

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV KORPORATIVNEGA TVEGANEGA KAPITALA NA
USPEŠNOST STARTUP PODJETIJ**

Ljubljana, september 2016

ROK KOVAČIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Rok Kovačič, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vpliv korporativnega tveganega kapitala na uspešnost startup podjetij, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Jako Lindičem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika preloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela 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 oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 30. 9. 2016

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PREDSTAVITEV KORPORATIVNEGA TVEGANEGA KAPITALA.....	3
1.1 Zgodovina in (pro)cikličnost korporativnega tveganega kapitala	4
1.2 Vpliv gospodarskih in finančnih kriz	6
1.3 Karakteristike korporativnega tveganega kapitala in tveganega kapitala.....	8
1.4 Modeli investiranja	9
1.5 Trg korporativnih tveganih investicij	10
1.6 Platno poslovnega modela korporativnih tveganih investicij	11
1.7 Velikost investicij	13
1.7.1 Povezava z raziskavami in razvojem	13
1.7.2 Trendi investiranja	14
1.8 Dejavniki neuspešnosti	16
1.9 Prisotnost tveganega kapitala v Sloveniji	16
2 PREDSTAVITEV ZAGONSKIH PODJETIJ IN NJIHOVIH EKOSISTEMOV	17
2.1 Podjetnik in ustanovitelj zagonskega podjetja.....	18
2.2 Predstavitev ekosistemov zagonskih podjetij	19
2.3 Kratka zgodovina in analiza trendnega dogajanja	20
2.4 Življenjski cikel zagonskega podjetja.....	21
2.5 Tipi zagonskih podjetij	22
2.6 Dejavniki (ne)uspeha	23
2.7 Načini financiranja zagonskih podjetij	23
2.7.1 Lastna sredstva	24
2.7.2 Bančna posojila (angl. <i>loans</i>).....	25
2.7.3 Pospeševalniki (angl. <i>accelerators</i>)	25
2.7.4 Poslovni angeli (angl. <i>business angels</i>)	25
2.7.5 Množično financiranje (angl. <i>crowdfunding</i>).....	26
2.7.6 Državna sredstva in poročila (angl. <i>grants</i>)	26
2.7.7 Javna sredstva in razpisi (angl. <i>public funds</i>)	26
2.7.8 Delniški kapital (angl. <i>share capital</i>).....	27
2.7.9 Tvegani kapital.....	28
2.7.10 Korporativni tvegani kapital	28
2.8 Uspešnost podjetij in gospodarska rast kot gonilo družbene blaginje	29
3 EMPIRIČNA ANALIZA	30
3.1 Metodologija.....	31
3.2 Podatki	31
3.3 Rezultati empirične raziskave uspešnosti zagonskih podjetij.....	32

3.3.1	Uspešnost zagonskih podjetij v izbranih panogah.....	33
3.4	Analiza korelacije izbranih spremenljivk.....	41
3.4.1	Analiza korelacije v izbranih panogah.....	42
3.4.2	Povzetek rezultatov z lastnimi ugotovitvami.....	45
3.5	Pomanjkljivosti rezultatov in priložnosti za nadaljnjo raziskavo.....	46
SKLEP.....		47
LITERATURA IN VIRI.....		51

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Karakteristike skladov tveganega kapitala in korporativnih tveganih investitorjev.....	8
Tabela 2:	Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi biotehnologije	34
Tabela 3:	Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi poslovnih storitev.....	36
Tabela 4:	Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi finančnih storitev	36
Tabela 5:	Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi informacijske tehnologije	37
Tabela 6:	Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi farmacije	38
Tabela 7:	Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi polprevodnikov	38
Tabela 8:	Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi telekomunikacij.....	39
Tabela 9:	Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi programske opreme.....	40

KAZALO SLIK

Slika 1:	Grafični prikaz na novo ustanovljenih korporativnih programov tveganega kapitala s strani US Fortune 100 podjetij	5
Slika 2:	Primerjava ustanovljenih korporativnih programov tveganega kapitala s strani US Fortune 100 podjetij s svetovnim BDP in BDP ZDA – letna sprememba rasti v %	7
Slika 3:	Investicije korporativnih investorjev v ZDA v letu 2015	11
Slika 4:	Platno poslovnega modela korporativnih tveganih investicij.....	12
Slika 5:	Višina povprečnega posla korporativnega tveganega kapitala po panogi v ZDA v letu 2015.....	13
Slika 6:	Odstotek investicij raziskav in razvoja v BDP	14
Slika 7:	Tip investicij glede na različne razvojne stopnje zagonskega podjetja.....	15
Slika 8:	Svetovni BDP (PPP) v USD.....	30
Slika 9:	Produktivnost dela po panogi	32
Slika 10:	Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk.....	42
Slika 11:	Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk v panogi biotehnologije.....	43

Slika 12:	Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk v panogi poslovnih storitev	43
Slika 13:	Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk v panogi finančnih storitev	44
Slika 14:	Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk v panogi polprevodnikov	45
Slika 15:	Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk v panogi programske opreme	45

UVOD

»Medtem ko velike korporacije sedijo na velikih količinah denarja, o katerih lahko zagonska podjetja le sanjajo, imajo le-ta veliko prednost, ko govorimo o agilnosti. Kombinacija podjetniške aktivnosti in korporativnih zmožnosti torej na prvi pogled izgleda kot popolno ujemanje, ampak ...« (Weiblen & Chesbrough, 2015). Začetne vrstice so del uvodnega poglavja novejšega članka, ki nakazujejo problematiko magistrskega dela.

Na eni strani je velika organizacija, ki poseduje skoraj neomejene vire, ima neverjetno moč in ugled, vpeljan poslovni model in izklesano prihodnost, na drugi strani pa je majhna skupina nadobudnih »prijateljev«, ki so o zgoraj navedenih lastnostih samo brali v šolskih klopeh, a imajo sedaj radikalno rešitev zastarelega problema, so prilagodljivi, pripravljeni na velika tveganja, ob tem pa z največjo osredotočenostjo stremijo k hitri rasti. Kombinacija obeh bi, vsaj teoretično, morala prinašati donose, večje od individualnih.

Potrebe po hitrejšem inoviranju in s tem hitrejšem pridobivanju konkurenčnih prednosti so podjetja že pred petdesetimi leti spodbudile, da začnejo z iskanjem drugih, eksternih virov inoviranja po modelu skladov tveganega kapitala (angl. *independent venture capital* – *IVC*). Investicije v manjšinske ali celotne deleže prodornih zagonskih podjetjih (angl. *startup*) so tako postale stalni del poslovnega odločanja velikih podjetij.

Zgodovina eksternih korporativnih investicij nakazuje, da podjetja iščejo hitrejši dostop do prodornih tehnologij že več kot šest desetletij, a so se ob tem prilagajala makroekonomskim situacijam. Razburljivo dvajseto stoletje je tako korporativne tvegane investicije razdelilo v tri vale, na katere so vplivale različne aktualne ekonomske in politične situacije.

Nedvoumno je, da podjetja iščejo in bodo iskala prebojne inovacije na vsakem koraku, s čimer jim bo omogočeno tekmovanje v zaostrenem, globalnem in nepredvidljivem poslovnem okolju. Rezultati različnih modelov iskanja teh inovacij v globalnih korporacijah za doseganje konkurenčnih prednosti pa včasih delijo mnenja akademikov in intelektualcev. Na eni strani zagovorniki korporativnega tveganega kapitala (angl. *corporate venture capital*, v nadaljevanju CVC) kot argumente navajajo uspešne dosedanje primere, ki so s pomočjo korporativnega denarja mala zagonska podjetja naredila bolj profitabilna in za investitorja donosnejša. Na drugi strani pa skeptiki razpravljajo o smiselnosti diverzifikacije prek eksternih investicij, ki odstopajo od trenutnega fokusa organizacije, investicij, ki jih bo zaradi tega v prihodnosti težko nadzorovati, in investicij, ki bodo zaradi birokratskih vozlov velike organizacije po prejemu individualne tehnologije postale odveč.

Tako razumevanje delovanja korporativnih investicij kot tudi podrobna analiza dosedanjih vlaganj lahko pomagata zagonskim podjetjem pri odločanju o povezovanju s finančnimi in/ali strateškimi partnerji, ki ustrezajo njihovi rešitvi, razmišljanju in načinu delovanja. Na

drugi strani pa lahko pregled preteklih investicijskih podvigov pomaga korporativnim investitorjem doseči kakovostnejše odgovore pri vprašanjih, kje in kako iskati prodorne rešitve za večjo konkurenčnost. Analiza dosedanjih vlaganj korporativnih investitorjev v primerjavi z institucionalnimi je tudi osrednja tema magistrskega dela.

Namen magistrskega dela je do podrobnosti spoznati korporativne tvegane investicije, povzeti njihov teoretični okvir in odgovoriti na zastavljeno hipotezo, da je prisotnost korporativnega tveganega kapitala pozitivno povezana z uspešnostjo zagonskih podjetij. Predvsem slovenska literatura je na področju korporativnih vlaganj v mlada, zagonska podjetja okrnjena, zato je cilj predstaviti omenjeno investicijsko obnašanje korporativnih subjektov in ga skozi celotno delo primerjati z obnašanjem institucionalnih vlagateljev, ki je javnosti veliko boljše predstavljeno in slovenskim podjetjem veliko bliže. Na podlagi obstoječe strokovne literature želim ugotoviti, zakaj korporativni tvegani kapital ni na trgu Slovenije prisoten v meri, kot bi to želeli ustanovitelji zagonskih podjetij.

Drugi del je aplikativne narave. Cilj empiričnega dela je na podlagi rezultatov raziskave ugotoviti, ali so zagonska podjetja, ki so pridobila investicijo korporativnega tveganega kapitala, enako ali bolj uspešna kot ostala zagonska podjetja (ki so se financirala izključno s strani institucionalnih investitorjev).

Metode raziskovanja, ki jih bom uporabil v magistrskem delu, so metoda deskripcije, metoda klasifikacije, metoda komparacije in metoda kompilacije (v prvem sklopu magistrskega dela) ter metoda statistične in ekonometrične analize (v drugem sklopu magistrskega dela). Na podlagi tuje strokovne literature bom v teoretičnem delu predstavil korporativni tvegani kapital, v drugem pa zagonska podjetja in njihove ekosisteme. Obširna raziskava sekundarnih virov bo zajemala zgodovino in (pro)cikličnost korporativnega tveganega kapitala ter vpliv svetovnih gospodarskih in finančnih kriz. Nadaljeval bom s predstavitvijo modelov investiranja, saj ti odlično prikazujejo vedenje in različne stile povezovanja velikih korporacij pri eksternem investiranju. V nadaljevanju magistrskega dela bom predstavil trg korporativnega tveganega kapitala, platno poslovnega modela korporativnega tveganega kapitala, velikost investicij in dejavnike, zakaj korporativni tvegani kapital naj ne bi prinašal pozitivnih učinkov oziroma kdaj korporativni tvegani kapital ne deluje.

V drugem delu prvega sklopa bom predstavil razliko med podjetnikom in ustanoviteljem zagonskega podjetja. Magistrsko delo bom nadaljeval s predstavitvijo ekosistemov zagonskih podjetij, življenjski cikel zagonskih podjetij, tipe zagonskih podjetij, dejavnike (ne)uspeha in različne možnosti financiranja. Prvi sklop bom zaključil s podpoglavjem, ki smiselno povezuje teoretični in empirični del. V tem podpoglavju bom namreč predstavil povezavo med uspešnostjo podjetij, njenim vplivom na gospodarsko rast in splošno blaginjo prebivalstva.

V drugem sklopu magistrskega dela bom dodal tudi kvalitativno analizo rezultatov,

pridobljenih s statističnimi metodami, kjer bom proučeval povezanost korporativnega tveganega kapitala z uspešnostjo zagonskih podjetij. Strokovna javnost je mnenja, da lahko s primernim izborom ter kakovostno opravljenim skrbnim pregledom pridobita oba partnerja. Sam sem mnenja, da lahko majhno podjetje raste hitreje, kadar mu »hrbet krije« velika, priznana in uspešna korporacija. Absorbiranje samo ključnih informacij in neprecenljivega poznavanja panoge je podatek, ki se ga ne da kupiti. Na drugi strani pa taista korporacija zelo ugodno in hitro pridobi delež v podjetju z agilno in zanosa polno skupino ljudi, ki v svojem portfelju razvija ključne izdelke ali storitve za prihodnjo globalno konkurenčnost.

V nadaljevanju drugega sklopa bom iskal empirično korelacijo med različnimi panogami, tipom investitorja in individualnimi prihodki, poslovnimi rezultati, številom zaposlenih ter prihodki na zaposlenega in poslovnim rezultatom na zaposlenega. Magistrsko delo bom smiselno zaključil s sklepom, kjer bom povzel ključne ugotovitve naloge.

1 PREDSTAVITEV KORPORATIVNEGA TVEGANEGA KAPITALA

Chesbrough (2000) navaja, da je korporativni tvegani kapital investicija korporacije neposredno v zunanja, mlada zagonska podjetja, MacMillan, Roberts, Livada in Wang (2008) pa korporativni tvegani kapital opredeljujejo kot program ustanovljenih družb, ki investira ali se na drugačen način poveže s podjetniškimi družbami. Dodajajo, da so programi korporativnega tveganega kapitala usmerjeni navznoter ali navzven. Navzven gradijo razmerja s podjetniško skupnostjo, spoznavajo nove tehnologije in poslovne smernice ter izvajajo investicije, ki ustvarjajo nove strateške priložnosti. Navznoter se povezujejo z oddelkom raziskav in razvoja ter poslovnimi enotami z željo po prepoznavanju interesov in prioritet. Korporativni tvegani kapital podpira obstoječe delovanje podjetja s predstavljanjem novih tehnologij in partnerstev obstoječim delovnim skupinam, ob tem pa prepozna tehnologije in išče priložnosti, ki so odmaknjene od trenutne poslovne strategije.

Smisel korporativnih investicij je korist vseh deležnikov. Na eni strani korporacije iščejo hitrejši dostop do novih tehnologij, na drugi strani pa zagonska podjetja potrebujejo svež kapital za udeležanje svojih poslovnih načrtov. Z vidika podjetij, ki iščejo investicijo, lahko korporativne tvegane investicije pri gradnji takšnega razmerja poleg denarnih sredstev prispevajo tudi (Knyphausen-Aufseß, 2005):

- ugled,
- stimulacijo nabave,
- dostop do distribucijskih kanalov,
- podporo pri raziskavah in razvoju,
- povezave z domačo in mednarodno skupnostjo.

Motivi korporativnega tveganega kapitala z vidika korporacije so zasledovanje strateških in/ali finančnih ciljev, ustvarjanje partnerstev ali odcepitvenih aktivnosti, ki več ne spadajo med glavne (angl. *core*) dejavnosti korporacije. Običajno korporacije primarno zasledujejo strateške cilje, ki predstavljajo vir inovacij in novih tehnologij. S tem lahko korporacija hitreje razvije nove izdelke, storitve, procese, vstopi na nove trge, postane konkurenčnejša in izboljša obstoječe poslovanje.

MacMillan, Roberts, Livada in Wang (2008) so v obsežni študiji ugotovili tudi konsistentne karakteristike korporativnega tveganega kapitala z različnih panog. Ugotavljajo, da so oddelki korporativnega tveganega kapitala relativno mladi s srednjo vrednostjo 4,5 leta in da imajo manj zaposlenih kot skladi tveganega kapitala s povprečno sedemnajstimi zaposlenimi. Na leto proučevane korporacije analizirajo približno sedemdeset predlogov investicij, od katerih jih v povprečju odobrijo manj kot 10 %. V svojem portfelju imajo povprečno petindvajset investicij, od katerih jih manj kot polovica na koncu doživi izhod v obliki izdaje prve javne ponudbe vrednostnih papirjev (angl. *initial public offering*, v nadaljevanju IPO) ali prodajo. Na koncu še ugotavljajo, da je presenetljivo majhen delež teh družb (0,5 %) integriran v matično družbo.

Gompers (2002) ugotavlja, da imajo podjetja, ki so podprta s korporativnim kapitalom, več možnosti za izdajo prvih javnih ponudb vrednostnih papirjev kot podjetja, ki so prejela financiranje iz drugih virov. Še posebej je to izrazito pri podjetjih, ki so s svojim investitorjem imela strateško povezavo.

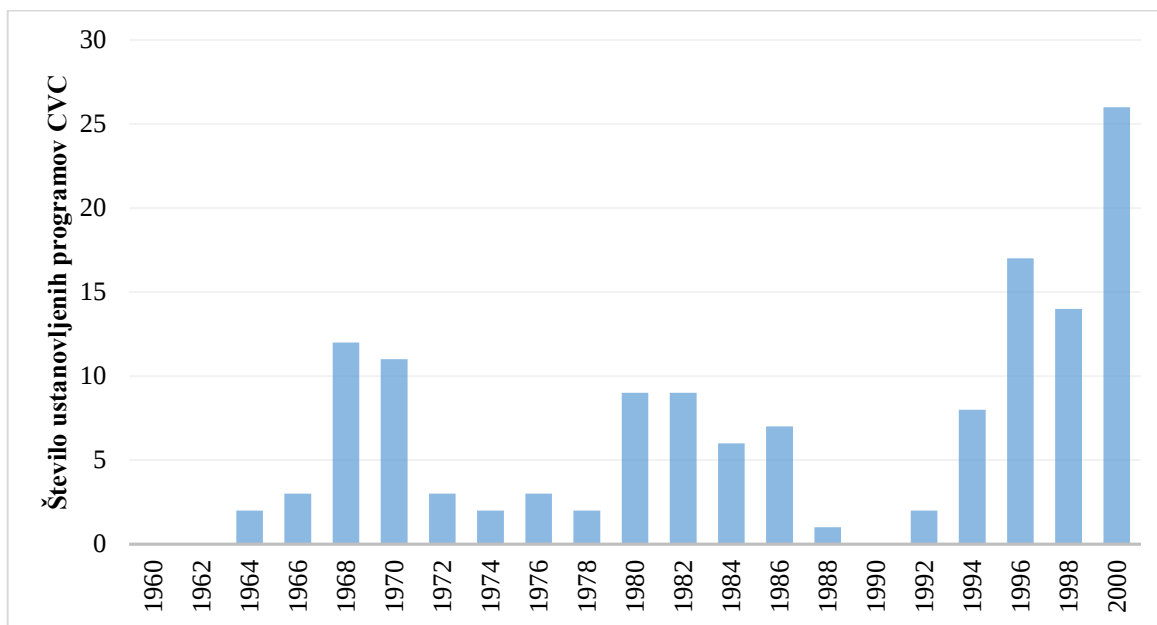
1.1 Zgodovina in (pro)cikličnost korporativnega tveganega kapitala

Začetki korporativnega tveganega kapitala segajo v šestdeseta leta dvajsetega stoletja, približno dve desetletji po pojavu prvih institucionalnih skladov tveganega kapitala. Uspešni primeri vlaganj le-teh v podjetja, kot so Digital Equipment, Memorex, Raychem in Scientific Data Systems, so v korporacijah sprožili razmišljanja o novih, potencialnih strateških priložnostih (Gompers & Lerner, 1998) – strateških priložnosti, s katerimi bi pridobili predvsem hitrejši dostop do novih tehnologij in s tem hitrejše pridobivanje konkurenčnih prednosti.

Te začetke Gompers (2002) povezuje v prvi val modernega korporativnega investiranja, to je v val, v katerem je prišlo do velikih tehnoloških napredkov, odličnih poslovnih rezultatov, rastočih delniških trgov, splošnega prepričanja o strateškem pomenu diverzifikacije, in v val, v katerem je več korporacij Fortune 500 ustanovilo programe tveganega kapitala po modelu skladov tveganega kapitala. »Med in mleko sta se cedila« vse do leta 1973, ko je prišlo do zloma delniških trgov in z njim povezanih prvih javnih ponudb vrednostnih papirjev, ki predstavljajo enega izmed ključnih načinov izhoda tveganih kapitalistov iz investicije. Koncu prvega vala korporativnih tveganih investicij sta botrovala tudi prva naftna kriza in posledični fokus na kratkoročno profitabilnost

(Reichardt & Weber, 2006).

Slika 1: Grafični prikaz na novo ustanovljenih korporativnih programov tveganega kapitala s strani US Fortune 100 podjetij



Vir: B. Reichard & C. Weber; *Corporate venture capital in Germany: A comparative analysis of 2000 and 2003*, 2006, str. 814.

Kot je razvidno iz Slike 1, se je tako imenovani drugi val korporativnih tveganih investicij začel konec sedemdesetih let z omilitvijo zakonov o investiranju institucionalnih vlagateljev, deregulacijo ključnih panog in napredkom v računalniški tehnologiji, medicini in genetiki. Dodaten prispevek k rasti korporativnih programov tveganega kapitala je dodalo tudi nekaj prvih javnih ponudb vrednostnih papirjev podjetij, podprtih s tveganim kapitalom (angl. *venture capital*, v nadaljevanju VC), kot na primer Apple Inc. in Genentech (Reichardt & Weber, 2006). Pozitivni trend drugega vala korporativnih tveganih investicij se je zaključil leta 1986, ko so korporativni investitorji v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) upravljali skoraj 12 % vseh tveganih naložb (Gompers & Lerner, 1998). Podobno kot v prvem ciklu se je tudi drugi val zaključil klavrno in z vprašljivostjo smiselnosti korporativnih tveganih investicij. Glavni razlog za to je zlom delniških trgov leta 1987, s katerim je povezan znameniti črni ponedeljek (angl. *Black Monday*). Donosi so drastično upadli, korporacije pa so svoje tvegane investicije zmanjšale na vsega 5 % od skupne vrednosti premoženja v upravljanju tveganih naložb.

