

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PRIMERJALNA ANALIZA PROCESA SPREJEMANJA
INVESTICIJSKIH ODLOČITEV V SKLADIH TVEGANEGA
KAPITALA V CEE REGIJI**

Ljubljana, september 2024

NINA MAČEK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Nina Maček, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Primerjalna analiza procesa sprejemanja investicijskih odločitev v skladih tveganega kapitala v CEE regiji, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Alešem Pustovrhom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega 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 poskrbela, 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 pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila 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;
11. da sem preverila verodostojnost informacij, ki izhajajo iz zapisov na podlagi uporabe orodij umetne inteligence.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	PREGLED LITERATURE	3
2.1	Proces ocenjevanja v skladih tveganega kapitala	3
2.2	Merila za ocenjevanje v skladih tveganega kapitala	5
2.3	Predhodne študije	6
2.4	Kriteriji	9
2.4.1	Ekipa najvišjega vodstva	10
2.4.2	Trg in rast trga	10
2.4.3	Izdelek	10
2.4.4	Tveganje	11
2.4.5	Donosnost	11
2.4.6	Izstop	11
2.4.7	Dogovor	11
2.4.8	Strategija	11
2.4.9	Stranke	12
2.4.10	Konkurenca	12
3	KVALITATIVNA RAZISKAVA	12
3.1	Metodologija raziskave in proces intervjujev	12
3.2	Vzorec	14
3.3	Povzetek intervjujev	14
4	ANALIZA PROCESA SPREJEMANJA ODLOČITEV V CEE REGIJI.....	21
4.1	Investicijski pristop in strategija	22
4.2	Ključni dejavniki pri sprejemanju investicijskih odločitev	23
4.3	Proces ocenjevanja in presoje potencialnih investicijskih priložnosti	24
4.4	Pomembnost podjetniškega vodstva oz. ustanoviteljske ekipe	26
4.5	Oblike financiranja in struktura kapitala	27
4.6	Tveganja povezana z investicijami v CEE regiji in njihovo obvladovanje ...	28
4.7	Časovni okvir investicije	30
4.8	Uspešnost investicij v CEE regiji.....	31
4.9	Odziv na spremembe v okolju in njihov vpliv na investicijske odločitve	33

4.10	Prilagajanje regionalnim razlikam in posebnostim v različnih državah CEE regije.....	34
4.11	Obstoječi prihodki in poslovni model zagonskega podjetja	36
4.12	Velikost investicije	38
4.13	Spremljanje in podpora portfeljskih podjetij	40
4.14	Izstop.....	42
5	PRIMERJALNA ANALIZA PROCESA SPREJEMANJA ODLOČITEV V SKLADIH TVEGANEGA KAPITALA.....	43
5.1	Investicijski pristop in strategija.....	43
5.2	Ključni dejavniki pri sprejemanju investicijskih odločitev	45
5.3	Proces ocenjevanja in presoje potencialnih investicijskih priložnosti.....	46
5.4	Pomembnost podjetniškega vodstva oz. ustanoviteljske ekipe.....	47
5.5	Oblike financiranja in struktura kapitala.....	48
5.6	Tveganja in njihovo obvladovanje	49
5.7	Časovni okvir investicije	51
5.8	Uspešnost investicij.....	52
5.9	Odziv na spremembe v okolju	53
5.10	Prilagajanje regionalnim razlikam in posebnostim	54
5.11	Obstoječi prihodki in poslovni model	55
5.12	Velikost investicije	56
5.13	Spremljanje in podpora po investiciji.....	57
5.14	Izstopne strategije.....	58
6	SKLEP	58
	LITERATURA IN VIRI.....	62
	PRILOGE	69

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Predhodne študije	7
Tabela 2:	Citati intervjujev.....	18

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Prošnja za intervju.....	1
Priloga 2: Vprašalnik.....	2
Priloga 3: Prepis intervjujev.....	3

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

ASA– (angl. Advanced Subscription Agreement);

B2B– (angl. Business-to-business); poslovanje med podjetji

CEE– (angl. Central and Eastern Europe); Srednja in Vzhodna Evropa

D.D. – delniška družba

D.O.O. – družba z omejeno odgovornostjo

DCF– (angl. Discounted Cash Flow); diskontirani denarni tok

EBIT– (angl. Earnings before interest and taxes); razširjen celotni poslovni izid

FOMO– (angl. Fear of Missing Out); strah pred zamujenim

IPO– (angl. Initial Public Offering); prva javna ponudba delnic

KISS– (angl. Keep It Simple, Stupid);metoda »naj bo preprosto, neumno«

KPI– (angl. Key Performance Indicator); kazalniki uspešnosti

M&A– (angl. Mergers and acquisitions); združitve in prevzemi

MRR– (angl. Monthly Recurring Revenue); mesečni ponavljajoči se prihodki

MVP– (angl. Minimum Viable Product); minimalni izvedljivi izdelek

SAFE– (angl. Simple Agreement for Future Equity); preprost dogovor za prihodnji kapital

VC– (angl. Venture capital); tvegani kapital

ZDA– Združene države Amerike

1 UVOD

Uspeh podjetij, ki jih podpirajo skladi tveganega kapitala, je skladen z odločitvami in dejavnostmi, ki jih tvegani kapital učinkovito izvaja pri ustvarjanju vrednosti. Kaplan in Stromberg (2000b) ter Gompers in Lerner (2001) trdijo, da so podjetja tveganega kapitala še posebej uspešna pri reševanju pomembnega problema v tržnih gospodarstvih – povezovanju podjetnikov z dobrimi idejami (vendar brez denarja) z vlagatelji, ki imajo denar (vendar so brez idej). Rešitve, ki jih predlaga teorija in že opravljene empirične raziskave o tveganem kapitalu, vključujejo posebne odločitve, ki jih sprejmejo vlagatelji tveganega kapitala, da bi rešili to vrzel v financiranju.

Skladi tveganega kapitala uporabljajo številna naložbena merila za pregledovanje, ocenjevanje in vrednotenje poslovnih predlogov podjetnikov (Tyebjee in Bruno, 1981; 1984a; Fried in Hisrich, 1994). Na začetku sedemdesetih let prejšnjega stoletja (Wells, 1974; Benoit, 1975) so znanstveniki začeli izvajati študije, s katerimi so poskušali opredeliti naložbena merila tveganega kapitala in ugotoviti njihov pomen za odločitev o financiranju.

Naložbeni (investicijski) proces tveganega kapitala je del "cikla tveganega kapitala" (Gompers in Lerner, 2000) in se od prvih akademskih raziskav ni bistveno spremenil. Wells (1974) je med prvimi, ki je podrobno opisal sodelovanje med tveganim kapitalom in podjetnikom. Tyebjee in Bruno (1984a) sta analizirala dejavnosti tveganega kapitala kot zaporedni proces, ki sta ga razdelila v pet ločenih faz: (i) začetek poslov, (ii) pregledovanje in ocenjevanje poslov, (iii) strukturiranje poslov, (iv) upravljanje lastnih naložb ter (v) spremljanje in ocenjevanje dodane vrednosti. Silver (1985) je dodal še šesto fazo naložbenega procesa tveganega kapitala, izstop.

Skladi tveganega kapitala za izbor naložbenih priložnosti uporabljajo večstopenjski postopek izbire. Večina potencialnih poslov gre skozi vse stopnje tega tako imenovanega lijaka, preden jih podjetje financira. Ko zaposleni podjetja tveganega kapitala ustvari potencialni posel, priložnost najprej preuči posamezni član (ki je lahko »senior« partner, »junior« partner, sodelavec ali pridruženi član podjetja tveganega kapitala). Če je naložba na podlagi te začetne ocene potencialna, se člani podjetja tveganega kapitala vsaj še enkrat sestanejo z vodstvom potencialnega portfeljskega podjetja. Potencialne naložbe nato podrobno pregledajo in ocenijo drugi partnerji podjetja tveganega kapitala. Po začetni odobritvi drugi partnerji v podjetju tveganega kapitala začnejo bolj formalen postopek skrbnega pregleda (npr. izvajajo analizo panoge in primerjavo z drugimi podjetji). Če je podjetje uspešno, podjetje tveganega kapitala predstavi pogodbo, v kateri so povzeti pogoji financiranja. Če se podjetje strinja s terminskim načrtom, se pripravijo pravni dokumenti in posel se sklene.

Že narejene raziskave kažejo, da imajo vlagatelji tveganega kapitala različne poglede na to, kako izbrati naložbe. Nekateri se bolj osredotočajo na vodstveno ekipo (joker), drugi bolj na

posel: izdelek, tehnologijo in poslovni model (konj). Kaplan in drugi (2009) so preučevali prospekte za prvo javno ponudbo delnic uspešnih podjetij (Initial Public Offering, v nadaljevanju IPO), ki jih je podprl tvegani kapital in ugotovili, da je konj (izdelek, tehnologija ali poslovni model) v teh podjetjih bolj stabilen kot joker (ekipa).

Vendar pa ima za vlagatelje večji pomen ekipa oziroma ustanovitelji. Vodstvena ekipa je bila v raziskavi (Gompers in drugi, 2016) najpogostejše omenjena kot pomemben dejavnik (95 % podjetij tveganega kapitala) in kot najpomembnejši dejavnik (47 % podjetij tveganega kapitala). Dejavniki, povezani s poslovanjem (ali konji), so bili prav tako pogosto omenjeni kot pomembni: poslovni model v 83 %, izdelek v 74 %, trg v 68 % in panoga v 31 %. Vendar je dejavnike, povezane s poslovanjem, kot najpomembnejše ocenilo le 37 % podjetij. Vrednost podjetja je bila ocenjena kot peta najpomembnejša, vendar tretja po pomembnosti za posle v poznejši fazi. Skladnost s skladom tveganega kapitala in sposobnost dodajanja vrednosti sta bili ocenjeni kot manj pomembni. Podjetja tveganega kapitala so na splošno odgovorila, da svojim portfeljskim podjetjem zagotavljajo številne storitve. Najpogostejše je strateško svetovanje po investiranju (87 %), povezovanje vlagateljev (72 %), povezovanje strank (69 %), operativno svetovanje (65 %), zaposlovanje članov upravnega odbora (58 %), zaposlovanje zaposlenih (46 %). To nakazuje, da vlagatelji dodajajo in želijo povečati vrednost svojim portfeljskim podjetjem.

Metoda dela v prvem delu magistrskega dela bo s pomočjo že opravljenih raziskav, strokovne in znanstvene literature narediti pregled procesa sprejemanja investicijskih odločitev v ameriških in zahodno-evropskih državah. S strokovnjaki na področju investiranja tveganega kapitala bom izvedla intervjuje in poskušala ugotoviti kakšen je proces sprejemanja investicijskih odločitev v Centralni in Vzhodni Evropi ter kateri so glavni dejavniki odločanja. V zadnjem delu magistrskega dela bom svoje ugotovitve o procesu sprejemanja odločitev primerjala s procesom odločanja v zahodnih državah. Tako bom lahko odgovorila na zastavljeni **raziskovalni vprašanji**:

- ❖ **RV 1:** kakšen je proces sprejemanja odločitev v CEE regiji,
- ❖ **RV 2:** kako se proces sprejemanja investicijskih odločitev razlikuje oziroma si je podoben v CEE regiji in ostalih državah, kjer so skladi tveganega kapitala zelo dobro razviti ter procesi že raziskani.

Namen magistrskega dela je podrobneje spoznati procesa sprejemanja investicijskih odločitev v skladih tveganega kapitala v CEE regiji; kateri so glavni dejavniki in merila, ki vplivajo na odločitev vlagateljev tveganega kapitala, da zagotovijo financiranje njihovih portfeljskih podjetij. Poleg tega s poznavanjem in razumevanjem meril za ocenjevanje in vrednotenje ter naložbenih dejavnosti družb tveganega kapitala, bodo podjetniki v CEE regiji bolj pripravljeni pri oddaji svojih predlogov za pridobitev sredstev tveganega kapitala.

