroma usposabljanje raziskovalcev in razvojnikov v gospodarstvu;
- okrepiti sistem davčnih spodbud za vlaganje v raziskave in razvoj.«

4.5 Problematika trga tveganega kapitala v Sloveniji

Po podatkih evropske zveze tveganega kapitala EVCA je delež naložb tveganega kapitala v razmerju do BDP v Sloveniji leta 2011 znašal 0,004 %, s čimer se uvrščamo med manj razvite države glede na obseg naložb tveganega kapitala (European Comission, 2013). Po mnenju Jureta Mikuža, direktorja ter partnerja družbe RSG Kapital, ki upravlja največjo DTK v Sloveniji, je eden od razlogov za takšno stanje ta, da je bilo pri nas do leta 2008 veliko drugih možnosti investiranja, ki so prinašale relativno dobre donose in tako ni bilo interesa investirati v tovrstne naložbe, kot je tvegani kapital. Drugi razlog je ta, da do takrat sploh nismo imeli zakonodaje, ki bi urejala delovanje skladov tveganega kapitala v Sloveniji. Tretji razlog pa je, da v Sloveniji nimamo zgodovine in tradicije takšnega podjetništva, kot je visokotehnološko podjetništvo, ki je globalno usmerjeno s ciljem prodati podjetje in začeti ponovno nekaj znova. Serijskega podjetništva (angl. *serial entrepreneurship*) pri nas praktično ni oz. so tovrstni primeri zelo redki. Mikuž meni, da je potrebno, da se zavrti cikel, kjer podjetnik ustvari uspešno podjetniško zgodbo, ki jo proda in pridobi sredstva, potem pa zažene nov posel ter postane tudi angelski investitor in mentor novi generaciji podjetnikov. Dr. Jaka Vadnjal pravi, da so razlogi za manj

razvit trg tveganega kapitala nenaklonjenost lastniškemu financiranju zaradi tradicije in »obrtniškega« načina podjetniškega razmišljanja, ozkogledanost razmišljanja ter neambicioznost nekaterih podjetnikov, močan element pa je tudi družinsko podjetništvo, s čimer podjetja niso zanimiva za tvegani kapital. V Sloveniji podjetniki večinoma ustanovijo podjetje za zaposlitev, medtem ko ga v Ameriki ustanovijo z namenom, da ga prodajo kot investicijo. Tudi dr. Vadnjal omenja, da zaradi razcveta borznega ter nepremičninskega trga v Sloveniji v preteklih letih tvegani kapital kot naložba ni bil preveč zanimiv.

Oba sogovornika sta izpostavila, da so velik problem in izziv tudi neustrezne izstopne možnosti za DTK zaradi slabo razvitih kapitalskih trgov ter ker nimamo velikih sistemov, ki bi se pojavili v vlogi kupca.

Mikuž prispevek države pri razvoju trga tveganega kapitala v Sloveniji od leta 2007 dalje (zakonodaja, davčna reforma, program PIFI) ocenjuje kot zelo dober, kar pa najbolj pogrša pa je, da do sedaj še nobena vlada RS ni osnovala svojega prioritetnega gospodarskega programa na podjetništvu. Obstajajo sicer določeni programi in strategije, a se ne izvajajo. Namesto da se rešuje podjetja, ki so nekonkurenčna na trgu in imajo majhne možnosti za obstanek, bi moral biti popoln fokus na podjetništvo, kjer je dodana vrednost bistveno višja. Mikuž tudi poudarja, da je pomembno, da bi celoten narod začel razmišljati bolj podjetniško ter da bi bili bolj tolerantni do podjetnikov. Dr. Vadnjal meni, da je pozitivno, da se je država lotila sprememb na tem področju, sploh z vidika zakonodaje, da so stvari opredeljene in definirane. Dodaja tudi, da s tem kažemo tudi resnost navzven na mednarodni ravni.

Po Mikuževem mnenju bi bilo potrebno poenostaviti birokracijo, urediti ugodno davčno okolje ter enostavno davčno zakonodajo za podjetja. Potrebno bi bilo tudi poenostaviti denarne tokove v in iz Slovenije ter predvsem migracijske tokove, da bi ljudje iz drugih držav lahko enostavno dobili delovno vizo, v kolikor niso iz Evropske unije, da lahko pri nas ustanovijo podjetje ter delajo pri nas. Dodaja, da so potrebne tudi določene strukturne spremembe, kot je na primer reorganizacija univerz, večja povezava med družboslovnimi in naravoslovnimi smermi ter da se uredi prenos intelektualne lastnine. Kot problem izpostavlja tudi dejstvo, da se ogromno znanja, ki je razvito na inštitutih, nikoli ne komercializira, ker ni razvito z namenom komercializacije. Mikuž meni, da naj država poseže v semensko fazo oz. začetke; da spodbuja prenos znanja, start-up podjetja, spin-off podjetja z univerz in inštitutov ter naj tam posreduje v obliki nepovratnih sredstev, o distribuciji katerih naj odločajo strokovnjaki in ne birokrati. V kasnejših fazah pa Mikuž ni za neposredno vključevanje javnega denarja v lastniško financiranje (samo preko DTK), saj to lahko upočasni razvoj podjetij. Tako Mikuž kot dr. Vadnjal sta izpostavila, da velik problem oz. obremenitev predstavlja visoka obdavčitev dela, saj če želimo pridobiti visoko kvalificiran kader z nekimi specifičnimi znanji, ki prinaša visoko dodano vrednost, ga je potrebno pritegniti na atraktiven način.

Zakon o družbah tveganega kapitala Mikuž ocenjuje kot dober. Hkrati pa dodaja, da bi ga bilo potrebno izpopolniti v določenih podrobnostih kot na primer, da naj bi bile neobdavčene tudi

dividende in ne samo umik kapitala ter da bi v zakon vključili tudi angelske investicije, ki jih trenutno ne obravnava. Na primer, da bi angleški investitor v obliki dejavnosti (s.p.) lahko kot zasebnik investiral direktno v podjetja. Sedaj so fizične osebe opravičene davka le v primeru, da investirajo v podjetja preko DTK. Tudi davčno politiko z vidika DTK ocenjuje kot dobro.

Dr. Vadnjal meni, da bi več ljudi, predvsem visoko izobraženih, moralo graditi kariero v podjetništvu ter razmišljati o ustvarjanju delovnih mest (angl. *job creator*), namesto biti iskalec zaposlitve (angl. *job taker*). Dodaja, da bi bilo smotrno, da država zagotovi tudi neko svetovalno podporo podjetnikom ter potencialnim kandidatom za tvegani kapital.

Mikuž pravi, da je institucionalnih investorjev, ki so sposobni investirati v tvegani kapital, trenutno v Sloveniji izredno malo ter da bi bilo smiselno razmisliti o tem, kako sprostiti dodatne vire financiranja. Ena od možnosti so pokojninski skladi, kjer bi bilo potrebno izvesti pokojninsko reformo, da bi bili skladi bolj konkurenčni na trgu in da bi posledično lahko tudi investirali v alternativne oblike naložb.

Mikuž, ki je bil pobudnik in ustanovitelj Združenja ponudnikov tveganega kapitala, tudi poudarja ter si prizadeva, da je v tem poslu izjemnega pomena kredibilnost ter integriteta, saj gre za zelo občutljivo panogo in ne sme biti zaznamovana s kakršnimikoli nečednimi posli.

5 SMERNICE ZA RAZVOJ AKTIVNEGA TRGA TVEGANEGA KAPITALA

5.1 Državna intervencija

Pojem državna intervencija, kot je uporabljen v nadaljevanju, zajema mehanizme, preko katerih vlada namerno vpliva na alokacijo resursov z namenom pospeševanja razvoja tehnologije in komercializacije le-te (Salmenkaita & Salo, 2002, str. 184). Ena od težav pri oblikovanju vladnih razvojnih politik je, da medtem ko nek program ublaži identificirane tržne pomanjkljivosti, druge tržne ali sistemske pomanjkljivosti ostanejo ali se celo pojavijo nove.

Obstajata dve plati zgodbe državnih investicij (Lerner, 2009, str. 5). Ko pogledamo regije po svetu, ki so ali pa postajajo globalna središča podjetniške aktivnosti (kraji kot so Silicijska dolina, Singapur, Tel Aviv, Bangalore, Hongkong), je pečat investicij javnega sektorja nesporen. Državne intervencije so igrale ključno vlogo pri nastanku večine od teh regij. A za vsako učinkovito intervencijo je bilo mnogo več neuspešnih ter propadlih, kjer znatni javni izdatki niso obrodili nobenih sadov. Glede na rezultat javnih investicij bi lahko sklepali, da je spodbujanje podjetniške rasti s pomočjo javnega sektorja velik kazino, kjer javni sektor preprosto vplačuje stave brez garancije uspeha. A dejstvo je, da je bil v veliko primerih neuspeh držav pri spodbujanju aktivnosti tveganega kapitala ter podjetništva popolnoma predvidljiv. Tovrstna neuspešna prizadevanja si pogosto delijo skupek napak v sami zasnovi, s čimer so obsojena na propad že od samega začetka. Razlog, zakaj je večina državnih programov za spodbujanje tveganega kapitala neuspešnih, je v problemu simultanosti, saj so države zagotovile kapital ter hkrati bile v vlogi finančnega posrednika (Gilson, 2003, str. 1071). Potreben je specializiran

finančni posrednik iz zasebnega sektorja, za katerega pa država ni substitut. Financiranje s tveganim kapitalom spremljajo transakcijski problemi zaradi negotovosti in asimetričnosti informacij (Li & Zahra, 2012, str. 95). Države, ki iščejo načine za spodbujanje podjetništva, morajo najti načine za zmanjšanje transakcijskih težav. Tako formalne institucije kot tudi (neformalne) kulturne vrednote lahko omogočijo primerne spodbude ter zmanjšajo transakcijske probleme.

5.1.1 Razlogi za intervencijo države

Obstoj pomanjkljivosti oz. neučinkovitosti trga velja za enega glavnih ekonomskih argumentov v prid intervenciji države. Stiglitz in Walsh (2006, str. 241) identificirata šest tipov pomanjkljivosti trga: nepopolni trgi, javne dobrine, asimetričnost informacij, eksternalije, nepopolna konkurenca, nezaposlenost ter ostale makroekonomske motnje. Zagovorniki javnih programov za spodbujanje trga tveganega kapitala uporabljajo prve štiri tipe pomanjkljivosti trga kot argument za podporo svojega stališča ter zagovarjajo dejstvo, da neučinkoviti kapitalski trgi vodijo v vrzeli financiranja ter pomanjkanje investicij v tehnološka mala in srednja podjetja (Grundling et al., 2010, str. 2).

Po mnenju avtorjev Salmenkaita in Salo (2002, str. 183) so državne intervencije lahko usmerjene k blaženju tržnih ter sistemskih pomanjkljivosti, odpravljanju strukturne togosti ali pa so odziv na kratkoročna pričakovanja posameznikov in organizacij, ki premalo investirajo v dolgoročne priložnosti.

Lerner (2002, str. 64) izpostavlja več razlogov v prid vladnemu spodbujanju razvoja trga tveganega kapitala. Tvegani kapital ima močne pozitivne učinke na inovacije, ustvarjanje blaginje, gospodarsko rast ter zaposlenost. Obstaja močna vez med inovacijami in gospodarsko rastjo. Večja gospodarska aktivnost ter boljša kvaliteta življenja temeljita na stalni ponudbi novih tehnologij in pristopov. Potreba po inovacijah je tako široko sprejeta med mnogimi vladami po svetu. Hkrati obstaja močna povezava med inovacijami in novimi podjetji. Mala podjetja so pogosto bolj uspešna pri razvoju ter komercializaciji novih idej kot pa že uveljavljena velika podjetja, ki sčasoma lahko postanejo preveč zbirokratizirana.