Po nekaj sušnih letih sta predvsem ekspanzija in uspešno poslovanje telekomunikacijskih družb in z internetom povezanih podjetij (kot na primer Netscape, AOL, Yahoo, Ebay) pripeljala do tretjega vala korporativnih tveganih investicij z začetki okoli leta 1994. Stopnje donosa na tvegane investicije so se povečale in s tem postale privlačne tako za sklade tveganega kapitala kot za korporacije s programi tveganega kapitala. Začel se je

napihovati »dot com« balon in začela se je era interneta in z njim povezanih podjetij, ki so iskala tako strateške kot finančne donose, ki so jih posnemala od skladov tveganega kapitala. Leta 2000 so tako korporativni investitorji v ZDA upravljali že skoraj 16 % vseh tveganih naložb, kar predstavlja skoraj 16 milijard dolarjev, investiranih v sodelovanje z različnimi zagonskimi podjetji (Chesbrough, 2002).

Leta 2001 je »dot com« balon počil in zgodba se je (že tretjič) ponovila. Korporativne tvegane investicije so do leta 2003 upadle za skoraj 94 %. Sledilo je manj volatilno obdobje. Konjunktura svetovnega gospodarstva je tvegani kapital in s tem korporativni tvegani kapital začela znova počasi prebujati leta 2004. Korporacije so ponovno iskale priložnosti za strateške in tudi finančne investicije. Leta 2007 je bilo po podatkih Nacionalne zveze tveganega kapitala (angl. *National Venture Capital Association*, v nadaljevanju NVCA) samo v prvih šestih mesecih v ZDA investiranih 1,3 milijarde dolarjev korporativnih tveganih investicij, do konca leta pa nekaj več kot 2,7 milijarde dolarjev (NVCA, 2015a). Sledilo je manj volatilno obdobje, kot smo mu bili priča do sedaj. Zadnja svetovna gospodarska in finančna kriza je korporativne tvegane investicije v ZDA zopet znižala v letih 2009 in 2010 na približno 1,5 milijarde dolarjev. Sledila je rast, ki se je odrazila v skoraj 190-odstotnem zvišanju korporativnih tveganih investicij do leta 2014 (NVCA, 2015b).

1.2 Vpliv gospodarskih in finančnih kriz

Block in Sander (2009) sta ugotovila, da je finančna kriza povezana z 20-odstotnim znižanjem zbranih sredstev tveganih investicij v kasnejših krogih financiranja, med katere spada tudi korporativni tvegani kapital. Ugotavljata, da je znižanje posledica nefleksibilnosti zagonskih podjetij, ki v teh fazah nujno potrebujejo svež kapital za preživetje, medtem ko so zagonska podjetja v začetnih fazah prilagodljivejša ter lahko financiranje in ekspanzijo tudi prestavijo do stabilizacije finančnih trgov.

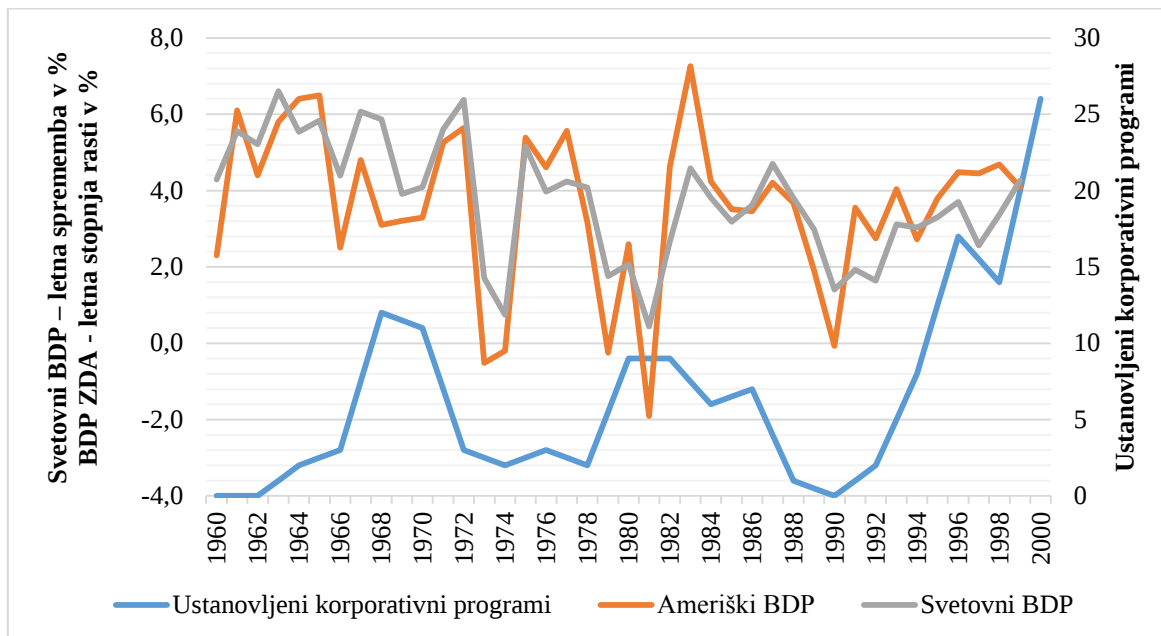
Iz Slike 2 je razvidno, da so korporacije v preteklosti pred, po ali v obdobju kriz ukinjale programe korporativnega tveganega kapitala in jih na drugi strani vzpostavljale v obdobju ekspanzije gospodarstva.

V letu 1968 je ZDA in Zahodni svet pretresla največja kriza po veliki depresiji (angl. *Great depression*), ki je imela svoje vzroke v mednarodnih monetarnih transakcijah in zlatem standardu. Razvidno je, da se je od omenjenega leta in do leta 1972 število ustanovljenih korporativnih programov znižalo za 75 %.

V letu 1973 je prišlo do naftne krize, ko je organizacija arabskih držav izvoznic nafte (angl. *Organization of Arab Petroleum Exporting Countries - OAPPEC*) razglasila naftni embargo. Razvidno je, da so bile posledice velike tako za svetovni kot za ameriški bruto domači proizvod (v nadaljevanju BDP). Opazimo lahko tudi znižanje ustanovljenih programov korporativnega tveganega kapitala, vendar to ni bilo tako ekstremno kot v letu

1968.

Slika 2: Primerjava ustanovljenih korporativnih programov tveganega kapitala s strani US Fortune 100 podjetij s svetovnim BDP in BDP ZDA – letna sprememba rasti v %



Vir podatkov: *The World Bank, GDP (current US\$), 2016a*; *B. Reichard & C. Weber, Corporate venture capital in Germany: A comparative analysis of 2000 and 2003, 2006, str. 814*; lastni izračuni.

Leta 1981 je Ameriška centralna banka (angl. *Federal Reserve - FED*) uvedla kontrakcijsko monetarno politiko za nadzor inflacije, kar je (med drugim) ameriško gospodarstvo pripeljalo v recesijo. Število novoustanovljenih korporativnih programov je ostalo enako, se pa je skoraj prepolovilo med letoma 1982 in 1984, ko je po okrevanju gospodarstva prišlo do nove krize, ki je botrovala odpovedi varčevalnih in posojilnih institucij v ZDA ter je trajala kar nekaj časa.

Vpliv krize na ustanovitev korporativnih programov tveganih investicij je dobro opazen leta 1987, ko je prišlo do novega zloma svetovnih finančnih trgov, na katerega sta vplivala predvsem relativno novo »portfolio zavarovanje« in precenjenost vrednostnih papirjev. Število novih programov korporativnega tveganega kapitala se je do leta 1988 znižalo za skoraj 86 %.

K volatilnosti predvsem ameriškega BDP so poleg kriz pripomogle tudi vojne v Vietnamu (angl. *Vietnam War*), hladna vojna (angl. *Cold War*) in ostale vojne, ki so neposredno ali posredno povezane z opazovanim obdobjem.

1.3 Karakteristike korporativnega tveganega kapitala in tveganega kapitala

Primarni karakteristiki skladov tveganega kapitala sta finančni donos in na drugi strani korporativnega tveganega kapitala iskanje prodornih inovacij (angl. *breakthrough innovation*) za povečevanje konkurenčnih prednosti in posledično še boljših poslovnih rezultatov. Poleg primarnih pa v Tabeli 1 navajam tudi ostale karakteristike, ki ločijo korporativne investitorje od institucionalnih.

Tabela 1: Karakteristike skladov tveganega kapitala in korporativnih tveganih investitorjev

	Tvegani kapital	Korporativni tvegani kapital
Vir sredstev	Sredstva zunanjih vlagateljev	Korporativna sredstva
Sredstva v upravljanju	100–500 mio USD	Do 2 mrd USD
Provizija	1–2,5-odstotna provizija za upravljanje 20–30 % dobička	/
Velikost investicij	2–10 mio USD	2–20 mio USD
Nagrajevanje zaposlenih	Neposredno povezano z uspešnostjo naložb	Osnovna plača in bonus
Faze financiranja	Vse faze	Vse faze, kasnejše zaželeno
Geografska bližina enote	Zaželena	Manj pomembno
Motiv	Finančni	Strateški in finančni
Kriterij	Potencial za rast Kakovost managementa	Strateška vrednost in primernost
Poročanje	Redno Finančno usmerjeno	Redno Strateško usmerjeno
Vpletenost	Srednja prek člana (članov) v upravnem odboru	Nizka do srednja prek korporativnega upravnega odbora
Izhod	Načrtovan IPO/prodaja	Pogostno nenačrtovan Prevzem/prodaja/IPO

Povzeto in prirejeno po D. Clercq, V.H. Fried, O. Lehtonen, & H.J. Sapienza, An Entrepreneur's Guide to Venture Capital Galaxy, 2006; I. MacMillan, E. Roberts, V. Livada, & A. Wang, 2008. Corporate Venture Capital (CVC) Seeking Innovation and Strategic Growth.

Iz Tabele 1 je razvidno, da je karakteristik, ki ločijo korporativne tvegane investitorje od skladov tveganega kapitala, veliko. Korporativni investitorji pri vlaganju razpolagajo z lastnimi sredstvi, namenjenimi programu korporativnih tveganih investicij, medtem ko skladi tveganega kapitala upravljajo sredstva zunanjih investitorjev, za kar obračunajo 1–2,5-odstotno provizijo za upravljanje (angl. *management fee*) in 20–30-odstotno provizijo na pozitivni finančni rezultat (angl. *carried interest*). Program korporativnih investicij je program strateških naložb v mala podjetja, s katerimi je lastniško povezan in tako udeležen pri distribuciji dobička – dividende. Velikost investicij se pri skladih tveganega kapitala

giba do 10 milijonov dolarjev, prav tako pa imajo taisti skladi tendenco časovno krajših investicij. Na drugi strani korporativni investitorji vlagajo strateško in več, vse do 20 milijonov dolarjev. V obeh primerih lahko ekstremne začetne investicije presegajo nekaj 100 milijonov dolarjev, izhod iz teh investicij pa lahko preseže tudi več milijard dolarjev. Nagrajevanje višjega managementa pri skladih tveganega kapitala je vezano izključno na učinkovitost upravljanja, medtem ko je pri korporativnih investicijah nagrajevanje del plačilnega sistema v korporaciji. Korporativne tvegane investicije in tvegane investicije se med sabo razlikujeta tudi glede na faze, v katerih investirata v zagonska podjetja. Korporativni oddelek tvega manj in investira v kasnejših fazah, medtem ko sklad išče svoje priložnosti že v semenskih fazah (zadnje poročilo CBinsights, izdano leta 2015, pa kaže, da se so korporativni investitorji v ZDA v letu 2014 odločili povečati tveganje in za 500 % več investicij v primerjavi z letom 2010 naredil v semenske faze (CBinsights, 2015b)). Kot je bilo že večkrat poudarjeno, imajo tvegani kapitalisti izključno finančni motiv, korporativne investitorje pa zanima strateška vrednost na dolgi rok v povezavi s finančno ustreznostjo. Na koncu se omenjena programa razlikujeta tudi v izhodu iz investicije, ki je pri skladu vnaprej načrtovan, in sicer prek prve javne ponudbe vrednostih papirjev ali odprodaje naložbe, pri korporativnih tveganih investicijah pa v največ primerih izhod ni načrtovan in je odvisen od strateških učinkov na korporacijo.

1.4 Modeli investiranja

Korporacije se za potrebe raziskav in razvoja (angl. *research and development - R&D*) odločajo med različnimi modeli. Korporativno tvegano investiranje je eden izmed načinov iskanja novih tehnologij in s tem povečevanja konkurenčne prednosti. Le-tega pa lahko razdelimo na dva »podmodela«, ki se med sabo razlikujeta in o katerih mora vsaka korporacija temeljito razmisliti. Tako imenovana podmodela se razlikujeta glede na cilje in vrsto povezave.

Glede na cilj ločimo strateški, finančni in kombinirani model investiranja. Battistini, Hacklin in Baschera (2013) na podlagi opravljene raziskave ugotavljajo, da lahko korporacije zasledujejo strateški cilj ter s tem v ospredje postavljajo rast in pospeševanje poslovnih inovacij. Fokus je na kreiranju novih idej in inkorporaciji zunanjih znanj v notranji inovacijski proces. Korporativni programi so delno integrirani, dejavniki uspešnosti pa tako kvalitativno kot kvantitativno merjenje strateške vrednosti. Avtorji poleg strateškega modela predstavljajo tudi finančni model, katerega primarni cilj so finančni donosi. Programi so ustanovljeni kot neodvisni procesi in imajo ločeno financiranje. Konstantno spremljanje uspešnosti se odvija prek poročil o vrednosti enote, interne stopnje donosnosti in prispevka h korporativnim prihodkom. Kot zadnji podmodel avtorji navajajo kombinirani model, ki zasleduje tako strateške kot finančne cilje. Iskanje novih tehnologij in poslovnih modelov še vedno ostaja glavni motiv, vendar izključno ob pozitivnih finančnih rezultatih. Finančna sposobnost pa poleg denarja prinaša tudi kredibilnost enote in ji omogoča, da deluje kot dober partner drugim podjetjem in tveganim

kapitalistom. Enote so ustvarjene kot samostojne in zasledujejo kombinirane indikatorje uspešnosti.

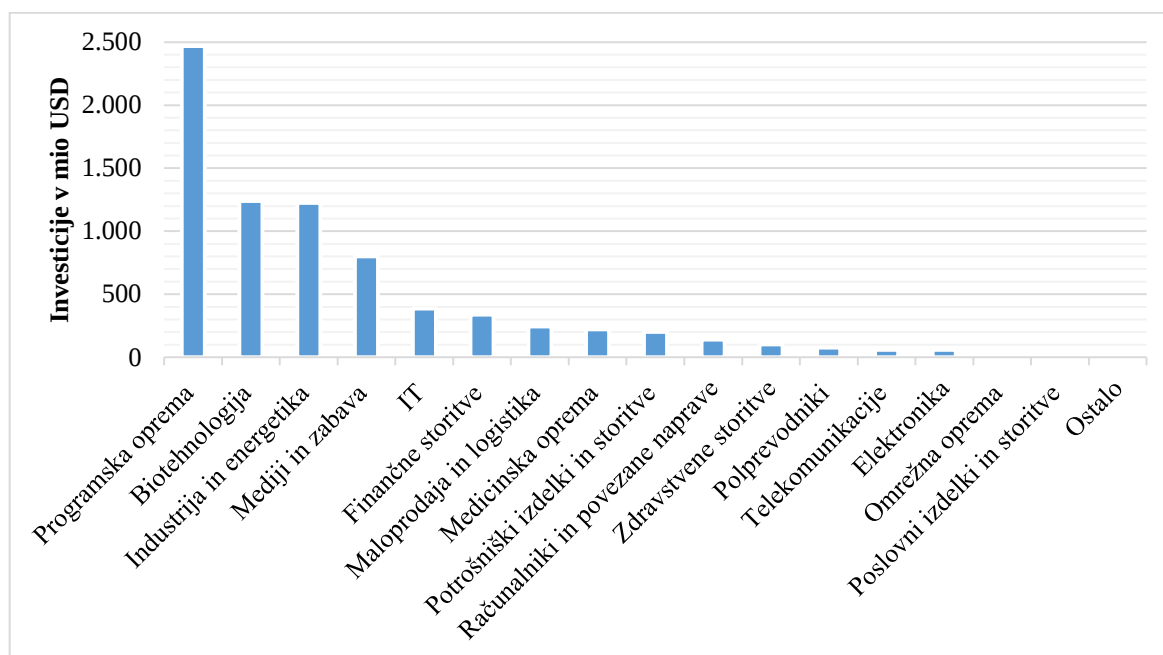
Glede na vrsto povezave ločimo posreden in neposreden model investiranja. Markham, Gentry, Hume, Ramachandran in Kingon (2005) navajajo, da obstajata dva načina eksternega investiranja, in sicer posredno investiranje prek sklada tveganega kapitala ali neposredno investiranje v zagonska podjetja. Investicija prek sklada tveganega kapitala ne potrebuje notranjih virov za obvladovanje. Podjetje investira v sklad, ki samostojno upravlja naložbo v skladu z njihovo lastno strategijo. Podjetje, ki investira, ima pri tem malo ali nič možnosti (so)odločanja, v katere družbe investirati, prav tako pa je kasneje v pasivnem položaju pri (so)odločanju v teh družbah. Individualni skladi tveganega kapitala zasledujejo predvsem finančne cilje in ob pozitivnih rezultatih vzamejo 20–30 % provizije na ustvarjen pozitiven finančni rezultat. Avtorji navajajo, da je posredno povezovanje dobro, če podjetje išče dolgoročne finančne donose ali pa samo pregled nad zunanjim dogajanjem. Pri neposrednem investiranju pa podjetje ohrani kontrolo nad investicijo, vpliv v podjetju ter dostop do finančnih in tržnih informacij ter prejema maksimalne finančne donose. Slabosti neposrednih investicij so večje tveganje, višje investicije, potrebna kapaciteta zaposlenih ljudi, sposobnih sprejemati težke in kakovostne odločitve. Neposredne investicije lahko zvišajo povpraševanje po izdelkih oziroma storitvah podjetja, ki investira, prav tako pa lahko imajo pozitiven vpliv, kadar je podjetje prepričano, da ima dotično zagonsko podjetje ciljno tehnologijo, trg in/ali distribucijski kanal, ki ga investor potrebuje.

1.5 Trg korporativnih tveganih investicij

Korporativni tvegani kapital je v vzponu. V letu 2015 je bilo v ZDA s strani korporativnih investorjev investiranih 12,9 % vseh tveganih naložb, kar predstavlja skoraj 90-odstotno povečanje v primerjavi z letom 2009 (6,8 %). V agregatnem smislu to pomeni več kot 7,5 milijarde dolarjev v 905 transakcijah (število transakcij se je v enakem obdobju povečalo za skoraj 60 %) (NVCA, 2015b). Vodilna svetovna podjetja, kot so Google, Novartis, Intel in Cisco, postajajo vse aktivnejša pri investiranju v mlada zagonska podjetja. Med najaktivnejše korporativne investitorje v letu 2014 tako uvrščamo (CBinsights, 2015b): Google Ventures, Intel Capital, Salesforce Ventures, Qualcomm Ventures, Comcast Ventures, Novartis Venture Funds, Samsung Ventures, Cisco Investments, Siemens Venture Capital, SR One, ki so v ZDA v letu 2015 vlagali v panoge, razvidne iz Slike 3 (NVCA, 2015b).

Taista podjetja so v zgoraj naštetih transakcijah investirala v zagonska podjetja v različnih stopnjah rasti, in sicer (NVCA, 2015b): zreli fazi (2.704,8 milijona dolarjev), fazi rasti (2.427,2 milijona dolarjev), zgodnji fazi (2.355,7 milijona dolarjev) in semenski fazi (93 milijonov dolarjev).

Slika 3: Investicije korporativnih investorjev v ZDA v letu 2015



Povzeto in prirejeno po NVCA, Q4 2015 Corporate Venture Investing, 2015b.

Največji posel, ki je vključeval tudi korporativno tvegano investicijo, je v prvi polovici leta 2015 uspel Comcast Ventures ob nakupu podjetja Zenefits (500 milijonov dolarjev). Sledijo Fidelity Biosciences z nakupom Jenali (217 milijonov dolarjev), BBVA Ventures, Credit Suisse NEXT z nakupom podjetja Prosper (165 milijonov dolarjev), Google Ventures z nakupom podjetja Slack (160 milijonov dolarjev) in ponovno Google Ventures z nakupom podjetja Jet (140 milijonov dolarjev) (CBinsights, 2015c).