Cilj magistrskega dela je predstaviti že narejene raziskave s področja procesa sprejemanja investicijskih odločitev v skladih tveganega kapitala ter empirično preveriti kateri so glavni dejavniki, ki so v skladu z naložbeno politiko skladov tveganega kapitala v CEE regiji. Poleg tega želim preveriti, ali se proces sprejemanja investicijskih odločitev v CEE regiji razlikuje od sprejemanja odločitev v državah na Zahodu.

Struktura magistrskega dela je sestavljena iz teoretičnega in empiričnega dela. V začetnih poglavjih bo predstavljen poglobljen pregled obstoječih znanstvenih člankov in spletnih virov s področja procesa sprejemanja investicijskih odločitev v skladih tveganega kapitala. Zaradi narave teme bo literatura v veliki meri tuja. Prav tako bo teoretični del temeljil na ugotovitvah, ki veljajo za sklade tveganega kapitala na Zahodu in nekaterih drugih (bolj razvitih) državah, saj za CEE regijo podobnih raziskav še ni bilo izvedenih. Empirični del magistrskega dela bo temeljil na kvalitativni raziskavi, saj o procesu sprejemanja investicijskih odločitev v preučevani regiji primanjkuje podatkov. Podatke bom zbrala z intervjuji, ki jih bom izvedla z zaposlenimi v skladih tveganega kapitala. Intervjuje bom s predhodnim dovoljenjem intervjuvancev posnela in nato prepisala. Z kvalitativno analizo in interpretacijo podatkov bom poročala o rezultatih raziskave in poskušala odgovoriti na zastavljeni raziskovalni vprašanji.

2 PREGLED LITERATURE

Uspeh podjetij, ki jih podpirajo skladi tveganega kapitala, je skladen z odločitvami in dejavnostmi, ki jih tvegani kapital učinkovito izvaja pri ustvarjanju vrednosti. Kaplan in Stromberg (2000a) ter Gompers in Lerner (2001) trdijo, da so podjetja tveganega kapitala še posebej uspešna pri reševanju pomembnega problema v tržnih gospodarstvih – povezovanju podjetnikov z dobrimi idejami (vendar brez denarja) z vlagatelji, ki imajo denar (vendar so brez idej). Rešitve, ki jih predlaga teorija in že opravljene empirične raziskave o tveganem kapitalu, vključujejo posebne odločitve, ki jih sprejmejo vlagatelji tveganega kapitala, da bi rešili to vrzel v financiranju.

2.1 Proces ocenjevanja v skladih tveganega kapitala

Naložbeni proces tveganega kapitala je del "cikla tveganega kapitala" (Gompers in Lerner, 2000) in se od prvih akademskih raziskav, ki so bile opravljene v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja ni bistveno spremenil (Wright in drugi, 2003). Wells (1974) je bil med prvimi, ki je podrobno opisal sodelovanje med skladi tveganega kapitala in podjetniki. Tyebjee in Bruno (1984a) sta analizirala dejavnosti tveganega kapitala kot zaporedni proces, ki sta ga razdelila v pet ločenih faz: (i) začetek poslov, (ii) pregledovanje in ocenjevanje poslov, (iii) strukturiranje poslov, (iv) upravljanje lastnih naložb ter (v) spremljanje in ocenjevanje dodane vrednosti. Silver (1985) je dodal še šesto fazo naložbenega procesa tveganega kapitala, izstop iz podjetja. Kljub temu sta Fried in Hisrich (1994) v svoji

raziskavi pri konceptualizaciji naložbenega procesa več pozornosti namenila Tyebjee in Brunovemu modelu (1984b).

Po mnenju strokovnjakov vlagatelji vlagajo v petih različnih korakih: (i) nastanek poslov, ki je glavna naloga in pomeni zelo hiter napredek ter veliko selektivnost pri določanju veljavnosti naložbenih priložnosti, (ii) pregled poslov, med katerim vlagatelj čim bolj zmanjša ovire, ki ovirajo naložbene priložnosti, (iii) ocenjevanje/vrednotenje posla, pri katerem vlagatelji skrbno analizirajo potencialno portfeljsko podjetje – Fried in Hisrich (1994) sta predlagala, da se v površno ovrednotenje vključi bolj prefinjena analiza, pri čemer navajata, da je ni mogoče ločiti na bolj formalno hitro oceno in skrbni pregled (t. i. prva faza in druga faza ocenjevanja), (iv) strukturiranje posla, kjer sklad in podjetnik določita pogoje posla in (v) postinvesticijske dejavnosti, ki združujejo vse dejavnosti vlagateljev tveganega kapitala, katerih cilj je predvsem podpirati upravljanje podjetja in pripraviti prihodnje dezinvesticije.

Skladi tveganega kapitala za izbor naložbenih priložnosti uporabljajo večstopenjski postopek izbire. Večina potencialnih poslov gre skozi vse stopnje tega tako imenovanega lijaka, preden jih podjetje financira. Ko zaposleni podjetja tveganega kapitala ustvari potencialni posel, priložnost najprej preuči posamezni član (ki je lahko »senior« partner, »junior« partner, sodelavec ali pridružen član podjetja tveganega kapitala). Če je naložba na podlagi te začetne ocene potencialna, se člani podjetja tveganega kapitala vsaj še enkrat sestanejo z vodstvom potencialnega portfeljskega podjetja. Potencialne naložbe nato podrobno pregledajo in ocenijo drugi partnerji podjetja tveganega kapitala. Po začetni odobritvi drugi partnerji v podjetju tveganega kapitala začnejo bolj formalen postopek skrbnega pregleda (npr. izvajajo analizo panoge in primerjavo z drugimi podjetji). Če je podjetje uspešno, podjetje tveganega kapitala predstavi pogodbo, v kateri so povzeti pogoji financiranja. V primeru, da se podjetje strinja s terminskim načrtom, se pripravijo pravni dokumenti in posel se sklene (Gompers in drugi, 2016).

Sahlman (1990) je ugotovil, da je bilo skoraj 80 % vseh predlogov zavrnjenih že v prvi fazi, fazi nastanka posla. Jasno je, da je največja ovira, ki jo morajo podjetniki premagati, prestatí začetno stopnjo preverjanja. V zvezi s tem je Marion (1999) predložil dokaze, ki trdijo, da so izbirni predlogi bili omejeni na zelo sintetično študijo, katere glavni cilj je bil identificirati dejavnike, ki niso skladni z naložbeno politiko tveganega kapitala. Če povzamemo, različne ugotovitve raziskav kažejo, da se vsi strinjajo, da je postopek odločanja tveganih kapitalskih skladov sestavljen iz več faz (Hall in Hofer, 1993) v katerih so določena precej specifična merila za izbiro in skušajo opozoriti na njihovo pomembnost, v primerjavi s fazo vrednotenja. Ta analiza nakazuje, da je malo empiričnih dokazov, ki bi podpirali dosleden okvir ali teoretičen model, ki bi ga lahko uporabili za odločanje investiranja tveganega kapitala, zlasti v fazi pregleda in fazi vrednotenja.

2.2 Merila za ocenjevanje v skladih tveganega kapitala

Kot je bilo omenjeno zgoraj, so raziskave o merilih za ocenjevanje, ki jih uporabljajo vlagatelji tveganega kapitala za ocenjevanje novih podjetij, pokazale, da imajo v razvitih državah razmeroma dolgo tradicijo (Hall in Hofer, 1993; MacMillan in drugi, 1985; Shepherd in drugi, 2003; Tyebjee in Bruno, 1984a; Wells, 1974). Trdili so, da je razumevanje uporabljenih meril uspešnih tveganih vlagateljev pri ocenjevanju novih podjetij ključno in bi tako vsem tveganim vlagateljem zagotovilo koristne osnove za vrednotenje novih podjetij in zmanjšalo stopnjo neuspešnosti vseh podjetij, ki bi jih ocenjevali in financirali. V enem od najbolj citiranih del na tem področju sta Tyebjee in Bruno (1984b) opredelila vrsto meril za vrednotenje. Po njunem mnenju tvegani kapital investira v petih večjih skupinah, in sicer ocenjevalna merila, povezana s (i) tržno privlačnostjo, (ii) diferenciacijo proizvodov, (iii) vodstvenimi sposobnostmi, (iv) nevarnostmi iz okolja in (v) možnostjo izplačila denarja. Z izvedbo regresijske analize so avtorji pokazali tesno odvisnost kazalnika pričakovanega donosa od dveh meril in sicer trga in proizvoda, pa tudi odvisnost kazalnika tveganja od upravljanja in (poslovnega) okolja (Franke in drugi, 2008).

Že narejene raziskave kažejo, da imajo vlagatelji tveganega kapitala različne poglede na to, kako izbrati naložbe. Nekateri se bolj osredotočajo na vodstveno ekipo (joker), drugi bolj na posel: izdelek, tehnologijo in poslovni model (konj). Kaplan in drugi (2009) so preučevali prospekte za prvo javno ponudbo delnic uspešnih podjetij, ki jih je podprl tvegani kapital in ugotovili, da je konj (izdelek, tehnologija ali poslovni model) v teh podjetjih bolj stabilen kot joker (ekipa). Z osebnimi intervjuji z osmimi podjetji tveganega kapitala v pionirski študiji Wellsa (1974), ki je ugotovil, da so (i) zavezanost vodstva, (ii) izdelki in (iii) trgi bili ključna ocenjevalna merila, ki so jih podjetja tveganega kapitala uporabljala pri ocenjevanju naložbenih predlogov. Rezultati številnih študij so bili kasneje analizirani, da bi potrdili trditve Tyebjee in Bruna (1984b). V nasprotju s tema avtorjema so MacMillan in drugi (1985) opravili intervjuje z 14 podjetji tveganega kapitala v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) in izračunali pomembnost določenega števila meril. Na podlagi svojih ugotovitev so pripravili seznam 27 kriterijev in jih razvrstili v šest sklopov, in sicer: (i) podjetniška osebnost, (ii) podjetniške izkušnje, (iii) značilnosti izdelka ali storitve, (iv) značilnosti trga, (v) finančna merila in (vi) ekipa. Sledili so poskusi izpopolnjevanja meril in opredelitve pomembnosti, ki jo tvegani vlagatelji pripisujejo različnim merilom. V ta namen je MacMillan in drugi (1985) opredelil deset meril, ki so bila najpogostejše opisana kot bistvena in ugotovil, da jih je šest vključevalo podjetnike same (npr. osebnost podjetnika in izkušnje v nasprotju s proizvodnimi, tržnimi in finančnimi vidiki), medtem ko so bila ostala merila skladov in ustrezni pogoji strukture posla manj pomembni.

Rezultati številnih raziskav, ki so sledile, so pokazali, da so se vsaj ena, pogosto pa tudi dva ali celo vsa tri najboljše ocenjena merila nanašala na značilnosti podjetniške ekipe. Muzyka in drugi (1996) so na primer ugotovili, da so najpomembnejša merila pri ocenjevanju predlogov tveganega kapitala s strani evropskih tveganih kapitalskih skladov (i) vodstveni potencial vodilnega podjetnika, (ii) vodilni potencial vodstvene ekipe in (iii) strokovno

znanje ter izkušnje v panogi članov skupine. Večina predhodnih študij se strinja, da značilnosti podjetnika in ekipe (npr. osebnost, izkušnje in vodstvene sposobnosti) igrajo pomembno vlogo pri sprejemanju odločitev tveganega kapitala (Johnson, 1979; Poindexter, 1976; Robinson, 1987; Shepherd, 1999; Shepherd in Zacharakis, 1999; Zutshi in drugi, 1999a). Po mnenju Campbella (1997) bi tvegani kapital raje vlagal "v ekipo razreda A z idejo razreda B kot v ekipo razreda B z idejo razreda A." Vodstvena ekipa je bila tudi v novejši raziskavi (Gompers in drugi, 2016) najpogostejše omenjena kot pomemben dejavnik (95 % podjetij tveganega kapitala) in kot najpomembnejši dejavnik (47 % podjetij tveganega kapitala). Dejavniki, povezani s poslovanjem (ali konji), so bili prav tako pogosto omenjeni kot pomembni: poslovni model v 83 %, izdelek v 74 %, trg v 68 % in panoga v 31 %. Vendar je dejavnike, povezane s poslovanjem, kot najpomembnejše ocenilo le 37 % podjetij. Vrednost podjetja je bila ocenjena kot peta najpomembnejša, vendar tretja po pomembnosti za posle v poznejši fazi. Skladnost s skladom tveganega kapitala in sposobnost dodajanja vrednosti sta bili ocenjeni kot manj pomembni. Podjetja tveganega kapitala so na splošno odgovorila, da svojim portfeljskim podjetjem zagotavljajo številne storitve. Najpogostejše je strateško svetovanje po investiranju (87 %), povezovanje vlagateljev (72 %), povezovanje strank (69 %), operativno svetovanje (65 %), zaposlovanje članov upravnega odbora (58 %), zaposlovanje zaposlenih (46 %). To nakazuje, da vlagatelji dodajajo in želijo povečati vrednost svojim portfeljskim podjetjem.