Številne raziskave s področja javnih financ preučujejo okoliščine, v katerih je primerno, da država priskoči na pomoč (Lerner, 2002, str. 67). Večina jih poudarja, da je podpora iz javnih sredstev smiselni ukrep v primeru aktivnosti, ki ustvarjajo pozitivne eksternalije ali ugodnosti. Koristijo lahko tudi ostalim, ki niso neposredno del teh aktivnosti. Na podoben način pionirji podjetništva ter investitorji tveganega kapitala ustvarjajo pozitivne eksternalije, ki koristijo drugim (Lerner, 2002, str 68). Natanko takrat, ko so tovrstne eksternalije prisotne, so državne intervencije – bodisi v obliki davčnih olajšav, regulatornih sprememb ali bolj direktnih ukrepov – upravičene. Tovrstni »spillover« učinki so zlasti pomembni v začetnih fazah podjetniškega sektorja ali trga tveganega kapitala, ko se vzpostavljajo prvi podjetniški projekti ter investicijske skupine. Ta razmerja nakazujejo, da ima lahko država pomembno vlogo pri podpori

podjetniškemu sektorju ter tveganemu kapitalu v začetnih fazah. Ko enkrat proces doseže kritično maso, kar lahko traja leta ali celo desetletja, začne potreba po javnih ukrepih pojenjati.

5.1.2 Razlogi proti intervenciji države

Največja skrb nasprotnikov državnih intervencij so različne distorzije tržnih mehanizmov, ki lahko nastanejo zaradi tovrstnih programov (Buchanan & Tollison v Grundling et al., 2010, str. 2). Kot prvi problem lahko izpostavimo obnašanje interesnih skupin ali politikov z namenom, da izrabijo vladne programe za lastno korist. Naslednji problem je, da birokrati lahko izberejo podjetja na podlagi tega, kakšna je verjetnost, da uspejo, namesto na podlagi dejanskih potreb po financiranju (Cohen & Noll; Wallsten v Grundling et al., 2010, str. 2). Nemogoče je tudi, da vladni sistem funkcionira tako dobro kot tržni mehanizem, zato je majhna verjetnost, da javni programi izberejo zmagovalca.

Evropska komisija v Smernicah (2006, str. 7) identificira negativne učinke, ki lahko nastanejo kot posledica državne pomoči:

- »tveganje »izrivanja«. Prisotnost javnospodprtih ukrepov lahko odvrne druge potencialne investitorje od vlaganja kapitala. Dolgoročno bi lahko to nadalje odvrčalo zasebna vlaganja v mlada MSP in na ta način povzročilo povečanje vrzeli lastniškega kapitala in hkrati ustvarjalo potrebo po dodatnem javnem financiranju.
- Tveganje, da bodo ugodnosti za investitorje in/ali investicijske sklade povzročile nedopustno izkrivljanje konkurence na trgu tveganega kapitala v škodo konkurentov, ki ne prejemajo istih ugodnosti.
- Tveganje, da bi zaradi čezmerne ponudbe javnega rizičnega kapitala za ciljna podjetja, ki ni vložen v skladu s tržno logiko, neučinkovita podjetja morda ostala na površju in bi nastala umetna inflacija njihovih vrednosti, zaradi česar bi zasebnim investitorjem postalo manj privlačno, da bi tem podjetjem ponudili rizični kapital.«

Smotrnost javnih programov financiranja investicij tveganega kapitala je klasični primer diskusije, usmerjene na tržne in vladne nepopolnosti (Moore; Murray & Lott; Sohl; Hall v Grundling et al., 2010, str. 2). Pojavlja se vprašanje, ali bi morala vlada postati investitor tveganega kapitala ter neposredno financirati tehnološka mala in srednja podjetja. Zagovorniki poudarjajo tržne pomanjkljivosti kot opravičljiv razlog za zagotavljanje finančnih sredstev za zagon tehnoloških podjetij. Po drugi strani obstaja pomislek, da vladni posegi lahko povzročijo distorzije tržnih mehanizmov. V vsakem primeru pa obstaja konsenz, da obstaja pomenljiva vrzel pri financiranju tehnoloških podjetij.

5.2 Vladni programi za spodbujanje trga tveganega kapitala

Države lahko stimulirajo ponudbo tveganega kapitala z uredbo fiskalnih in regulatornih okvirjev ter z implementacijo neposrednih programov za mobilizacijo tveganega kapitala za podporo

inovativnim podjetjem (OECD, 1997, str. 4). Ti programi ciljajo na zapolnitev vrzeli financiranja, ki preprečuje podjetjem, pretežno visokotehnološkim, da pridobijo ustrezna sredstva ter da ustvarjajo javno dobro v obliki inovacij, ter ustvarjanja novih delovnih mest. Vladni programi za spodbujanje razvoja trga tveganega kapitala so usmerjeni k odpravljanju pomanjkljivosti zasebnih kapitalskih trgov, spodbujanju financiranja privatnega sektorja ter podpori tehnološkim podjetjem na dolgi rok.

Pri oblikovanju ter implementiranju teh programov je potrebno upoštevati veliko dejavnikov, ki so usmerjeni k temu, da izpolnijo njihov osnovni cilj. Večina teh dejavnikov je specifičnih za vrste programov, izpostavimo pa lahko nekaj splošnih smernic pri oblikovanju programov ter politik za spodbujanje investicij tveganega kapitala (OECD, 1997, str. 4):

- zasnova – Pri načrtovanju programov je potrebno upoštevati vrsto ter obseg investicijskih spodbud; ali so usmerjene k družbam tveganega kapitala ali neposredno k inovativnim podjetjem, faze investicij, dejavnike tveganja ter učinke na zasebni kapital.
- Dodatnost – Programi naj bodo usmerjeni k temu, da stimulirajo in pritegnejo financiranje iz zasebnega sektorja ter ustvarijo komercialno vzdržen ter samozadosten trg, kar omogoči državi, da postopoma izstopi, ko se viri zasebnega kapitala povečajo.
- Upravljanje – Uspešni programi za spodbujanje investicij tveganega kapitala so tisti, ki pritegnejo sodelovanje zasebnega sektorja v fazi oblikovanja, ter tisti, kjer privatni sektor igra profesionalno vlogo pri upravljanju programa.
- Proces – Proces, v katerem podjetje, investitor ali sklad tveganega kapitala pristopi k iniciativam, mora biti preprost, neposreden ter ne preveč časovno zamuden.
- Transparentnost – Vsi potencialni kandidati naj imajo možnost participacije pri tovrstnih vladnih programih.
- Vrednotenje – Programi morajo biti redno vrednoteni ter ocenjeni preko različnih kriterijev in meril uspešnosti (angl. *benchmark*).

5.2.1 Dejavniki pri oblikovanju programov

5.2.1.1 Investicijska faza

Vladni programi za spodbujanje tveganega kapitala so lahko oblikovani tako, da so usmerjeni v določene faze razvoja: start-up podjetja, rastoča podjetja ali celo zrela podjetja (OECD, 1997, str. 8). S tveganim kapitalom se lahko financira lansiranje novega produkta, zgodnji razvoj, širjenje ali prestrukturiranje poslovanja. V splošnem je tvegani kapital alternativni vir financiranja, ki je bolj tvegan ter manj likviden kot ostale oblike financiranja. Študije kažejo, da podporo najbolj potrebujejo start-up podjetja, zato je lahko financiranje zgodnjih faz najbolj koristno. Pogosto je

zasebno financiranje podjetij v zgodnjih fazah pomanjkljivo, zlasti v semenski ter zagonski fazi, saj je v tem primeru tveganje za investitorja največje, zato se velik del zasebnega sektorja temu izogiba. A vendarle je brez zdrave ponudbe start-up podjetij tudi aktivnost investicij v poznejših fazah manjša. Zato država s ponudbo tveganega kapitala mladim podjetjem v zgodnjih fazah investicijskega cikla igra vlogo stimulatorja trga tveganega kapitala v začetnih fazah (angl. *pump-priming*), dokler le-ta ne doseže kritične mase ter postane bolj zrel. Vrste državnih programov pomoči, ki so lahko najbolj učinkoviti v zgodnjih fazah, so sledeče (OECD, 1997, str. 8):

- državne neposredne investicije,
- davčne olajšave za investitorje v podjetja v zgodnjih fazah,
- poroštvo v primeru izgub za sklade tveganega kapitala, ki investirajo v ta podjetja.

Nasprotno so programi, ki ponujajo dolžniško financiranje ali posojilne garancije, za podjetja v zgodnjih fazah manj primerni zaradi kapitalske omejenosti teh podjetij (OECD, 1997, str. 8).

5.2.1.2 Vrsta podjetja

Programi stimuliranja trga tveganega kapitala so lahko oblikovani za določeno vrsto podjetij ter so tako lahko usmerjeni k tehnološkim podjetjem z namenom spodbujanja inovativnosti (OECD, 1997, str. 9). Tehnološka podjetja se bolj verjetno soočajo z višjimi stroški v zgodnjih fazah kot preostala mala podjetja. Zaradi visoke stopnje tveganja in negotovosti, nepreverjenih inovacij ter težav pri ocenjevanju velikosti potencialnega trga imajo visokotehnološka podjetja pogosto težave pri iskanju eksternih virov financiranja.

Obstajajo podobnosti med investicijami v podjetja v zgodnjih fazah ter tehnološkimi podjetji, saj imata obe vrsti podjetij pogosto težave pri pridobivanju zasebnih virov financiranja ter obema primanjkuje oprijemljivega premoženja, ki bi ga lahko zastavili v primeru posojila pri tradicionalnih ponudnikih financiranja. Zato so najbolj primerne oblike državne podpore pri tehnoloških podjetjih podobne tistim pri podjetjih v zgodnjih fazah poslovanja (OECD, 1997, str. 10):

- neposredne investicije države,
- davčne olajšave za investitorje,
- poroštva za delež izgub.

Za programe, ki so namenjeni tehnološkim podjetjem, so bistvenega pomena tudi tehnološko izobraženi posredniki, ki lahko omogočijo učinkovito alokacijo kapitala ter dodajo vrednost pri financiranju podjetij (OECD, 1997, str. 11). Na primer v primeru programov posojil ter garancij je smiselno, da država poskrbi za usposobljenost bančnih uslužbencev pri vrednotenju tehnoloških podjetij. Pri oblikovanju katerihkoli programov, namenjenih tehnološkim podjetjem, je potrebno tudi določiti, ali bo poudarek na kakšnih specifičnih tehnologijah.

5.2.1.3 Profil države

Najpomembnejša determinanta pri ugotavljanju, kateri državni programi spodbujanja trga tveganega kapitala so primerni, je velikost ter stanje tveganega kapitala v zasebnem sektorju (OECD, 1997, str. 11). Vloga države pri zapolnjevanju vrzeli financiranja je odvisna tudi od širših ekonomskih, družbenih ter proračunskih dejavnikov. Dolgoročni cilj večine programov je ustvariti dinamičen trg tveganega kapitala, ki bo temeljil na zasebnem sektorju ter bo tako zmanjšal potrebe po državnih programih.

Celo na najbolj razvitih trgih, kot so ZDA, obstajajo različni državni programi za spodbujanje trga tveganega kapitala (SBIC, SBIR) (OECD, 1997, str. 11). A kljub številni ponudbi državnih programov v ZDA, ameriška vlada minimalizira svojo vključenost s tem, ko naložbene odločitve prepušča zasebnemu sektorju. To je možno zaradi velike in razvite baze strokovnjakov s področja bančništva in tveganega kapitala ter sofisticiranih finančnih trgov. Za države z manj razvitim financiranjem za mala podjetja je bistvenega pomena vzpostavitev mreže izkušenih finančnih posrednikov.

Izzivi, s katerimi se soočajo države Srednje in Vzhodne Evrope, so mnogo večji od večine OECD držav (OECD, 1997, str. 12). Večina teh držav ima težko industrijo ter relativno malo malih in srednje velikih podjetij (MSP). Bančni sistem ter kapitalski trgi so slabše razviti ter imajo pogosto nerazvito poslovno kulturo. Njihovi regulatorni, računovodski ter fiskalni sistemi so deležni velikih sprememb. Poleg tega imajo te države proračunske omejitve, ki otežujejo financiranje podpornih programov. A vendar bi morala mala in srednje velike podjetja postati temelj gospodarstva, velika in zrela podjetja pa fundamentalno prestrukturirana. Ustanavljanje ter razvoj srednje velikih podjetij narekuje potrebo po dolgoročnem financiranju. Zaradi majhne ponudbe tveganega kapitala se številne države odločajo za korake pri spodbujanju tovrstnega načina financiranja.