Velikost globalnega trga tvegane kapitala v letu 2013 je ocenjena na 48,5 milijarde dolarjev in vključuje 5.753 transakcij. Od tega je bilo 1.068 transakcij narejenih s strani korporativnih tveganih investorjev v skupni vrednosti 19,6 milijarde dolarjev, kar predstavlja 20 % vseh transakcij in 40 % skupne vrednosti (Volas Ventures, 2014). Aktivnost korporativnih tveganih investicij je še vedno najprisotnejša v ZDA (65 % vseh transakcij v letu 2013). Največjemu in najrazvitejšemu gospodarstvu sledi Evropa (15 % od tega Združeno kraljestvo ter 4 % Nemčija), kar predstavlja približno 160 transakcij (Volas Ventures, 2014).

1.6 Platno poslovnega modela korporativnih tveganih investicij

Poslovni model korporativnega tvegane kapitala se razlikuje od poslovnega modela podjetja, v katerem je bil program vzpostavljen. Enota tvegane kapitala ima drugačno ponudbo vrednosti (angl. *value proposition*), druge prodajne kanale ter drugačen prihodkovni in stroškovni model.

Slika 4: Platno poslovnega modela korporativnih tveganih investicij



Povzeto in prirejeno po A. Osterwalder & Pigneur, *Business Model Generation: A handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers*, 2010, str. 280.

Na Sliki 4 je prikazan poslovni model enote korporativnega tveganega kapitala prek platna poslovnega modela (angl. *business model canvas*).

Kot je bilo že na začetku omenjeno, med glavni karakteristiki korporativnih tveganih investicij, ki v našem poslovnem modelu predstavljata ponudbo vrednosti, štejemo iskanje prodornih inovacij za povečevanje konkurenčnih prednosti in posledično boljše poslovne rezultate. Za doseganje zadanih ciljev morajo enote korporativnega tveganega kapitala izvajati ključne aktivnosti (angl. *key activities*) ter se v skladu z njimi povezovati s primernimi zagonskimi podjetji. Po akviziciji deleža korporativne investicije v skladu s pogodbo oddelek asistira zagonskemu podjetju pri hitrejšem in učinkovitejšem razvijanju tehnologije, prek katere ustvarja ponudbo vrednosti. Za nemoteno delovanje in doseganje zastavljenih ciljev se mora ob tem povezovati tako s finančnimi kot s strateškimi partnerji (angl. *key partners*). Nemoteno delovanje in kreiranje ponudbe vrednosti sta povezana z določenimi stroški (angl. *cost structure*) iskanja, same investicije v zagonsko podjetje in izvajanjem aktivnosti, potrebnih za doseg ciljev.

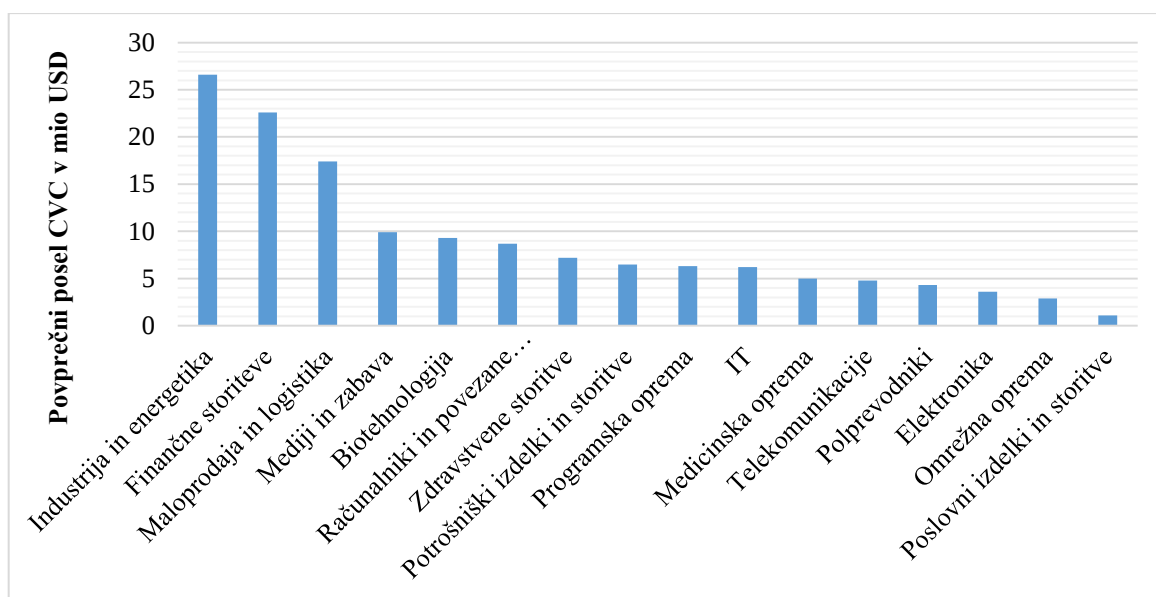
Odnose s kupci (angl. *customer relationship*) enote korporativnih tveganih investicij vzdržujejo na podlagi uspešno izvedenih projektov in skupnih investicij. Pri iskanju kupcev si pomagajo prek distribucijskih poti (angl. *channels*), ki jih ustvarjajo omrežja finančnih skladov, nefinančni investitorji ter investicijski posredniki in banke. Če pride do odprodaje deleža zunanjim partnerjem, ti prihajajo iz vrst tveganega kapitala ali (ne)finančnih korporacij. Prihodkovni tok (angl. *revenue stream*) je lahko posreden (prek doseganja strateških ciljev) ali neposreden prek odprodaje deleža ali dividend.

1.7 Velikost investicij

Analiza podatkov nacionalne zveze tveganega kapitala v ZDA (NVCA, 2015b) kaže, da je povprečna investicija posla korporativnega tveganega kapitala leta 2015 večja od povprečne investicije posla korporativnega tveganega kapitala leta 1995 za 180 %. Povprečni posel korporativnega tveganega kapitala je tako leta 1995 znašal okoli 3 milijone dolarjev, v letu 2015 pa že okoli 8,4 milijona dolarjev. Treba je poudariti, da se investicije niso linearno povečevale skozi celotno obdobje. V obdobju »dot com« balona (med letoma 1998 in 2000) se je povprečna investicija korporativnega tveganega kapitala eksponentno povečevala in v letu 2000 dosegla vrh pri 7,6 milijona dolarjev. Sledila sta dramatičen upad in monotonno nadaljevanje s poprečnimi investicijskimi vrednostmi med 3 in 4 milijoni dolarjev vse do leta 2012, ko se je povprečna investicija ponovno začela povečevati.

V letu 2015 so se največji posli sklepali v panogi industrije in energetike, kjer je povprečni posel korporativnega tveganega kapitala znašal 26,6 milijona dolarjev. Na Sliki 5 so prikazane višine povprečnih poslov korporativnega tveganega kapitala po panogah.

Slika 5: Višina povprečnega posla korporativnega tveganega kapitala po panogi v ZDA v letu 2015



Povzeto in prirejeno po NVCA, 2015b.

1.7.1 Povezava z raziskavami in razvojem

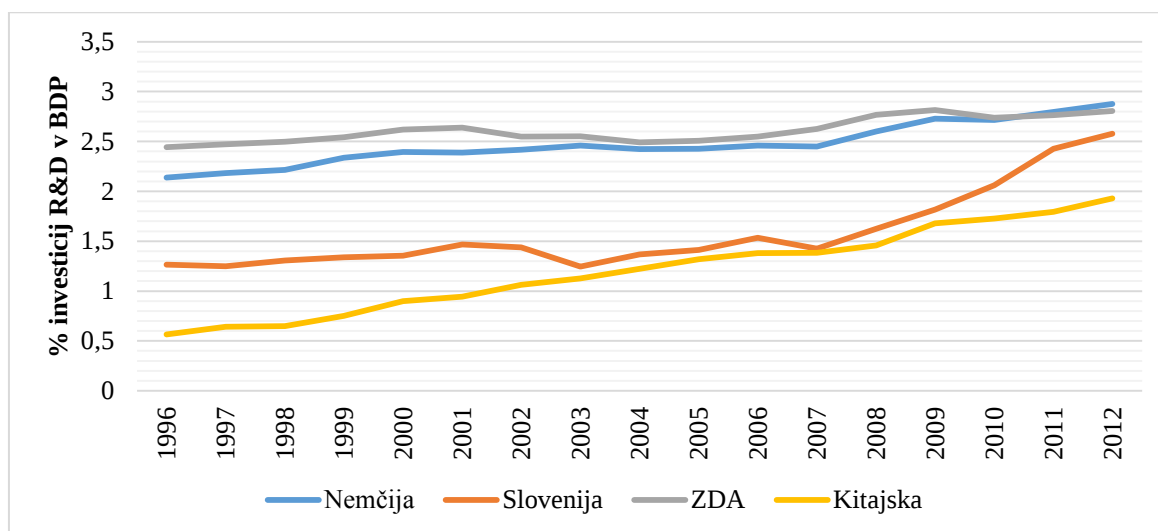
Z rastjo gospodarstva in določenih panog se v le-teh povečujejo investicije v raziskave in razvoj. Posledično, kot ugotavljajo Sahaym, Steensma in Barden (2010), pa se povečujejo tudi investicije korporativnega tveganega kapitala, kar je tudi logično, saj le-te

predstavljajo vrsto korporacijskih raziskav in razvoja. Zaradi korelacije med omenjenima so na Sliki 6 prikazane investicije v raziskave in razvoj kot odstotek celotnega BDP ZDA, Nemčije, Kitajske in Slovenije med letoma 1996 in 2012.

Najbolj izstopa Kitajska, ki je svoje investicije v raziskave in razvoj povečala iz 0,56 % BDP v letu 1996 na skoraj 2 % v letu 2012. Zavidljivo rast beleži tudi Slovenija (predvsem po letu 2007), ko so se investicije v raziskave in razvoj povečevale in leta 2012 presegle 2,5 % BDP. Ob tem pa sta ZDA in Nemčija veliko bolj konstantni. Investicije v raziskave in razvoj so v letu 2012 dosegle 2,8 % BDP.

Razvijanje prodornih tehnologij »v podjetju« je dolgotrajno, posledično drago ter ne prinaša potrebnih in visokih stopenj inovacij. Prav tako pa je največkrat težko imeti celoten spekter znanja in virov za hitrejšo rast ter ustvarjanje prihodnjih globalnih trendov. Kot je že na začetku bilo omenjeno, korporativni tvegani kapital nudi hitrejše pridobivanje konkurenčnih prednosti prek nakupa manjšega deleža v strateško in/ali finančno izbranem podjetju. Podjetja tako razpršijo investicije in s tem zmanjšajo tveganje. Korelacija med raziskavami in razvojem ter korporativnimi tveganimi investicijami je še veliko bolj očitna v panogah, kjer se tehnologija hitro oziroma hitreje spreminja. Sahaym, Steensma in Barden (2010) še ugotavljajo, da raziskave in razvoj povečujejo absorpcijsko kapaciteto znanja ter s tem gradijo temelje za prihodnje raziskovanje novih, prodornih tehnologij s pomočjo korporativnega tvegane kapitala.

Slika 6: Odstotek investicij raziskav in razvoja v BDP



Vir podatkov: The World Bank, Research and development expenditure (% of GDP), 2016b; lastni izračuni.

1.7.2 Trendi investiranja

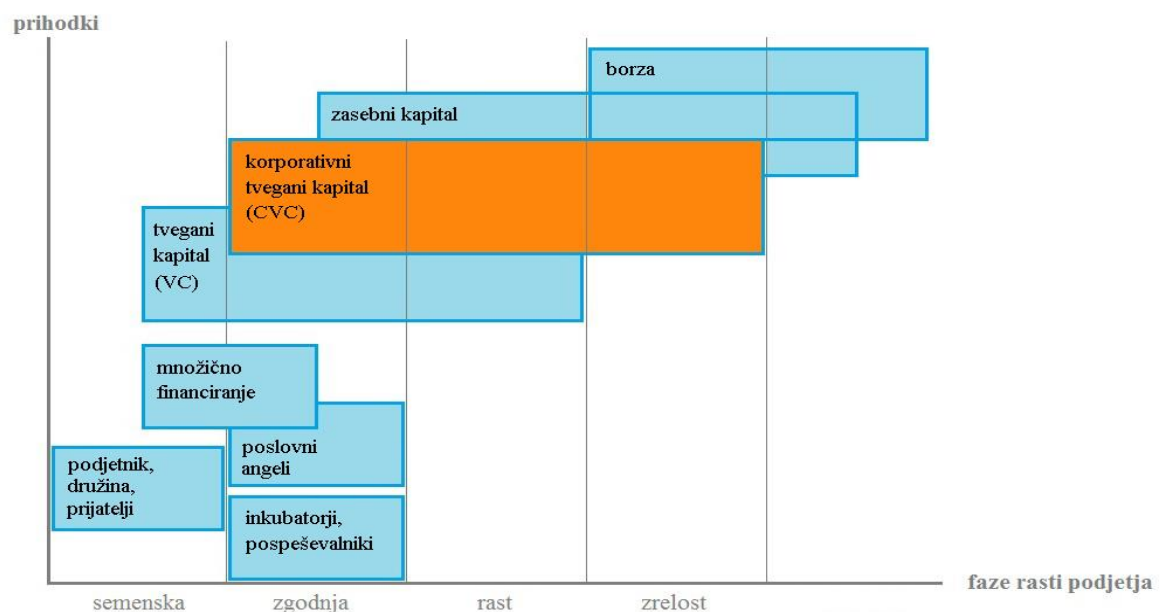
Tehnologija spreminja tako panoge kot način poslovanja v teh panogah globalno. Po podatkih Centralne obveščevalne agencije (angl. *Central Intelligence Agency - CIA*) (2016)

storitve presegajo 70 % svetovnega BDP in bodo v prihodnosti deležne velikih priložnosti za inovacije ter posledično za (korporativni) tvegani kapital (od leta 1997 do leta 2013 so se storitve v deležu BDP globalno povečale za 7,5 %, v ZDA za 4,6 %, v Nemčiji za 2,2 % in v Sloveniji za 8,6 %). Zaradi mobilnih, družbenih in platform v oblaku bodo naslednje panoge doživljale fundamentalne transformacije za doseganje potreb svojih potrošnikov: turizem, oglaševanje, finančne storitve, logistika, zdravstvena nega, izobraževanje, zavarovalništvo in javni sektor.

Podjetja, katerih kupci so končni potrošniki, lahko že nekaj časa ciljajo globalno. Trend rasti srednjega razreda v državah v razvoju (De la Torre & Rigolini, 2013) in dostopnost interneta bosta v prihodnosti ustvarjala številne priložnosti za zadovoljevanje naraščajočega povpraševanja.

Poleg klasičnih storitvenih panog in trgov z globalnim dosegom bodo tako investitorji (korporativnega) tvegane kapitala pozorni tudi na razvoj strojne opreme (angl. *hardware*), interneta stvari (angl. *internet of things* - *IoT*), platform za množično financiranje (angl. *crowdfunding*) ter panoge varnosti, ki omogoča, da potrošniki varno uporabljajo vse zgoraj naštet izdelke in storitve.

Slika 7: Tip investicij glede na različne razvojne stopnje zagonskega podjetja



Vir: Volas Ventures, *Investing in Breakthrough: Corporate Venture Capital*, 2014, str.8.

Raziskava, ki so jo opravili MacMillan, Roberts, Livada in Wang (2008), potrjuje teoretično podlago, prikazano na Sliki 7, in sicer da enote korporativnega tvegane kapitala vlagajo predvsem v poznejših razvojnih stopnjah. Leta 2006 je bilo tako kar 97 % korporativnih tveganih investicij v zgodnjo fazo, fazo rasti in zrelo fazo.

V letu 2015 je bilo zgoraj omenjeno dejstvo še očitnejše. Po podatkih NVCA (2015b) je bilo v ZDA v poznejše tri faze investiranih 98,8 % ameriških dolarjev. Največji delež investiranih tveganih sredstev so korporacije vložile v zrelo fazo (35,7 %), sledita faza rasti (32 %) in zgodnja faza (31,1 %).

1.8 Dejavniki neuspešnosti

Kot je razvidno iz poglavja Zgodovina in (pro)cikličnost, je korporativni tvegani kapital volatilen in ciklične narave, kar kaže na kratkoročno razmišljanje uprav teh podjetij, še posebej, kadar je gospodarstvo v slabem stanju (Barretto-Ko, 2011) – od obsedenega investiranja v nove naložbe v šestdesetih letih prejšnjega stoletja, internetnega balona in vse do finančnega zloma 2008. Kratka zgodovina kaže na velika nihanja v zanimanju in investicijah korporacij prek korporativnega tveganega kapitala. Vse to pa predstavlja negativne informacije za mlada zagonska podjetja, ki iščejo zanesljivega dolgoročnega partnerja. Ackerman (2008) se sprašuje, kakšno vrednost prinašajo korporativne tvegane investicije glede na zgodovinska dejstva, ki nedvoumno kažejo na pomanjkanje zavezanosti. Številni drugi avtorji med dejavniki za potencialni neuspeh navajajo še birokracijo, ki začne zavirati kreativnost mladih ekip in oportunistne stroške povezovanja z drugimi korporacijami. Barretto-Ko (2011) dejavnike neuspešnosti deli na štiri stebre, in sicer:

- pomanjkanje jasnih ciljev,
- kratkoročnost interesov,
- nejasne vloge in obveznosti,
- pomanjkanje organizacijske identitete.

Benson in Ziedonis (2010) pa dodajata, da akvizicija portfolio podjetja zmanjšuje vrednost za lastnike korporacij s programom korporativnih tveganih investicij zaradi:

- preveč samozavestnih uprav in posledičnega preplačila deleža in/ali
- agencijskega problema.

1.9 Prisotnost tveganega kapitala v Sloveniji

Tvegani kapital se je na območju Republike Sloveniji prvič pojavil leta 1994, ko je Horizonte Venture Management ustanovil svojo podružnico in izpeljal večje število naložb. Danes v Sloveniji deluje šest skladov tveganega kapitala (Iniciativa Start:up Slovenija, 2016):

- Silicon Gardens,
- RSG Capital,
- DTK Murka,

- Meta Ingenium,
- STH Ventures,
- klub Poslovnih angelov Slovenije.

Poleg domačih institucionalnih investitorjev pa je predvsem zaradi geostrateške lokacije in mladih ljudi z odličnimi idejami prisotnost tujih na visokem nivoju. Po nekaterih podatkih so slovenska zagonska podjetja v letu 2015 prejela 114 milijonov evrov investicij, od katerih so največji delež (108,6 milijona evrov) predstavljale investicije institucionalnih vlagateljev, 1,6 milijona evrov pa je bilo pridobljenih s strani spletnih platform za množično financiranje. Preostali del investicij predstavljajo pospeševalniki, poslovni angeli in državne investicije (Data, 2016). Podatkov o korporativnih tveganih investicijah ni bilo mogoče pridobiti.

Na podlagi obstoječe strokovne literature, ki sem jo uporabil pri pisanju magistrskega dela, literature, ki sem jo proučeval med študijem, in literature, ki sem jo in jo še prebiram iz lastnih interesov, ugotavljam, da korporativne tvegane investicije na trgu Slovenije niso prisotne v meri, kot bi to želeli ustanovitelji zagonskih podjetij in vsi drugi, ki razumemo, kakšne prednosti prinašajo neposredne tuje investicije. Razlogov za to je lahko več.

Investicija tvegane kapitala doma ali v tujini je doseganje nadpovprečnih donosov, medtem ko je investicija korporativnega tvegane kapitala iskanje ustreznih strateških sinergij za povečevanje konkurenčne prednosti. Oboji pa ob analiziranju investicijskega potenciala poleg mikroekonomskih dejavnikov podrobno analizirajo makroekonomske dejavnike, ki pomembno vplivajo tako na operativno kot na finančno delovanje podjetja.

Za investitorja sta eni izmed ključnih ocen politično tveganje in politična stabilnost, ki sta v Sloveniji poleg velikih birokratskih ovir, visokih davčnih obremenitev stroškov dela, plačilne nediscipline, korupcije in netransparentnosti javnih razpisov na udaru kritik tujih vlagateljev ter tujih in domačih managerjev.

2 PREDSTAVITEV ZAGONSKIH PODJETIJ IN NJIHOVIH EKOSISTEMOV

Popularnost zagonskih podjetij je na vrhuncu – sproščena okolja, delovni entuziazem, heterogene ekipe, vsakodnevno učenje, reševanje (zapletenih) problemov, visok potencial za rast in prepoznavnost, silne količine denarja ter še ogromno lastnosti, ki privlačijo mlajše in starejše tveganju naklonjene osebe. Široko popularnost pa so ta zagonska podjetja pridobila zaradi svojega pomembnega prispevka h globalnemu gospodarstvu. Kane (2010) celo ugotavlja, da je rast zaposlitev v ZDA vodena s strani tehnoloških zagonskih podjetij, ki letno ustvarijo več kot 3 milijone zaposlitev. Temu pa Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (angl. *Organisation for Economic Co-operation and Development*, v nadaljevanju OECD) (2004) dodaja, da podjetniki izza malih in srednje

velikih podjetij igrajo ključno strukturno in imajo dinamično vlogo v vseh gospodarstvih. Ob tem pa našteva tri poglobljena področja, na katerih povečana podjetniška aktivnost privede do pozitivnih rezultatov: (1) ustvarjanje delovnih mest, (2) gospodarska rast, večja produktivnost in inovacije ter (3) zmanjševanje revščine.