Kollmann in Kuckertz (2010) sta poudarila, da v literaturi obstaja veliko možnih naložbenih meril, ki jih tvegani vlagatelji upoštevajo, pri skrbnem pregledu pa lahko kontrolni seznam vključuje tudi do 400 različnih meril. Poleg tega sta izpostavila, da so merila za upravljanje zlasti v zgodnjih fazah postopka negotova, prav tako pa obstajajo druga merila, povezana z negotovostjo na koncu izbirnega postopka. Obstajajo tudi študije, ki so preučevale učinke neposrednih in posrednih vezi podjetnikov in tveganih kapitalistov na naložbene odločitve (Shane in Cable, 2002; Shane in Stuart, 2002). Večina raziskav na tem področju je preučevala, kako diadna mrežna povezava med podjetniki in vlagateljem vpliva na sposobnost novega podjetja, da pridobi finančna sredstva (Batjargal, 2007; Elfring in Hulsink, 2003; Jenssen, 2001).

2.3 Predhodne študije

Večina predhodnih študij o odločanju tveganega kapitala, ki so navedene v tabeli 1, se je osredotočila na pridobivanje seznama meril, ki jih tvegani kapital uporablja pri ocenjevanju podjetij za morebitno financiranje iz intervjujev in raziskav tveganega kapitala. V nekaterih študijah je bil ta cilj združen s sorodnimi cilji. Tako so se nekateri avtorji zanimali za opredelitev glavnih stopenj naložbenega procesa tveganega kapitala (Hoffman, 1972; Tyebjee in Bruno, 1984b; Hisrich in Fried, 1994) in določitev izbora naložbenih meril, ki jih tvegani kapital uporablja v tem procesu. Drugi raziskovalci so se osredotočili na iskanje naložbenih meril, ki jih uporabljajo najuspešnejša podjetja tveganega kapitala (McMillan in drugi, 1987). Nekateri so poskušali ugotoviti, ali podjetja tveganega kapitala v matični državi

uporabljajo enaka naložbena merila kot podjetja tveganega kapitala drugod po svetu, na primer v Severni Ameriki (Rah in drugi, 1994a, Zutschi in drugi, 1999b). Številne študije so se osredotočile na določen trg, na primer visokotehnološki (Bachher, 2000a). Druge so se osredotočile na nekatere vidike miselnega procesa tveganega kapitala, na primer na vlogo intuicije pri odločanju tveganega kapitala (Hisrich in Jankowicz, 1990; Hall, 1989). Znanstveniki so svoje vzorce zbirali z intervjuji, anketami ali kombinacijo teh dveh metod. Poročane študije so za analizo uporabile anketo, ki jo je izpolnil posamezni tvegani kapital, poslovni predlog, ki ga je ocenil tvegani kapital, ali "miselno enoto" tveganega kapitala, tj. pripombe tveganega kapitala glede analiziranega poslovnega predloga (Hall, 1989). Številni vzorci so bili majhni. Well (1974) je opravil intervjuje z desetimi tveganimi vlagatelji v sedmih podjetjih tveganega kapitala. Hall (1989) je opravil intervjuje s štirimi tveganimi vlagatelji. Kaplan in Stromberg (2000b) sta opravila intervjuje z 10 tveganimi vlagatelji o 58 naložbah (v tem primeru je bila "naložba" enota analize) v 40 podjetjih. Kumar in drugi (2003) je opravil intervjuje z 11 podjetji tveganega kapitala iz Indije. Silva (2004) se je osredotočil na eno podjetje tveganega kapitala na Portugalskem (uporabil je metodo opazovanja z udeležbo). Muzyka in drugi (1996) so opravili intervjuje s 73 tveganimi vlagatelji (med tremi raziskovalci), Rah in drugi (1994b) pa so opravili intervjuje s 74 podjetji tveganega kapitala. MacMillan in drugi (1985) so intervjuvali le 14 podjetij tveganega kapitala, vendar so anketirali 102 podjetji tveganega kapitala. Večina vzorcev je temeljila na 30 do 70 intervjujih in/ali anketah.

Tabela 1: Predhodne študije

AVTOR(JI) IN DATUM	FOKUS	VZOREC	NAČIN ZBIRANJA PODATKOV
Hoffman, 1972	Postopek vlaganja tveganega kapitala	39 tveganih vlagateljev	Vprašalniki in intervjuji
Wells, 1974	Dejavnosti tveganega kapitala in postopek odločanja	10 tveganih vlagateljev v 7 podjetjih tveganega kapitala	Intervjuji in vprašalniki
Poindexter, 1975	Učinkovitost trgov	91 tveganih vlagateljev	Vprašalniki
Benoit, 1975	Obnašanje tveganega kapitala pri naložbah	22 tveganih vlagateljev	Vprašalniki in intervjuji
Tyebjee & Bruno, 1981	Sprejemanje odločitev	46 tveganih vlagateljev	Vprašalniki, ocene poslov s strani tveganih vlagateljev, intervjuji
Tyebjee & Bruno, 1984	Investicijska dejavnost tveganega kapitala	41 podjetij tveganega kapitala	Vprašalniki, 41 anketirancev je ocenilo 90 predlogov

se nadaljuje

Tabela 1: Predhodne študije (nad.)

AVTOR(JI) IN DATUM	FOKUS	VZOREC	NAČIN ZBIRANJA PODATKOV
MacMillan, Siegal, & Narasimha 1985	Naložbeni kriteriji	14+102 podjetja tveganega kapitala	Vprašalniki in intervjuji
MacMillan, Zemann, & Narasimha, 1987	Merila za razlikovanje uspešnih podjetij tveganega kapitala v postopku selekcije	6 podjetij tveganega kapitala (začetni razgovori) + 67 podjetij tveganega kapitala je ovrednotilo 150 podjetij	6 strukturiranih osebnih intervjujev + 67 vrnjenih vprašalnikov
Khan, 1987	Podjetniške značilnosti, ki naj bi bile pozitivno povezane z uspešnim izidom projekta	36 podjetij tveganega kapitala	Poročila tveganega kapitala o njihovih naložbah
Robinson, 1987	Strategije podjetij tveganega kapitala in strateške predpostavke	53 podjetij tveganega kapitala	Ankete po elektronski pošti
Siskos, Zopounidis, 1987	Merila za vrednotenje tveganega kapitala	1 podjetje tveganega kapitala	Iz obstoječe raziskave
Hall, 1989	Odločanje tveganega kapitala	4 tvegani vlagatelji	Intervjuji osebno ali po telefona
Hisrich, Jankowicz, 1990	Vloga intuicije tveganega kapitala pri sprejemanju naložbenih odločitev	5 tveganih vlagateljev	Intervjuji
Riquelme & Rickards, 1992	Hibridna analiza uporabljena za odločanje tveganih vlagateljev	13 tveganih vlagateljev	Intervjuji
Fried & Hisrich, 1994	Odločanje skladov tveganega kapitala	18 tveganih vlagateljev	Intervjuji in vprašalniki
Rah, Jung, Lee, 1994	Vrednotenje podjetij v Koreji	74 skladov tveganega kapitala	Vprašalniki in intervjuji
Knight, 1994	Merila za naložbe tveganega kapitala-medkulturna analiza	31 skladov tveganega kapitala in 50 centrov za razvoj malih podjetij	Vprašalniki
Zacharakis, 1995	Odločitev o naložbi tveganega kapitala	51 podjetij tveganega kapitala	Scenariji in pol strukturirani intervjuji
Muzyka, Burley, Leleux, 1996	Dejavniki, ki se uporabljajo pri ocenjevanju poslov, skupine podjetij tveganega kapitala na podlagi uporabljenih meril za odločanje	73 tveganih vlagateljev	Intervjuji in vprašalniki

se nadaljuje

Tabela 1: Predhodne študije (nad.)

AVTOR(JI) IN DATUM	FOKUS	VZOREC	NAČIN ZBIRANJA PODATKOV
Boocock & Woods 1997	Merila za ocenjevanje tveganega kapitala	232 poslovnih predlogov, ki jih je prejel sklad tveganega kapitala	Poslovni predlogi
Zutschi, Tan, Allampalli, Gibbons, 1999	Merila za ocenjevanje naložb singapurskih tveganih vlagateljev	31 tveganih vlagateljev	Vprašalniki
Bachher, 2000(c)	Merila za naložbe tveganega kapitala v tehnološka zagonska podjetja	100 tveganih vlagateljev	Intervjuji in spletne ankete
Kaplan & Stromberg, 2000	Kako tvegani vlagatelji izbirajo svoje naložbe	10 podjetij tveganega kapitala; 58 naložb v 40 podjetjih	Intervjuji in ankete
Kumar Kaura, 2003	Merila za ocenjevanje tveganega kapitala	11 podjetij tveganega kapitala	Vprašalniki
Silva, 2004	Odločanje tveganega kapitala na majhnih kapitalskih trgih	1 podjetje tveganega kapitala; 16 predlogov v zgodnji fazi	Opazovanje udeležencev (pripravnštvo)
Franke in drugi, 2008	Ocenjevanje ekip zagonskih podjetij s strani tveganega kapitala	51 tveganih vlagateljev	Skupni eksperiment

Vir: lastno delo.

2.4 Kriteriji

Dosedanje raziskave so opredelile več ključnih naložbenih meril, ki jih tvegani vlagatelji uporabljajo pri ocenjevanju podjetnikove poslovne ideje in ugotovile njihovo relativno pomembnost. Te študije so zlasti pokazale, da sta velikost in privlačnost trga (Tyebjee in Bruno, 1984a); sposobnost upravljanja in funkcionalne sposobnosti (Wells, 1974); edinstvenost izdelka ali storitve (Fried in Hisrich, 1994); sprejemljivost izdelka na trgu in stopnja konkurenčne grožnje na trgu (MacMillan in drugi, 1985; 1987: Muzyka in drugi, 1996) med najpomembnejšimi naložbenimi merili v portfelju tveganega kapitala. V nadaljevanju je opisanih deset najpogostejše omenjenih meril.

2.4.1 Ekipa najvišjega vodstva

V predhodnih študijah so bila ugotovljena številna z upravljanjem povezana naložbena merila, ki jih tvegani vlagatelji uporabljajo pri odločanju, ali bodo podjetju zagotovili začetno financiranje. Večina študij je pokazala, da tvegani kapital ocenjuje, ali je višje vodstvo kompetentno. Nekateri znanstveniki (Wells, 1974) so razlikovali med funkcionalnimi znanji vodstva: splošnimi, trženjskimi, finančnimi in proizvodnimi. Drugi so večinoma razpravljali o strokovnem znanju in sposobnostih vodstva (Fried in Hisrich, 1994). Znanstveniki so trdili, da tvegani vlagatelji pogosto izberejo ne le sposobne, temveč tudi izkušene vodje (Robinson, 1987; Knight, 1994) na podlagi njihovih dosežkov, izkušenj in referenc s prejšnjih delovnih mest. Poleg tega so znanstveniki dokazali, da tvegani kapital upošteva psihološke značilnosti in kognitivne sposobnosti vodij: vztrajnost, predanost, pozornost do podrobnosti in visoko toleranco za tveganje (Wells, 1974; Kumar, 2003). Poleg tega so številne študije odkrile, da so tvegani vlagatelji zaskrbljeni zaradi sposobnosti višjega vodstva, da deluje kot vodja in da ga drugi prepoznajo kot vodjo (Robinson, 1987; Kaplan in Stromberg, 2000a). Po nekaterih študijah tvegani vlagatelji običajno ocenjujejo kakovost vodstvene ekipe, na primer tvegani vlagatelji imajo raje, če je vodstvena ekipa uravnotežena, tj. sestavljena iz ljudi z različnimi funkcionalnimi izkušnjami in znanji (Muzyka in drugi, 1996; Bachher, 2000b).