5.2.2 Posredni ukrepi

Tvegani kapital je esencialnega pomena za financiranje inovacijskega procesa (OECD, 1997, str. 5). Investitorji tveganega kapitala so pomembni za podporo visoko tveganih investicij v mala, zlasti visokotehnološka podjetja, ki se jih tradicionalne finančne institucije izogibajo. Osnovni načini, s katerimi vlada podpira tvegani kapital ter mala in srednja podjetja, so ustvarjanje takšnih gospodarskih, institucionalnih ter regulatornih okvirjev, znotraj katerih lahko trgi učinkovito usmerjajo resurse novim ter inovativnim podjetjem.

Posredni ukrepi so tesno povezani z neposrednimi ukrepi, ki se jih poslužujejo vlade za povečanje ponudbe tveganega kapitala (OECD, 1997, str. 5). Preko fiskalnih ter pravnih okvirjev ustvarijo okolje za tvegani kapital ter inovativna podjetja in določijo tipe finančnih mehanizmov, ki bodo uporabljeni na trgu. Na splošno lahko posredni ukrepi vplivajo na sledeče dejavnike (OECD, 1997, str. 5):

- **davčna transparentnost** – Če so dobički iz investicij najprej obdavčeni, ko so izplačani skladom tveganega kapitala ter nato še enkrat, ko sklad te dobičke razdeli svojim investitorjem, potem lahko takšna efektivna davčna stopnja odvrča investitorje. Z obravnavanjem skladov tveganega kapitala kot transparentne strukture lahko vlada odpravi dvojno obdavčitev.
- **Davčni predpisi** – Davek na kapitalski dobiček med drugim vpliva na pripravljenost podjetnikov, da ustanovijo novo podjetje. Različna davčna obravnava zaposlenih ter samozaposlenih lahko tudi ustvari razlike v spodbudah za ustanovitev lastnega podjetja.
- **Zaščita intelektualne lastnine** – Za veliko podjetij v zgodnjih fazah intelektualna lastnina predstavlja večino njihovega premoženja. Za zaščito tega premoženja je pomembno, da države procesirajo patentne prijave hitro in učinkovito ter imajo učinkovit sistem izvajanja zaščite patentov.
- **Kapitalski trgi** – Pomembno je, da vlada spodbuja mehanizme izstopa, ki povečajo likvidnost za investitorje. Učinkovita kapitalska regulacija z utečenimi likvidnimi trgi daje investitorjem zaupanje, da nimajo prevelikih težav pri izhodni strategiji.
- **Delniške opcije** – Za veliko podjetnikov delniške opcije predstavljajo velik del njihovih finančnih spodbud. Pravila, ki obravnavajo izdajo delniških opcij, ter fiskalna pravila, ki določajo njihovo obdavčitev, v veliki meri vplivajo na to, ali se zdi podjetnikom dovolj privlačno, da tvegajo z investiranjem v podjetje v zgodnji fazi.
- **Informacijski tok** – Država lahko izboljša razpršenost informacij z ustvarjanjem stika med podjetniki, ki iščejo financiranje, ter potencialnimi investitorji. To lahko storijo z objavo baz o skladih tveganega kapitala ali ustanovijo mreže poslovnih angelov, s čimer izboljšajo tok informacij med investitorji ter start-up podjetji.

5.2.3 Neposredni ukrepi

Poleg ustvarjanja ugodnega okolja so mnoge države implementirale lastne programe za mobilizacijo tveganega kapitala v podporo malim, inovativnim podjetjem (OECD, 1997, str. 6). Neposredni vladni ukrepi se nanašajo na specifične javnofinancirane sheme oz. programe, ki povečajo ponudbo financiranja s tveganim kapitalom. Ti programi so običajno v obliki finančnih spodbud, vključujejo pa tudi bolj tvegane investicije v obliki lastniškega kapitala ter vladna posojila. Takšni instrumenti so lahko namenjeni družbam oz. skladom tveganega kapitala ali pa neposredno inovativnim podjetjem. Obstajata dva glavna temeljna razloga za tovrstne vladne programe (OECD, 1997, str. 6):

- **javno dobro** – Vlade so mnenja, da lahko programi tveganega kapitala prinesejo velike družbene koristi, saj so usmerjeni v podjetja, ki imajo velik potencial ustvarjanja delovnih mest ali razvoj tehnologij, pomembnih za dolgoročno rast.

- **Finančne vrzeli** – Države si prizadevajo za zapolnitev vrzeli financiranja, ki preprečuje podjetjem, da bi pridobila ustrezna finančna sredstva ob razumnih pogojih. Obstajajo pokazatelji, da so kapitalski trgi diskriminatorni ter favorizirajo večja, bolj uveljavljena podjetja. Velja pa tudi, da imajo tehnološka podjetja večje težave pri pridobivanju resursov kot druga podjetja.

Raznolike oblike javnih programov, ki so namenjeni stimulaciji ponudbe tveganega kapitala, lahko razvrstimo v tri glavne kategorije (OECD, 1997, str. 6):

- neposredna ponudba kapitala družbam tveganega kapitala ali malim podjetjem;
- finančne spodbude za investicije v družbe tveganega kapitala ali mala podjetja;
- regulacija investitorjev.

Prva kategorija je zagotovo najbolj izpostavljen in tvegan način dodelitve finančnih resursov družbam tveganega kapitala ali malim podjetjem (OECD, 1997, str. 4). Kapital je v tem primeru zagotovljen kot lastniški kapital (investicija) ali posojilo z nizko obrestno mero. Pogosto so uporabljene finančne iniciative, katerih namen je spodbuditev naložb zasebnega sektorja. Te spodbude so največkrat v obliki davčnih olajšav ter garancij. Tretja kategorija, regulacija investitorjev, pa teži k temu, da pritegne tudi druge vrste institucij, zlasti pokojninske sklade, da se odločijo za investiranje v tvegani kapital.

Evropska komisija v Smernicah (2006, str. 12) vključuje sledeče ukrepe pomoči financiranja MSP:

- »ustanavljanje investicijskih skladov (skladi tveganega kapitala), v katerih je država partner, investitor ali udeleženec, čeprav pod manj ugodnimi pogoji kakor drugi investitorji;
- poročta za investitorje rizičnega kapitala ali sklade tveganega kapitala za delež investicijskih izgub ali poročta za posojila investitorjem/skladom za naložbe v rizični kapital, če javno jamstvo potencialnih zadevnih izgub ne presega 50 % nominalnega zneska zajamčene naložbe;
- druge finančne instrumente, ki bodo spodbujali investitorje rizičnega kapitala ali sklade tveganega kapitala, da zagotovijo dodatni kapital za naložbe;
- davčne spodbude za investicijske sklade in/ali njihove upravljavce ali za investitorje, da bodo izvajali naložbe rizičnega kapitala.«

Tabela 9: Oblike državne podpore pri spodbujanju trga tveganega kapitala

VRSTA	NAMEN	PRIMER
NEPOSREDNA PONUDBA KAPITALA		
Državne investicije	Neposredno investiranje v sklade	Izrael – <i>Yozma</i> program

	tveganega kapitala ali mala podjetja.	
Državna posojila	Omogočiti posojila z nizko obrestno mero, dolgoročna posojila ali nepovratna posojila podjetjem.	Danska – državni investicijski sklad <i>VækstFonden</i>
FINANČNE SPODBUDE		
Davčne spodbude	Omogočiti davčne spodbude (zlasti davčne olajšave) investitorjem, ki investirajo v mala podjetja ali sklade tveganega kapitala.	Velika Britanija – davčne sheme <i>Enterprise Investment Scheme (EIS)</i> in <i>Venture Capital Trust (VCT)</i>
Poroštva za posojila	Garancija za delež bančnih posojil kvalificiranim malim podjetjem.	Francija – <i>Société Française de Garantie des Financements des Petites et Moyennes Entreprises (SOFARIS)</i>
Poroštva za delež izgub	Garancija za del izgub investicij tveganega kapitala.	Finska – <i>Finnvera</i> , Avstrija – <i>Finanzierungsgarantie-Gesellschaft</i>
REGULACIJA INVESTITORJEV	Omogočiti institucionalnim investitorjem, kot so pokojninski skladi ter zavarovalnice, da lahko investirajo v sklade tveganega kapitala ali neposredno v podjetja.	ZDA – sprememba akta <i>Employment Retirement Income Security Act (ERISA)</i>

Vir: OECD, *Government venture capital for technology-based firms*, 1997.

5.2.3.1 Neposredna ponudba tveganega kapitala

5.2.3.1.1 Neposredne kapitalske naložbe

Neposredne javne naložbe so najbolj direkten način injiciranja tveganega kapitala v gospodarstvo (OECD, 1997, str. 12). Možen način je, da država investira v zasebne sklade tveganega kapitala, ki potem omogočijo financiranje podjetjem. Alternativno lahko država ustanovi svoj sklad tveganega kapitala, ki nato nudi finančna sredstva podjetjem. Nekateri državni skladi tveganega kapitala prejmejo del sredstev s strani zasebnega sektorja, to so t. i. hibridni skladi. Tovrstni vladni programi so pogosto namenjeni za pomoč podjetjem v semenski in zagonski fazi, ko je tveganje preveliko, da bi pritegnili zasebni kapital. Namenjeni so tudi podpori tehnološkimi podjetjem, katerih dolgoročni potencial je nezadostno ovrednoten s strani zasebnega sektorja.

Pri oblikovanju državnih kapitalskih programov je potrebno upoštevati vrsto naslednjih dejavnikov (OECD, 1997, str. 13):

- **vrzeli financiranja** – Podjetja, ki imajo najpogosteje težave pri pridobivanju finančnih sredstev, so podjetja v zgodnjih fazah ter tehnološka podjetja. To so sektorji, katerim naj bodo državne investicije namenjene.
- **Upravljanje skladov** – Javni uradniki naj ne bodo neposredno vključeni v investicijski proces. Ta odgovornost naj bo raje zaupana najboljšim upravljavcem skladov tveganega kapitala iz zasebnega sektorja. Medtem ko je naloga države spremljati program, naj bo njena vključenost v naložbene odločitve minimalna, mehanizem odločanja pa naj bo transparenten.
- **Podpora pri upravljanju** – Državni skladi tveganega kapitala naj, tako kot skladi v zasebni lasti, portfeljskim podjetjem nudijo več kot le finančno podporo, to so storitve z dodano vrednostjo na področju upravljanja, strategije ter financ.
- **Dodatnost** – Cilj programa naj bo privabiti nove investicije privatnega sektorja ter ustvariti komercialno vzdržljiv trg. Programi naj težijo k maksimizaciji udeležbe privatnega sektorja.
- **Učinek na zasebni sektor** – Povečana količina sredstev lahko povzroči presežek denarja ter upad donosov na nesprejemljive stopnje. Potrebno je paziti, da se s trga ne izrine zasebnih investitorjev.
- **Trajanje** – Državne kapitalske investicije naj bodo uporabljene kot ukrep stimulacije trga tveganega kapitala. Ko participacija zasebnega sektorja naraste, naj se država iz podpornih programov umakne.

5.2.3.2 Državna posojila

Države lahko vzpostavijo programe, ki ponujajo dolžniško financiranje družbam tveganega kapitala ter malim podjetjem. Posojila se odobrijo v primerih, ko financiranje iz drugih virov ni možno, v kolikor pa so posojila iz privatnega sektorja na voljo, pa jih lahko država ponudi z bolj ugodnimi pogoji. Ti pogoji so lahko (OECD, 1997, str. 13):

- preferenčna obrestna mera – razlika med tržno obrestno mero je v bistvu subvencija;
- podaljšano trajanje posojila – program odplačevanja posojila je prirojen kapitalskim omejitvam podjetjem v zgodnjih fazah;
- nepovratno posojilo v primeru bankrota posojilojemalca.