Ekspanzija informacijske tehnologije omogoča enostavno ustanovitev podjetja in pridobitev finančnih virov za razvoj, kar se posledično odraža v številu vzhajajočih zagonskih podjetij. Izdelki in storitve tehnično usmerjenih poslovnih subjektov se bodo v prihodnosti dotikali vseh panog, jih spreminjali in utirali pot novi informacijski dobi.

2.1 Podjetnik in ustanovitelj zagonskega podjetja

Med intelektualci obstaja vrsta definicij podjetnika. Hébert in Link (2009) tako podjetnika označita kot:

- osebo, ki prevzame tveganje, povezano z negotovostjo,
- osebo, ki zagotovi finančni kapital,
- inovatorja,
- odločevalca,
- pionirja panoge,
- managerja ali nadzornika,
- organizatorja in koordinatorja ekonomskih virov,
- lastnika podjetja, zaposlovalca proizvodnih dejavnikov,
- pogodbenika,
- razsodnika in/ali
- razporejevalca sredstev.

Schumpeter (1934) pa podjetnika postavi v središče teorije ekonomskega razvoja. Po njegovem je podjetnik samo tisti, ki ustvari nekaj novega:

- novo dobrino,
- novo metodo proizvodnje,
- nov trg,
- nov vir ponudbe in/ali
- novo sistematsko ureditev (kot na primer monopol).

Podobno kot za podjetništvo pa obstaja nešteto definicij tudi za zagonsko podjetje. Nekatere spletne publikacije navajajo, da zagonsko podjetje rešuje težavo z neopredeljeno rešitvijo, pri čemer uspeh ni zagotovljen. Spet druge ga definirajo kot začasno organizacijo, ki išče ponovljiv poslovni model z velikim potencialom za rast. Sam pa mislim, da je zagonsko podjetje tehnološko naravnano podjetje, ki na začetku deluje v timu nekaj oseb z navdušenjem nad lastno idejo, za kar so pripravljeni investirati predvsem svoj

čas s primarnim ciljem rešiti problem in sekundarnim upanjem, da bodo oportunitetni stroški vloženega časa enkrat z obrestmi povrnjeni.

Razlika med prvim in drugim je torej v cilju. Iz definicij lahko razberemo, da podjetnik ustvarja nekaj novega za lastno eksistenco in pripeva k celotnemu gospodarstvu, medtem ko želi ustanovitelj zagonskega podjetja primarno rešiti težavo in posredno uživati finančno korist.

2.2 Predstavitev ekosistemov zagonskih podjetij

Nekaj deset let nazaj je bila večina zagonskih podjetij ustanovljena v okoljih Silicijeve doline in v Bostonu. Danes število podobnih ekosistemov, v katerih delujejo zagonska podjetja, narašča eksponentno. Globalizacija omogoča možnost delovanja, povezovanja, mentoriranja in financiranja podjetij po celem svetu ter s tem daje možnost vsakemu podjetniku in vsaki ideji.

Ekosistem lahko definiramo kot mrežo subjektov, ki med seboj tekmujejo in sodelujejo za preživetje. V poslovnem smislu bi to pomenilo, da je ekosistem mreža podjetij, vključno s strankami, dobavitelji, konkurenti, državo ipd., ki so vključeni v dostavo izdelka ali storitve na trg. Povzeto, ekosistem predstavlja vse, kar je povezano z delovanjem kateregakoli poslovnega subjekta.

Prehod iz industrijske v informativno dobo zahteva tehnološko ekspanzijo, na krilih katere bo raslo svetovno gospodarstvo. Zagonska podjetja so tako postala pomemben člen prihodnje globalne ekonomije ter bodo za svoj razvoj in rast potrebovala primerna okolja – ekosisteme – ekosisteme, ki se relevantno razlikujejo od navadnih poslovnih okolij po načinu financiranja, potrebah in ljudeh.

Danes globalni ekosistem stoji predvsem na temeljih dvaindvajsetih ekosistemov, ki so (The Global Startup Ecosystem Ranking, 2015): Silicijeva dolina, New York, Los Angeles, Boston, Tel Aviv, London, Chicago, Seattle, Berlin, Singapur, Pariz, Sao Paulo, Moskva, Austin, Bangalore, Sydney, Toronto, Vancouver, Amsterdam, Montreal, Peking in Šanghaj.

Skupna ocenjena vrednost naštetih ekosistemov (brez Pekinga in Šanghaja) je 592,6–727,9 milijarde dolarjev, med katerimi visoko od povprečja (29,6–36,4 milijarde dolarjev) izstopa Silicijeva dolina z ocenjeno vrednostjo ekosistema 264–323 milijard dolarjev. Silicijeva dolina prav tako izstopa od povprečja (0,5–0,7) glede na število ustanovljenih zagonskih podjetij z 1,85–2,5 ustanovljenih tehnoloških zagonskih podjetij na 1000 prebivalcev (The Global Startup Ecosystem Ranking, 2015; lastni izračun).

2.3 Kratka zgodovina in analiza trendnega dogajanja

Začetki dogajanja v primitivni obliki, korelirajo z začetki podjetništva, ki prek blagovne menjave vulkanskega stekla za druge potrebne dobrine sega daleč nazaj v leta okoli 15.000 pred našim štetjem. Prek vpeljave denarnega sistema, vzpostavitve prvih trgov, industrijske dobe, modernega kapitalizma ter s tem velikega vpliva bank in ostalih finančnih institucij pridemo do prvih sodobnih oblik zagonskih podjetij v devetdesetih letih prejšnjega stoletja. Prvi obrisi informacijske dobe so vzpostavili temelje, na katerih se od takrat naprej število zagonskih podjetij in z njimi povezanih subjektov eksponentno povečuje.

Sinonim in vodilni ekosistem zagonskih podjetij je že od nekdaj Silicijeva dolina. Območje zaliva v San Franciscu opredeljujejo kot povojni fenomen, katerega začetki segajo na začetek dvajsetega stoletja, ko je ameriški izumitelj Lee de Forest vakuumsko cev iz diode spremenil v triodo. Prelomnico je Silicijeva dolina doživela v obdobju druge svetovne vojne, ko so bila ustanovljena številna zagonska podjetja, da bi ujela skoraj nekontrolirano financiranje na trgu elektronike (Kenney & von Burg, 2016) in obrambe (Marmer et al., 2012a). Danes je vrednost ekosistema Silicijeve doline ocenjena na 264–323 milijard ameriških dolarjev, združuje 14.000–19.000 zagonskih podjetij, ki zaposlujejo 1,7–2,2 milijona ljudi, letno število registriranih patentov pa so med letoma 2003 in 2013 skoraj podvojili (Marmer et al., 2012a).

Opevane zgodbe o uspehu in relativno lahkem dostopu do financiranja so trg mladih zagonskih podjetij naredile ogromen. Moderna, fleksibilna in tehnološko dovršena okolja postajajo vse zanimivejša že pri najstnikih, ki prek globalno dostopnih informacij pridobivajo nova znanja in tako, vsaj posredno, pospešujejo rast zagonskih podjetij ter sooblikujejo trendno dogajanje.

Analiza štirinajstih spletnih strani, ki opisujejo, navajajo, razglabljaajo ali povzemajo dogajanje na sceni zagonskih podjetij in tehnološkem področju, je pokazala, da bo v prihajajočih letih največ pozornosti namenjene varnosti (56 %). Fizični ali kibernetiski napadi povečujejo povpraševanje po modernih varnostnih sistemih in s tem odpirajo veliko priložnost za podjetja, ki razvijajo nove in prilagajajo stare varnostne sisteme. Trendnemu dogajanju sledijo tudi finance, v največji meri razvoj modernih plačilnih sistemov (41 %). Analiza spletnih strani je pokazala, da bosta velike zbirke podatkov (angl. *big data*) in internet stvari naslednja trenda, o katerima se bo še veliko govorilo (35 % vsak). Analiziranje velikih količin podatkov, ki jih v današnjem tehnološko eksistenčnem svetu ni malo, iskanje vzorcev in predstavitev statističnih podatkov predstavljajo veliko priložnost na eni strani za korporacije in na drugi strani za mlada podjetja, ki takšne sisteme razvijajo. Tako velike zbirke podatkov kot upravljanje predmetov prek interneta omogoča zbiranje primarnih podatkov, ki z analizo predstavljajo pomembne informacije za prihodnji razvoj. Sledita virtualna resničnost (angl. *virtual reality* - VR) (35 %) in nosljive naprave (angl. *wearables*) (35 %). Potencial, ki ga ponuja VR, je ogromen, saj daje možnost

implementacije tehnologije skoraj na vsak, danes še fizični segment. Vsak z 29 % sledijo digitalizacija zdravstvenih storitev (angl. *digital health*), uporaba množic (angl. *crowd*), storitve v oblaku (angl. *cloud services*) ter avtomatizacija opreme in avtomobilov. Uporaba množic je pojav, pri katerem je mogoče opaziti eksponentno rast. Množično financiranje ter deljenje avtomobilov, naprav, stanovanj ipd. odžirata pomembne tržne deleže velikim korporacijam in predstavljata trend, na katerega bomo v naslednjih letih še posebej pozorni. Prav tako so javnosti najbolj izpostavljeni samovozeči avtomobili in z njimi posredno ali neposredno povezana umetna inteligenca (angl. *artificial intelligence* - AI) (21 %). Nekoliko višje od umetne inteligence so se uvrstili mobilni telefoni, njihove platforme in aplikacije (24 %). Na zadnje mesto naše analize (zajema trende, ki se omenjajo na vsaj 20 % analiziranih spletnih strani) se je uvrstil še 3D-tisk. Tiskanje dobrin za hišno ali poslovno uporabo bo radikalno spreminjalo okolje, v katerem živimo danes.

2.4 Življenjski cikel zagonskega podjetja

Marmer, Herrmann, Dogrultan in Berman (2012a) trdijo, da je življenjski cikel zagonskega podjetja sestavljen iz šestih razvojnih faz:

- faze odkrivanja,
- faze validacije,
- faze učinkovitosti,
- faze rasti,
- faze maksimizacije dobička,
- faze obnovitve.

V fazi odkrivanja zagonsko podjetje ocenjuje svojo ponudbo vrednosti in raziskuje, ali za le-to obstaja povpraševanje. V prvih 5–7 mesecih se ustanovi ekipa, opravijo prvi intervjuji oziroma tržne raziskave, razdela se ponudba vrednosti, ustvarjen je (delni in enostaven) prvi izdelek ali storitev, ekipa se pridruži pospeševalniku ali inkubatorju, člani, njihovi prijatelji in družina opravijo prve investicije, pridružijo se prvi mentorji in svetovalci. Iz prve faze zagonsko podjetje preide v fazo validacije, kjer izpopolni svoj poslovni model, poveča krog uporabnikov, meri in analizira dogajanje, prejme semensko investicijo, zaposli prve člane in pridobi prve kupce, ki izdelek dejansko kupijo. V fazi validacije zagonsko podjetje v povprečju ostane 3–5 mesecev in nato preide v tretjo fazo, kjer bo svojo učinkovitost pridobivanja kupcev izboljšalo do podrobnosti. Izpopolni se ponudba vrednosti in izboljša konverzija, prek dovršenega poslovnega modela se doseže organska rast, v kateri podjetje ostane 5–6 mesecev, nakar preide v fazo rasti. Kot nakazuje že samo ime, v fazi rasti zagonsko podjetje preide v eksponentno rast prek velikih investicij, masivne akvizicije uporabnikov, zaposlitve prvih vodstvenih kadrov in ustanovitve privih korporativnih oddelkov. Faza rasti v povprečju traja 7–9 mesecev. Sledi faza maksimizacije dobička, v kateri zagonsko podjetje razširi proizvodnjo in delovanje s ciljem povečanja dobička. V fazi maksimizacije dobička zagonsko podjetje ustvari najboljše

poslovne rezultate. Sledi faza obnovitve, v kateri je podjetje primorano poiskati nove, inovativne izdelke ali storitve, razdelati ponudbo vrednosti in prilagoditi poslovni model.

2.5 Tipi zagonskih podjetij

Blank (2013) ustanovitelje zagonskih podjetij enači s podjetniki in dodaja, da med mladimi poslovnimi subjekti obstajajo pomembne razlike glede na osebnost, financiranje in poslovne strategije. Zato zagonska podjetja deli na naslednjih šest tipov:

- življenjski stil,
- zagonsko podjetje – malo podjetje,
- rastoče zagonsko podjetje,
- nakupno zagonsko podjetje,
- družbeno zagonsko podjetje,
- zagonsko podjetje – velika korporacija.

Zagonska podjetja življenjskega stila so fiktivne ali realne skupine, ki brišejo mejo med življenjsko strastjo in poklicem. Ustanovitelji lovijo svoje sanje, delajo zase, maksimalno uživajo pri svojem delu, ob tem pa upajo na finančno nagrado. Zagonsko podjetje – malo podjetje je najboljši približek klasičnemu malemu podjetništvu. Leta 2012 je bilo v Evropski uniji – 27 92,2 % mikro podjetij oziroma 99,8 % malih in srednje velikih podjetij (angl. *small and medium-sized enterprises – SMEs*), ki so zaposlovala 67,4 % vseh zaposlenih in ustvarila 58,1 % bruto dodane vrednosti ter tako zelo pomembno prispevala k rasti evropskega gospodarstva (Wymenga, Spanikova, Barker, Konings, & Canton, 2012). Podjetja iz omenjene kategorije niso v prvi vrsti, ko govorimo o inovativnih zagonskih podjetjih, vendar pa, kot vidimo, pomembno prispevajo k lokalni in globalni ekonomiji. Blank (2013) je mnenja, da dotična podjetja niso bila ustvarjena za rast, temveč za to, da ostanejo v zasebni lasti in nahranijo družino. Med rastoča zagonska podjetja štejemo tista, s katerimi se bo v prihodnosti trgovalo na borzi ali pa bodo odkupljena s strani svetovne korporacije. Ustvarjala bodo več milijonov prihodkov, imela veliko kapitala, odvezemala tržni delež konkurentom, prav tako pa bodo ustvarjala in gradila nove trge. Za svojo rast in razvoj poslovnega modela potrebujejo velike količine (tveganega) denarja. Primeri takšnega tipa so Google, Skype, Facebook Twitter ipd. Nakupno zagonsko podjetje ima za cilj ustvariti izdelek (največkrat internetno ali mobilno aplikacijo) in se prodati korporaciji v zameno za veliko finančno nagrado. Podjetje tega tipa se izogiba tveganemu kapitalu in išče druge vire financiranja. Družbeno ali socialno zagonsko je podjetje, ki želi dobrobit določeni skupini ljudi ali širši družbi. Žene ga prav toliko naboja kot ostale, le da ga motivira širši cilj, dobiček tako postane sekundarni dejavnik. Za zdravo rast in doseganje konkurenčnih prednosti morajo velike korporacije vedno znova ustvarjati prodorne inovacije. To dosegajo prek lastnih raziskav in razvoja, nakupov mladega, fleksibilnega in inovativnega zagonskega podjetja ali ustanovitve posebnega internega oddelka. V tip zagonsko podjetje – velika korporacija štejemo slednjega. Posebni interni oddelek pospeši

iskanje novih inovativnih izdelkov in/ali storitev v velikih in predvsem togih organizacijah.

2.6 Dejavniki (ne)uspeha

Graham (2010) navaja odločnost, prilagodljivost, domišljavost, navihanost in prijateljstvo kot glavne dejavnike, ki jih pospeševalnik Y Combinator išče pri ustanoviteljih zagonskih podjetij. Marmer et al. (2012a) dejavnike potrjujejo in dodajajo, da je med naštetimi fleksibilnost tista, ki lahko odloči o uspehu. Nadaljujejo, da lahko prilagodljivost merimo na tri načine: (1) pripravljenost poslušati, (2) želja po učenju in (3) zmožnost ukrepati na podlagi konstruktivnih komentarjev. Taisti avtorji navajajo tudi dodatne elemente, ki nakazujejo uspešnost ekipe zagonskega podjetja, in sicer: (1) rast uporabnikov, (2) zbrana sredstva, (3) velikost ekipe, (4) velikost trga, (5) investiran čas ter (6) odstotek plačljivih uporabnikov.

Medtem ko v drugem poročilu Marmer et al. (2012b) poudarjajo, da je prehitra rast eden izmed najpogostejših vzrokov propada zagonskih podjetij, CBinsights (2016a) na podlagi raziskave med propadlimi zagonskimi podjetji dodaja, da so vzroki za propad naslednji: ni potreb na trgu, zmanjka denarja, ekipa ni ustrezna, prehitra konkurenca, težave s cenovno in/ali stroškovno politiko, slab izdelek ali storitev, neustrezen poslovni model, slab marketing, ignoriranje uporabnikov, neustrezen čas lansiranja izdelka ali storitve, izguba fokusa, neujemanje članov ekipe, neuspešna prilagoditev poslovnega modela, pomanjkanje strasti, slaba lokacija, izčrpana ekipa in dostop do financiranja.

2.7 Načini financiranja zagonskih podjetij

Primarna karakteristika zagonskega podjetja je njegov potencial za rast. Višja skalabilnost prinaša višje donose, a s tem povečuje stopnjo tveganosti. Poleg tega zagonska podjetja posedujejo predvsem neoprijemljiva sredstva in imajo ob tem pomanjkanje oprijemljivih, kolateralnih sredstev, kar skupaj s tveganostjo predstavlja kontradiktorne priložnosti za različna tipa financiranja.

Uspešnost različnih virov financiranja presega okvire tega magistrskega dela, zato bom v nadaljevanju na kratko predstavil vse možnosti financiranja, ki se primarno razlikujejo po tipu financiranja:

- dolžniško financiranje,
- lastniško financiranje.

Dolžniško financiranje vključuje denarno ali nedenarno posojilo osebe ali institucije, kateri bomo to posojilo sekvenčno odplačevali ob dogovorjenih datumih in določeni stopnji obresti. Prednosti takšnega tipa financiranja zagonskih podjetij so, da posojilodajalec nima nikakršne kontrole nad upravljanjem podjetja posojilojemalca, plačane obresti so priznani davčni odhodki in zmanjšujejo davčno osnovo, poleg tega pa lahko obrok odplačila

enostavno vkomponiramo v prihodnjo stroškovno strukturo, saj se ne spreminja (ob fiksnih obrestnih merah). Največja slabost dolžniškega financiranja pa je obveza vračanja posojila z obrestmi na dogovorjeni datum, ne glede na tržno situacijo. Dolžniško financiranje je v Republiki Sloveniji možnost pridobiti s strani: komercialnih bank, hranilnic, podjetij za finančni lizing, podjetij za faktoring, zavarovalnic, različnih ministrstev (v obliki garancij, subvencij obrestnih mer itd.) ter državnih skladov (Žugelj, 2001).

Na drugi strani lastniško financiranje vključuje prodajo deleža podjetja zunanjemu investitorju. Največja prednost te oblike financiranja je prevzem tveganja investitorja relativno glede na njegov delež v podjetju. Poleg višje tolerance pa imajo profesionalni investitorji tudi znanje in izkušnje, ki lahko mlademu zagonskemu podjetju koristijo enako kot neposredna investicija. Slabost lastniškega financiranja je odprodaja deleža lastnega podjetja, ki posledično prinaša delitev prihodnjih dobičkov in soodločanje pri vseh za podjetje ključnih odločitvah. Lastniško financiranje pa lahko dodatno razdelimo na začetno in nadaljnje financiranje. Medtem ko se začetno financiranje nanaša na lastna sredstva, sredstva prijateljev in družine, poslovne angele, špekulante in podjetja tveganega kapitala, se nadaljnje financiranje nanaša na dokapitalizacijo s strani podjetnika – lastna sredstva, investicijske sklade in zasebno ali javno ponudbo vrednostnih papirjev.

Vadnjal (2000) navaja, da optimalni donos na naložbo prinaša le optimalna zadolženost, ki je odvisna od kapitalske strukture in raznih parametrov okolja, v katerem podjetje deluje, in da je v realnosti zato vsako podjetje financirano kot kombinacija dolžniškega in lastniškega financiranja.

2.7.1 Lastna sredstva

Lastna sredstva predstavljajo temelj podjetništva in so osnova lastniškega financiranja. Prednost lastnih sredstev je kontrola, ki jo podjetnik ohrani nad podjetjem, slabost pa je, da so po navadi omejena in premajhna za hitro in učinkovito penetracijo izdelka ali storitve na trg. Poleg potrebnega zagonskega kapitala so vložena lastna sredstva pozitiven signal pri kasnejšem iskanju zunanjih investitorjev. Med drugim lastna sredstva predstavljajo učinkovit in poceni način zagotavljanja pozitivnega denarnega toka. Smith (2016) v svojem članku navaja, da so prednosti lastnih sredstev tudi to, da prisilijo podjetnika k predanosti, privabljajo kakovostne zaposlene in ohranjajo kontrolo nad podjetjem med iskanjem idealnega partnerja za rast.