2.4.2 Trg in rast trga

Predhodne študije so pokazale, da se tvegani vlagatelji zanimajo predvsem za to, ali obstaja zadosten dostop do trga, na katerega je usmerjeno podjetje (Tyebjee in Bruno, 1984a); ali podjetje zadovoljuje obstoječe tržne potrebe ali spodbuja nove potrebe na obstoječem trgu (MacMillan in drugi, 1985, 1987); ali je trg dovolj velik, da lahko podjetje postane donosno, in ali trg raste dovolj hitro (Muzyka in drugi, 1996). Poleg tega sta Shepherd (1999) in Shepherd in drugi (2000) iz ekonomske literature izpeljala več konceptov v zvezi s tržnimi pogoji in dokazala, da tvegani kapital uporablja merila kot je "stabilnost ključnih dejavnikov uspeha" (tvegani kapital preverja, ali se zahteve, potrebne za doseganje uspeha na trgu, spreminjajo počasi ali hitro).

2.4.3 Izdelek

Predhodne študije so pokazale, da tvegani vlagatelji skrbno ocenjujejo kakovost proizvoda podjetja z naslednjimi merili: ali je proizvod edinstven in dovolj diferenciran v primerjavi s ponudbo konkurentov (Muzyka in drugi, 1996)? Ali je izdelek lastniški/ patentiran (MacMillan in drugi, 1985, 1987; Zacharakis in Meyer, 1998)? Ali obstaja delujoč prototip izdelka (MacMillan in drugi, 1985, 1987)? Ali bo izdelek omogočil podjetju pridobiti konkurenčno prednost zaradi očitne prednosti pred konkurenčnimi izdelki ali storitvami (Fried in Hisrich, 1994; Zacharakis in Meyer, 1998)?

2.4.4 Tveganje

Znanstveniki so ugotovili, da tvegani vlagatelji pri ocenjevanju potencialnih naložb ugotavljajo različne vrste tveganja, ki jih bodo morda morali obravnavati v zvezi z določeno naložbo. Tako so MacMillan in drugi (1985) opredelili pet vrst tveganj, ki jih običajno preučujejo tvegana vlaganja: 1 konkurenčno tveganje; 2 tveganje reševanja iz težav; 3 naložbeno tveganje; 4 tveganje upravljanja; 5 tveganje izvajanja. MacMillan in drugi (1987) so opredelili pet podobnih vrst tveganja: 1 tveganje upravljanja; 2 konkurenčna izpostavljenost; 3 tveganje neizkušenosti; 4 tveganje izvedljivosti; 5 tveganje izplačila.

2.4.5 Donosnost

Številne študije so pokazale, da tvegane vlagatelje zelo skrbi, ali bodo predvideni donosi iz naložbe v podjetje zadostovali za upravičenost financiranja podjetja (Poindexter, 1975). Hkrati so predhodne raziskave pokazale, da tvegani vlagatelji ne zaupajo povsem "preveč optimističnim" napovedim podjetnikov glede prihodnjih donosov ter da več pozornosti namenjajo stopnji rasti trga in temu, ali izdelek zadovoljuje potrebe trga (MacMillan in drugi, 1985, 1987; Zacharakis, 1995b).

2.4.6 Izstop

Predhodne študije so pokazale, da tvegani vlagatelji pred naložbo preučijo možnosti izstopa (Tyebee in Bruno, 1984). Ker imajo sredstva tveganega kapitala omejeno življenjsko dobo (običajno do deset let), jih skrbi, ali bodo lahko pravočasno likvidirali svojo naložbo (MacMillan in drugi, 1985). Tako lahko tvegani vlagatelji financirajo podjetja ali ne, odvisno od njihovih ocen verjetnosti in časovnega razporeda nekaterih pričakovanih izhodnih alternativ (Kaplan in Stromberg, 2000a).

2.4.7 Dogovor

Še en pomemben dejavnik, ki ga upoštevajo tvegani vlagatelji, je kakovost posla oziroma dogovora. Glede na predhodne raziskave je tveganim vlagateljem lahko podjetje všeč, vendar bodo vanj vlagali le, če jim je zagotovljen določen lastniški delež v podjetju po določeni ugodni ceni (Poindexter, 1975; Muzyka in drugi, 1996).

2.4.8 Strategija

MacMillan in drugi (1985, 1987) so prvi pokazali, da tvegani vlagatelji ločeno analizirajo strategijo podjetja (na primer njegov položaj v primerjavi s konkurenti) kot eno od svojih naložbenih meril. Tudi drugi raziskovalci so opazili, da tvegana vlaganja uporabljajo to naložbeno merilo (Muzyka in drugi, 1996).

2.4.9 Stranke

Večina predhodnih študij o naložbenih merilih tveganega kapitala ni omenjala odobritve kupcev kot ločenega naložbenega merila. Namesto tega so predhodni raziskovalci dokazali vlogo tržne sprejemljivosti izdelka (MacMillan in drugi, 1985, 1987). Nekatere nove študije pa so poudarile, da tvegani kapital ločeno analizira perspektivo stranke (Silva, 2004), tj. ali bodo stranke v določenem sektorju verjetno podprle izdelek in ali je vodstvo razvilo resnično razumevanje svojih potencialnih strank.

2.4.10 Konkurenca

V predhodnih študijah je bilo ugotovljeno, da tvegani vlagatelji skrbno ocenijo obseg konkurenčne grožnje v sektorju, preden se odločijo za naložbo. Tako so MacMillan in drugi (1987) ugotovili, da sta dva osnovna dejavnika dosledno napovedovala odločitve tveganega kapitala o financiranju: a) sprejemljivost novega izdelka na trgu in b) stopnja konkurenčne grožnje. Hisrich in Jankowicz (1990) sta poudarila, da tvegani vlagatelji upoštevajo verjetnost, da bo podjetje sposobno zadržati konkurenco in ali bodo konkurenti takoj, ko bo podjetje vstopilo na tržni sektor, napadli podjetje. Zacharakis (1995a) je ugotovil, da tvegana vlaganja upoštevajo število in relativno moč konkurentov na ciljnim trgu. Shepherd in drugi (2000) so dokazali, da sta usposobljenost vodstva in stopnja konkurenčnega rivalstva najpomembnejši merili pri ocenjevanju novih podjetij s strani tveganega kapitala.

3 KVALITATIVNA RAZISKAVA

V tem poglavju je predstavljena kvalitativna raziskava, ki sem jo opravila. Opisani so raziskovalna metodologija, postopek intervjujev in izbor vzorca, da bi zagotovili jasen kontekst študije. Nato so predstavljeni povzetki intervjujev, ki poudarjajo ključna spoznanja in poglede, ki so jih delili vlagatelji. Namen tega kvalitativnega pristopa je ponuditi natančen pogled na naložbeni prostor v CEE regiji, podprt z neposrednimi citati intervjuvancev, ki obogatijo analizo.

3.1 Metodologija raziskave in proces intervjujev

V svojem magistrskem delu sem uporabila kvalitativno raziskovalno metodologijo, ki se osredotoča na zbiranje in analizo neštevilskih podatkov za poglobljeno razumevanje pojavov, kot jih dojemajo posamezniki, vključeni v proces. Namen kvalitativne raziskave je bil raziskati, kako vlagatelji skladov tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope (CEE) sprejemajo naložbene odločitve, katere dejavnike pri tem upoštevajo in kako te odločitve doživljajo v svojem delovnem okolju. Kvalitativne raziskave so primerne za raziskovanje kompleksnih socialnih pojavov, saj omogočajo poglobljen vpogled v motive, izkušnje in mnenja udeležencev. Z njihovo pomočjo lahko raziskovalec bolje razume

kontekst in subjektivne dejavnike, ki vplivajo na odločanje, kar je ključnega pomena pri preučevanju procesov, kot je vlaganje tveganega kapitala.

Raziskavo sem začela z oblikovanjem raziskovalnega vprašanja, pri čemer vnaprej nisem postavila hipotez, saj je ena od značilnosti kvalitativnih raziskav prožnost v iskanju odgovorov. Glede na cilje raziskave in obstoječo literaturo, ki preučuje naložbene odločitve skladov tveganega kapitala, sem oblikovala vprašalnik, sestavljen iz 14 odprtih vprašanj (Priloga 2). Odprta vprašanja so bila zasnovana tako, da so omogočala pridobivanje poglobljenih odgovorov intervjuvancev, ki temeljijo na njihovih lastnih izkušnjah, brez omejevanja na vnaprej postavljene trditve. To je pomembno, saj kvalitativna metodologija poudarja pomen subjektivnih izkušenj in interpretacij udeležencev v raziskavi.

Za izvedbo raziskave sem najprej poiskala sklade tveganega kapitala, ki delujejo v CEE regiji, ter identificirala osebe, s katerimi sem želela opraviti intervju. Najprimernejši sogovorniki so bili partnerji skladov (angl. managing partners), saj imajo najgloblji vpogled v naložbene odločitve. Vendar pa sem v nekaterih primerih intervju opravila tudi z družbeniki (angl. associates), ki so prav tako vključeni v proces odločanja. Sklade, ki sem jih izbrala za intervjuje, sem izbrala na podlagi več meril: velikost naložb, faza razvoja zagonskih podjetij, v katero vlagajo, in njihova uspešnost na trgu. Dodatno sem se orientirala po seznamu najuspešnejših skladov tveganega kapitala v CEE regiji, ki sem ga našla na spletu.

Povabilo na intervju sem sprva poslala dvajsetim zaposlenim v skladih tveganega kapitala preko e-pošte. Ker večina vlagateljev nima javno dostopnih osebnih e-poštnih naslovov, sem vabila najprej poslala na splošne kontaktne naslove skladov, kar je verjetno prispevalo k slabšemu odzivu. Nato sem povabila poslala tudi preko platforme LinkedIn, hkrati pa sem prejela nekaj osebnih e-poštnih naslovov od svojega mentorja. Na moje povabilo je odgovorilo sedem oseb, od katerih je bilo pet pripravljenih sodelovati v raziskavi.

Intervjuje sem izvedla v spletni obliki preko platform Zoom in Microsoft Teams, kar mi je omogočilo snemanje pogovorov za kasnejšo analizo. Pred uradnimi intervjuji sem izvedla testni intervju s svojim mentorjem, da sem preizkusila vprašanja in celoten postopek. Intervjuje sem izvedla med 2. aprilom in 17. junijem 2024, pri čemer so trajali v povprečju 30 minut; najkrajši intervju je trajal 16 minut, najdaljši pa 38 minut. Po izvedbi intervjujev sem s pomočjo aplikacije Grain pripravila transkripte (Priloga 3), ki sem jih nato kodirala s pomočjo tematske analize. Tematska analiza mi je omogočila prepoznavanje ključnih tem in vzorcev v odgovorih, pri čemer sem identificirala ponavljajoče se teme ter jih organizirala v tematske sklope.

Kvalitativna analiza je omogočila poglobljeno interpretacijo zbranih podatkov, saj so odprta vprašanja omogočila udeležencem, da delijo svoja mnenja, izkušnje in perspektive na način, ki ni omejen z vnaprej določenimi hipotezami. Tako pridobljeni podatki so mi omogočili boljše razumevanje procesov odločanja v skladih tveganega kapitala v CEE regiji, hkrati pa

mi je analiza omogočila ugotavljanje ključnih dejavnikov, ki vplivajo na odločitve vlagateljev.