Slaba stran posojilnih programov je, da izpostavljenost podjetij bankrotu variira ciklično in nepredvidljivo ter lahko posledično predstavlja breme za državni proračun (OECD, 1997, str. 14). Dejavniki, ki jih je potrebno upoštevati pri oblikovanju programov posojil, so navedeni v nadaljevanju (OECD, 1997, str. 14):

- **sposobnost odplačevanja dolga** – Podjetja imajo v zgodnjih fazah pogosto negativen denarni tok, tako da v tem času niso sposobna plačevati obresti ter odplačevati glavnice, kar je potrebno upoštevati pri strukturiranju programa dolga. V tem primeru je primeren zakasnen program odplačevanja dolga.
- **Delež financiranja** – Večina programov ima določeno mejo, kolikšen delež dolga podjetja se bo financiral. To se stori zato, da podjetje samo nosi določeno stopnjo tveganja. Nekatere države se držijo pravila, da javni sektor ne sme zagotoviti več kot 75 % financiranja za malo podjetje.
- **Izkušnje zasebnega sektorja** – Pomembno je izobraziti bankirje, da lahko primerno ovrednotijo potencial tehnoloških podjetij, saj se sposobnost le-teh za takšna vrednotenja močno razlikuje med državami. Vladni programi lahko tako vključijo tudi izobraževanje bankirjev kot eno izmed aktivnosti.
- **Obrestne mere** – Če je obrestna mera državnih posojil močno pod tržno obrestno mero, ki jo uporabljajo banke za takšen tip posojil, potem se lahko zgodi, da program ne ustvari dodatnega financiranja znotraj sistema, ampak zgolj preusmeri mala podjetja, da si raje sposojajo od javnega kot pa zasebnega sektorja.
- **Stimulacija zasebnega sektorja** – Vladna posojila lahko zahtevajo, da se hkrati z njihovim posojilom investira zasebni lastniški kapital.
- **Stopnja bankrota** – Državni programi posojil lahko vključujejo tveganja, ki niso sprejemljiva za komercialne banke. Če ima program zanemarljivo stopnjo bankrotov, so ti državni ukrepi smiselni. Po drugi strani pa lahko visoka stopnja bankrotov postane nesprejemljivo draga ter oslabi program.

5.2.3.3 Finančne spodbude

S ciljem usmeriti zadostno likvidnost v ciljna področja, kot so na primer inovacije, start-up podjetja, mala podjetja ali kakšen drug definiran tržni segment, lahko država ponudi finančne spodbude (OECD, 1997, str. 14). Ena oblika so davčne spodbude, ki so namenjene investitorjem, skladom tveganega kapitala, upravljavcem skladov ter portfeljskim podjetjem. Finančne spodbude so lahko tudi v obliki garancijskih shem, ki pokrivajo dolžniško ali lastniško financiranje. Davčne olajšave usmerijo resurse k investicijam z zmanjšanjem stroškov, ki so vključeni. Garancijske sheme pa usmerijo resurse z zmanjšanjem tveganja, ki je prisotno.

5.2.3.3.1 Davčne spodbude

Mnoge vlade izberejo davčne spodbude, zlasti davčne olajšave, kot sredstvo za stimulacijo določenih vrst investicij (OECD, 1997, str. 14). Davčne spodbude predvidevajo, da obstaja zadostna likvidnost v sistemu, kjer je namen teh spodbud usmerjenost k določenim investicijam. Spodbude so lahko na voljo za investicije neposredno v kvalificirana mala podjetja ali pa so na

voljo za investicije v kvalificirane družbe tveganega kapitala. Pomembna odločitev pri oblikovanju programov je, ali naj bodo davčne spodbude dane na začetku (npr. na investirano vsoto) ali na koncu, kar je povezano z davkom na kapitalski dobiček, ki je realiziran ob izstopu. Prva oblika nagrajuje vse investitorje, medtem ko druga nagrajuje samo zmagovalce, zato je lahko prva oblika programa dražja. Razlika med obema pristopoma je tudi v tem, da prva oblika lahko povzroči vedenje, ki je motivirano z namenom davčnega zavetišča. V nadaljevanju so navedeni dejavniki, ki jih je potrebno upoštevati pri oblikovanju davčnih spodbud (OECD, 1997, str. 14):

- **oblika spodbud** – Davčne olajšave lahko temeljijo na osnovi investiranega zneska (angl. *front-end incentive*) ali na podlagi realiziranega kapitalskega dobička (angl. *back-end incentive*). Prva oblika spodbud lahko vodi v obnašanje z namenom davčnega izogibanja. Druga oblika spodbude nagrajuje samo uspešne investicije, zato je lahko ta oblika cenejša. Možen je tudi mešan model obeh oblik spodbud.
- **Stopnja donosa** – Določena mora biti velikost spodbud, namenjenih investitorjem, kar je odvisno od stopnje davčne olajšave ter maksimalnega zneska investicije.
- **Časovni okvir** – Investitorjem mora biti na voljo dovolj časa, da spodbude pritegnejo njihovo pozornost ter da si z njimi lahko pomagajo. Ko začnejo sredstva enkrat pritekati v sklade tveganega kapitala, mora obdobje, ki omogoča davčne olajšave, dovoliti dovolj časa, da se ta kapital primerno investira. Če upravljavec sklada sklepa nagle odločitve, se poveča tveganje za slabe investicijske odločitve.
- **Stroški programa** – Davčni prihodki, ki so izgubljeni na račun teh spodbud, naj se primerjajo z dodatnimi davčnimi prihodki, ki so rezultat novih podjetij, ki so nastala kot rezultat programa.
- **Usmerjenost** – Spodbude so lahko omejene na investicije, ki so kvalificirane za določen sektor, investicijsko fazo ali znesek. Namenjene so lahko investicijam, ki so zapostavljene, npr. podjetja v zgodnjih fazah ali tehnološka podjetja. Natančen cilj programa je kritičnega pomena, saj v nasprotnem primeru obstaja možnost, da program propade. Po drugi strani lahko preveč omejitev zmanjša privlačnost programa za investitorje ter doda prekomerno birokracijo.
- **Vrsta investicij** – Potrebno je določiti, ali so spodbude namenjene skladom tveganega kapitala ali neposrednim naložbam v podjetja. Splošno velja, da neposredne naložbe lahko privabijo več aktivnih investitorjev, ki podjetjem doprinesejo tudi dodatno vrednost.
- **Učinki na investicijski trg** – Potrebno je razmisliti, ali davčne spodbude povzročajo distorzijo na trgu. Investitorji, ki imajo koristi od davčnih spodbud, so lahko kot rezultat teh ugodnosti pripravljeni sprejeti nižje donose pred obdavčitvijo. To lahko predstavlja

nepravično konkurenčno prednost v primerjavi z zasebnimi investitorji, kar lahko eventualno povzroči umik privatnih investorjev s trga.

- **Motivacija** – Mlada podjetja so pogosto odvisna od sposobnosti managementa. Kljub temu različni programi spodbud izključujejo udeležbo managementa v programu, zato je dobro razmisliti tudi o spodbudah za management podjetja.

5.2.3.3.2 Garancije za posojila

Velika večina OECD držav ponuja kakšno obliko državnih garancij za kritje posojil malim podjetjem (OECD, 1997, str. 15). V sklopu takšnih programov država garantira za delež posojila, ki ga odobri finančna institucija. V primeru nesposobnosti plačila s strani dolžnika znaša izguba, kateri je izpostavljen posojilodajalec, le do vsote posojila, ki ni bila krita z garancijo. Namen tovrstnih programov je spodbuditi finančne institucije, zlasti komercialne banke, da financirajo mala podjetja, ki imajo izvedljive projekte, a ne dosegajo kriterijev za odobritev posojila. Državna garancija, ki služi kot meja, kolikor lahko posojilodajalec največ izgubi, služi kot nadomestilo za poroštvo v obliki oprijemljivih sredstev.

V nekaterih državah so programi posojilnih garancij financirani s strani države, a jih z delegirano pooblaščenostjo izvajajo komercialne banke (npr. Velika Britanija, ZDA, Kanada) (OECD, 1997, str. 15). V drugih državah pa te programe financirajo trgovska združenja ter finančne institucije na lokalni bazi, za sredstva pa garantira država (npr. Nemčija, Francija, Japonska). Cilj teh programov ni, da posojilojemalci zaprosijo za posojilo, ki bi bilo na voljo tudi brez teh programov, ampak je omogočiti financiranje, ki sicer ne bi bilo na voljo.

Za kompenzacijo pričakovanih izgub iz programa država zaračuna premijo, ki je običajno med 0 in 2 odstotkoma (OECD, 1997, str. 16). Zaradi premije imajo posojila, ki so krita z garancijo, višje obresti kot v primeru običajnih sporazumov. Maksimalni delež kritja posojila se med državami razlikuje, prav tako tudi premija. Splošni dejavniki, ki jih je potrebno upoštevati pri oblikovanju programov posojilnih garancij, so naslednji (OECD, 1997, str. 17):

- **deljenje tveganja** – Potrebno je določiti, kakšen je maksimalen delež celotnega posojila, za katerega bo jamčila država. Najbolj pogosto ta delež znaša 50 % ali 75 %. Če država garantira prevelik delež, lahko posojilodajalci odobrijo posojila po neprimerno nizki obrestni meri, saj glavni delež tveganja nosi država. Drug učinek tega bi lahko bil, da posojilodajalci ne bi opravili dovolj skrbnega pregleda pri prosilcih posojila. Zato je pomembno, da del tveganja nosi posojilojemalec.
- **Stroški** – Posojilojemalec plača letno premijo na garantiran delež posojila. Nekateri programi, kot je program SBA v ZDA, zaračunajo tudi začetno administrativno provizijo. Premije ne smejo biti previsoke do te mere, da so nesprejemljive za potencialne posojilojemalce. Pri večini programov posojilojemalec plača provizijo poroku. V nekaterih državah velja, da posojilodajalec plača provizijo poroku. Čeprav v tem primeru

posojilodajalec prevali stroške na posojilojemalca, lahko ta mehanizem fokusira posojilodajalca na stroške garancije.

- **Osebna garancija/osebni delež** – Veliko držav zahteva, da posojilojemalec priloži obliko osebne garancije ali minimalni osebni delež. S tem se poveča posojilojemalčeva obveza, da ohrani podjetje solventno. Nekateri programi zahtevajo, da imajo prosilci posojil relevantne strokovne kvalifikacije.
- **Ocena projekta** – Ocena projekta za garancijo je lahko opravljena s strani posojilojemalca, neodvisnega cenilca ali pa to opravi porok. Po drugi strani ločitev vrednotenja od posojilodajalca doda nov sloj birokracije ter dodatne stroške. Na splošno velja, da je najbolje, da podjetja izberejo posojilodajalce iz zasebnega sektorja, saj njihove strokovne izkušnje s področja odobritev in monitoringa posojil običajno presegajo izkušnje javnih uradnikov.

5.2.3.3 Poroštva za kritje izgub

Nekatere države imajo programe poroštev za del investicijskih izgub (angl. *equity guarantee*), ki poskušajo premagati nenaklonjenost visoko tveganim naložbam, ki jo ima veliko investorjev (OECD, 1997, str. 18). Investitorji se pogosto izogibajo investicijam v zasebna podjetja zaradi visoke stopnje umrljivosti mladih ter tehnoloških podjetij. Za kompenzacijo tveganja zato pričakujejo visoke donose. Skladi tveganega kapitala tipično iščejo interno stopnjo donosa med 30 in 50 odstotki, kar po vključenih izgubah (propadlih projektih) omogoča donos portfelja med 20 in 30 odstotki. Logika pri programih poroštev za kritje deleža izgub je v tem, da če je portfelj zaščiten pred izgubami, povezanih s propadom podjetij, je lahko cilja interna stopnja donosa za individualna podjetja nižja, medtem ko lahko istočasno portfelj doseže celoten ciljni donos.