Rojas (2008) poudarja, da je pomembno zbrati pravo količino denarja ob pravem času, zato je pomembno vedeti, kdaj je podjetje preraslo lastno financiranje: 1) rast trga je hitrejša od rasti podjetja, 2) potrošniki kupujejo izdelke, prodaja je predvidljiva, 3) pojavijo se komplementarni izdelki oziroma podjetja, 4) trenutni ekonomski cikel spodbuja hitrejšo rast, 5) neakovostna bilanca stanja, 6) podjetnik želi diverzificirati tveganje.

2.7.2 Bančna posojila (angl. *loans*)

Bančno posojilo ali tako imenovani bančni kredit je tradicionalen prijem financiranja fizičnih in pravnih oseb ter predstavlja osnovni tip dolžniškega financiranja. Bančni kredit je pravni posel med banko in stranko, pri katerem se banka zaveže, da bo posojilojemalcu namenila določen znesek denarja za določen čas z določenim namenom. Posojilojemalec na drugi strani pa se ob tem zaveže, da bo banki sekvenčno in kontinuirano odplačeval dobljeno glavnico skupaj z dogovorjenimi obrestmi. Glede na trajanje ločimo: 1) kratkoročna posojila in 2) dolgoročna posojila. Kratkoročni kredit je najpogostejša oblika financiranja gibljivih sredstev, zagotavljanja likvidnosti in/ali financiranja zalog. Ročnost kratkoročnih kreditov je do enega leta. Dolgoročni kredit je namenski kredit za stalna sredstva z ročnostjo nad enim letom. Ne glede na razvitost in popularnost tega načina financiranja pa zagonska podjetja zelo težko dostopajo do bančnih posojil zaradi: 1) statistično visokih možnosti neuspeha, 2) pomanjkanja kolateral in 3) asimetrije informacij.

2.7.3 Pospeševalniki (angl. *accelerators*)

Semenski pospeševalniki so temelj ekosistemov zagonskih podjetij in nudijo tako finančne injekcije kot mentorstvo mladim zagonskim podjetjem. Obstoje javno ali zasebno financiranih pospeševalnih institucij je ključnega pomena za rast tehnoloških gospodarstev nove informacijske dobe. Pospeševalnik v zameno za relativno nizko zagonsko investicijo po navadi zahteva temu primeren delež v podjetju.

Veliki svetovni pospeševalniki (kot na primer Y Combinator ali TechStars) sprejmejo le 1–3 % prijavljenih, ki jim namenijo 20.000–50.000 ameriških dolarjev. Od podjetij zahtevajo več kot enega člana (ustanovitelja) in doseganje zastavljenih rokov (običajno tri mesece), za kar nudijo mentorstvo, povezave in prepoznavnost, ker je zagonsko podjetje del njihovega pospeševalnika (Y Combinator, 2016).

2.7.4 Poslovni angeli (angl. *business angels*)

Poslovni angeli so posamezniki, ki želijo svoje premoženje oplemenititi z vlaganji v tvegane projekte z visoko stopnjo donosnosti. Poleg denarnih sredstev pogosto vložijo tudi svoje znanje, povezave in izkušnje v zameno za lastniški delež. Investirajo brez posrednikov neposredno v podjetje.

Schroeder (2015) omenja, da poslovni angel analizira 15–20 potencialnih kandidatov mesečno, kar na število vseh zagonskih podjetij predstavlja relativno malo možnosti investicije za mlado podjetje. Nadaljuje, da tipični poslovni angel investira v 1–3 posle na leto v višini 25.000–100.000 ameriških dolarjev, medtem, ko so evropski angeli skromnejši in so pripravljeni investirati od 10.000 evrov (Vadnjal, 2003). Vadnjal (2003) dodaja, da poslovni angeli težijo predvsem k investicijam na lokalni ravni in v panogo, ki jo poznajo

oziroma iz katere imajo določene izkušnje. Na poslovno odločitev o investiciji ne vplivata toliko rast in interna stopnja donosnosti, temveč osebnostna ustreznost in »kemija« s podjetnikom oziroma ustanoviteljem zagonskega podjetja.

2.7.5 Množično financiranje (angl. *crowdfunding*)

Množično financiranje je relativno mlad in izjemno priljubljen način zbiranja denarnih sredstev, ki poteka prek spletne platforme in ima globalen doseg. Kolektivno investiranje nepovezanih posameznikov v prijavljene projekte zagonskih podjetij se pojavlja tako v novih modernih kot v starejših tradicionalnih tržnih okoljih. Množično financiranje se lahko izvaja s prodajo še ne izdelanih izdelkov v zameno za denar, ki se uporabi za zagon projekta.

Množično financiranje je eden izmed redkih virov financiranja, na katerega gospodarske in finančne krize nimajo neposrednega vpliva, poleg tega pa je prvi (in najcenejši) pokazatelj ustreznosti predstavljenega izdelka. Množično financiranje se lahko pojavi v treh oblikah podpore, in sicer kot: 1) lastniško financiranje, 2) dolžniško financiranje in 3) donacijsko zbiranje, ki predstavlja obliko simpatizerske podpore, za katero »investitor« prejme izdelek iz izbranega investicijskega paketa.

2.7.6 Državna sredstva in poročstva (angl. *grants*)

Financiranje ali poročstvo s strani države se razlikuje od države do države, v kateri se podjetje nahaja. Zagonska podjetja so zaradi tveganosti največkrat zgolj posredno udeležena pri financiranju ali poročstvu s strani države prek podjetniških inkubatorjev ali pospeševalnikov. Neposredno pa se lahko zagonska podjetja z državo povezujejo prek državnih skladov za razvoj podjetništva (v Sloveniji je to Slovenski podjetniški sklad), ki nudijo tako zagonske spodbude kot semenski in tvegani kapital ter mikrokredite in garancije.

Republika Slovenija podjetjem ponuja različna finančna in nefinančna sredstva tako za zagon kot za širitev podjetniške dejavnosti. Finančna sredstva so na voljo prek javnih skladov, agencij, ministrstev in drugih institucij v obliki: 1) povratnih sredstev, med katera spadajo posojila, garancije ali poročstva in sredstva za dokapitalizacijo, ter 2) nepovratnih sredstev v obliki subvencij za zagon inovativnih podjetij in samozaposlovanje (Ministrstvo za javno upravo Republike Slovenije, 2016).

2.7.7 Javna sredstva in razpisi (angl. *public funds*)

Predvsem aktivnost Evropske unije pri financiranju malih in srednje velikih podjetij je na zelo visokem nivoju. Za povečanje konkurenčnosti in krepitve poslovnega okolja Evropska unija namenja neposredna sredstva prek Evropske komisije ter posredna sredstva prek državnih in lokalnih posrednikov (država oziroma lokalne skupnosti) prek različnih

programov (Evropska komisija, 2016a):

- Europe 2010 Strategy, ki zasleduje cilje upravljanja in razvoja internega trga dobrin,
- COSME, ki predstavlja program za konkurenčnost korporacij ter malih in srednje velikih podjetij ter ima načrtovan proračun 2,3 milijarde evrov,
- Horizon 2020, ki je program za financiranje raziskav in inovacij, razdeljen na osemnajst samostojnih oddelkov in s skupnim proračunom 80 milijard evrov,
- Galileo, ki predstavlja program modernega satelitsko-navigacijskega sistema,
- Copernicus, ki predstavlja program za ustanovitev Evropske agencije za opazovanje Zemlje.

Poleg neposrednih programov Evropska unija sledi kohezijski politiki, ki predstavlja posredno financiranje več tisoč projektov z namenom zmanjševanja tako neskladja med različnimi regijami kot zaostalosti najmanj razvitih regij. Lizbonska pogodba pa je dodala še novo dimenzijo: ekonomsko, socialno in teritorialno kohezijo (Pogodba o Evropski uniji in Pogodba o delovanju Evropske unije, 2012). Fokusira se na investiranje v regije, mesta in realno gospodarstvo z namenom stimulacije rasti in zaposlenosti, spopadanje s podnebnimi spremembami in odvisnostjo od uvoza energije, zmanjševanjem revščine in socialne izključenosti (Evropska komisija, 2016b).

2.7.8 Delniški kapital (angl. *share capital*)

Delniški kapital predstavlja obliko eksternega financiranja, ki se v največ primerih zgodi v zreli fazi rasti podjetja. Delniški kapital se pridobi prek prve javne ponudbe vrednostnih papirjev, ki predstavlja postopek prve prodaje lastniških vrednostnih papirjev zunanjim investitorjem. Začetno ceno delnice določi investicijska banka v dogovoru z izdajateljem. Za zagonska podjetja je v zreli fazi razvoja izdaja vrednostnih papirjev najugodnejši način pridobivanja finančnih sredstev za povečanje osnovnega kapitala (Pogačnik, 2005). Razlogi za javno prodajo deleža podjetja so še (Tuller, 1994):

- poplačilo dolžniških obveznosti podjetja,
- investicije v osnovna sredstva,
- prevzem drugega podjetja,
- odprtje nove podružnice,
- ugotovitev tržne vrednosti z namenom prodaje podjetja,
- odcepitev (angl. *spin-off*).

Kotacija vrednostnih papirjev na organiziranem trgu kapitala pa za podjetje prinaša tako prednosti kot slabosti. Na seznam slednjih spadajo potencialna izguba kontrole nad podjetjem, špekulativno obnašanje investitorjev, kar se odraža v nepredvidljivem gibanju tečaja, izguba agilnosti ter zakonska obveza o nenehnem in sprotne obveščanju javnosti o poslovanju. Razpršitev premoženja prinaša tudi prednosti, kot so ocena »objektivne«

vrednosti podjetja, boljša likvidnost, lažja dostopnost do virov financiranja in na zadnje povečan ugled (Hisrich & Peters, 1989).

2.7.9 Tvegani kapital

Tvegani kapital je ena izmed najpogostejših oblik financiranja zagonskih podjetij s strani institucionalnih investitorjev. Sklad tveganega kapitala, kot je že bilo omenjeno v prvem delu tega magistrskega dela, upravlja sredstva zunanjih vlagateljev, ki jih za provizijo vlaga v perspektivna mlada podjetja. V zameno za investicijo bo sklad dobil lastniški delež v podjetju, prek katerega bo imel možnost upravljanja podjetja tako na poslovnem kot na organizacijskem in finančnem področju.

Tajnikar (1997) piše, da lahko tvegani kapital dopolnjuje ali nadomešča lastniški kapital, bančni kapital in državne podpore pri povečevanju zaposlenosti, iskanju prodornih tehnologij in nastajanju novih izdelkov. Zanj je značilno, da investitor vloži denar v podjetje brez želje po sekvenčnem odplačilu glavnice in z motivom prodaje svojega deleža v prihodnosti z dobičkom.

Institucionalni investitor v največji meri upravlja sredstva zunanjih investitorjev, ki jih vlaga v vse faze razvoja zagonskih podjetij. Investira v zagonska podjetja, ki imajo izjemno potencial za rast in kakovostno vodstveno ekipo. Za investicijsko delo vzame provizijo za upravljanje in odstotek od dobička pri prodaji. Institucionalni vlagatelji ne pričakujejo takojšnjih rezultatov in donosov, temveč računajo na uspeh v daljšem obdobju. Tvegani kapital se na trgu pojavlja prek skladov tveganega kapitala, ki jih lahko definiramo kot specializirane finančne institucije, ki so pripravljene sprejeti relativno visoko tveganje za zameno za visoke kapitalske dobičke (Tajnikar, 1997).

2.7.10 Korporativni tvegani kapital

Korporativni tvegani kapital je, kot že omenjeno, investicija korporacije neposredno v zunanja, mlada zagonska podjetja. Taista podjetja v večini primerov s takšnim povezovanjem pridobijo prednosti, ki presegajo zgolj monetarne okvire. Strateško povezovanje lahko tako poleg denarja pripomore k dolgoročni rasti in številčnejšim inovacijam.

Strateško vodena poteza lahko zagonskemu podjetju prinese naslednje pozitivne učinke: (1) denar, (2) omrežje, (3) ugled, (4) vire, (5) znanje, (6) infrastrukturo in (7) dolgoročnega partnerja (Knyphausen-Aufseß, 2005).

Denar je dobrina, ki je nujno potrebna za rast in zato pomemben dejavnik pri iskanju (strateškega) investitorja. Velike korporacije imajo v svojih bilancah ogromne količine denarja, ki ga lahko investirajo v inovativne tehnologije in s tem pridobijo konkurenčno prednost. Poleg denarja strateški investitor prinaša tudi razvejano omrežje, ki ga je gradil

skozi celoten življenjski cikel. Omrežje, ki ga lahko strateški partner zagotovi zagonskemu podjetju, obsega kupce, dobavitelje, distribucijske in nabavne kanale, poslovne partnerje ter ostala poznanstva, v sodelovanju s katerimi je dolgo časa gradil poslovni odnos, zato povezovanje s takšnim podjetjem lahko odpre vrata, ki bi v nasprotnem primeru ostala zaklenjena. Poleg denarja, omrežja in ugleda pa strateški partner prinaša tudi lastne vire. Velike korporacije imajo več tisoč strokovnjakov, ki lahko v skladu z dogovorom pomagajo razvijati izdelek ali storitev partnerskega zagonskega podjetja (prek lastnega znanja in/ali omrežja). Strateg, ki v veliko primerih išče tudi dolgoročnega partnerja, pa poleg vseh naštetih prednosti prinaša tudi relativno lahek dostop do pomembne infrastrukture. Ne nazadnje pa bo strateški investitor zaradi več kot le pričakovanih rezultatov, povezanih z donosom, zagonsko podjetje vrednotil višje.

2.8 Uspešnost podjetij in gospodarska rast kot gonilo družbene blaginje

Gospodarska rast predstavlja zanimivo temo za diskusije, proučevanje in opisovanje. Medtem ko nekateri avtorji trdijo, da gospodarska rast ne prinaša blaginje (Easterlin Paradox), drugi tem trditvam oporekajo (Stevenson & Wolfers, 2008) in dokazujejo, da obstaja jasna korelacija med povprečnim nivojem subjektivne blaginje in BDP na prebivalca.

Mala in srednje velika podjetja predstavljajo 99,8 % vseh podjetij v Evropski uniji, zato je njihova uspešnost nadvse pomembna tako za prihodnjo gospodarsko rast kot za splošno blaginjo prebivalcev posameznih držav. Uspešnost posameznih podjetij na podlagi produktivnosti zaposlenih in primerjave zagonskih podjetij, ki so prejela korporativne tvegane investicije, s tistimi, ki so prejela investicije institucionalnih vlagateljev, je tudi glavna tema magistrskega dela in področje proučevanje v empiričnem delu.

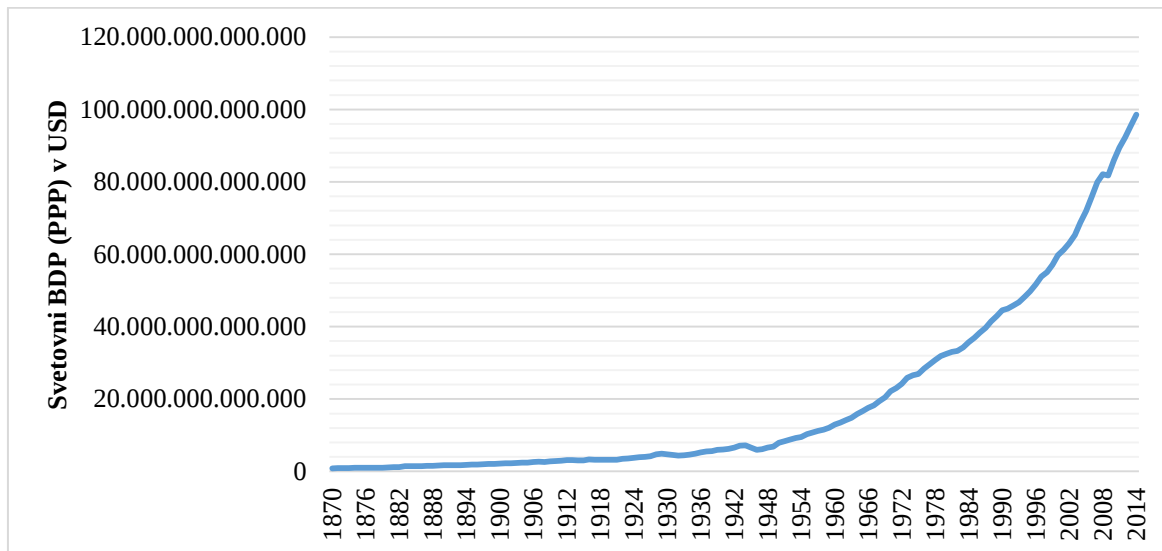
Prek industrijske dobe, ki je ustvarila več bilijonov svetovnega BDP (Slika 8), prehajamo v informacijsko dobo in z njo povezano tehnologijo, ki počasi spreminja vse dele naše družbe in ustvarja potencial tehnološkim podjetnikom, da postanejo gonilna sila nove, eksponentne gospodarske rasti.

Gonilo in najpomembnejši dejavnik večanja svetovnega BDP so podjetja, ki s kombinacijo dela in kapitala ustvarjajo storitve in izdelke. Gospodarska rast kot osnova kapitalistične ureditve pa prinaša boljši življenjski standard, boljšo dostopnost hrane, zdravstva, obrambe ipd.

Pindyck in Rubinfeld (2012) navajata, da obstaja enostavna povezava med produktivnostjo in življenjskim standardom. Pojasnjujeta, da se agregatna vrednost proizvedenih storitev in izdelkov v določenem gospodarstvu v določenem letu enači s plačili vsem dejavnikom proizvodnje le-teh. Pri OECD (2001) navajajo, da obstaja več vrst merjenja produktivnosti, ki se med sabo razlikujejo glede na namen merjenja in dostopnosti podatkov ter jih delimo na:

- merjenje produktivnosti z enojnim dejavnikom – produktivnost dela (L) ali kapitala (K), ki pa ju lahko računamo glede na bruto proizvod (Q) ali dodano vrednost,
- merjenje produktivnosti z več dejavniki – produktivnost dela in kapitala (L, K) ali produktivnost kapitala, dela in posrednih vložkov (energija, material, storitve), ki ju, tako kot produktivnost z enojnim dejavnikom, lahko računamo glede na bruto proizvod ali dodano vrednost.

Slika 8: Svetovni BDP (PPP) v USD



Vir podatkov: The World Bank, GDP (current US\$), 2016a; lastni izračuni.

Merjenje produktivnosti z enojnim dejavnikom dela lahko označimo tudi kot povprečni proizvod dela oziroma produktivnost dela v enostavni obliki in na kratki rok merimo kot kvocient med celotnim proizvodom in vloženim delom (Pindyck & Rubinfeld, 2012).

Medtem ko OECD (2008) dodaja, da je produktivnost dela dober pokazatelj gospodarske rasti, konkurenčnosti in življenjskega standarda ter da pomaga pojasniti osnovne ekonomske dejavnike, ki so potrebni za gospodarsko rast in družbeni razvoj, Agencija RS za javnopravne evidence in storitve (2016) piše, da večja produktivnost zaposlenih nakazuje poslovno uspešnejšo gospodarsko družbo.

3 EMPIRIČNA ANALIZA

Cilj empiričnega dela je proučiti povezanost korporativnega tveganega kapitala z uspešnostjo zagonskih podjetij. Temeljni poudarek bo na primerjavi uspešnosti med zagonskimi podjetji, ki so pred svojo prvo javno ponudbo vrednostnih papirjev prejela investicijo korporativnega tveganega kapitala, in tistimi, ki na seznamu finančnih partnerjev nimajo korporativnega investitorja.

Sekundarni poudarek bo na iskanju empirične korelacije med posameznimi spremenljivkami z namenom iskanja vpliva enega dejavnika na drugega. Pri empirični analizi se zaradi dostopnosti podatkov in razvitosti trga kapitala osredotočam na zagonska podjetja iz ZDA.

3.1 Metodologija

Pri empirični analizi bom ugotavljal uspešnost zagonskih podjetij s pomočjo izračuna produktivnosti dela. Osredotočil se bom na podjetja, ki so bila podprta s strani tveganega kapitala in so v obdobju od leta 2000 do leta 2010 kot izhodno strategijo izbrala IPO. Uspešnost podjetja bom ocenjeval s produktivnostjo dela, ki jo bom izračunal kot količnik bruto proizvoda izbranega podjetja in številom zaposlenih. Tako imenovani povprečni produkt (angl. *Average product* - AP) OECD (2001) navaja kot enega izmed treh načinov za izračun produktivnosti dela merjenje produktivnosti z enojnim dejavnikom, kjer sta L vloženo delo in Q bruto proizvod.

Bruto proizvod na zaposlenega predstavlja produktivnost dela in nakazuje uspešnost izbranega podjetja. Izbrani pristop mi omogoča izračun uspešnosti dela za podjetja, ki so bila podprta s strani tveganega in korporativnega tveganega kapitala. Rezultate bom lahko nato smiselno razvrstil ter primerjal po panogi in vrsti financiranja.