3.2 Vzorec

Prvi sklad tveganega kapitala se osredotoča na tehnološka zagonska podjetja v Jugovzhodni Evropi. Vlaga predvsem v sektorje, kot so finančne tehnologije, B2B programske rešitve, zdravstvene tehnologije in druge tehnološke industrije z visokim potencialom za rast. Njihove naložbe se gibljejo od 100.000 do 3 milijone evrov, pri čemer skladi sodelujejo z zagonskimi podjetji od zgodnje faze razvoja naprej. Geografsko so osredotočeni na države, kot so Srbija, Hrvaška, Slovenija, Severna Makedonija in širša regija Balkana.

Drugi sklad vlaga v podjetja v predsemenski, semenski in seriji A fazah, pri čemer se osredotoča na inovativne in tehnološke industrije, vključno z digitalnimi storitvami, finančnimi tehnologijami, zdravstveno tehnologijo in logistiko. Sredstva so na voljo za različne stopnje razvoja podjetij, pri čemer naložbe segajo do več milijonov evrov. Sklad deluje v Jugovzhodni Evropi, s poudarkom na Hrvaški in drugih državah Balkana.

Tretji sklad tveganega kapitala se osredotoča na B2B sektorje, predvsem na podjetja, ki temeljijo na programski opremi (SaaS, umetna inteligenca, avtomatizacija). Vlaga v podjetja v predsemenski in semenski fazi, kjer se začetne naložbe gibljejo od nekaj deset tisoč evrov do 100.000 EUR, z možnostjo nadaljnjih vložkov do več sto tisoč evrov prek njihovih omejenih partnerjev (LP-jev). Delujejo v Srednji in Vzhodni Evropi, zlasti na Poljskem, Češkem, Slovaškem in Madžarskem.

Četrty sklad predstavljajo angelski investitorji, ki se osredotočajo na vlaganje v zagonska podjetja s tehnološkim poudarkom. Vlaga predvsem v sektorje, kot so finančne tehnologije, tehnologija veriženja blokov (blockchain) in umetna inteligenca. Omogoča vlaganje več kot 200 angelским investitorjem, kar omogoča dostop do različnih virov financiranja za podjetja v zgodnji fazi. Njihove dejavnosti so osredotočene na Srednjo in Vzhodno Evropo, zlasti na Češko, Slovaško, Poljsko in Madžarsko.

Zadnji sklad tveganega kapitala vlaga v tehnološka podjetja v seriji A, pri čemer se osredotoča na sektorje, kot so finančne tehnologije, medicinske tehnologije, poslovna programska oprema in tehnologije za potrošnike. Njihove naložbe so namenjene podjetjem z ambicijami po globalni širitvi, predvsem iz držav, kot so Nemčija, Avstrija, Švica, in širše evropske regije. Njihov cilj je podpirati hitro rast podjetij in jih pripeljati na mednarodne trge.

3.3 Povzetek intervjujev

V tem podpoglavju so predstavljeni povzetki intervjujev, ki sem jih opravila z vlagatelji v Srednji in Vzhodni Evropi. Namen teh intervjujev je bil pridobiti vpogled v njihove

naložbene strategije, ključne dejavnike odločanja, postopke vrednotenja ter izzive in priložnosti, s katerimi se srečujejo v tej regiji. Povzetki zajemajo odgovore na ključna vprašanja in tabelo (Tabela 2), ki vključuje zanimive citate intervjuvancev, ki dodatno osvetljujejo njihove poglede in izkušnje.

i. Kako bi opisali svoj naložbeni pristop in strategijo?

Skladi se osredotočajo na podjetja v zgodnjih fazah, predvsem v predsemenski, semenski fazi in serijah A, pri čemer so naložbe usmerjene v tehnološka podjetja. Geografsko se osredotočajo na srednjo in vzhodno Evropo, vključno z Balkanom, s poudarkom na podjetjih, ki ustvarjajo začetne prihodke ter imajo vzpostavljeno ekipo in funkcionalen izdelek.

ii. Kateri so ključni dejavniki pri sprejemanju naložbenih odločitev v vašem skladu?

Ključni dejavniki pri sprejemanju naložbenih odločitev so ekipa, tržna priložnost, potencial rasti, poslovni model in konkurenca. Bistveno je, da ima podjetje jasno strategijo za doseganje mejnikov in sposobnost ustvarjanja ponavljajočih se prihodkov.

iii. Kako v vašem skladu poteka postopek ocenjevanja in vrednotenja potencialnih naložbenih priložnosti?

Postopek ocenjevanja vključuje začetno analizo predloženih dokumentov, uvodne pogovore in sestanke, podroben pregled poslovnega modela, trga in ekipe ter skrbni pregled (due diligence). Na rednih internih sestankih se razpravlja o morebitnih naložbah, podjetniki pa se predstavijo celotni ekipi sklada, kar vodi do izdaje listine o pogojih in končne naložbe.

iv. Kako pomembno je podjetniško vodstvo ali ekipa ustanoviteljev v vašem skladu?

Podjetniška ekipa je ključni dejavnik pri naložbenih odločitvah. Ekipa mora imeti izkušnje, sposobnost izvajanja načrtov in biti odprta za povratne informacije. Prednost imajo ekipe z več ustanovitelji, ki pokrivajo različne vidike poslovanja in so sposobni sodelovati ter prepoznati svoje slabosti in jih odpraviti.

v. Kakšne so vaše želje glede oblik financiranja (npr. neposredne naložbe, skupna vlaganja itd.) in strukture kapitala?

Skladi večinoma dajejo prednost neposrednim naložbam v lastniški kapital (angl. equity), vendar so prilagodljivi tudi glede uporabe konvertibilnih posojil ali menic SAFE (angl. Simple Agreement for Future Equity), odvisno od potreb podjetja in pravnih omejitev. Cilj

je zagotoviti najprimernejšo obliko financiranja, ki podjetju omogoča rast in je v skladu z naložbeno strategijo sklada.

- vi. Kako ocenjujete tveganja, povezana z naložbami v regiji Srednje in Vzhodne Evrope? Kako jih upravljate?

Tveganja vključujejo ekipo, tržne priložnosti, regulativne ovire in konkurenco. Skladi ta tveganja obvladujejo s temeljitim skrbnim pregledom, pravnimi preverjanji in vzpostavljanjem tesnih odnosov z lokalnimi podjetji. Dodatno tveganje predstavlja nelikvidnost regije.

- vii. Koliko časa običajno mine od prvega stika s potencialnim podjetjem do končne odločitve o naložbi?

Postopek od prvega stika do končne odločitve o naložbi običajno traja od štiri do osem tednov, lahko pa tudi dlje, odvisno od pripravljenosti podjetja in zapletenosti naložbe. V nekaterih primerih lahko postopek traja tudi več kot šest mesecev, še posebej če gre za podrobno preverjanje in vzpostavljanje dolgoročnih odnosov.

- viii. Kako ocenjujete uspešnost svojih naložb v regiji Srednje in Vzhodne Evrope v primerjavi z drugimi regijami?

Uspešnost naložb v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se ocenjuje na podlagi donosov in rasti podjetij. V primerjavi z drugimi regijami je v CEE večja previdnost pri uporabi kapitala, kar omogoča doseganje podobnih rezultatov z manj sredstvi. Kljub izzivom, kot so omejene možnosti nadaljnjega financiranja, so podjetja v CEE pogosto bolj učinkovita in inovativna.

- ix. Kako se odzivate na spremembe v okolju in kakšen vpliv imajo na vaše naložbene odločitve?

Investicijski skladi nenehno spremljajo trende in spremembe v okolju ter svoje strategije prilagajajo glede na nove priložnosti in izzive. Pomembno je prepoznati prave trende in se izogniti nepotrebnim tveganjem. Med pandemijo so na primer podjetja v sektorjih digitalizacije in dela na daljavo izkoristila nove tržne priložnosti.

- x. Kako se prilagajate regionalnim razlikam in posebnostim pri sprejemanju naložbenih odločitev v različnih državah v regiji CEE?

Skladi se regionalnim razlikam prilagajajo z ustanavljanjem lokalnih pisarn in tesnimi odnosi s podjetji v različnih državah. Zavedajo se kulturnih in pravnih razlik, ki lahko vplivajo na poslovanje, zato svoje pristope prilagajajo glede na posebne razmere v

posamezni državi. Prisotnost lokalnih ekip omogoča boljše spremljanje in podporo portfeljskim podjetjem.

- xi. Kako pomembni so za vas obstoječi prihodki in poslovni model podjetja pri sprejemanju naložbenih odločitev?

Obstoječi prihodki in jasen poslovni model sta ključnega pomena pri sprejemanju naložbenih odločitev. Skladi raje vlagajo v podjetja, ki že ustvarjajo prihodke in imajo preverjen poslovni model, ki omogoča rast in stabilnost prihodkov. Inovativnost poslovnega modela lahko zagotovi dodatne prednosti, zlasti če omogoča boljše marže in ohranjanje strank.

- xii. Kako se odločate o velikosti naložbe?

Velikost naložbe se določi na podlagi potreb podjetja in strateških ciljev sklada. Običajno se ocenijo finančne potrebe podjetja za naslednji dve leti, da se zagotovita stabilnost in sposobnost doseganja ključnih mejnikov. Skladi upoštevajo tudi predloge podjetij, vendar opravijo lastne analize za oceno dejanskih potreb in morebitnih tveganj.

- xiii. Kakšen je vaš pristop k spremljanju in podpori portfeljskih podjetij po investiciji?

Skladi organizirajo redne sestanke s portfeljskimi podjetji, spremljajo ključne kazalnike uspešnosti in zagotavljajo strateško podporo. Prisotnost predstavnikov skladov v upravnih odborih podjetij omogoča tesno sodelovanje in soustvarjanje poslovnih strategij. Poleg formalnih poročil se skladi osredotočajo na praktično pomoč pri rasti in razvoju.

- xiv. Kakšne so vaše izkušnje z izstopom iz naložb v regiji Srednje in Vzhodne Evrope in kakšne strategije uporabljate za izstop?

Izstop iz naložb v regiji Srednje in Vzhodne Evrope je pogosto zahteven zaradi omejenih možnosti za prodajo podjetij. Skladi se osredotočajo na iskanje strateških partnerjev ali finančnih vlagateljev zunaj regije, ki so pripravljeni kupiti deleže podjetij. Priložnosti za IPO so redke, zato so najpogostejši izstopi z združitvami in prevzemi ali prodajo finančnim skladom.

Tabela 2: Citati intervjujev

Vprašanje	Zanimivi citati
1. Kako bi opisali svoj naložbeni pristop in strategijo?	"Vlagamo v podjetja v pre-seed in seed fazi, kar pomeni, da imajo na primer samo minimalni izvedljivi produkt (angl. Minimum Viable Product, v nadaljevanju MVP), vendar še niso začela delovati." "Slovenci spadamo v kontinentalni del Evrope, kar nas uvršča med precej konservativne vlagatelje." "Osredotočamo se na investicije serije A, v določenih regijah; nemško govoreče države, vzhodna Evropa in baltske države." "Osredotočamo se na visokotehnološka podjetja v zgodnjih fazah." "Vlagamo v zagonska podjetja z začetnimi prihodki, ki imajo uveljavljeno ekipo in funkcionalen izdelek."
2. Kateri so ključni dejavniki pri sprejemanju naložbenih odločitev v vašem skladu?	"V resnici gre za tri vprašanja. Ali ste sposobni izvajati idejo? Ali obstaja kdo, ki bo za to plačal, in ali bo trg dovolj velik?" "Prvi in glavni dejavnik je podjetniška ekipa. Želimo ljudi z globalno, svetovljansko miselnostjo." "Ekipa in tržna priložnost, to sta dve stvari, ki preprosto morata obstajati. Če ene od njiju ni, potem ni smiselno vlagati." "Ekipa mora imeti jasno vizijo in sposobnost, da jo uresniči." "Iščemo ekipe, ki so raznolike in pokrivajo vsa področja, od izdelka do prodaje."
3. Kako v vašem skladu poteka postopek ocenjevanja in vrednotenja potencialnih naložbenih priložnosti?	"Podjetja iščemo prek pospeševalnikov, inkubatorjev, predstavitvenih dni različnih organizacij in osebnih predstavitev." "Skladi imajo v bistvu cel proces. Temu se reče paneling oziroma lijačenje." "To je trajen proces, kajne? Opravimo klice in prvo spoznavanje, zastavimo glavna vprašanja." "Analiziramo poslovni model, trg, konkurenčnost in tehnologijo podjetja." "Letno prejmemo približno 400/500 predlogov za naložbe, vendar izvedemo le približno 5 naložb."
4. Kako pomembno je podjetniško vodstvo ali ekipa ustanoviteljev v vašem skladu?	"Vodenje in razumevanje, kam želite pripeljati podjetje, sta ključnega pomena." "Na začetku so vsi deklice za vse ti rabiš strukturo ljudi, ki en drugega dvigujejo." "Želimo videti, da se zavedajo tudi svojih slabosti, saj nihče ne zmore vsega." "Ekipa mora imeti jasno vizijo in sposobnost, da jo izvede." "Želimo ljudi, ki so sposobni uresničiti svoje zamisli."
5. Kakšne so vaše želje glede oblike financiranja (npr. neposredne naložbe,	"Običajno gre za konvertibilno posojilo, konvertibilno zadolžnico. To je bil najpogostejši naložbeni instrument." "Vlagamo prek konvertibilnih posojil, lastniškega kapitala, SAFE, KISS, z različnimi klavzulami, ki so del našega vsakodnevnega poslovanja." "Vsekakor imamo preferenco pri naložbah v lastniški kapital."

se nadaljuje

Tabela 2: Citati intervjujev (nad.)