Garancije proti izgubam so redka oblika državnih pomoči (OECD, 1998, str. 239). Imajo legitimen cilj blaženja negativnih posledic nenaklonjenosti investorjev k tveganju, a lahko povzročijo negativne učinke, kot so distorzija kriterijev pri selekciji projektov ter nespodbuden odnos investorjev do tega, da se trudijo po najboljših močeh ter pomagajo vsem podjetjem v portfelju, da preživijo. Garancija za izgube je pristop, ki se ga redko priporoča. Na primer PPM shema na Nizozemskem je bila leta 1995 ukinjena. V kolikor je shema implementirana, mora vsebovati pogoje, ki minimalizirajo potencialno škodo. Danska shema na primer je namenjena samo podjetjem, kjer ima investor tveganega kapitala sedež v nadzornem odboru. Pri oblikovanju shem poroštev za izgube so pomembni sledeči dejavniki, ki so navedeni v nadaljevanju (OECD, 1997, str. 18):

- **deljenje tveganja** – Delež izgub, ki jih krije garancija, mora biti dovolj visok, da spodbudi naložbe, ki drugače ne bi bile izvedene. Po drugi strani mora privatni sektor nositi zadostno mero tveganja, s čimer se zagotovi, da ustrezno preučijo investicije ter da se prehitro ne odpovejo investicijam, ki ne kažejo dobrih rezultatov.

- **Dodatnost** – Težko je zagotoviti, da financiranje podjetij z garancijo za kritje izgub vsebuje načelo dodatnosti. Zgodi se lahko, da upravljavci skladov v program garancij vključijo tudi investicije, ki bi bile sicer financirane brez garancije. Merilo dodatnosti se kaže v tem, ali so tiste investicije, ki bi bile izvedene ne glede na program, pravzaprav višje zaradi prisotnosti garancije.
- **Alokacija** – Če se izvajajo letna plačila za kritje izgub, se lahko upravljavci investicij znajdejo v skušnjavi, da raje pošljejo podjetje, ki je v težavah, v stečaj ter si tako zagotovijo garantirano plačilo, kot da bi se dodatno trudili, da se podjetje reši iz težav ter uspe.
- **Dodana vrednost** – Družbe tveganega kapitala, ki prejmejo garancijo, morajo imeti znanje ter strokovne izkušnje pri delu z malimi podjetji. Program na Danskem zahteva, da je upravljavec sklada tveganega kapitala v nadzornem odboru portfeljskega podjetja, za katerega je izdana garancija.

5.2.3.4 Regulacija investitorjev

Države lahko določijo vrste investitorjev, ki so primerni za investiranje v sklade tveganega kapitala ter neposredno v mala podjetja (OECD, 1997, str. 19). V nekaterih državah je pokojninskim skladom ter zavarovalnicam onemogočeno, da vlagajo v sklade tveganega kapitala. V kolikor to ni zakonsko prepovedano, pa tovrstne investicije niso ravno priljubljene. Številne države zato pregledujejo regulacije, ki se nanašajo na vrste investitorjev v naložbe zasebnega lastniškega kapitala ter razmišljajo o sprostitvi omejitev.

Državam je pogosto za vzor primer ZDA v poznih 70. ter zgodnjih 80. letih zaradi sprememb, ki jih je povzročila sprememba zakonodaje v okviru t. i. Employment Retirement Income Security Act – ERISA (OECD, 1997, str. 19). Pokojninskim skladom je bilo namreč dovoljeno, da so lahko začeli vlagati v sklade tveganega kapitala, tako pa je bil sproščen nov glavni vir financiranja. Podobno se je zgodilo tudi leta 1995 v Avstraliji, ko je centralna banka spremenila pravila, tako da lahko tudi banke investirajo v mala in srednje velika podjetja. Regulatorne spremembe so se zgodile tudi v Italiji, kjer je pokojninskim skladom dovoljeno, da investirajo v zasebna podjetja. Verjetno je bil najbolj dramatičen vpliv regulatornih sprememb viden na Finskem, kjer so spodbudili banke ter pokojninske sklade za investicije v sklade tveganega kapitala. Po tej spremembi sta ti dve skupini investitorjev predstavljali 79 % zbranega tveganega kapitala leta 1995 v primerjavi z 20 % v letu 1994. Velik uspeh pri tem je doživela tudi Irska, kjer je vlada z namenom, da angažira pokojninske sklade, izdala smernice, da naj ti skladi letno namenijo 0,08 % sredstev v upravljanju za investiranje v sklade tveganega kapitala.

5.3 Priporočila za programe spodbujanja tveganega kapitala

Kvantitativne omejitve pri institucionalnih vlagateljih naj bodo odpravljene za razširitev virov tveganega kapitala.

Institucionalnim investitorjem, kot so pokojninski skladi ter zavarovalniške družbe, je v mnogih državah onemogočeno ali nepriporočljivo investirati v zasebni lastniški kapital, saj ga regulatorji

vidijo kot preveč tveganega (OECD, 2003, str. 18). A trend v mnogih OECD državah sedaj je, da sproščajo te omejitve. Večina držav se zgleduje po ZDA, ko je sprememba zakonodaje (Employee Retirement Income Security Act – ERISA) v poznih 70. in zgodnjih 80. letih omogočila pokojninskim skladom, da lahko v svoj portfelj vključijo tudi bolj tvegane investicije, kar je sprostilo val finančnih sredstev ter poživilo trg tveganega kapitala v ZDA.

V Veliki Britaniji so bile omejitve glede investicij pri zavarovalnicah sproščene leta 1994 z amandmajem Amendment to the Insurance Companies Regulation Act (OECD, 2003, str. 18). Investicijske omejitve pri institucionalnih vlagateljih so se progresivno sproščale v državah, kot sta Danska in Švedska. V večini primerov je lahko zbiranje sredstev tveganega kapitala povečano z zamenjavo kvantitativnih omejitev pri institucionalnih investitorjih z bolj fleksibilnimi regulatornimi politikam. Te regulatorne spremembe naj bodo kombinirane s pregledom finančnih standardov poročanja. Računovodska pravila, zlasti vrednotenje obveznosti pokojninskih skladov ter minimalni kapital pri zavarovalnicah, imajo lahko posredne učinke na sestavo portfeljev, ki lahko odvrtaajo investicije v rizično premoženje.

Tudi v primeru, ko je institucionalnim investitorjem dovoljeno investirati v projekte tveganega kapitala, jih je večina nenaklonjena tveganju ali pa s trgom tveganega kapitala niso seznanjeni, saj jim pogosto primanjkuje strokovnega znanja ter investicijske kulture za vlaganje v takšne naložbe (OECD, 2003, str. 19). Veliko držav sprejema sheme ali promovira skupne investicije z bolj izkušenimi tujimi skladi, tako da dodelijo investicijski proces institucionalnim upravljavcem. Posebna zakonodaja, ki dovoli ustanovitev skupnih investicijskih struktur, kot je sklad skladov (angl. *fund of funds*), je način, ki omogoča institucionalnim vlagateljem, da kombinirajo resurse in strokovno znanje pri bolj tveganih investicijskih odločitvah.

Bolj liberalne politike za institucionalne vlagatelje morajo biti kombinirane z izboljšanimi standardi za transparentnost, s čimer se minimalizira možnost potencialnih zlorab (OECD, 2003, str. 19). Tako v ZDA in Veliki Britaniji, državah z liberalnimi investicijskimi pravili, so bili primeri nespametnih naložb institucij. Zanesljiva merila uspešnosti ter računovodski standardi izboljšajo transparentnost, trdni kriteriji pa pomagajo graditi zaupanje ter pomagajo uveljaviti zasebni lastniški kapital kot kredibilno alternativno premoženjsko skupino.

Nižje stopnje kapitalskega dobička stimulirajo podjetnike ter investitorje, hkrati pa se država lahko izogne potrebi po posebnih davčnih spodbudah.

Nekatere države OECD želijo ohranjati nevtralnost v svojih fiskalnih sistemih ter niso vključile davčnih ukrepov za spodbuditev aktivnosti tveganega kapitala (OECD, 2003, str. 19). Druge pa imajo širok nabor davčnih spodbud, namenjenih investitorjem tveganega kapitala. Ti vključujejo davčne olajšave pri osebnem ali korporativnem dohodku za subjekte, ki investirajo v mala podjetja ter kvalificirane sklade tveganega kapitala (npr. Enterprise Investment Scheme ter Venture Capital Trust Scheme v Veliki Britaniji, Certified Capital Companies (CAPCO) v ZDA ter Labour Sponsored Venture Capital Corporations (LSVCC) v Kanadi). Slabost teh spodbud je, da lahko privabijo investicije, ki služijo primarno za davčni ščit. Alternativo predstavljajo

spodbude, ki omogočajo davčno olajšavo na dobičke, ki so realizirani iz investicij tveganega kapitala, s čimer se poveča motivacija za reinvestiranje (OECD, 2003, str. 20). Nekatere države imajo tudi odložljive davke za podjetja ali posameznike, s čimer želijo doseči preliv kapitala v mala podjetja ali sklade. A te davčne spodbude za investitorje tveganega kapitala lahko vpeljejo dodatno kompleksnost v fiskalne sisteme v obliki različnih stopenj za podjetja in posameznike, vrste premoženja, časovni horizont ... Države so splošno omejene pri zmožnosti uporabe radodarnih fiskalnih spodbud zaradi pritiskov na fiskalno stabilnost ter proračunske cilje.

Osnovno fiskalno okolje, vključno s splošnim davčnim bremenom na posameznike in podjetja ter kompleksnost davčnega sistema, ima lahko večji pomen pri spreminjanju podjetniških spodbud ter financiranja s tveganim kapitalom kot usmerjeni davčni ukrepi (OECD, 2003, str. 20). Visoki davki na kapitalski dobiček za podjetja in posameznike so pogosto navedeni kot glavni dejavnik za zaviranje ponudbe tveganega kapitala v mnogih državah OECD. Na splošno bi se države morale osredotočiti na večjo nevtralnost ter zmanjšano kompleksnost obdavčitve kapitala. Kakorkoli, manjša obdavčitev davka na kapitalski dobiček lahko stimulira ponudbo tveganega kapitala ter poveča spodbude za bolj tvegane investicije.

Državni programi lastniškega financiranja lahko spodbudijo zasebno financiranje s tveganim kapitalom v fazi nastanka, a nato naj se država umakne, ko zasebni trgi dozori.

V večini OECD držav so se investicije tveganega kapitala začele kot javno financirane aktivnosti (OECD, 2003, str. 20). Državna sredstva so bila široko uporabljena za spodbuditev zasebnega trga tveganega kapitala ter zmanjšanje neravnovesij v alokaciji sredstev preko različnih faz financiranja, sektorjih ter regijah. Zlasti v začetku je tveganje pri semenskih ter start-up investicijah v splošnem preveliko, da bi pritegnilo zadostne vire zasebnega lastniškega kapitala, od tod potreba po deljenju tveganja med javnim in zasebnim sektorjem. V nekaterih državah je država igrala dominantno vlogo v daljšem obdobju, na primer SBIC (Small Business Investment Company) program v ZDA ter YOZMA v Izraelu. Te sheme niso samo dodelile znatne vsote tveganega kapitala mladim podjetjem, temveč so pomagale izučiti managerje, ki so kasneje ustanovili lastne sklade tveganega kapitala, s čimer so stimulirali rast na trgu tveganega kapitala ter širili tovrstno investicijsko kulturo.

A niso vse javne spodbude tako dobro oblikovane in nekatere so preživele njihov prvotni namen ter uporabnost (OECD, 2003, str. 21). Sčasoma javni programi konvergirajo proti istim tržnim segmentom kot privatni sektor, namesto da bi naslovili vrzeli pri financiranju. To lahko povzroči učinek izrinjanja (angl. *crowding-out*) zasebnih investorjev ter celo zamudo pri razvoju financiranja podjetij v zgodnjih fazah, še zlasti če je trg omejen. Vrsta ter obseg vloge države pri tovrstnih programih mora biti vrednotena na kontinuirani osnovi. V Izraelu je bil program Yozma ukinjen, ko je trg postal bolj zrel ter so privatni viri tveganega kapitala porasli. Številne države imajo sedaj zasebno upravljane sklade, ki uporabljajo javni denar za investiranje v projekte tveganega kapitala: Business Development Bank of Canada Venture Capital Fund, danski investicijski sklad (VaeksFonden), državni industrijsko razvojni sklad na Švedskem

(Industrifonden), Fundo de Sindicação de Capital de Risco (FSCR) na Portugalskem ter Early Growth Fund v Veliki Britaniji.