Pri iskanju koeficienta korelacije med dvema spremenljivkama bom uporabil Pearsonov koeficient korelacije, ki meri korelacijsko (stohastično) linearno povezanost med dvema spremenljivkama. Pearsonov koeficient korelacije (r) izračunamo s kovarianco v števcu in standardnim odklonom v imenovalcu. Vrednosti omenjenega koeficienta med -1 in 1 nam bodo povedale, ali linearna povezanost med spremenljivkama sploh obstaja in kako močna je.

3.2 Podatki

Podatke o podjetjih, ki so bila financirana s strani (korporativnega) tveganega kapitala in so v opazovanem obdobju kot izhod izbrala prvo javno ponudbo vrednostnih papirjev, bom pridobil iz podatkovnih baz Crunchbase, ki vključujejo več kot 7.000 zagonskih podjetij, ki so med letoma 1959 in 2016 izvedla prvo javno ponudbo vrednostnih papirjev na eni izmed ameriških borz.

Pri empirični analizi se bom zaradi dostopnosti podatkov in razvitosti trga kapitala osredotočal na zagonska podjetja iz ZDA, ki so med letoma 2000 in 2010 izdala prvo javno ponudbo vrednostnih papirjev ter za katere v podatkovni bazi Komisije za vrednostne papirje in borzo ZDA (angl. *Security and Exchange Commission* - SEC) lahko najdemo letna poročila, iz katerih bom pridobil podatke o letnih prihodkih in številu zaposlenih.

Za analizo uspešnosti podjetja bom pridobljene podatke selekcioniral z namenom

pridobitve objektivnih rezultatov za podjetja, ki so prejela tvegani kapital (od korporativnega in/ali institucionalnega investitorja), so imela v podatkovni bazi objavljenega vsaj enega izmed investitorjev, so imela objavljeno okrnjeno letno poročilo (obrazec 10-K) in imajo v letnem poročilu navedene prihodke (predvsem nekatera farmacevtska podjetja so naravnana raziskovalno in do datuma zadnjega poročila še niso ustvarjala prihodkov). V bazi objektivnega analiziranja tako ostane 159 zagonskih podjetij.

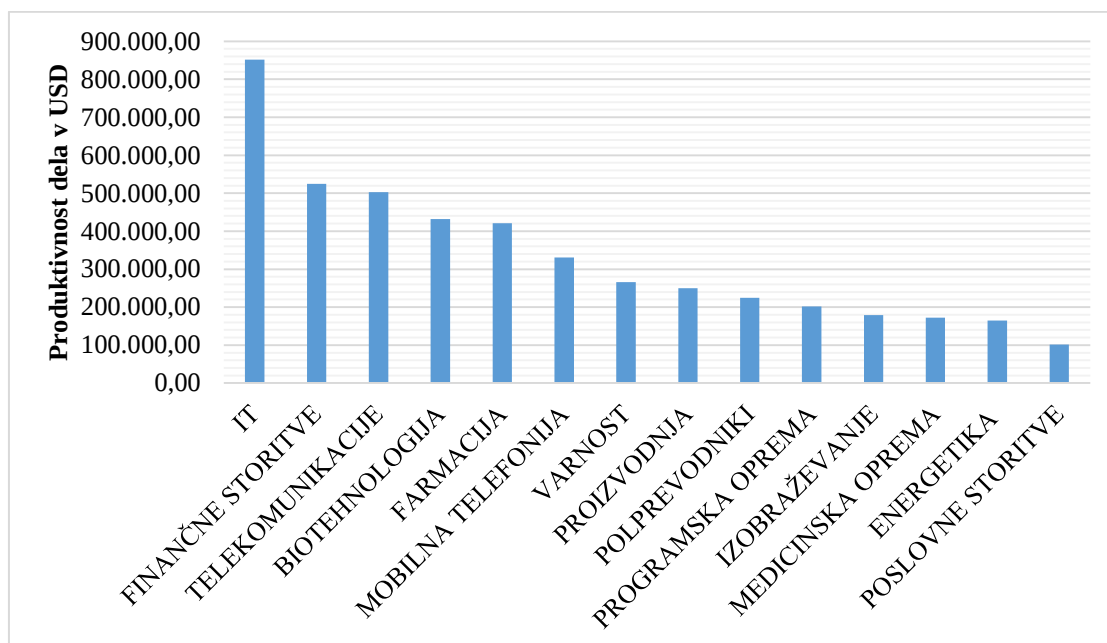
Izbrana podjetja bom v nadaljevanju razvrstil po panogi in velikosti ter primerjal vsako zagonsko podjetje, ki je prejel tvegano investicijo s strani korporacije s podjetji, ki so prejela investicijo izključno iz strani sklada tveganega kapitala in po velikosti (število zaposlenih) ne odstopajo več kot $\pm 20\%$. Iz kalkulacije bodo izvzete panoge, kjer se velikost podjetij preveč razlikuje, in podjetja, ki še ne ustvarjajo prihodkov.

Z uporabo enostavnega binarnega sistema bom ocenjeval, ali so uspešnejša podjetja s korporativnim tveganim kapitalom (1) ali tista, ki so prejela investicijo izključno od institucionalnih investitorjev (0).

3.3 Rezultati empirične raziskave uspešnosti zagonskih podjetij

Analiza 159 podjetij, ki so bila razdeljena v petnajst panog, ni pokazala bistvene razlike v uspešnosti med podjetji, ki so prejela korporativni tvegani kapital, in tistimi, ki so prejela tvegani kapital institucionalnih vlagateljev. Korporativni tvegani kapital se je pokazal kot produktivnejši v sedmih panogah, tvegani kapital pa v drugih sedmih. Panoga zabave (angl. *entertainment*) ni bila predmet analize, saj ni bilo podatkov o korporativnih investitorjih.

Slika 9: Produktivnost dela po panogi



Primerjava produktivnosti po panogah je pokazala (Slika 10), da so bila analizirana podjetja najproduktivnejša v panogi informacijske tehnologije, kjer so v povprečju dosegla 851.441 ameriških dolarjev prihodkov na zaposlenega, sledile pa so panoge finančnih storitev (524.284 ameriških dolarjev), telekomunikacij (502.550 ameriških dolarjev), biotehnologije (431.530 ameriških dolarjev), farmacije (421.329 ameriških dolarjev), mobilne telefonije (330.492 ameriških dolarjev), varnosti (266.290 ameriških dolarjev), proizvodnje (250.103 ameriških dolarjev), polprevodnikov (224.347 ameriških dolarjev), programske opreme (202.035 ameriških dolarjev), izobraževanja (179.336 ameriških dolarjev), medicinske opreme (172.068 ameriških dolarjev), energetike (164.437 ameriških dolarjev) in na koncu poslovnih storitev s 101.343 ameriških dolarjev prihodkov na zaposlenega.

Zaradi potreb po podrobnejši analizi sem iz baze 159 zagonskih podjetij ustvaril 65 primerjalnih skupin med podjetji s korporativnimi investicijami in podjetji s tveganim kapitalom. Podjetja so bila razvrščena v skupine po dve podjetji in med sabo niso odstopala po velikosti za več kot $\pm 20\%$.

Rezultati analize produktivnosti dela so pokazali, da so bila podjetja, ki so investicijo prejela tudi od korporativnega investitorja, uspešnejša v 52 % analiziranih primerov. Razlika v prid korporativnemu tveganemu kapitalu je najočitnejša v panogi biotehnologije, kjer so se podjetja s korporativnim tveganim kapitalom v kar 68 % analiziranih skupinah izkazala kot delovno produktivnejša kot podjetji s tveganim kapitalom.

Rezultati analize korelacije med opazovanimi spremenljivkami podobno niso podali zanesljivih rezultatov, ki bi nakazovali, da obstaja povezava med produktivnostjo dela in tipom investitorja.

Največkrat ugotovljena korelacija obstaja med prihodki analiziranih zagonskih podjetij in njihovimi poslovnimi rezultati (dobiček in/ali izguba). Prav tako je analiza korelacije zelo pogosto in na nek način logično nakazala povezanost med višino prihodkov in številom zaposlenih. Zelo pogosto je bila ugotovljena tudi korelacija med poslovnim rezultatom in poslovnim rezultatom na zaposlenega, kar nakazuje racionalno obnašanje analiziranih podjetij, ki zaposlujejo v času boljših poslovnih rezultatov, in odpuščajo, kadar so rezultati slabši.

3.3.1 Uspešnost zagonskih podjetij v izbranih panogah

Biotehnologija. Iz Tabele 2, v kateri so izbrana podjetja iz panoge biotehnologije, je razvidno, da je bilo analiziranih dvajset zagonskih podjetij, ki so bila glede na velikost razdeljeni v skupine po dve podjetji. Analiza devetnajstih skupin je pokazala, da je bila produktivnost dela v 68 % višja pri podjetjih, ki so imela na seznamu investitorjev vsaj enega korporativnega investitorja kot pri podjetjih, ki so na svojem seznamu imela izključno institucionalne vlagatelje. Povprečna produktivnost analiziranih podjetij s

korporativnim tveganim kapitalom je 359.648,62 ameriških dolarjev, medtem ko je povprečna produktivnost analiziranih podjetij s tveganim kapitalom znašala 303.294,91 ameriških dolarjev.

Iz Tabele 2 je še razvidno, da so bila analizirana tako majhna (do 30 zaposlenih) kot velika (več kot šesto zaposlenih) podjetja, pri katerih je povprečna absolutna razlika v produktivnosti dela znašala 56.353,71 ameriških dolarjev. Opazi se lahko tudi korelacija med tipom investitorja in produktivnostjo dela.

Vsa analizirana podjetja iz panoge biotehnologije so prvo ponudbo vrednostnih papirjev napravila med letoma 2000 in 2010, med njimi jih je osem to storilo na ameriški borzi NASDAQ (angl. *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*). Korporativni investitorji, ki so vlagali v analizirana zagonska podjetja v panogi biotehnologije, so Pfizer Venture Investments (investicijska veja podjetja Pfizer), Novartis in Intuitive Surgical.

Tabela 2: Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi biotehnologije

Ime	Investitor	Prihodki v USD	Zaposleni	Prihodki na zaposlenega v USD
Anthera Pharmaceuticals	CVC, VC	3.185.000	25	127.400,00
PolyMedix	VC	2.457.000	28	87.750,00
Codexis	CVC, VC	41.804.000	91	459.384,62
Complete Genomics	VC	19.344.000	98	197.387,76
Codexis	CVC, VC	41.804.000	91	459.384,62
CAS Medical Systems	VC	21.639.365	101	214.251,14
Coley Pharmaceutical Group	CVC, VC	20.201.000	150	134.673,33
Altus Pharmaceuticals	VC	2.161.000	145	14.903,45
Coley Pharmaceutical Group	CVC, VC	20.201.000	150	134.673,33
Xenogen Corporation	VC	39.665.000	156	254.262,82
Coley Pharmaceutical Group	CVC, VC	20.201.000	150	134.673,33
Third Wave Technologies	VC	31.121.000	179	173.860,34
Array BioPharma	CVC	51.909.000	156	332.750,00
Altus Pharmaceuticals	VC	2.161.000	145	14.903,45
Array BioPharma	CVC	51.909.000	156	332.750,00
Xenogen Corporation	VC	39.665.000	156	254.262,82

se nadaljuje

Tabela 2: Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi biotehnologije (nad.)

Ime	Investitor	Prihodki v USD	Zaposleni	Prihodki na zaposlenega v USD
Array BioPharma	CVC	51.909.000	156	332.750,00
Third Wave Technologies	VC	31.121.000	179	173.860,34
Luna Innovations	CVC	44.020.000	243	181.152,26
Bovie Medical	VC	29.520.000	201	146.865,67
Luna Innovations	CVC	44.020.000	243	181.152,26
ViaCell	VC	54.426.000	254	214.275,59
Luna Innovations	CVC	44.020.000	243	181.152,26
Momenta Pharmaceuticals	VC	89.650.000	258	347.480,62
Luna Innovations	CVC	44.020.000	243	181.152,26
Santarus	VC	217.955.000	290	751.568,97
Optimer Pharmaceuticals	CVC, VC	101.531.000	281	361.320,28
ViaCell	VC	54.426.000	254	214.275,59
Optimer Pharmaceuticals	CVC, VC	101.531.000	281	361.320,28
Momenta Pharmaceuticals	VC	89.650.000	258	347.480,62
Optimer Pharmaceuticals	CVC, VC	101.531.000	281	361.320,28
Santarus	VC	217.955.000	290	751.568,97
Acorda Therapeutics	CVC, VC	492.660.000	535	920.859,81
Insulet	VC	247.084.000	478	516.912,13
Acorda Therapeutics	CVC, VC	492.660.000	535	920.859,81
TomoTherapy	VC	195.363.000	636	307.174,53
Acorda Therapeutics	CVC, VC	492.660.000	535	920.859,81
Auxilium Pharmaceuticals	VC	400.715.000	639	627.097,03

Poslovne storitve. V Tabeli 3 so analizirana podjetja s področja poslovnih storitev. Zaradi objektivnosti analize in določenih okvirov obdelave podatkov so bila analizirana »samo« tri podjetja, razvrščena v dve skupini. Analiza obeh je pokazala, da je bila produktivnost dela razdeljena. V prvem primeru je bilo podjetje s korporativnim investitorjem Open Table primerjano s podjetjem QuinStreet. Produktivnost dela slednjega je bila višja za 138.145,71 ameriških dolarjev, medtem ko je bila produktivnost dela Open Table višja v drugem primeru, kjer je podjetje primerjano s podjetjem TechTarget. Razlika v produktivnosti dela je znašala 143.410,46 ameriških dolarjev.

Izbrana podjetja so izdala prvo ponudbo vrednostnih papirjev med letoma 2007 in 2010 na že omenjeni borzi NASDAQ. Korporativna investitorja v Open Table zagonsko podjetje sta bila France Telecom (danes Orange S.A.) in Zagat, ki je od leta 2011 v lasti podjetja

Google (danes Alphabet).

Tabela 3: Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi poslovnih storitev

Ime	Investitor	Prihodki v USD	Zaposleni	Prihodki na zaposlenega v USD
OpenTable	CVC, VC	190.050.000	625	304.080,00
QuinStreet	VC	282.140.000	638	442.225,71
OpenTable	CVC, VC	190.050.000	625	304.080,00
TechTarget	VC	111.826.000	696	160.669,54

Finančne storitve. Tabela 4 prikazuje analizo produktivnosti dela podjetij s finančnega sektorja. Tudi tukaj je zaradi okvirov analize bilo mogoče primerjati samo dve podjetji, čeprav so grobi podatki zajemali devet podjetij iz omenjene panoge. Analiza je pokazala, da je imelo podjetje PayPal, v katerega je med drugim investiral japonski konglomerat Hikari Tsushin, višjo produktivnost dela v letu 2015 kot njegov »nasprotnik« Charles Schwab. Razlika v produktivnosti dela je znašala 133.482,73 ameriških dolarjev.

Omeniti velja, da spadata analizirani podjetji po številu zaposlenih med največjih 4 % in po letnih prihodkih med največjih 3 % analiziranih podjetij.

Tabela 4: Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi finančnih storitev

Ime	Investitor	Prihodki v USD	Zaposleni	Prihodki na zaposlenega v USD
PayPal	CVC, VC	9.248.000.000	16.800	550.476,19
Charles Schwab	VC	6.380.000.000	15.300	416.993,46

Informacijska tehnologija. Naslednja analizirana panoga je panoga informacijske tehnologije, ki je prikazana v Tabeli 5. Analiziranih je bilo sedemnajst podjetij, ki so bila glede na velikost razdeljena v skupine po dve podjetji. Analiza dvanajstih skupin je presenetljivo pokazala, da je bila produktivnost dela v 67 % višja pri podjetjih, ki so investicije prejemale izključno od institucionalnih vlagateljev. Povprečna produktivnost dela analiziranih podjetij s korporativnim tveganim kapitalom je znašala 274.056,86 ameriških dolarjev, medtem ko je povprečna produktivnost dela analiziranih podjetij s tveganim kapitalom znašala 503.859,21 ameriških dolarjev. Povprečna absolutna razlika produktivnosti dela analiziranih podjetij v panogi informacijske tehnologije, ki so izdala prvo ponudbo vrednostnih papirjev med letoma 2001 in 2008, tako znaša 229.802,35 ameriških dolarjev.

Korporativni investitorji, ki so vlagali v analizirana zagonska podjetja v panogi informacijske tehnologije, so Intel Communications Fund, Qualcomm Ventures (investicijska veja podjetja Qualcomm), Sun Microsystems, Oracle Corporation, Veritas Software, ECI Telecom, Adobe Ventures ter Red Hat.

Tabela 5: Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi informacijske tehnologije

Ime	Investitor	Prihodki v USD	Zaposleni	Prihodki na zaposlenega v USD
JAMDAT Mobile	CVC, VC	36.566.000	206	177.504,85
RedEnvelope	VC	121.273.000	180	673.738,89
LiveDeal LIVE VENTURES INCORPORATED	CVC	33.369.866	300	111.232,89
Motricity, Inc.	VC	121.650.000	297	409.595,96
LiveDeal LIVE VENTURES INCORPORATED	CVC	33.369.866	300	111.232,89
Blue Nile	VC	480.057.000	335	1.433.005,97
LiveDeal LIVE VENTURES INCORPORATED	CVC	33.369.866	300	111.232,89
LoopNet	VC	86.661.000	354	244.805,08
LiveDeal LIVE VENTURES INCORPORATED	CVC	33.369.866	300	111.232,89
Isilon Systems	VC	123.911.000	356	348.064,61
3PAR	CVC, VC	118.018.000	451	261.680,71
Netezza	VC	190.635.000	425	448.552,94
3PAR	CVC, VC	118.018.000	451	261.680,71
Opsware	VC	101.726.000	452	225.057,52
Veraz Networks Dialogic Inc.	CVC, VC	132.081.000	539	245.048,24
Opsware	VC	101.726.000	452	225.057,52
Veraz Networks Dialogic Inc.	CVC, VC	132.081.000	539	245.048,24
InPhonic	VC	369.574.000	551	670.733,21
Veraz Networks Dialogic Inc.	CVC, VC	132.081.000	539	245.048,24
Sourcefire	VC	223.090.000	599	372.437,40
Shutterfly	CVC, VC	1.059.429.000	2.016	525.510,42
Aruba Networks	VC	728.933.000	1.754	415.583,24
Rackspace HOSTING, INC.	CVC, VC	2.001.300.000	6.189	323.364,03
Acco Brands	VC	1.510.400.000	5.020	300.876,49

Farmacija. V Tabeli 6 sta analizirani podjetji s področja farmacije. Zaradi objektivnosti analize in določenih okvirov obdelave podatkov sta bili primerjani »samo« dve podjetji, med katerima je bila produktivnost dela višja za 114.581,19 ameriških dolarjev pri podjetju Valera Pharmaceuticals, ki je prejelo korporativni tvegani kapital s strani podjetja Paladin Labs tri leta pred prvo izdajo vrednostnih papirjev.

Tabela 6: Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi farmacije

Ime	Investitor	Prihodki v USD	Zaposleni	Prihodki na zaposlenega v USD
Valera Pharmaceuticals	CVC, VC	17.966.000	101	177.881,19
Myogen	VC	6.963.000	110	63.300,00

Polprevodniki. Tabela 7 vključuje analizo sedmih podjetij, ki so bila glede na velikost razdeljena v štiri skupine po dve podjetji. Analiza skupin je pokazala, da je bila produktivnost dela v 75 % višja pri podjetjih, ki so investicije prejemale izključno od institucionalnih vlagateljev. Povprečna produktivnost dela podjetij s korporativnim tveganim kapitalom je znašala 505.160,00 ameriških dolarjev, medtem, ko je povprečna produktivnost dela analiziranih podjetij s tveganim kapitalom znašala 563.609,75 ameriških dolarjev.

Tabela 7: Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi polprevodnikov

Ime	Investitor	Prihodki v USD	Zaposleni	Prihodki na zaposlenega v USD
Intellon Corporation	CVC, VC	75.378.000	128	588.890,63
AuthenTec	VC	34.066.000	126	270.365,08
Advanced Analogic Technologies	CVC, VC	94.061.000	281	334.736,65
Nextest Systems	VC	79.721.000	229	348.126,64
Advanced Analogic Technologies	CVC, VC	94.061.000	281	334.736,65
Tessera Technologies	VC	273.300.000	264	1.035.227,27
NetLogic Microsystems	CVC, VC	381.745.000	645	591.852,71
MaxLinear	VC	300.360.000	500	600.720,00

Iz Tabele 7 je tudi razvidno, da so bila analizirana tako srednja (do 130 zaposlenih) kot velika (več kot šesto zaposlenih) podjetja, pri katerih je povprečna absolutna razlika v produktivnosti dela analiziranih podjetij znašala 58.449,75 ameriških dolarjev.

Vsa analizirana podjetja iz panoge polprevodnikov so prvo ponudbo vrednostnih papirjev napravila med letoma 2003 in 2010, več kot 57 % pa jih je to storilo na ameriški borzi NASDAQ.

Korporativni investitorji, ki so vlagali v analizirana zagonska podjetja v panogi biotehnologije, so Comcast Ventures (investicijska veja Comcast Corporation), Intel Capital, Samsung Ventures, Motorola Solutions Venture Capital (investicijska veja podjetja Motorola Mobility), Philips Venture Capital Fund (investicijska veja podjetja Royal Philips Electronics) in Mitsubishi Corporation Life Sciences Venture.