Vprašanje	Zanimivi citati
5. skupni vložki itd.) in strukture kapitala?	"Najraje imamo neposredne naložbe, vendar smo odprti tudi za druge oblike financiranja." "Najraje imamo najbolj klasične lastniške strukture, kar pomeni, da gre v obliki povečanja kapitala v podjetju."
6. Kako ocenjujete tveganja, povezana z naložbami v regiji Srednje in Vzhodne Evrope? Kako jih upravljate?	"Zelo se zavedamo regulativnih tveganj, kadar gre za podjetja s področja finančnih tehnologij in zdravstva." "Ta tveganja obvladujemo tako, da se osredotočamo na tista, za katera menimo, da jih lahko obvladamo." "Regija ima zelo visoko tveganje nelikvidnosti, podjetje ima, ko pade v situacijo, ko potrebuje nov krog kapitala, zelo omejene možnosti." "Regija ima dodatno tveganje to, da je zelo nehomogena, kar se tiče pretoka in kapitala in dela, se pravi vse države so ločene, vsaka ima svojo zakonodajo. "
7. Koliko časa običajno mine od prvega stika s potencialnim podjetjem do končne odločitve o naložbi?	"Za nas bi rekla, da je to verjetno od štiri do osem tednov, lahko pa smo tudi hitrejši, če je to potrebno." "Mi sebe, kličemo najhitrejši tvegani kapital (venture capital, v nadaljevanju VC) na svetu." "Včasih lahko gradimo odnos tudi tri leta, včasih vlagamo v treh mesecih ali dveh mesecih." "Bolj realno je, da nekoga spoznamo in ga nato spremljamo skozi čas ter ocenimo njegov napredek, preden začnemo vlagati." "Če nekdo pride dobro pripravljen na predstavitev, se lahko o naložbi pogovorimo v šestih mesecih."
8. Kako ocenjujete uspešnost svojih naložb v regiji Srednje in Vzhodne Evrope v primerjavi z drugimi regijami?	"Za nas je uspeh, kadar nam zagonsko podjetje prinese več kot 20-kratnik." "Podjetniki v tej regiji lahko dosežejo enak učinek z manj denarja kot v Londonu ali zahodni Evropi." "Mislim, da so podjetja tukaj kapitalsko učinkovitejša." "Regija je bila dolgo časa zapostavljena z vidika tveganega kapitala, še vedno pa je na voljo bistveno manj kapitala." "In ko primerjamo sebe z drugimi startupi v istem letu, smo mi seveda vedno med najboljšimi v Evropi. " "Možnosti izstopa v regiji so zelo omejene." "Investicije imamo uspešne. Imamo v bistvu manjšo umrljivost startupov kot je povprečje na splošno svetovno. "
9. Kako se odzivite na spremembe v okolju in kakšen vpliv imajo na vaše naložbene odločitve?	"Od leta 2019 vlagamo v infrastrukturo za veriženje blokov in zagonska podjetja s področja tehnologije veriženja blokov." "Vedno vlagamo v nekaj novega, kar pomeni, da vedno vlagamo v nekaj, kar pomeni spremembo." "Vedno iščemo naslednji trend in kako bi lahko vplival na naša portfeljska podjetja."

se nadaljuje

Tabela 2: Citati intervjujev (nad.)

Vprašanje	Zanimivi citati
9. Kako se odzivite na spremembe v okolju in kakšen vpliv imajo na vaše naložbene odločitve?	"V času pandemije je postala zelo priljubljena beseda digitalizacija ali delo na daljavo."
10. Kako se prilagajate regionalnim razlikam in posebnostim pri sprejemanju naložbenih odločitev v različnih državah v regiji CEE?	"Imamo štiri pisarne. V Ljubljani, Zagrebu, Beogradu in Skopju." "V različnih državah imamo lokalne ekipe za upravljanje regionalnih razlik." "Vemo, da moramo biti blizu tem portfeljskim podjetjem ter jih od blizu spremljati in jim pomagati." "Zavedamo se velikih razlik med različnimi narodi v tej regiji in smo se temu ustrezno prilagodili." "Zato si prizadevamo vzpostaviti povezave na vseh trgih srednje in vzhodne Evrope, saj če ne poznate nikogar v moldavskem ali romunskem ekosistemu, je malo verjetno, da bodo ta zagonska podjetja prišla k vam. "
11. Kako pomembni so za vas obstoječi prihodki in poslovni model podjetja pri sprejemanju naložbenih odločitev?	"Verjeti moramo, da lahko zaslužijo denar ter povečajo podjetje in prihodke." "Zelo neradi vlagamo v podjetje, ki nima prihodkov." "Obstoječi prihodki in jasen poslovni model sta pomembna kazalnika potencialnega uspeha." "Radi vidimo, da je podjetje v fazi ustvarjanja začetnih ponavljajočih se prihodkov." "Poslovni model mora omogočati ustvarjanje ponavljajočih se prihodkov."
12. Kako se odločate o velikosti naložbe?	"Za nas je v tej fazi to fiksno. Vemo, da je v naši naložbeni strategiji, da bomo vložili 100.000 evrov." "Nato skupaj s podjetjem strukturiramo in ocenimo, kakšne so njihove dejanske potrebe." "Pregledamo njihove finančne potrebe za naslednji dve leti, da zagotovimo, da imajo dovolj manevrskega prostora." "Običajno pridejo k nam s predlogom, mi pa ocenimo, koliko bo podjetje potrebovalo."

se nadaljuje

Tabela 2: Citati intervjujev (nad.)

Vprašanje	Zanimivi citati
13. Kakšen je vaš pristop k spremljanju in podpori portfeljskih podjetij po investiciji?	"Nismo njihove "varuške", vendar želimo imeti pregled nad njimi." "Spremljanje prek poročanja, prek osebnega srečanja z osebo, biti tam zanje." "Z njimi imamo redna srečanja, ne z vsemi enako, odvisno od stopnje podjetja." "O vsaki pomembni odločitvi se z njimi pogovorimo in jo soustvarjamo."
14. Kakšne so vaše izkušnje z izstopom iz naložb v regiji Srednje in Vzhodne Evrope in kakšne strategije uporabljate za izstop?	"Imeli smo en primer, ko je šlo za prevzem, vendar je bil to prevzem, ki nam ni prinesel nobenega donosa." "Možnosti za izstop v regiji so zelo omejene." "Osredotočamo se na iskanje strateških partnerjev ali finančnih vlagateljev zunaj regije." "Idealen scenarij so strateški partnerji, saj so pripravljeni plačati najboljšo ceno." "Pri izstopih se ne osredotočamo na to regijo. Imamo strategijo iskanja kupcev zunaj regije."

Vir: lastno delo.

4 ANALIZA PROCESA SPREJEMANJA ODLOČITEV V CEE REGIJI

V tem poglavju bom obravnavala proces sprejemanja investicijskih odločitev v skladih tveganega kapitala v CEE regiji. V nasprotju z ZDA in Zahodno Evropo, kjer je ta proces bolj raziskan in dokumentiran, so študije v CEE regiji redke. Svoje ugotovitve sem pridobila predvsem na podlagi opravljenih intervjujev s strokovnjaki s tega področja. V tem poglavju bom obravnavala različne vidike, ki pomembno vplivajo na investicijske odločitve, vključno z naložbenim pristopom in strategijo, ključnimi dejavniki pri odločanju, postopkom ocenjevanja in presoje naložbenih priložnosti, pomen podjetniškega vodstva ali ustanovne ekipe, oblikami financiranja in strukturo kapitala, obvladovanjem tveganj, časovnim okvirjem naložbe, uspešnostjo naložbe, odzivom na spremembe v okolju, prilagajanjem regionalnim razlikam in posebnostim, obstoječimi prihodki in poslovnim modelom, velikostjo naložb, spremljanjem in podporo portfeljskim podjetjem ter izhodnimi strategijami.

4.1 Investicijski pristop in strategija

Naložbeni pristop in strategije skladov tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se kljub svoji raznolikosti pogosto prekrivajo v svojih temeljnih načelih in metodah delovanja. Večina skladov uporablja formalni in strukturirani postopek zbiranja in pregledovanja vlog za financiranje, kar zagotavlja doslednost in preglednost postopka odločanja. Vloge za financiranje se običajno zbirajo na spletnih straneh skladov, kjer morajo vlagatelji izpolniti vnaprej pripravljene vprašalnike. Ti vprašalniki pomagajo skladom hitro oceniti osnovne informacije o predloženih projektih.

Vloge se pregledujejo tedensko na sestankih, ki se jih udeležijo vsi partnerji sklada. Na teh sestankih se odloča o tem, katere vloge bodo podrobneje pregledane. Projekti, ki v postopku napredujejo, se dodelijo principalu, ki vodi nadaljnji skrbni pregled. Ta postopek vključuje začetna srečanja z zagonskimi podjetji, na katerih slednja odgovarjajo na strukturirana vprašanja. Na teh srečanjih se ocenijo ključni vidiki, kot so kakovost in izkušnje ekipe, inovativnost izdelkov in začetni tržni rezultati.

Če se projekt zdi obetaven, sklad pripravi pogoje, v katerih so opisani osnovni pogoji za naložbo. Ti pogoji so pogosto zelo osnovni, saj skladi, ki vlagajo v zgodnjo fazo razvoja, nimajo veliko komercialnih in pravnih zahtev. Če zagonsko podjetje sprejme pogoje iz terminskih listov, se postopek nadaljuje s pripravo dokumentacije in formalizacijo naložbe. Pri skladih, ki vlagajo v zelo zgodnje faze razvoja, je celoten postopek razmeroma hiter in se osredotoča predvsem na osebno preverjanje ekipe in njene ideje.

Skladi se večinoma osredotočajo na naložbe v podjetja v zgodnjih fazah razvoja, pogosto v tehnološkem sektorju. Vlagajo v zagonska podjetja, ki že imajo uveljavljeno ekipo in delujejo izdelki, pogosto z začetnimi prihodki. Nekateri skladi vlagajo tudi v predsemenski fazi, v kateri podjetja morda še nimajo prihodkov, vendar so razvila minimalni izvedljivi izdelek (MVP) in prve tržne rezultate. Geografsko se skladi osredotočajo na regije, kot so zahodni Balkan, nemško govoreče države, vzhodna Evropa, baltske države in celo nekatere post-sovjetske države, z izjemo Rusije.

Višina začetnih naložb se med skladi razlikuje, vendar se običajno giblje med 100.000 in 3 milijoni evrov. Pričakovano trajanje naložb je od pet do sedem let, nato pa skladi običajno iščejo izhodne strategije, kot je na primer prodaja deleža.