Nekatere države uvajajo tudi javno-zasebna partnerstva, kot je npr. Challenge Fund univerze Cambridge v Veliki Britaniji, ki omogoča semensko financiranje za pospešitev transferja znanja (angl. *know-how*) in tehnologije iz univerz v komercialno aplikacijo (OECD, 2003, str. 21). Ponekod javni vladni programi sedaj tekmujejo z regijskimi ter lokalnimi skladi, zlasti kot so ti usmerjeni v odpravljanje geografskih neravnovesij pri financiranju s tveganim kapitalom. Regionalne spodbude, ko je npr. Regional Venture Capital Funds v Veliki Britaniji, državni skladi, kot je Massachusetts Technology Development Corporation (MTDC) v ZDA, provincialne spodbude, kot so Quebec Innovatech Venture Capital Fund v Kanadi ter Centre d'Innovació i Desenvolupament Empresarial (CIDEM) v Kataloniji so dopolnjene s shemami za mala podjetja ter manj razvite skupnosti (Community Development Venture Fund v Veliki Britaniji ter New Markets Venture Capital program ZDA). Takšni programi imajo pogosto socialne cilje, kot so prenos tehnologij, ustvarjanje novih delovnih mest ter gospodarski razvoj, kot tudi komercialne cilje. A vseeno je njihov prispevek h gospodarski aktivnosti ter regijskemu razvoju na dolgi rok mešan. Primanjkuje jim ekonomije obsega ter izkušenih managerjev, soočajo pa se tudi s problemom izbire (angl. *trade-off*) med izpolnjevanjem socialnih ciljev ter doseganjem komercialne izvedljivosti.

Javna sredstva za spodbujanje trga tveganega kapitala naj bodo osredotočena na pritegnitev in vključitev zasebnega financiranja, zlasti v podjetja v semenskih in zagonskih fazah (OECD, 2003, str. 22). Programi naj vsebujejo transparentno evaluacijsko shemo ter predviden izstop države, ki bo omogočil večji domet zasebnim skladom tveganega kapitala.

Vlade naj povežejo združenja poslovnih angelov z javnimi programi, kot so tehnološki inkubatorji.

Poslovni angeli so pomemben vir tveganega kapitala, a so po večini »ad hoc« investitorji, saj imajo preferenco, da vlagajo v lokalne projekte, ki so skrbno izbrani, ter preko neformalnih povezav (OECD, 2003, str. 22). Informacijski tok med investitorji ter potencialnimi podjetniki je v mnogih državah OECD omejen ali ne obstaja. V zadnjih letih je bilo ustanovljenih veliko tako javnih kot tudi komercialnih mrež z namenom, da se organizira fragmentiran trg angelskih investitorjev ter premosti informacijsko vrzel. Večina klubov poslovnih angelov ponuja storitve povezovanja med podjetniki in angelskimi investitorji preko internetnih baz, mentorstvo ter podporne storitve.

Poslovne mreže angelskih investitorjev so najbolj razvite v Veliki Britaniji ter ZDA, kjer so se zasebne ter javne mreže razvijale v tandemu s trgom tveganega kapitala (OECD, 2003, str. 23). Nekatere mreže, zlasti državne, trpijo zaradi pomanjkanja kvalitetnih investitorjev, ki posedujejo potrebno znanje ter izkušnje angelskega investiranja. Za rešitev tega izziva je vlada v Izraelu poiskala tuje investitorje s ponujanjem davčnih spodbud ter programi za povezovanje malih podjetij in skladov tveganega kapitala s tujimi institucijami, multinacionalkami ter tudi

posamezniki (OECD, 2003, str. 22). Nekateri izraelski skladi tveganega kapitala so odprli predstavništva tudi v ZDA in Evropi, da so bili v koraku z najnovejšim tehnološkim ter tržnim dogajanjem. Vzpostavitev takšnih odnosov s tujimi investitorji lahko poveča vidnost portfeljskih podjetij ter investicijskih priložnosti.

V zadnjih letih so skupne investicijske sheme med angeli ter ostalimi skladi tveganega kapitala pomagale blažiti pomanjkanje likvidnosti ter bolje upravljati s tveganjem (OECD, 2003, str. 23). Ponekod so bile ustanovljene strukturirane angelske skupine, ki investirajo kot angelski konzorcij ali »stranski sklad« pri večjih družbah tveganega kapitala. Država lahko sponzorira sejme, delavnice ter seminarje o trgu zasebnega lastniškega kapitala za spodbujanje sodelovanja ter ojačitev sinergij med neformalnimi ter formalnimi ponudniki tveganega kapitala. Angelske mreže ter združenja skladov tveganega kapitala se lahko povežejo tudi z drugimi poslovnimi skupinami za vzpostavitev povezave na strani ponudbe in povpraševanja. Tok poslov preko mrež poslovnih angelov se lahko poveča, če se le-te povežejo z javnimi programi za spodbujanje tveganega kapitala ter podjetniškimi spodbudami, kot so tehnološki inkubatorji. Država lahko poveča bazen start-up podjetij ter podjetnikov preko komplementarnih shem, kot so investicijski programi za mala podjetja ter spin-off podjetja pri univerzah in raziskovalnih inštitutih.

Država naj spodbuja združevanje sekundarnih borznih trgov za doseganje večjih ekonomij obsega.

Obstoj primernih izhodnih mehanizmov je esencialnega pomena za zagotovitev dobro funkcionalnega trga tveganega kapitala (OECD, 2003, str. 23). Izhod predstavlja pomembno merilo donosnosti tveganega kapitala v primerjavi z ostalimi naložbami. Uspeh izhodne strategije vpliva na cikle zbiranja kapitala, saj so investitorji voljni prispevati sredstva le, če bo njihovo tveganje zadostno nagrajeno. Investicije v zgodnjih fazah zahtevajo višjo stopnjo donosa ter narekujejo bolj agresivne izhodne strategije, kot so npr. javne ponudbe delnic.

V 90. letih je bilo močno povečanje sekundarnih borznih trgov v državah OECD v veliki meri zaradi uspehov javnih ponudb delnic mladih tehnoloških podjetij na ameriški borzi NASDAQ (OECD, 2003, str. 24). Alternative Investment Market (AIM) londonske borze je začel trgovati leta 1995, čemur je sledil francoski Le Nouveau Marche ter korejski KOSDAQ leta 1996, nemški Neuer Market ter belgijski New Market leta 1997 ... (OECD, 2003, str. 23). OECD države so imele različen uspeh pri rasti teh sekundarnih trgov, saj je večina le-teh ostala fragmentirana ter z nizko tržno kapitalizacijo in likvidnostjo. Le malo borz je imelo zadosten domet ter obseg za izvedbo javnih ponudb, poleg tega pa so manjši trgi bolj volatilni ter nagnjeni k špekulativnim gibanjem. Medtem ko je odmevnost javnih ponudb delnic (IPO) v 90. letih vodila do nepredstavljive rasti zbiranja tveganega kapitala in investicij, je pok tehnološkega balona leta 2000 močno zmanjšal tržno kapitalizacijo, nekatere borze pa so se združile ali pa izginile.

Tabela 10: Priporočila za programe spodbujanja trga tveganega kapitala

<p>Investicijske regulacije</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sprostiti kvantitativne omejitve institucionalnim investitorjem (npr. pokojninski skladi) za diverzifikacijo virov tveganega kapitala. • Podpirati razvoj kulture zasebnega lastniškega kapitala med institucionalnimi investitorji. • Omogočiti ustanovitev alternativnih skupnih investicijskih struktur, kot je sklad skladov (angl. <i>fund of funds</i>). • Izboljšati računovodske standarde ter merila poslovanja (angl. <i>benchmark</i>) za zmanjšanje netransparentnosti ter za boljšo zaščito investitorjev. • Odpraviti omejitve pri dotoku tujega kapitala.
<p>Obdavčitev</p> <ul style="list-style-type: none"> • Zmanjšati kompleksnost pri davčni obravnavi kapitala od ostalih virov in tipov investicij. • Znižati visoke stopnje davka na kapitalski dobiček ter premoženje, ki lahko odvrčajo potencialne investitorje in podjetnike. • Prevrednotiti davčne spodbude za investicije tveganega kapitala ter razmisliti o opustitvi tistih, ki na podlagi »cost-benefit« analize ne prinašajo rezultatov.
<p>Programi lastniškega kapitala</p> <ul style="list-style-type: none"> • Uporabiti javna sredstva za pritegnitev in zagon zasebnega financiranja. • Angažirati javne sheme za premostitev vrzeli financiranja, npr. start-up podjetja. • Izbrati zasebne managerje za upravljanje javnih ter hibridnih skladov lastniškega kapitala. • Konsolidirati regionalne ter lokalne sklade ali uporabiti alternativne podporne sheme. • Osredotočiti financiranje projektov tveganega kapitala na znanju temelječe grozde podjetij, univerz, raziskovalnih institucij ... • Vrednotiti ter oceniti javne sklade lastniškega kapitala ter izstopiti, ko trg tveganega kapitala dozori.
<p>Mreže poslovnih angelov</p> <ul style="list-style-type: none"> • Povezati lokalne ter regionalne mreže poslovnih angelov med seboj ter z nacionalnimi spodbudami. • Omogočiti povezavo med mrežami angelskih investitorjev ter tehnološkimi inkubatorji. • Omogočiti komplementarne podporne storitve za povečanje pripravljenosti malih podjetij za sprejem investitorjev ter povečanje povpraševanja.
<p>Sekundarni borzni trgi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Spodbuditi manjšo fragmentacijo na sekundarnih trgih preko združitve, npr. na nordijski ali evropejski ravni. • Spodbuditi alternativne oblike izhodnih strategij, kot so združitve in prevzemi (M&A).

Vir: OECD, *Venture Capital: Trends and policy recommendation*, 2003.

SKLEP

Pomembnost ter vloga tveganega kapitala v sodobni družbi je izjemna. Tvegani kapital kot specializirana oblika lastniškega financiranja, ki je prilagojena posebnim potrebam in karakteristikam inovativnih podjetij ter podjetij v zgodnjih fazah poslovanja, je omogočil podporo številnim podjetjem, ki so se sčasoma razvila v uspešne družbe globalnih razsežnosti. Posledice podpore tem inovativnim podjetjem so transformacija idej v aplikativne produkte, številne inovacije, komercializacija izumov, nove revolucionarne tehnologije ter nove panoge, ki poprej niso sploh obstajale. Hkrati je tvegani kapital pomemben za ustvarjanje novih delovnih mest, makroekonomsko rast in konkurenčnost gospodarstva. Študije tudi kažejo, da podjetja, ki so bila financirana s tveganim kapitalom, rastejo hitreje kot klasična podjetja, so produktivnejša in dobičkonosnejša ter uspešnejša pri ustvarjanju novih delovnih mest, kar izhaja iz dejstva, da so ta podjetja skrbno selekcionirana s strani investorjev, ki jih tudi aktivno spremljajo in upravljajo. Investitorji tveganega kapitala so investitorji z dodano vrednostjo in aktivnim pristopom, kar pomeni, da poleg finančnih sredstev podjetjem nudijo tudi mentorstvo ter podporo, s čimer pomagajo podjetjem rasti hitreje ter tako izboljšajo možnost za uspeh svoje investicije. Poleg naštetih prednosti tvegani kapital rešuje tudi problem, s katerim se soočajo številna podjetja v zgodnjih fazah. Zapolnjuje namreč vrzel financiranja, ki nastane zaradi dejstva, da so inovativna podjetja preveč tvegana in neprimerna za konservativne ponudnike kapitala, kot so banke. Financiranje v zgodnji fazi pa je kritičen dejavnik za uspeh podjetja na začetku poslovne poti oziroma življenjskega cikla podjetja.