Telekomunikacije. Predzadnja tabela (Tabela 8) analize produktivnosti dela vključuje podjetja iz panoge telekomunikacij. Zaradi objektivnosti analize in določenih okvirov obdelave podatkov so bila analizirana »samo« tri podjetja, razvrščena v dve skupini. Analiza obeh je pokazala, da je bila produktivnost dela razdeljena. V prvem primeru je bilo primerjano podjetje s korporativnim investitorjem BigBand Networks s podjetjem RigNet. Produktivnost dela slednjega je bila višja za 256.565,87 ameriških dolarjev, medtem ko je bila produktivnost dela RigNet v primerjavi s produktivnostjo dela Opnext nižja za 201.704,39 ameriških dolarjev.

Izbrana podjetja so izdala prvo ponudbo vrednostnih papirjev med letoma 2007 in 2010 na borzi NASDAQ. Korporativna investitorja, ki se pojavljata v analiziranih podjetjih, sta Time Warner Investments (investicijska veja podjetja Time Warner) in Marubeni Corporation.

Tabela 8: Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi telekomunikacij

Ime	Investitor	Prihodki v USD	Zaposleni	Prihodki na zaposlenega v USD
BigBand Networks	CVC, VC	111.715.000	465	240.247,31
RigNet	VC	271.260.000	546	496.813,19
Opnext	CVC, VC	357.641.000	512	698.517,58
RigNet	VC	271.260.000	546	496.813,19

Programska oprema. Tabela 9 prikazuje izbrana podjetja iz panoge programske opreme. Iz tabele je razvidno, da je bilo analiziranih šestindvajset zagonskih podjetij, ki so bila po velikost razdeljena v skupine po dve podjetji. Analiza štiriindvajsetih skupin je pokazala, da je bila produktivnost dela v 54 % višja pri podjetjih, ki so prejela investicijo, med drugim tudi od korporativnega investitorja.

Analizirana podjetja so naredila IPO med letoma 2000 in 2010 ter imela od 106 do 1006 zaposlenih. Med analiziranimi šestindvajsetimi podjetji je bilo 50 % takih, ki so prve delnice izdala na borzi NASDAQ.

Korporativni investitorji, ki so vlagali v analizirana zagonska podjetja v panogi programske opreme, so Microsoft, Dell, AT&T, Intel Capital (investicijska veja podjetja Intel), Panasonic Ventures (investicijska veja podjetja Panasonic), Akamai Technologies, InfoSpace, Aether Systems, News Corp., Taiwan Semiconductor Manufacturing Company, Ali Corporation in Cyberlink.

Tabela 9: Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi programske opreme

Ime	Investitor	Prihodki v USD	Zaposleni	Prihodki na zaposlenega v USD
Convio	CVC, VC	80.353.000	132	608.734,85
BladeLogic	VC	62.679.000	106	591.311,32
Convio	CVC, VC	80.353.000	132	608.734,85
eMachines	VC	684.160	134	5.105,67
Onvia	CVC, VC	23.588.000	137	172.175,18
eMachines	VC	684.160	134	5.105,67
OmniSky	CVC, VC	11.051.000	198	55.813,13
SoftNet Systems	VC	164.876.000	189	872.359,79
OmniSky	CVC, VC	11.051.000	198	55.813,13
Techwell	VC	63.174.000	206	306.669,90
Attunity	CVC	48.168.000	226	213.132,74
SoftNet Systems	VC	164.876.000	189	872.359,79
Attunity	CVC	48.168.000	226	213.132,74
Techwell	VC	63.174.000	206	306.669,90
Ikanos	CVC, VC	48.364.000	235	205.804,26
SoftNet Systems	VC	164.876.000	189	872.359,79
Ikanos	CVC, VC	48.364.000	235	205.804,26
Techwell	VC	63.174.000	206	306.669,90
Ikanos	CVC, VC	48.364.000	235	205.804,26
Kintera	VC	44.935.000	281	159.911,03
DivX	CVC, VC	70.606.000	343	205.848,40
Kintera	VC	44.935.000	281	159.911,03
Compellent Technologies	CVC, VC	125.275.000	387	323.708,01
EXE Technologies	VC	73.656.000	431	170.895,59
Compellent Technologies	CVC, VC	125.275.000	387	323.708,01
Unica	VC	100.618.000	440	228.677,27
Plumtree Software	CVC, VC	84.148.000	399	210.897,24
EXE Technologies	VC	73.656.000	431	170.895,59
Plumtree Software	CVC, VC	84.148.000	399	210.897,24

se nadaljuje

Tabela 9: Analiza produktivnosti dela podjetij v panogi programske opreme (nad.)

Ime	Investitor	Prihodki v USD	Zaposleni	Prihodki na zaposlenega v USD
Unica	VC	100.618.000	440	228.677,27
Omniure	CVC	143.127.000	713	200.739,13
Intralinks HOLDINGS, INC.	VC	216.667.000	635	341.207,87
Omniure	CVC	143.127.000	713	200.739,13
Data Domain	VC	274.085.000	777	352.747,75
Fusion-io	CVC, VC	432.386.000	938	460.965,88
Data Domain	VC	274.085.000	777	352.747,75
Fusion-io	CVC, VC	432.386.000	938	460.965,88
Altiris	VC	187.640.000	878	213.712,98
Fusion-io	CVC, VC	432.386.000	938	460.965,88
RightNow Technologies	VC	185.522.000	920	201.654,35
Fusion-io	CVC, VC	432.386.000	938	460.965,88
SPS Commerce	VC	158.518.000	1.046	151.546,85
LogMeIn	CVC, VC	119.461.000	1.006	118.748,51
Altiris	VC	187.640.000	878	213.712,98
LogMeIn	CVC, VC	119.461.000	1.006	118.748,51
RightNow Technologies	VC	185.522.000	920	201.654,35
LogMeIn	CVC, VC	119.461.000	1.006	118.748,51
SPS Commerce	VC	158.518.000	1.046	151.546,85

3.4 Analiza korelacije izbranih spremenljivk

Iz Slike 10 je razvidno, da sem analiziral 158 opazovanj med spremenljivkami panoga, investitor, prihodki, poslovni rezultat, število zaposlenih, prihodki na zaposlenega in poslovni rezultat na zaposlenega.

Korelacijski koeficient (r) prikazuje moč linearne povezanosti med spremenljivkama. Pri analizi rezultatov sem opazil, da korelacija obstaja samo med spremenljivkami panoga in investitorji, med prihodki in poslovni rezultati, med prihodki in številom zaposlenih ter med številom zaposlenih in poslovnim rezultatom.

Slika 10: Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk

(obs=158)

	panoga	investitor	prihodki	poslovni rezultat	št. zaposlenih	prihodki na zaposlenega	poslovni rezultat na zaposlenega
panoga	1.0000						
investitor	0.2204	1.0000					
prihodki	-0.0158	-0.0620	1.0000				
poslovni rezultat	-0.0082	-0.0549	0.9927	1.0000			
št. zaposlenih	-0.0552	-0.0834	0.8695	0.8405	1.0000		
prihodki na zaposlenega	0.1004	-0.0430	0.0483	0.0478	-0.0040	1.0000	
poslovni rezultat na zaposlenega	0.1529	-0.0376	0.1123	0.1144	0.1507	0.0379	1.0000

Ugotovil sem, da je korelacijski koeficient med spremenljivko poslovni rezultat in spremenljivko število zaposlenih 84 %, kar pomeni pozitivno in močno povezanost med spremenljivkama. Pozitivna in zelo močna povezava (99 %) obstaja med spremenljivkama prihodki in poslovni rezultat. Analiza korelacije je tudi pokazala, da obstaja pozitivna in močna povezanost med prihodki in zaposlenimi (87 %). Vsi predstavljeni rezultati so tudi statistično značilni.

Šibko (22 %), vendar statistično značilno korelacijo sem ugotovil pri analizi spremenljivk panoge in vrste investitorja. Zanimivo, vendar ne presenetljivo analiza ni pokazala kakršnekoli korelacije med tipom investitorja in prihodki na zaposlenega.

3.4.1 Analiza korelacije v izbranih panogah

Korelacijo sem opazoval tudi po posamičnih panogah z namenom iskanja medsebojno povezanih dejavnikov, ki niso vidni pri večpanožnem pregledu oziroma so specifični za izbrano panogo. Korelacijo sem analiziral v panogah, ki imajo pet ali več opazovanj.

Biotehnologija. Iz Slike 11 je razvidno, da je pri analizi devetintridesetih opazovanj korelacija obstajala med več spremenljivkami, med drugim tudi pri tipu investitorja in prihodki na zaposlenega, ki v našem primeru predstavlja produktivnost dela. Korelacija je bila zaradi manjšega števila analiziranih opazovanj vidna že pri analizi produktivnosti dela v izbranih panogah v podpodglavju 3.3.1.

Korelacija med tipom investitorja in prihodki na zaposlenega je bila sicer pozitivna in šibka, a tudi statistično neznačilna. V panogi tehnologije je bila ugotovljena statistično značilna ter pozitivna in srednje močna korelacija med prihodki in poslovnim rezultatom (66 %), pozitivna in močna korelacija med prihodki in številom zaposlenih (78 %), pozitivna in šibka korelacija med poslovnim rezultatom ter poslovnim rezultatom na zaposlenega (38 %), pozitivna in srednje močna korelacija med prihodki na zaposlenega in

poslovnim rezultatom na zaposlenega (69 %) ter pozitivna in srednje močna korelacija med poslovnim rezultatom in prihodki na zaposlenega (42 %), kar statistično značilno nakazuje, da produktivnost dela vpliva na končni poslovni rezultat.

Slika 11: Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk v panogi biotehnologije

(obs=39)

	investitor	prihodki	poslovni rezultat	št. zaposlenih	prihodki na zaposlenega	poslovni rezultat na zaposlenega
investitor	1.0000					
prihodki	-0.1589	1.0000				
poslovni rezultat	0.0516	0.6622	1.0000			
št. zaposlenih	-0.2312	0.7764	0.2957	1.0000		
prihodki na zaposlenega	0.2757	0.2244	0.4235	0.0500	1.0000	
poslovni rezultat na zaposlenega	0.0521	0.1870	0.3792	0.1944	0.6856	1.0000

Poslovne storitve. V Sliki 12 sem analiziral korelacijo pri enajstih opazovanjih med spremenljivkami posameznih podjetij v panogi poslovnih storitev. Ugotovil sem, da obstaja pozitivna in močna korelacija med prihodki in poslovnim rezultatom (78 %) ter prav tako pozitivna in močna povezanost poslovnega rezultata in poslovnega rezultata na zaposlenega.

Slika 12: Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk v panogi poslovnih storitev

(obs=11)

	investitor	prihodki	poslovni rezultat	št. zaposlenih	prihodki na zaposlenega	poslovni rezultat na zaposlenega
investitor	1.0000					
prihodki	-0.2485	1.0000				
poslovni rezultat	0.0150	0.7767	1.0000			
št. zaposlenih	-0.1964	0.2408	0.2129	1.0000		
prihodki na zaposlenega	0.0598	0.2145	0.0103	-0.5406	1.0000	
poslovni rezultat na zaposlenega	0.2405	0.3670	0.7646	0.1447	0.0360	1.0000

V panogi poslovnih storitev je bila ugotovljena tudi negativna in srednje močna korelacija števila zaposlenih in prihodkov na zaposlenega, vendar je ta statistično neznačilna, kot tudi nekatera opazovanja, ki sprva nakazujejo obstoj povezanosti.

Finančne storitve. Slika 13 prikazuje analizo korelacij med dejavniki v panogi finančnih storitev, v kateri je bilo opravljenih devet opazovanj. Analiza kaže na obstoj statistično

značilne, pozitivne in močne korelacije med tipom investitorja in višino prihodkov (78 %). Najdena je bila tudi korelacija (pozitivna in srednje močna) med tipom investitorja in številom zaposlenih (68 %).

Analizirana panoga finančnih storitev ima tudi pozitivno in močno korelacijo med spremenljivkama prihodki in poslovni rezultat (87 %), pozitivno in zelo močno korelacijo med prihodki in številom zaposlenih (98 %) ter pozitivno in srednje močno korelacijo med poslovnim rezultatom in številom zaposlenih (88 %).

Slika 13: Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk v panogi finančnih storitev

(obs=9)

	investitor	prihodki	poslovni rezultat	št. zaposlenih	prihodki na zaposlenega	poslovni rezultat na zaposlenega
investitor	1.0000					
prihodki	0.7778	1.0000				
poslovni rezultat	0.4567	0.8747	1.0000			
št. zaposlenih	0.6824	0.9835	0.8788	1.0000		
prihodki na zaposlenega	-0.1165	-0.2408	-0.2359	-0.3202	1.0000	
poslovni rezultat na zaposlenega	0.0623	0.2484	0.4746	0.2148	0.4812	1.0000

IT. Informacijska tehnologija je naslednja panoga, v kateri sem analiziral korelacijo med navedenimi spremenljivkami. V analizo je bilo vključenih šestindvajset opazovanj, med katerimi ni bilo ugotovljenih statistično značilnih povezav, razen med prihodki in poslovnim rezultatom (100 %), prihodki in številom zaposlenih (97 %) ter poslovnim rezultatom in številom zaposlenih (95 %).

Polprevodniki. Analiza korelacije v panogi polprevodnikov je prikazana v Sliki 14 in je vključevala dvanajst opazovanj, med katerimi je bila ugotovljena povezanost med spremenljivkama prihodki in število zaposlenih. Omenjena korelacija je statistično značilna ter ob tem pozitivna in močna (83 %). Prav tako obstaja korelacija med poslovnim rezultatom in poslovnim rezultatom na zaposlenega, ki je prav tako pozitivna in močna (82 %). Korelacija je bila ugotovljena še za prihodke na zaposlenega in poslovni rezultat na zaposlenega. Omenjena korelacija je bila pozitivna in srednje močna (61 %).

Programska oprema. Zadnja za korelacijo med spremenljivkami analizirana panoga je panoga programske opreme, v katero je bilo vključenih osemindvajset opazovanj in se nahaja v Sliki 15. Statistično značilni sta dve korelaciji, in sicer korelacija med poslovnim rezultatom in poslovnim rezultatom na zaposlenega (74 %), ki je pozitivna in močna, ter korelacija med prihodki na zaposlenega in poslovnim rezultatom na zaposlenega (–40 %), ki je negativna in srednje močna.

Slika 14: Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk v panogi polprevodnikov

(obs=12)

	investitor	prihodki	poslovni rezultat	št. zaposlenih	prihodki na zaposlenega	poslovni rezultat na zaposlenega
investitor	1.0000					
prihodki	0.3720	1.0000				
poslovni rezultat	-0.1027	0.3143	1.0000			
št. zaposlenih	0.2564	0.8287	0.1587	1.0000		
prihodki na zaposlenega	-0.0825	-0.2655	0.2483	-0.5349	1.0000	
poslovni rezultat na zaposlenega	-0.2279	0.0858	0.8231	-0.0344	0.6135	1.0000

Slika 15: Rezultati korelacijske analize izbranih spremenljivk v panogi programske opreme

(obs=28)

	investitor	prihodki	poslovni rezultat	št. zaposlenih	prihodki na zaposlenega	poslovni rezultat na zaposlenega
investitor	1.0000					
prihodki	-0.2823	1.0000				
poslovni rezultat	-0.1822	0.2670	1.0000			
št. zaposlenih	0.0744	0.2205	0.2585	1.0000		
prihodki na zaposlenega	-0.1801	0.1375	0.0092	-0.1282	1.0000	
poslovni rezultat na zaposlenega	-0.1271	0.0993	0.7354	0.1493	-0.4003	1.0000

3.4.2 Povzetek rezultatov z lastnimi ugotovitvami

Analiza podatkov o uspešnosti podjetij glede na tip investitorja je prinesla nepričakovane rezultate. Glede na proučeno literaturo je obstajala realna želja, da se bodo zagonska podjetja, ki so prejela investicijo korporativnega tveganega kapitala pokazala kot uspešnejša. Rezultati teoretičnih osnov niso potrdili, a jih prav tako niso ovrgli. Pokazali so, da so bila podjetja, ki so investicijo prejela tudi od korporativnega investitorja, zanemarljivo uspešnejša. Najočitnejša razlika se kaže v panogi biotehnologije, kjer so se podjetja s prejetim korporativnim tveganim kapitalom pokazala kot uspešnejša v kar 68 % analiziranih skupinah.

Sklepam lahko, da uspešnost analiziranih podjetij ni povezana samo s tipom investitorja, temveč je del tako interne sposobnosti ekipe, kakovosti izdelka ali storitve in eksterne situacije na trgu, kar nakazujejo tudi rezultati analize korelacije med opazovanimi spremenljivkami, ki niso podali zanesljivih rezultatov o obstoju povezave med produktivnostjo dela in tipom investitorja.

Sklepna ugotovitev je, da je še vedno izdelek oziroma storitev tisti, ki podjetjem daje trde temelje pri gradnji uspešnega poslovnega modela. Nedvoumno je, da sta tako kakovost managementa, investorjev in ostalih poslovnih partnerjev kot makroekonomska in geopolitična situacija zelo pomembni in bosta neposredno ali posredno vplivali na uspešnost podjetij v prihodnjih fazah rasti.

Pristop korporacij pri iskanju prodornih inovacij eksterno, zunaj okvirov lastnega podjetja je definitivno smiselno, relativno poceni ter predvsem aktualen in hiter. A dejstvo je, da je treba preliminarne analize in kasnejšo implementacijo delati postopoma in previdno. Zagonska podjetja krasita sproščenost ekipe in način njenega delovanja. Radikalno poseganje v spremembo le-tega z implementacijo zahtevnih birokratskih postopkov ali avtorskega načina vodenja ne prinaša dolgoročnih ugodnosti za deležnike, zaradi katerih se je postopek povezovanja sploh začel.

3.5 Pomanjkljivosti rezultatov in priložnosti za nadaljnjo raziskavo

V magistrskem delu sem želel odgovoriti na vprašanje, ali obstaja pozitivna povezava med korporativnim tveganim kapitalom in uspešnostjo zagonskih podjetij. Dokončnega odgovora na to vprašanje ni možno podati, saj je analiza le-tega izjemno zapletena, ker korporativni tvegani kapital poleg finančnih vložkov prinaša tudi neotipljive in nemerljive investicije, ki relativno vplivajo na uspešnost poslovnih subjektov.

Izpostaviti želim še nekaj pomanjkljivosti analize in modela, ki jih nisem odpravljaj, saj bi zaradi narave analize te zahtevale časovno zahtevne in poglobljene raziskave, ki bi presegle zastavljeni okvir magistrskega dela.

Uspešnost podjetja je relativna in odvisna od posameznika in njegove percepcije ter predstavitve rezultatov. Pučko (2001) navaja, da obstaja razlika med računovodsko in ekonomsko uspešnostjo. Računovodska uspešnost se nanaša na krajše obdobje in je le del celotne slike prave, ekonomske uspešnosti, ki jo avtor definira kot razliko med končno vrednostjo lastniškega kapitala in začetno vrednostjo tega kapitala. V nalogi se pri analiziranju uspešnosti upiram izključno na računovodske, kar predstavlja zadostno, vendar nepopolno sliko o uspešnosti izbranih podjetij.

Izjemno pomembno je izpostaviti, da se zavedam pomanjkljivosti uporabe prihodkov na zaposlenega kot neposrednega indikatorja produktivnosti dela in posrednega indikatorja uspešnosti podjetja. Uporaba le enega dejavnika je lahko zavajajoča, saj pri tem ne upošteva sprememb kapitala, polizdelkov in drugih tehnično-organizacijskih sprememb. Prav tako bi produktivnost dela lahko predstavil z večjo kredibilnostjo ob uporabi dodane vrednosti na zaposlenega, ki pa v konkretnem primeru ni bila mogoča, saj so obrazci 10-K, ki sem jih pridobil iz podatkovnih baz Agencije za trg vrednostnih papirjev, preveč okrnjeni.

Osnovna baza podatkov, ki sem jo pridobil iz vodilne platforme za spremljanje mladih inovativnih podjetij Crunchbase, je obsegala več kot 7.000 zagonskih podjetij. Zaradi narave magistrskega dela, določenih okvirov obdelave podatkov in njihove dostopnosti sem izluščil »neuporabna« podjetja in bazo zmanjšal na vsega 159 zagonskih podjetij. Da bi problematiko kakovostno analizirali, bi potrebovali obširno bazo, ki bi nam omogočila podrobnejšo analizo povezanosti vrste kapitala na produktivnost dela zagonskih podjetij.

Naslednja pomanjkljivost raziskave je tudi ta, da so pridobljena poslovna poročila različnih letnikov, kar lahko, predvsem zaradi makroekonomskih dejavnikov, v določeni meri vpliva na končni rezultat. Pridobljena poslovna poročila so bila različno oddaljena tudi od prve ponudbe vrednostnih papirjev, kar pomeni, da so se podjetja nahajala na različnih stopnjah življenjskega cikla.

Nekatera analizirana zagonska podjetja so v določenih primerih bila v času izdaje pridobljenega letnega poročila že v lasti korporativnih in/ali institucionalnih lastnikov, ki pa v nobenem analiziranem primeru niso enaki vlagateljem v fazah investiranja.