Viri za iskanje potencialnih naložb vključujejo prijave prek spletnih strani, aktivno iskanje s strani sklada ter sodelovanje z drugimi investicijskimi skladi, mrežami poslovnih angelov, inkubatorji in pospeševalniki. Skladi sodelujejo na različnih dogodkih, kot so demonstracijski dnevi, na katerih lahko spoznajo obetavna zagonska podjetja. Pomembna dela procesa sta tudi mreženje in sodelovanje z drugimi vlagatelji, ki prinašata dodatne naložbene priložnosti.

Nekateri skladi aktivno iščejo podjetja prek svojih mrež stikov ter sodelujejo z industrijskimi partnerji in drugimi vlagatelji. Ta pristop skladom omogoča dostop do projektov, ki niso del javnih prijavnih postopkov in usmeritev v podjetja z visokim potencialom, ki ustrezajo njihovi naložbeni strategiji.

Slovenci in na splošno CEE regija spadamo v kontinentalni del Evrope, kar nas uvršča med precej konservativne vlagatelje. V nasprotju z ameriškim pristopom, kjer se pogosto uporablja logika "spray and pray", se bolj osredotočamo na temeljit skrbni pregled. Tukajšnji vlagatelji za startupe porabijo bistveno več časa, opravijo preverjanja, referenčne klice in temeljito preverijo vse vidike v ozadju ideje.

"V nasprotju z ameriškim pristopom, kjer je podjetniška kultura globoko vpeta v izobraževalni sistem in življenjski slog, pri nas še vedno prevladujeta obrtništvo in pomanjkanje prave podjetniške kulture. To vpliva na naš naložbeni pristop, ki se osredotoča na temeljit pregled in izbor projektov" meni eden od intervjuvancev.

Naložbeni postopek za sklade vključuje "light due diligence (lahki skrbni pregled)", pri katerem se preverijo osnovne informacije o zagonskem podjetju. Če je zagonsko podjetje uspešno opravilo ta pregled, sledi podrobnejši skrbni pregled. Na tej točki se pripravijo osnovni naložbeni pogoji (angl. head of terms), v katerih so podrobno opredeljeni natančni pogoji naložbe. Če zagonsko podjetje uspešno preide to fazo, se naložba zaključi s pripravo naložbene pogodbe (angl. Articles of Association) in formalizacijo naložbe. Ta postopek zagotavlja, da so vse ključne informacije preverjene in da so pogoji naložbe jasno opredeljeni, preden se sredstva dejansko vložijo.

Skratka, skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope uporabljajo kombinacijo formalnih postopkov in aktivnega iskanja priložnosti, pri čemer se osredotočajo na podjetja v zgodnji fazi razvoja s poudarkom na tehnološkem sektorju. Naložbeni postopek je strukturiran, vendar prilagodljiv, njegov cilj pa je hitro in učinkovito prepoznavanje obetavnih projektov ter zagotavljanje potrebnih sredstev za njihovo rast. Ta pristop zagotavlja, da skladi poleg finančne podpore zagotavljajo tudi strateške nasvete in povezave ter pomagajo podjetjem pri nadaljnjem razvoju in uspehu.

4.2 Ključni dejavniki pri sprejemanju investicijskih odločitev

Ključna dejavnika pri sprejemanju naložbenih odločitev za sklade tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope sta zmanjšanje tveganja in zagotavljanje dolgoročne rasti. Eden najpomembnejših dejavnikov, ki so ga omenili vsi intervjuvanci, je ekipa, ki vodi zagonsko podjetje. Vlagatelji iščejo ekipe z globalno in svetovljansko miselnostjo, ki lahko uresničijo svoje zamisli. Posebej cenjene so raznolike ekipe, ki pokrivajo vsa ključna področja, od razvoja izdelkov do poslovnega razvoja in prodaje. Ustanovitelji morajo imeti ustrezno kombinacijo tehničnih in poslovnih znanj. Ekipa, ki jo sestavljajo izključno poslovneži brez

tehničnega znanja, ali ekipa, ki jo sestavljajo izključno znanstveniki brez prodajnih znanj, je na primer bolj izpostavljena tveganju neuspeha.

Poleg ekipe je pomembna tudi razvojna faza zagonskega podjetja. Zagonsko podjetje mora imeti izdelek, ki je vsaj delno potrjen na trgu (angl. product-market fit), saj to zmanjšuje tveganja za vlagatelje. Če podjetje še nima prihodkov, so tveganja bistveno večja, kar vpliva tudi na nižje vrednotenje podjetja. Ključna vprašanja so, ali izdelek dejansko rešuje problem, ali trg to rešitev potrebuje in kakšne so morebitne omejitve rasti, zlasti pri mednarodni širitvi.

Ključnega pomena je tudi trg na katerem zagonsko podjetje deluje. Trg mora biti dovolj velik in rastoč, da omogoča dolgoročno rast podjetja. Skladi iščejo trge, na katerih obstaja potencial za ustvarjanje velike zgodbe; trg ne sme biti v zatonu. Velikost trga in prihodnji trendi so bistveni za oceno potenciala podjetja.

Konkurenčnost produkta je še en ključni dejavnik. Izdelek mora biti dovolj preprost, da ga je mogoče prodati, vendar dovolj zapleten, da ga ni mogoče zlahka posnemati. Skladi ocenijo, koliko kapitala je konkurenca že zbrala in kako močna je na trgu. Prevelika konkurenca ali popolno pomanjkanje konkurence lahko predstavljata tveganje za uspeh zagonskega podjetja. Izdelek mora omogočati ponovljive prihodke, kar pomeni, da stranke izdelek kupijo večkrat, kar zagotavlja stabilen in dolgoročen prihodek.

Poleg tega skladi ocenjujejo, ali obstaja dovolj velika baza strank, da se zagotovi donosnost naložb. Skladi ocenjujejo tudi, ali podjetje razume potrebne ukrepe za doseg svojih ciljev in zagotovitev nadaljnjega financiranja. Bistveni so strategija podjetja, jasno opredeljeni koraki in zavedanje, kaj je potrebno za uspešno rast in naslednji krog financiranja. Če ima podjetje na primer minimalni izdelek, ki lahko preživi in načrt, da v 12 mesecih doseže naslednjo razvojno fazo, je pomembno, da razume, kako bo doseglo te cilje.

Nazadnje so pomembni tudi naložbeni pogoji (angl. term sheet). Pogoji morajo biti usklajeni s pričakovanji sklada glede vrednotenja in možnosti rasti podjetja. Skladi morajo verjeti, da lahko podjetje ob trenutnem vrednotenju dovolj zraste, da bo poplačalo naložbo in ustvarilo dobiček. Če pogoji niso ustrezni, investicija ne bo izvedena.

Če povzamemo, so ključni dejavniki pri sprejemanju naložbenih odločitev kakovost in sposobnosti ekipe, razvojna stopnja izdelka, velikost in rast trga, konkurenčnost izdelka, ponovljivost prihodkov, tržne priložnosti in ustrezni naložbeni pogoji. Ti dejavniki skupaj omogočajo skladom, da zmanjšajo tveganja in povečajo možnosti za uspeh svojih naložb.

4.3 Proces ocenjevanja in presoje potencialnih investicijskih priložnosti

Postopek ocenjevanja in vrednotenja potencialnih naložbenih priložnosti v skladih tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope je temeljit in večplasten ter je

zasnovan tako, da pred sprejetjem odločitve o naložbi zagotovi skrbno preučitev vsakega potencialnega zagonskega podjetja.

Skladi imajo celoten postopek, ki se imenuje paneling ali filtriranje. Tedensko prejmejo številne vloge, pogosto več kot 20, kar zahteva sistematičen pristop k pregledu. Ekipe se običajno prijavijo prek spletnih strani, neposrednih stikov na dogodkih ali neposrednih stikov, na katere naletijo. Zagonska podjetja morajo izpolniti osnovni vprašalnik in predložiti svojo predstavitev (angl. pitch deck). Ta dokumentacija se nato pregleda, da se oceni, ali zagonsko podjetje izpolnjuje osnovna merila sklada: ali gre za izvedljivo naložbo v zagonsko podjetje, ali ustreza tveganemu kapitalu ali angelskemu investiranju. Če ustreza, preverijo, v kateri sektor jo je mogoče uvrstiti.

Če se zdi zagonsko podjetje zanimivo, se dodeli principal (vodja), ki opravi poglobljen razgovor z ekipo zagonskega podjetja. Razgovor je strukturiran, vključuje vnaprej določena vprašanja, odgovori pa se dokumentirajo in posredujejo vsem partnerjem sklada. Po začetnem razgovoru vsi partnerji na tedenskih sestankih razpravljajo o ugotovitvah, da bi ocenili, ali je projekt primeren za nadaljnji pregled.

Naslednja faza vključuje podrobnejšo analizo, v kateri se ocenijo poslovni model, tržne projekcije in naložbene zahteve. Prav tako se opravi pregled (angl. background check) ustanoviteljev, da se preverita njihova zgodovina in zanesljivost. Če je zagonsko podjetje uspešno opravilo te ocene, se pripravi terminski list (angl. term sheet), v katerem so opisani ključni pogoji za naložbo. Ko je listina s pogoji podpisana, se začne postopek transakcije, ki lahko traja nekaj časa.

Med postopkom ocenjevanja se skladi osredotočijo na več ključnih področij. Najprej se oceni kakovost ekipe, s čimer se zagotovi, da imajo ustanovitelji pravo kombinacijo tehničnih in poslovnih znanj. Ocenjuje se tudi razvojna faza izdelka, pri čemer je poudarek na tem, ali ima zagonsko podjetje vsaj delno potrjen product-market fit, saj to zmanjšuje tveganja.

Skladi analizirajo tudi trg na katerem zagonsko podjetje deluje. Trg mora biti velik in rastoč, da lahko podpira dolgoročno rast podjetja. Pomembno je tudi, da izdelek omogoča ponavljajoče se prihodke, kar zagotavlja stabilnost in dolgoročno vzdržnost poslovnega modela.

Poleg tega se oceni konkurenčnost izdelka, pri čemer se upošteva, ali je izdelek enostaven za prodajo, vendar dovolj zapleten, da preprečuje enostavno replikacijo. Pomembna dejavnika sta tudi znesek kapitala, ki so ga konkurenti že zbrali in njihova tržna moč.

Ključnega pomena je tudi spremljanje podjetij po naložbi, ki vključuje stalno spremljanje in nadzor. Skladi izvajajo redne preglede, spremljajo napredek in zagotavljajo, da podjetja izpolnjujejo zastavljene cilje. Celoten postopek je zasnovan tako, da zagotavlja skrbno in

temeljito oceno vsakega potencialnega zagonskega podjetja, kar skladom omogoča sprejemanje informiranih in premišljenih naložbenih odločitev.

4.4 Pomembnost podjetniškega vodstva oz. ustanoviteljske ekipe

Podjetniško vodstvo ali ustanoviteljska ekipa je eden ključnih dejavnikov, ki jih skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope ocenjujejo pri sprejemanju naložbenih odločitev. Uspeh v zgodnjih fazah razvoja podjetja je v veliki meri odvisen od sposobnosti in izkušenj ustanoviteljev, saj podjetja v tej fazi pogosto nimajo številnih drugih konkretnih elementov.

Ena od ključnih lastnosti, ki jih skladi iščejo, je sposobnost ekipe, da izpelje svojo zamisel. Ekipa mora biti učljiva in prilagodljiva, sposobna hitrega odzivanja na spremembe in potrebe trga. Pomembno je, da niso preveč navezani na eno samo zamisel, temveč so pripravljeni na preobrat, če se izkaže, da prvotna zamisel ni prava. Skladi zelo cenijo ekipe s preteklimi izkušnjami, zlasti tiste, ki so sodelovale pri ustanavljanju zagonskih podjetij, tudi če ta niso uspela, saj to dokazuje sposobnost učenja na napakah.

Poleg izkušenj je pomembno, da ima ekipa globalen in kozmopolitski način razmišljanja. Ekipa ustanoviteljev mora biti sposobna delovati na globalnem trgu, kar vključuje razumevanje različnih kulturnih in poslovnih praks. Ekipa mora pokrivati vsa ključna področja, od razvoja izdelkov do poslovnega razvoja in prodaje. Raznolika ekipa, ki združuje različna znanja in spretnosti ter poglede, je ključnega pomena za uspeh. To vključuje kombinacijo tehničnih in poslovnih znanj, saj ekipa, ki jo sestavljajo samo tehnični strokovnjaki ali samo poslovni strokovnjaki, pogosto nima celovitih kompetenc, potrebnih za uspeh.