ZDA so nedvomno pionir trga tveganega kapitala ter vodja na tem področju. Tvegani kapital je zaslužen za razvoj nekaterih najboljših ameriških podjetij, ki so danes ogromne mednarodne korporacije. Poleg dolge zgodovine ter tradicije na tem področju so ZDA vodilna sila na področju aktivnosti tveganega kapitala tudi zaradi strukturnih prednosti pravnega, davčnega ter regulatornega okolja, ki je prežeto z inovacijsko kulturo ter podjetniško mentaliteto. Izjemen uspeh na področju tveganega kapitala, inovacij in podjetništva pa dosega tudi Izrael, ki si je zato prislužil naziv »start-up narod«, kar potrjujejo številna dejstva, kot so: največja gostota start-up podjetij na prebivalca, največ investicij tveganega kapitala na prebivalca (per capita), najvišja intenziteta vlaganj v R&D na svetu, kotacija številnih izraelskih podjetij na tehnološki borzi NASDAQ ter izjemen intelektualni kapital in razvita podjetniška kultura. K takšnemu uspehu Izraela pri razvoju trga tveganega kapitala je botrovalo več družbeno-ekonomskih dejavnikov. Nekateri izmed teh so edinstveni, a vseeno obstajajo takšni, ki jih lahko aplicirajo tudi druge države, ki si prizadevajo k večji razvitosti trga tveganega kapitala. Izrael je eklatanten primer, kako lahko država z razvojnimi iniciativami uspešno prispeva k razvoju trga tveganega kapitala. Program Yozma, katerega namen je bil spodbuditi trg tveganega kapitala, je bil premišljen ter dobro zasnovan. Pomembnejše pa je dejstvo, da je bil tudi učinkovito implementiran ter izpeljan do konca. Država je vložila lastna sredstva, hkrati pa je pritegnila številne tuje zasebne vlagatelje, s čimer je poleg finančnih vložkov pridobila tudi znanje in izkušnje tujih strokovnjakov na tem področju in preko akumuliranega učinka učenja se je to znanje prenašalo na domače investitorje. Velika prednost je tudi to, da je država zatem, ko je ustvarila želeni

učinek, da je trg dosegel kritično maso in da so se začeli ustanovljati domači skladi ter so hkrati prihajali tuji investitorji, ki so investirali v izraelska start-up podjetja, tudi izstopila iz lastniške strukture (privatizacija skladov) ter nato pustila, da se je trg samostojno naprej razvijal v skladu s tržnimi silnicami. Izrael je dokaz, da lahko z vizijo ter ambiciozno razvojno in podporno politiko tudi majhne države uspejo ter celo dominirajo na različnih področjih. Pomembna lekcija iz zgodbe Izraela je tudi, da inovacije niso samo nekaj, kar se dogaja samo znotraj podjetij, temveč prihaja iz širše kulture, ki spodbuja inovativno razmišljanje ter podjetništvo.

Slovenija je bila v zadnjih sedmih letih deležna različnih strukturnih sprememb na trgu tveganega kapitala. Leta 2007 je bil sprejet Zakon o družbah tveganega kapitala (ZDTK), ki je institucionaliziral ter zakonsko uredil tovrstno obliko investiranja. Leto poprej so bile uzakonjene davčne olajšave za DTK in investitorjev v DTK, država pa je leta 2012 postala tudi soinvestitor v DTK, s katerimi je oblikovala javno-zasebno partnerstvo. Preko razpisa za kapitalske naložbe v višini 33,99 milijonov EUR je država izbrala 7 DTK, v katere je lastniško vstopila z 49 % deležem, preostanek pa so morali zagotoviti zasebni investitorji. Skupno je bilo za investicije tveganega kapitala na razpolago 70 milijonov EUR, s čimer je država preko javno-zasebnega partnerstva multiplicirala učinek javnih sredstev. Trg tveganega kapitala v Sloveniji se je v zadnjih desetih letih močno spremenil. Število transakcij se je v zadnjih letih bistveno povečalo, za kar so zaslužni tudi ukrepi države. Danes imamo registriranih 10 DTK, nekatere so bolj aktivne, druge manj, čas pa bo pokazal, kdo so resni igralci na tem področju. Poleg ukrepov na strani ponudbe tveganega kapitala je pomembno še dejstvo, da se ukrepi izvajajo tudi na strani povpraševanja po tveganem kapitalu, kar pomeni celostne ukrepe na področju izobraževanja, raziskav in razvoja, povezavi univerz z gospodarstvom, prenosu znanja, komercializaciji izumov, gradnji inovacijskega ekosistema, spodbujanju podjetništva ...

Zaradi tržnih pomanjkljivosti, ki se kažejo v pomanjkanju ali nezadostnem financiranju podjetij iz določenih sektorjev ter faz razvoja, zlasti tam, kjer je trg tveganega kapitala nerazvit ali majhen, je smiselno, da vlogo pobudnika v začetnih fazah prevzame država. Obstajajo različni mehanizmi in ukrepi, s katerimi lahko država pripomore k razvoju trga tveganega kapitala. To je zlasti evidentno v primeru Izraela, določenih ukrepov pa so se poslužile tudi ZDA, ki veljajo za najbolj razvit trg tveganega kapitala. Država lahko stimulira trg tveganega kapitala z uporabo neposrednih in posrednih ukrepov za mobilizacijo tveganega kapitala. Neposredni ukrepi se nanašajo na sheme, ki povečajo ponudbo tveganega kapitala in vključujejo: neposredno ponudbo kapitala v obliki neposrednih investicij države ali posojil družbam tveganega kapitala in inovativnim podjetjem, finančne spodbude za investitorje v obliki davčnih olajšav in poroštev za posojila ali kritje deleža izgub ter regulatorne ukrepe, kot je na primer sprostitev omejitev pri investiranju za institucionalne vlagatelje. Pri neposrednih investicijah države je pomembno, da le-ta loči vlogo ponudnika kapitala ter finančnega posrednika. Slednjo vlogo naj prepusti specializiranim ter izkušenim finančnim posrednikom iz zasebnega sektorja, s čimer država minimalizira svojo vključenost. Posredni ukrepi pa se preko pravnih in fiskalnih okvirjev nanašajo na splošno okolje, ki je privlačno za podjetja ter tvegani kapital. Pri oblikovanju programov je pomembno načelo dodatnosti, kar pomeni, da je namen državnih ukrepov za

spodbudo tveganega kapitala da mobilizirajo ter k sodelovanju pritegnejo zasebni sektor, ki poleg kapitala prispeva tudi strokovne izkušnje. Ko je dosežen željen učinek, pa je dobro, da država ve, kdaj se je potrebno umakniti iz določenih oblik pomoči. Pomembno je tudi, da so programi del koherentnega sistema, saj lahko nekonsistentnost vodi do distorzij ter neučinkovitosti na trgu.

LITERATURA IN VIRI

1. Agarwal, C. (2012). How Do VC Syndicates Affect Venture Performance. *Journal of Management Research*, 12(2), 83-99.
2. Agmon, T., & Messica, A. (2008). Venture capital funds, financial foreign direct investment and the generation of local comparative advantage in the technology sector in Israel. *Contributions to Political Economy*, 27(1), 57-72.
3. Aizenman, J., & Kendall, J. (2012). The internationalization of venture capital. *Journal of Economic Studies*, 39(5), 488-511.
4. Andrieu, G. (2013). The Impact of the Affiliation of Venture Capital Firms: A Survey. *Journal of Economic Surveys*, 27(2), 234-246.
5. Avnimelech, G. (2009). *VC policy: Yozma program 15-years perspective*. Chapel Hill: University of North Carolina at Chapel Hill.
6. Avnimelech, G., & Teubal, M. (2002). *Venture capital policy in Israel: A comparative analysis and lessons for other countries*. Jerusalem: Hebrew University.
7. Avnimelech, G., & Teubal, M. (2003). *Evolutionary Venture Capital Policies: Insights from a Product Life Cycle Analysis of Israel's Venture Capital Industry*. Jerusalem: Hebrew University.
8. Avnimelech, G., & Teubal, M. (2004). Venture capital start-up co-evolution and the emergence & development of Israel's new high tech cluster. *Economics of Innovation and New Technology*, 13(1), 33-60.
9. Avnimelech, G., & Teubal, M. (2006). Creating venture capital industries that co-evolve with high tech: Insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience. *Research Policy*, 35(10), 1477-1498.
10. Avnimelech, G., Rosiello, A., & Teubal, M. (2010). Evolutionary interpretation of venture capital policy in Israel, Germany, UK and Scotland. *Science and Public Policy*, 37(2), 101-112.
11. Benjamin, G. A., & Margulis, J. B. (2005). *Angel capital: How to raise early-stage private equity financing*. Hoboken: Wiley.
12. Bovaird, C. (1990). *Introduction to Venture Capital Finance*. London: Pitman Publishing.
13. Bygrave, W. D., & Timmons, J. A. (1992). *Venture capital at the crossroads*. Cambridge: Harvard Business Press.
14. Caselli, S. (2010). *Private equity and venture capital in Europe : markets, techniques, and deals*. Burlington: Academic Press/Elsevier.
15. Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. K. (2011). How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *Review of financial studies*, 24(12), 4037-4090.
16. Chorev, S., & Anderson, A. R. (2006). Success in Israeli high-tech start-ups; Critical factors and process. *Technovation*, 26(2), 162-174.
17. Clarysse, B., Knockaert, M., & Wright, M. (2009). *Benchmarking UK Venture Capital to the US and Israel: What lessons can be learned?* London: The British Private Equity and Venture Capital Association.
18. Colombo, M. G., Luukkonen, T., Mustar, P., & Wright, M. (2010). Venture capital and high-tech start-ups. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 12(4), 261-266.

19. *Companies by regions*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.nasdaq.com/screening/regions.aspx>
20. Cumming, D. (2010). *Venture capital: investment strategies, structures and policies*. Hoboken: Wiley.
21. *DTK Murka*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.dtkmurka.si>
22. Engel, J. S., & del-Palacio, I. (2011). Global clusters of innovation: The case of Israel and Silicon Valley. *California Management Review*, 53(2), 27-49.
23. Ernst & Young (2012). *Global venture capital insights and trends report 2011*. London: Ernst & Young.
24. European Commission. (2006). Private Sector Interaction in the Decision Making Processes of Public Research Policies - Country Profile: Israel. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/invest-in-research/pdf/download_en/psi_countryprofile_israel.pdf
25. European Commission. (2013). Venture capital. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/enterprise-finance-index/access-to-finance-indicators/venture-capital/index_en.htm
26. Florida, R., & Kenney, M. (1988). Venture capital and high technology entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*, 3(4), 301-319.
27. Gabrič, P. (2008). Pravni vidiki ustanavljanja in poslovanja družb tveganega kapitala. *Podjetje in delo*, 34(5), 697-732.
28. Garbade, M. J. (2011). *Differences in Venture Capital Financing of U.S., UK, German and French Information Technology Start-ups: A Comparative Empirical Research of the Investment Process on the Venture Capital Firm Level* (doktorska disertacija). Kassel: University of Kassel.
29. Gilson, R. J. (2003). Engineering a venture capital market: lessons from the American experience. *Stanford Law Review*, 55(4), 1067-1103.
30. Golmajer, A. (2006). *Poslovni angeli kot vir financiranja malega podjetja v Sloveniji in v svetu* (magistrsko delo). Ekonomska fakulteta: Ljubljana.
31. Green, J. (2004). Venture capital at a new crossroads: Lessons from the Bubble. *Journal of Management Development*, 23(10), 972-976.
32. Grgič, M. (2012, 21. januar). Državni denar razdelili med sedem družb. *Delo*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/makromonitor/drzavni-denar-razdelili-med-sedem-druz.html>
33. Grundling, J. P., Steynberg, L., & Wang, A. (2010). *Government's role as public venture capitalist in high-technology small and medium sized enterprises*. Enschede: University of Twente.
34. Haislip, A. (2011). *Essentials of venture capital*. Hoboken: Wiley.
35. Hall, B. H. (2002). The financing of research and development. *Oxford Review of Economic Policy*, 18(1), 35-51.
36. Hasan, I., & Waisman, M. (2010). Going Public: An Empirical Investigation of US Bound Israeli IPOs. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 19(3), 215-244.
37. *High-Tech Capital Raising*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu http://www.ivc-online.com/language/en-US/Research_Center/IVC_Publications/IVC_Surveys/High-Tech_Capital_Raising.aspx