Kot pomembno pomanjkljivost bi želel izpostaviti tudi moje teoretično in praktično znanje uporabe ekonometričnih programov. Nekaj znanja sem pridobil pri predmetu metode in tehnike raziskovalnega dela v času študija na podiplomskem programu, ostalo znanje pa sem pridobil s proučevanjem teorije, izključno za namen izdelave magistrskega dela. Vsekakor bodo morala nadaljnja raziskovanja področja povezanosti med vrsto vloženega kapitala in uspešnostjo zagonskih podjetij temeljiti na obširnem in poglobljenem ekonometričnem znanju ter izkušnjah z opazovanega področja.

Raziskava brez dvoma nakazuje, da podjetja s strani lastnikov pridobivajo informacije, ki so lahko bolj ali manj uporabne. Prav tako ni nobenega dvoma o pomanjkljivostih naloge in potrebi po nadaljnjem proučevanju in analizi problematike, s čimer bi dobili boljši vpogled v to, ali so podjetja, ki so prejela investicijo korporativnega investitorja, uspešnejša od tistih, ki so investicijo prejela od institucionalnega vlagatelja. Možnosti za nadaljnje raziskovanje so tako izjemno velike, saj je analiza pustila odprtih še veliko vprašanj.

Največji prispevek k rezultatom bi bila kakovostnejša baza podatkov, ki je našo raziskavo omejila na podjetja, ki kotirajo na borzi. Predvsem večji nabor podjetij (tudi tistih, ki ne kotirajo na organiziranih trgih kapitala) in podjetij izven meja ZDA, od katerih bi pridobili celovita poslovna poročila, bi definitivno pripomogel h kakovostnejšim in zanesljivejšim rezultatom uspešnosti zagonskih podjetij glede na tip investitorja.

SKLEP

Raziskave in razvoj so gonilo poslovnega in posledično družbenega napredka. Z upoštevanjem tega korporacije vlagajo velike količine denarja v odkrivanje prodornih

izdelkov ali storitev, s katerimi bodo pridobile konkurenčne prednosti.

Vlaganje v interno iskanje prodornih inovacij pa ni samo izjemno drago, je tudi sorazmerno počasno. Zato so podjetja že v drugi polovici dvajsetega stoletja začela z iskanjem eksternih virov inoviranja. Začela so kupovati manjšinske in/ali večinske deleže v zagonskih ali majhnih podjetjih, ki so razvila (v največ primerih) en, vendar za korporacijo izjemno pomemben izdelek ali storitev.

Namen korporativnih investicij pa ni le hitro in poceni pridobivanje konkurenčnih prednosti za eno stran, temveč je korist vseh deležnikov. Korporacija na eni strani išče hitrejši dostop do novih tehnologij, medtem ko na drugi strani zagonska podjetja potrebujejo svež kapital in močnega partnerja za udeležanje svojih poslovnih idej.

Svetovne gospodarske in finančne krize so povezane z 20-odstotnim znižanjem zbranih tveganih sredstev v kasnejših krogih financiranja. Ugotovljeno je, da je znižanje posledica nefleksibilnosti zagonskih podjetij, ki v teh fazah nujno potrebujejo svež kapital za preživetje, medtem ko so zagonska podjetja v začetnih fazah prilagodljivejša ter lahko financiranje in ekspanzijo tudi prestavijo do stabilizacije finančnih trgov.

Namen magistrskega dela je bil podrobneje spoznati in predstaviti delovanje korporativnih tveganih kapitalistov ter poiskati največje razlike med korporativnimi in institucionalnimi vlagatelji. Korporativni investitorji tako pri vlaganju razpolagajo predvsem z lastnimi sredstvi, medtem ko skladi tveganega kapitala upravljajo sredstva zunanjih investorjev, za kar obračunajo 1–2,5-odstotno provizijo za upravljanje in 20–30-odstotno provizijo na pozitivni finančni rezultat. Velikost vložkov skladov tveganega kapitala je do 10 milijonov dolarjev, medtem ko korporacije vlagajo do 20 milijonov dolarjev. Nagrajevanje upravljavcem je pri skladih vezano na učinkovitost, pri korporacijah pa je del plačilnega sistema. Pomembna razlika med obema je tudi ta, da investirata v različne razvojne faze zagonskih podjetij. Na eni strani korporacije vlagajo v kasnejše faze, ob čemer gledajo na strateško ustreznost v kombinaciji s finančnim potencialom. Na drugi strani pa skladi tveganega kapitala vlagajo bolj zgodaj in izključno s finančnim motivom.

Najaktivnejši korporativni investitorji, kot so Google Ventures, Intel Capital, Salesforce Ventures, Qualcomm Ventures, Comcast Ventures, Novartis Venture Funds, Samsung Ventures, Cisco Investments, Siemens Venture Capital in SR One, so v letu 2015 v ZDA investirali 12,9 % vseh tveganih naložb, kar predstavlja skoraj 90-odstotno povečanje v primerjavi z letom 2009 (6,8 %). Analiza podatkov, ki sem jo naredil za potrebe magistrskega dela, kaže, da je bila povprečna investicija korporacij s korporativnimi tveganimi programi leta 2015 večja od povprečne investicije posla korporativne tvegane investicije iz leta 1995 za 180 %. Povprečni posel korporativnega tveganega kapitala je tako leta 1995 znašal okoli 3 milijone dolarjev, v letu 2015 pa že okoli 8,4 milijona dolarjev.

Drugi del enačbe doseganja višje konkurenčnosti in financiranja poslovanja predstavljajo zagonska podjetja, ki so predstavniki tehnološko naravnanih timov z navdušenjem nad lastno idejo. Za uresničitev te ideje so pripravljeni investirati predvsem svoj čas s primarnim ciljem rešiti problem in sekundarnim upanjem, da bodo oportunitetni stroški vloženega časa enkrat z obrestmi povrnjeni.

Na začetku enaindvajsetega stoletja je bila večina zagonskih podjetij ustanovljena v Silicijski dolini in Bostonu. Danes je situacija popolnoma drugačna. Iz dneva v dan se povečuje število tako zagonskih podjetij kot okolij, v katerih lahko mlada podjetja delujejo in katerih vrednost ocenjujejo na 592,6–727,9 milijarde ameriških dolarjev. Rezultat uspešnosti in potenciala je tudi podatek, da mala in srednje velika podjetja predstavljajo 99,8 % vseh podjetij v Evropski uniji, zaposlujejo 67,4 % vseh zaposlenih in ustvarjajo 58,1 % bruto dodane vrednosti.

Za doseganje tako zavirljivih rezultatov podjetja potrebujejo pomoč finančnih ali korporativnih institucij, ki jim s finančno ali poslovno pomočjo pomagajo pri hitrejši ekspanziji in lansiranju izdelka ali storitve na trg. Načini financiranja zagonskih podjetij so lahko lastna sredstva, bančna posojila, pospeševalniki, poslovni angeli, množično financiranje, državna sredstva, sredstva Evropske unije, delniški kapital, tvegani kapital ali korporativni tvegani kapital.

Kombinacija bogate korporacije in agilnega zagonskega podjetja bi torej morala prinašati donose, večje od individualnih, vendar, kot navajajo nekateri avtorji in kot je pokazala naša raziskava, razlik v uspešnosti glede na tip investitorja ni mogoče zaznati. Med dejavnike, zakaj korporativne investicije ne prinašajo nadpovprečnih donosov, spadajo (1) pomanjkanje jasnih ciljev, (2) kratkoročnost interesov, (3) nejasne vloge in obveznosti, (4) pomanjkanje organizacijske identitete, (5) preveč samozavestnih uprav in posledično preplačilo deleža in/ali (6) agencijski problem.

Najpomembnejši cilj magistrskega dela je bil ugotoviti, ali so zagonska podjetja, ki so pridobila investicijo korporativnega tveganega kapitala, enako ali bolj uspešna kot ostala zagonska podjetja (ki so se financirala izključno s strani institucionalnih investorjev), in pogledati, ali obstaja korelacija med različnimi panogami, tipom investitorja ter individualnimi prihodki, poslovnimi rezultati in številom zaposlenih ter prihodki na zaposlenega in poslovnim rezultatom na zaposlenega.

Opravljen analiza izbranih podjetij je pokazala presenetljive rezultate. Glede na opevane prednosti korporativnih investicij s strani določenih avtorjev tega lastna raziskava ni pokazala. Analiza 159 podjetij, ki so bila razdeljena v petnajst panog, ni pokazala bistvene razlike v uspešnosti med podjetji, ki so prejela korporativni tvegani kapital, in tistimi, ki so prejela tvegani kapital institucionalnih vlagateljev. Korporativni tvegani kapital se je pokazal kot produktivnejši v sedmih panogah, tvegani kapital pa v drugih sedmih. Pri podrobni analizi parov pa se je korporativni tvegani kapital pokazal kot zanemarljivo

uspešnejši.

Pričakovanih rezultatov ni bilo videti niti po opravljeni korelacijski analizi. Korelacija obstaja med povezanimi dejavniki, iz katerih pa ne dobimo odgovora na zastavljeno vprašanje o pozitivni povezanosti uspešnosti zagonskih podjetij in tipom investitorja. V panogi biotehnoških podjetij se pojavi šibka in pozitivna korelacija med tipom investitorja in prihodki na zaposlenega, vendar je le-ta statistično neznačilna.

Pristop korporacij do prodornih tehnologij prek mladih in inovativnih podjetij je definitivno smiseln, vendar to ne sme zamegliti dejstva, da so taista inovativna podjetja uspešna prav zaradi sproščenosti tako ljudi kot postopkov. Spreminjanje identitete podjetja in procesov z zahtevnimi birokratskimi postopki ali avtokratskim obnašanjem nadrejenih ne prinaša kakovostne implementacije in dolgoročne simbioze.

Magistrsko delo predstavlja prispevek k obstoječi literaturi, saj je predvsem slovenska literatura na področju korporativnih tveganih investicij okrnjena. Celovita predstavitev teoretičnih izsledkov in dobra izvedba študije lahko nudita prve informacije zagonskim podjetjem o povezovanju s finančnimi in/ali strateškimi partnerji, ki ustrezajo njihovi rešitvi, načinu delovanja in razmišljanju. Ne nazadnje pa lahko študija ponudi informacije tudi korporativnim investorjem pri kakovostnejši pripravi poslovnih načrtov pred investicijo in/ali akvizicijo zagonskega podjetja ter ponudi kakovostnejše odgovore pri vprašanjih, kje in kako iskati prodorne rešitve za večjo konkurenčnost.

LITERATURA IN VIRI

1. Ackerman, R. (2008). Sustainable Corporate Venture Capital. *Allegis Capital*. Najdeno 28. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.allegiscapital.com/downloads/0801-special-edition.pdf>
2. Agencija RS za javnopravne evidence in storitve. (2016). *Pojasnila za gospodarske družbe*. Najdeno 03. avgusta 2016 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/fipo/pojasnila_za_gd.asp
3. Barretto-Ko, P. (2011). *Corporate Venture Capital: Transforming CVC into an Effective Corporate Strategic Tool for Seeking Innovation and Growth in the 21st Century* (magistrsko delo). Boston: Massachusetts Institute of Technology.
4. Battistini, B., Hacklin, F., & Baschera, P. (2013). The State of Corporate Venturing: Insights from a Global Study. *Research-Technology Management* 56(1), 31–39.
5. Benson, D., & Ziedonis, R. H. (2010). Corporate venture capital and the returns to acquiring portfolio companies. *Journal of Financial Economics* 98(3), 478–499.
6. Blank, S. (2013). The 6 Types of Startups. Najdeno 28. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://blogs.wsj.com/accelerators/2013/06/24/steve-blank-the-6-types-of-startups-2/>
7. Block, J., & Sander, P. (2009). What is the Effect of the Financial Crisis on Venture Capital Financing? Empirical Evidence from US Internet Start-ups. Najdeno 28. januarja 2016 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1373723
8. CBinsights. (2015b). *The 2014 U.S. Corporate Venture Capital Year in Review*. Najdeno 17. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.cbinsights.com/blog/corporate-venture-capital-active-2014/>
9. CBinsights. (2015c). *Deals Involving Corporate VCs Are Considerably Larger Than Venture Deals Overall*. Najdeno 20. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.cbinsights.com/blog/corporate-vc-deal-size/>
10. CBinsights. (2016a). *The Top 20 Reason Startups Fail*. Najdeno 28. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.cbinsights.com/research-reports/The-20-Reasons-Startups-Fail.pdf>
11. Chesbrough, H. W. (2000). Designing corporate ventures in the shadow of private venture capital. *California Management Review* 42(3), 31–49.
12. Chesbrough, H. W. (2002). Making Sense of Corporate Venture Capital. *Harvard Business Review* 3(1), 1–9.
13. CIA. (2016). *The World Factbook*. Najdeno 27. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/geos/xx.html>
14. Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O., & Sapienza, H. J. (2006). An Entrepreneur's Guide to Venture Capital Galaxy. *Academy of Management Perspective* 20(3), 90–120.
15. Data d.o.o. (2016). *Slovenska startup podjetja z investicijami rušijo rekorde*. Najdeno 31. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://data.si/blog/2016/02/20/slovenska-start-up-podjetja-z-investicijami-rusijo-rekorde/>

16. De la Torre, A., & Rigolini, J. (2013). MIC Forum: The Rise of the Middle Class. *The World Bank*. Najdeno 27. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/MIC-Forum-Rise-of-the-Middle-Class-SM13.pdf>
17. Evropska komisija. (2016a). *About our grants*. Najdeno 03. avgusta 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/growth/contracts-grants/calls-for-proposals/about-our-grants_en
18. Evropska komisija. (2016b). *Main funding sources*. Najdeno 03. avgusta 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/budget/funding/small-companies/main-funding-sources_en
19. Gompers, P. A. (2002). Corporations and the Financing of Innovation: The Corporate Venturing Experience. Federal Reserve Bank of Atlanta. *Economic Review* 3(1), 1–23.
20. Gompers, P. A., & Lerner, J. (1998). The determinants of corporate venture capital success: Organizational structure, incentives, and complementarities. Najdeno 12. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w6725>
21. Graham, P. (2010). *What We Look for in Founders*. Najdeno 28. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.paulgraham.com/founders.html>
22. Hébert, R. F., & Link, A. N. (2009). *A History of Entrepreneurship*. London: Routledge.
23. Hisrich, R. D., & Peters, M. P. (1989). *Entrepreneurship: Starting, Developing and Managing a New Enterprise*. Homewood, IL: BPI, Irwin.
24. Iniciativa Start:up Slovenija. (2016). *Tvegani kapital*. Najdeno 31. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.startup.si/sl-si/tvegani-kapital>
25. Kane, T. (2010). The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction. *Ewing Marion Kauffman Foundation*. Najdeno 28. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.kauffman.org/what-we-do/research/firm-formation-and-growth-series/the-importance-of-startups-in-job-creation-and-job-destruction>
26. Kenney, M., & von Burg, U. (2016). Paths and Regions: The Creation and Growth of Silicon Valley. Najdeno 15. februarja 2016 na spletnem naslovu http://hcd.ucdavis.edu/faculty/webpages/kenney/articles_files/Paths%20and%20Regions-The%20Creation%20and%20Growth%20of%20Silicon%20Valley.pdf
27. Knyphausen-Aufseß, D. (2005). Corporate Venture Capital: Who adds Value. *Venture Capital*, 7(1), 23–49.
28. MacMillan, I., Roberts, E., Livada, V., & Wang, A. (2008). *Corporate Venture Capital (CVC) Seeking Innovation and Strategic Growth*. Gaithersburg: National Institute of Standards and Technology, U.S. Department of Commerce.
29. Markham, S. K., Gentry, S. T., Hume, D., Ramachandran, R., & Kingon, A. I. (2005). Strategies and Tactics for External Corporate Venturing. *Research and Technology Management* 48(2), 47–59.
30. Marmer, M., Herrmann, B. L., Dogrultan, E., & Berman R. (2012b). Startup Genome Report Extra on Premature Scaling. Najdeno 28. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://startup-ecosystem.compass.co/startupgenomereport2>

31. Marmer, M., Herrmann, B. L., Dogrultan, E., & Berman, R. (2012a). Startup Genome Report: A new framework for understanding why startups succeed. Najdeno 28. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://startup-ecosystem.compass.co/startupgenomereport1/>
32. Ministrstvo za javno upravo Republike Slovenije. (2016). *Državne spodbude*. Najdeno 03. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://evem.gov.si/info/razmislijam/drzavne-spodbude-za-zagon/>
33. National Venture Capital Association (NVCA). (2015a). *Q1 2015 Corporate Venture Investing*. Najdeno 13. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://nvca.org/?ddownload=1872>
34. National Venture Capital Association (NVCA). (2015b). *Q4 2015 Corporate Venture Investing*. Najdeno 20. januarja 2015 na spletnem naslovu <http://nvca.org/research/corporate-venture/>
35. OECD (2008). *Labour Productivity Indicators*. Najdeno 20. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/employment/labour-stats/41354425.pdf>
36. OECD. (2001). *Measuring Productivity*. Najdeno 20. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.oecd.org/std/productivity-stats/2352458.pdf>
37. OECD. (2004). *Fostering entrepreneurship and firm creation as a driver of growth in a global economy. 2nd OECD Conference of Ministers Responsible for Small and Medium-sized Enterprises (SMEs)*. Najdeno 20. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/cfe/smes/31917899.pdf>
38. Osterwalder, A., & Pigneur, Y. (2010). *Business Model Generation: A handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. Hoboken.
39. Pindyck, S. R., & Rubinfeld, L. D. (2012). *Microeconomics (8th ed.)*. Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
40. Pogačnik, B. (2005). *Prva javna izdaja delnic slovenskih malih in srednje velikih podjetij* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. Pogodba o Evropski uniji in Pogodba o delovanju Evropske unije. *Uradni list EU* št. 2012/C 326/01. Najdeno 27. januarja 2016 na spletnem naslovu https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026sl.pdf
42. *Poslovni register*. (b.l.) *V Security and Exchange Commission*. Najdeno 01. Maja 2016 na spletnem naslovu www.sec.gov
43. Pučko, D. (2001). *Analiza in načrtovanje poslovanja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
44. Reichardt, B., & Weber, C. (2006). Corporate venture capital in Germany: A comparative analysis of 2000 and 2003. *Technological Forecasting & Social Change* 73(7), 813–834.
45. Rojas, J. (2008). The art of bootstrap. Najdeno 02. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://venturebeat.com/2008/11/20/the-art-of-the-bootstrap/>
46. Sahaym, A., Steensma, H. K., & Barden, J. Q. (2010). The influence of R&D investment on the use of corporate venture capital: An industry-level analysis. *Journal of Business Venturing* 25(4), 376–388.

47. Schroeder, B. (2015). *Fail fast or win big: The start-up plan for starting now*. New York: Amacom.
48. Schumpeter, J. A. (1934). *The Theory of Economic Development: An Inquiry Into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.
49. Smith, R. (2016). Why Every Startup Should Bootstrap. *Harvard Business Review*. Najdeno 02. avgusta 2016 na spletnem naslovu <https://hbr.org/2016/03/why-every-startup-should-bootstrap>
50. Stevenson, B., & Wolfers, J. (2008). *Economic Growth and Subjective Well-Being: Reassessing the Easterlin Paradox*. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
51. Tajnikar, M. (1997). *Tvegano poslovanje. Knjiga o gazelah in rastočih poslih*. Ljubljana: GEA College.
52. The Global Startup Ecosystem Ranking. (2015). *Startup Ecosystem Ranking*. Najdeno 28. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://startup-ecosystem.compass.co/ser2015/>
53. The World Bank. (2016a). *GDP (current US\$)*. Najdeno 26. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>
54. The World Bank. (2016b). *Research and development expenditure (% of GDP)*. Najdeno 26. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://data.worldbank.org/indicator/GB.XPD.RSDV.GD.ZS>
55. Tuller, L. W. (1994). *The Complete Book of Raising Capital*. New York: McGraw-Hill.
56. Vadnjal, J. (2000). Lastniško financiranje: Številni naši podjetniki ne vidijo dlje od družinskega koncepta lastništva in ne vedo, kaj v resnici pomeni lastniško financiranje. *Podjetnik*, 9, 21–24.
57. Vadnjal, J. (2003). Tvegani kapital: Partner v dobrem in slabem. Ljubljana: Obrtnik.
58. Volas Ventures. (2014). Investing in Breakthrough: Corporate Venture Capital. Najdeno 10. septembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.breakthroughcapitalism.com/files/volans-investing-breakthrough-report.pdf>
59. Weiblen, T., & Chesbrough, H. W. (2015). Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation. *University of California, Berkley* 57(2), 66–90.
60. Wymenga, P., Spanikova, V., Barker, A., Konings, J., & Canton, E. (2012). *EU SMEs in 2012: at the crossroads. Annual report on small and medium-sized enterprises in the EU, 2011/12*. Rotterdam: Ecorys.
61. Y Combinator. *About us*. Najdeno 03. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.ycombinator.com/about/>
62. Žugelj, D. (2001). *Tvegani kapital kot alternativni vir financiranja malih in srednje velikih podjetij s poudarkom na skladih tveganega kapitala* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.