38. Himanen, P., Au, A., & Margulies, P. (2011). The New Incubators / Finland: A Forest of Innovation / Singapore: Closing the Next Deal / Israel: The Homeland of Start-Ups. *World Policy Journal*, 28(3), 22-34.
39. Hirukawa, M., & Ueda, M. (2011). Venture capital and innovation: which is first? *Pacific Economic Review*, 16(4), 421-465.
40. *Horizonte Venture Management*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.horizonte.at/home/httpdocs/index.php?page=6>
41. Horvat, A. (2000, 15. november). Tvegani sklad Aktiva Ventures želi unikatne tehnološke zamisli. *Finance*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/605>
42. *Israel GDP Data & Country Report Global Finance*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.gfmag.com/gdp-data-country-reports/250-israel-gdp-country-report.html>
43. IVC Research Center. (2012). *IVC 2012 Yearbook: Israeli High-Tech, Venture Capital and Private Equity Directory*. Tel Aviv: IVC Research Center.
44. Jackson, W. E., Bates, T., & Bradford, W. D. (2012). Does venture capitalist activism improve investment performance? *Journal of Business Venturing*, 27(3), 342-354.
45. Jain, B. A., & Kini, O. (1995). Venture capitalist participation and the post-issue operating performance of IPO firms. *Managerial and Decision Economics*, 16(6), 593-606.
46. *Javni razpis za kapitalske naložbe Republike Slovenije v zasebne družbe tvegane kapitala*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu http://www.podjetniskisklad.si/datoteke/razpisi/LF/LF_2010/Javni_razpis_LF_2010.pdf
47. Kaučič, P. (2010, januar). Pogled v državno malho. *Podjetnik*, str. 22-23.
48. KD Group. (2006). Letno poročilo podjetja KD Group. Ljubljana: KD Group.
49. KD Group. (2010). Letno poročilo podjetja KD Group. Ljubljana: KD Group.
50. Kenney, M. (2011). How venture capital became a component of the US National System of Innovation. *Industrial and Corporate Change*, 20(6), 1677-1723.
51. Koman, K. (2012, 4. april). Lov na sveže milijone tvegane kapitala. *Manager*, str. 53-58.
52. Kortum, S., & Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *The RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
53. Kunšek, M. (2008). Investiranje tvegane kapitala je lahko tudi davčno zanimivo. *Pravna praksa*, 27(35), 11-12.
54. Landström, H. (2007). *Handbook of research on venture capital*. Northampton: Edward Elgar Publishing.
55. *Lastniško financiranje – sodelujoče družbe tvegane kapitala in njihovi portfelji*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.podjetniskisklad.si/lastnisko-financiranje---sodelujoce-druzbe-tvegane-kapitala-in-njihovi-portfelji-181.html>
56. Lerner, J. (2009). *Boulevard of broken dreams: why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed - and what to do about it*. Princeton: Princeton University Press.
57. Li, Y., & Mahoney, J. T. (2011). When are venture capital projects initiated? *Journal of Business Venturing*, 26(2), 239-254.
58. Li, Y., & Zahra, S. A. (2012). Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis. *Journal of Business Venturing*, 27(1), 95-111.
59. Lockett, A., & Wright, M. (2001). The syndication of venture capital investments. *Omega - The International Journal of Management Science*, 29(5), 375-390.

60. Maula, M., Autio, E., & Murray, G. (2005). Corporate venture capitalists and independent venture capitalists: what do they know, who do they know, and should entrepreneurs care? *Corporate entrepreneurship and venturing*, 7(1), 3-21.
61. Mbhele, T. P. (2011). The effects of venture capital finance and investment behaviour in the small medium-sized enterprises. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(4), 12-26.
62. Megginson, W. L., & Smart, S. B. (2008). *Introduction to corporate finance*. Mason: South-Western.
63. *META Ingenium*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.zernikemetaventures.com/funds/IngeniumSlovenia/Pagine/default.aspx>
64. Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). Venture capital and other private equity: a survey. *European Financial Management*, 17(4), 619-654.
65. Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo. (2013). Register družb tveganega kapitala. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu http://www.mgrt.gov.si/si/zakonodaja_in_dokumenti/podjetnistvo_in_konkurencnost/drugi_pomembni_dokumenti/register_druzbtveganega_kapitala/register_druzbtveganega_kapitala
66. Morrisette, S. G. (2007). A profile of angel investors. *The Journal of Private Equity*, 10(3), 52-66.
67. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
68. Nadeau, P. (2011). Innovation and venture capital exit performance. *Strategic Change*, 20(7-8), 233-252.
69. NVCA (2008). *Venture Impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy*. Arlington: NVCA.
70. NVCA (2011). *Venture Impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy*. Arlington: NVCA.
71. NVCA (2012). *Yearbook 2012*. Arlington: NVCA.
72. OECD. (1997). *Government venture capital for technology-based firms*. Paris: OECD.
73. OECD. (1998). *Technology, Productivity and Job Creation: Best Policy Practices*. Paris: OECD.
74. OECD. (2003). *Venture Capital: Trends and policy recommendation*. Paris: OECD.
75. OECD. (2011). *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2011*. Paris: OECD.
76. *P.E.N., Prva energijska naložba*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.first-energy-venture.com>
77. Pfeil, A. (2000). *Venture capital: New ways of financing technology innovation*. New York: Human Development Report Office.
78. Pinterič, M. (2000). *Upravljanje s portfeljskimi podjetji v skladu tveganega kapitala* (specialistično delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
79. Politis, D., Gabrielsson, J., & Shveykina, O. (2012). Early-stage finance and the role of external entrepreneurs in the commercialization of university-generated knowledge. *Venture Capital*, 14(2-3), 175-198.
80. Popov, A., & Roosenboom, P. (2012). Venture capital and patented innovation: evidence from Europe. *Economic Policy*, 27(71), 447-482.
81. Poslovni angeli Slovenije. (2013a). O klubu. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.poslovniangeli.si/o-klubu>

82. Poslovni angeli Slovenije. (2013b). O skladu. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.poslovniangeli.si/o-skladu>
83. Poslovni angeli Slovenije. (2013c). Portfolio investicij. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.poslovniangeli.si/pot-do-investicije/portfolio-investicij>
84. *Poteza Innovation and Growth Fund*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.poslovniangeli.si/UserFiles/File/Poteza%20Innovation%20and%20Growth%20Fund.pdf>
85. Ramsinghani, M. (2011). *The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies*. Hoboken: Wiley.
86. Rebernik, M., & Repovž, L. (2000). *Od ideje do denarja: podjetniški proces*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
87. Resolucija o raziskovalni in inovacijski strategiji Slovenije 2011-2020 (ReRIS11-20). *Uradni list RS* št. 43/2011.
88. RSG Kapital. (2013). RSG Kapital je član in prvi zastopnik novoustanovljenega Združenja ponudnikov tveganega kapitala. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.rsg-capital.si/novice/novice-rsg-kapital/rsg-kapital-je-clan-in-prvi-zastopnik-novoustanovljenega-zdr?y=2011>
89. S.T. *Hammer*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.sth.si/sthammer.asp?FolderId=65>
90. Salmenkaita, J. P., & Salo, A. (2002). Rationales for government intervention in the commercialization of new technologies. *Technology Analysis & Strategic Management*, 14(2), 183–200.
91. Samila, S., & Sorenson, O. (2010). Venture capital as a catalyst to commercialization. *Research Policy*, 39(10), 1348–1360.
92. Samila, S., & Sorenson, O. (2011). Venture capital, entrepreneurship, and economic growth. *The Review of Economics and Statistics*, 93(1), 338–349.
93. Sapienza, H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11(6), 439–469.
94. Singer, S., & Senor, D. (2009). *Start-up nation: The story of Israel's economic miracle*. New York: Hachette Book Group.
95. Sivent d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Sivent d.d. Ljubljana: Sivent d.d.
96. Slavnič, N., & Penca, P. (2001, 12. maj). V Sloveniji okoli 100 milijonov evrov tveganega kapitala. *Finance*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/14380/V-Sloveniji-okoli-100-milijonov-evrov-tveganega-kapitala>
97. Smernice skupnosti o državnih pomočeh za spodbujanje naložb rizičnega kapitala v mala in srednje velika podjetja. (2006). *Uradni list Evropske unije* 2006/C 194/02.
98. Smith, D. G. (2001). How early stage entrepreneurs evaluate venture capitalists. *The Journal of Private Equity*, 4(2), 33-46.
99. Smrekar, T. I. (2011, 6. junij) Državna luknja v likvidiranem skladu Poteze? *Finance*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/314473/Dr%C2%BEavna-luknja-v-likvidiranem-skladu-Poteze>
100. Stiglitz, J., & Walsh, C. (2005). *Economics*. New York: W. W. Norton & Company.

101. Tajnikar, M. (2006). *Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
102. Ugovšek, J., & Arh, M. (2013, 12. februar). Na obetavna podjetja čaka še 46 milijonov evrov. *Finance*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8333193/Na-obetavna-podjetja-%C4%8Daka-%C5%A1e-46-milijonov-evrov>
103. *US Small Business Administration*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.sba.gov/content/about-office-investment-0>
104. Vabšek, K. S. (2001, 17. december). Računalnikarju dva milijona dolarjev. *Finance*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/show.php?id=15097>
105. Vabšek, K. S. (2002, 17. januar). Novi sklad tveganega kapitala. *Finance*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/16693/Novi-sklad-tveganega-kapitala>
106. Vabšek, K. S. (2007, 23. marec). Branko Drobnak predstavil prve poslovne angele. *Finance*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/178057/Branko-Drobnak-predstavil-prve-poslovne-angele>
107. Vadnjal, M. (2006). *Ponudniki tveganega kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: CRMG.
108. *Venture Capital Fund Raising*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu http://www.ivc-online.com/language/en-US/Research_Center/IVC_Publications/VC_Fund_Reports/VC_Fund_Raising.aspx
109. *Venture Capital in Israel*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.investinisrael.gov.il/NR/exeres/A19A138D-87A7-416B-8D62-1C968E035E13.htm>
110. Venture capital. (b.l.). V *Wikipedii*. Najdeno 15. julija 2013 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Venture_capital
111. Vlada RS. (2006). *Zakon o družbah tveganega kapitala – prva obravnava (gradivo)*. Ljubljana: Vlada RS.
112. Vlada RS. (2009). *Poslovni načrt programa instrumentov finančnega inženiringa za MSP v Republiki Sloveniji - PIFI za obdobje 2009–2013*. Ljubljana: Vlada RS.
113. Vlada RS. (2011). *Spremembe in dopolnitve poslovnega načrta programa instrumentov finančnega inženiringa za mala in srednje velika podjetja v Republiki Sloveniji – PIFI za obdobje 2009–2013*. Ljubljana: Vlada RS.
114. Wang, L., & Wang, S. (2012). Economic freedom and cross-border venture capital performance. *Journal of Empirical Finance*, 19(1), 26-50.
115. Weston, J. F., & Brigham, E. F. (1993). *Essentials of Managerial Finance*. Orlando: The Dryden Press.
116. Xu, X. E. (2004). A comparative study of venture capital performance in the US and Europe. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 9(3), 62-76.
117. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2). *Uradni list RS* št. 117/2006.
118. Zakon o dohodnini (ZDoh-2). *Uradni list RS* št. 117/2006.
119. Zakon o družbah tveganega kapitala (ZDTK). *Uradni list RS* št. 92/2007.
120. Žugelj, D., Penca, P., Slavnič, N., Žunec, B., & Vadnjal, J. (2001). *Tvegani kapital: si upate tvegati?* Ljubljana: Lisac & Lisac.