Pomembna lastnost je tudi pripravljenost za sodelovanje z vlagatelji. Ustanovitelji morajo biti odprti za povratne informacije in pripravljeni sodelovati z vlagatelji, ki bodo zagotovili nasvete in podporo. To vključuje pripravljenost sprejeti konstruktivno kritiko in prilagoditi svojo strategijo na podlagi povratnih informacij.

Ambicioznost ekipe je še en pomemben dejavnik. Skladi iščejo ekipe, ki so pripravljene na dolgo in zahtevno podjetniško pot ter imajo vizijo dolgoročnega uspeha. Cilj ni hitro prodati podjetje za razmeroma majhen znesek, temveč zgraditi podjetje, ki bo v daljšem obdobju ustvarjalo znatne donose.

Skladi cenijo tudi ekipo, ki se zaveda svojih slabosti in jih dopolnjuje z drugimi člani ekipe. Na primer, ekipa treh poslovnih strokovnjakov bo verjetno potrebovala tehničnega strokovnjaka, medtem ko bo ekipa treh znanstvenikov potrebovala nekoga z izkušnjami na področju prodaje in poslovnega razvoja. Dobro uravnotežena ekipa, ki združuje različna znanja in izkušnje, je bistvena za uspeh podjetja.

Ključnega pomena je, da ekipe ne sestavlja preveč ustanoviteljev. Idealno število je med dvema in štirimi, saj to omogoča boljšo porazdelitev odgovornosti in zagotavlja bolj obvladljivo lastniško strukturo. Na začetku so vsi člani ekipe "mojstri vseh poklicev", zato je pomembno, da vsak član prispeva svoje znanje in podpira druge. En član je vodja, drugi ga podpira, tretji se osredotoča na razvoj, četrti pa vzdržuje kulturo in zagotavlja psihološko podporo ekipi. Takšna struktura ekipe omogoča učinkovito delovanje in prilagajanje spreminjajočim se razmeram.

Podjetniško vodenje je torej ključnega pomena, vendar skladi ne izključujejo samostojnih ustanoviteljev ali tehnično usmerjenih ekip. Pomembno je, da ustanovitelji prepoznajo svoje slabosti in jih dopolnijo z drugimi člani ekipe. Skladi iščejo ekipe, ki so pripravljene na izzive podjetniške poti ter imajo jasno vizijo in strategijo za doseganje dolgoročnih rezultatov.

Če povzamemo, je podjetniško vodstvo ali ustanoviteljska ekipa ključni dejavnik pri sprejemanju naložbenih odločitev. Pomen ekipe se odraža v njeni sposobnosti izvedbe ideje, prilagodljivosti, pripravljenosti na učenje in sodelovanje ter raznolikosti znanj in izkušenj. Skladi iščejo ekipe, ki lahko premagajo izzive in dosežejo dolgoročni uspeh.

4.5 Oblike financiranja in struktura kapitala

Skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope uporabljajo različne oblike financiranja, od neposrednih naložb do konvertibilnih posojil, ki se prilagajajo potrebam in okoliščinam posameznih podjetij. Skladi so prilagodljivi pri izbiri oblike financiranja, da bi zagotovili najboljšo možno podporo rasti podjetja.

En sklad navaja, da ima dve standardni vrsti poslov. Za manjše zneske, kot je na primer 100.000 evrov za desetodstotni lastniški delež, v pospeševalniku uporabljajo preprosto in standardizirano strukturo. Pri večjih zneskih, zlasti kadar podjetja že imajo product-market fit in hitro rastoče prihodke, raje uporabljajo konvertibilna posojila. Ta omogočajo, da se posojilo v naslednjem krogu financiranja pretvori v lastniški kapital. Ta pristop je prilagodljiv in skladom omogoča, da se prilagodijo tržnim razmeram in potrebam podjetja. Pri podjetjih z znatnimi prihodki se skladi pogajajo o vrednotenju in zneskih naložb. Prav tako je pomembno, da imajo podjetja druge vlagatelje, saj se s tem zmanjša tveganje za sklad.

Drug sklad daje prednost klasičnim lastniškim strukturam, kar pomeni kapitalizacijo podjetja. Če to ni mogoče, uporabijo alternative, kot so konvertibilna posojila ali obveznice SAFE, ki so podobne konvertibilnim posojilom, vendar brez fiksnega konverzijskega faktorja. Ta pristop jim zagotavlja prilagodljivost pri financiranju podjetij.

Tretji sklad prav tako uporablja različne oblike financiranja, vključno z neposrednimi kapitalskimi naložbami, konvertibilnimi posojili in obveznicami SAFE. V preteklosti so

dajali prednost konvertibilnim posojilom, saj so obveznice SAFE bolj prilagojene ameriški zakonodaji, ki lahko omejuje nadzor sklada nad naložbo. V zadnjem času pa so obveznice SAFE vse bolj prilagojene evropskemu trgu, zaradi česar so privlačnejše za evropske sklade.

Četrty sklad daje prednost neposrednim naložbam v lastniški kapital. V preteklosti so uporabljali tudi konvertibilna posojila, v zadnjem času pa se osredotočajo skoraj izključno na naložbe v lastniški kapital.

Peti sklad je v celoti odprt za različne oblike financiranja, vključno s konvertibilnimi posojili, lastniškim kapitalom, SAFE, KISS (Keep It Simple Security) in drugimi. Vsaka od teh metod ima svoje prednosti in posebnosti, odvisno od potreb podjetja in tržnih razmer. Poleg tega v pogodbe vključujemo različne klavzule, kot so prednostne pravice do likvidacije, pravice do podaljšanja in označitve ter druge, ki zagotavljajo varnost in donosnost naložb.

Vlagatelj pogosto predlaga obliko financiranja, saj je pomembno, kako je ta obdavčena. Zlasti kadar se ekipe selijo, je ključno, da je struktura financiranja prilagojena njihovim potrebam. Slovenija je zaradi zakonodaje o strukturi podjetij manj ugodna za naložbe. Družba z omejeno odgovornostjo (d. o. o.) je manj primerna, medtem ko je delniška družba (d. d.) predraga. Idealna rešitev bi bila "vitka delniška družba". Ker tujci zaradi dolgotrajnih postopkov pri notarju in drugih ovir težko investirajo v Slovenijo, se pogosto odločijo za enega od mehanizmov, kot so konvertibilna posojila, SAFE, napredna naročniška pogodba (ASA-Advanced Subscription Agreement) in drugi, ki omogočajo pretvorbo v lastniški kapital v kasnejši fazi.

Če povzamemo, so skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope fleksibilni glede oblike financiranja in strukture kapitala. Čeprav nekateri skladi jasno dajejo prednost neposrednim naložbam v lastniški kapital, jih veliko uporablja tudi konvertibilna posojila in obveznice SAFE, kar jim omogoča prilagajanje potreb posameznih podjetij in tržnim razmeram. Ključno je, da lahko svojo strategijo prilagodijo glede na posebne okoliščine posamezne naložbe.

4.6 Tveganja povezana z investicijami v CEE regiji in njihovo obvladovanje

Skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se soočajo z različnimi tveganji, povezanimi z vlaganjem v podjetja v zgodnji fazi razvoja. Nekatera tveganja so značilna za to regijo, mnoga pa so podobna tistim, s katerimi se srečujejo v drugih delih sveta. Glavna tveganja, ki jih navajajo skladi, so povezana z ekipo, trgom, konkurenco, regulativnimi vprašanji in likvidnostjo.

Tveganja so visoka, ker so naložbe po naravi tvegane, kar je značilno za sklade tveganega kapitala. Za sklad je ključnega pomena, da doseže vsaj trikratno donosnost naložbe. Tveganja se zmanjšujejo tudi s podrobnim poročanjem in spremljanjem podjetij po naložbi. Pomembno je, da se med skrbnim pregledom ugotovi čim več tveganj, vključno s tveganji,

povezanimi z ekipo, trgom, izdelkom in vstopom na trg. To pomaga skladom pri sprejemanju bolj informiranih in premišljenih naložbenih odločitev ter dolgoročnemu obvladovanju tveganj.

Tveganja povezana z ekipo so zelo pomembna, saj je uspeh podjetij v veliki meri odvisen od sposobnosti, izkušenj in prilagodljivosti ekipe. Ena največjih skrbi je možnost, da ekipa razpade ali da ne bo mogla izvesti poslovnega načrta. Skladi zato temeljito preverjajo preteklost članov ekipe, vključno z referencami in njihovo sposobnostjo prilagajanja. Ključnega pomena je, da ekipa ni sposobna le izvesti prvotne zamisli, temveč tudi prilagoditi strategijo, če se prvotna zamisel izkaže za neuspešno. Sposobnost preobrata in prilagajanja je bistvena za zmanjšanje tveganj, povezanih z ekipo.

Tveganja, povezana s trgom in konkurenco, vključujejo pomanjkanje likvidnosti in omejene možnosti za zbiranje dodatnega kapitala. Konkurenca je lahko huda, kar povečuje tveganje neuspeha. Skladi ocenijo velikost in rast trga ter analizirajo konkurenčno okolje, da bi bolje razumeli morebitne ovire in priložnosti. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope so trgi pogosto manj likvidni in bolj razdrobljeni, kar predstavlja dodatne izzive za podjetja, ki iščejo dodatno financiranje. Omejene možnosti za zbiranje dodatnega kapitala lahko predstavljajo resno tveganje za podjetja, ki potrebujejo stalne naložbe za rast.

Regulativna tveganja v regiji CEE so specifična zaradi različnih pravnih in finančnih okvirov v posameznih državah. Skladi se soočajo z izzivi, povezanimi s heterogenostjo trga, različnimi zakoni in valutnimi tveganji. Ta tveganja se obvladujejo z najemanjem lokalnih pravnih svetovalcev in izvajanjem temeljitih pravnih skrbnih pregledov. Za podjetja v reguliranih sektorjih, kot sta fintech in zdravstvena tehnologija, je pomembno zagotoviti skladnost z lokalnimi zakoni in predpisi. Skladi pogosto sodelujejo z lokalnimi pravnimi podjetji, ki izvajajo podrobne pravne preglede za zagotovitev skladnosti. Regulativna tveganja se obvladujejo tudi z vključevanjem svetovalcev iz določenih industrijskih sektorjev, ki lahko zagotovijo strokovna mnenja o skladnosti z zakonodajo.

Likvidnostna tveganja so v regiji Srednje in Vzhodne Evrope večja, saj podjetja pogosto nimajo dostopa do velikega števila skladov za nadaljnje financiranje. Omejene možnosti za pridobivanje dodatnega kapitala lahko predstavljajo resno tveganje za podjetja, ki potrebujejo stalne naložbe za rast. Skladi ta tveganja obvladujejo tako, da skrbno načrtujejo finančne potrebe podjetij in zagotavljajo, da imajo jasen načrt za zbiranje dodatnega kapitala. Pomembno je, da podjetja vnaprej načrtujejo svoje finančne potrebe in strategije za zbiranje dodatnih sredstev. Skladi se pogosto osredotočajo na podjetja, ki so že dosegla določeno stopnjo privlačnosti in lahko pritegnejo dodatne vlagatelje, s čimer se zmanjša tveganje nelikvidnosti.

Skladi uporabljajo različne metode za ocenjevanje in obvladovanje tveganj. To vključuje temeljite skrbne preglede, obiske podjetij, sestanke z ekipami, ocenjevanje izdelkov in preverjanje zadovoljstva strank. Skladi pogosto uporabljajo konvertibilna posojila ali

zadolžnice SAFE, ki v zgodnjih fazah razvoja zagotavljajo prilagodljivost in zmanjšujejo tveganje. Ti načini financiranja skladom omogočajo, da se hitro odzovejo na potrebe podjetij in prilagodijo svoje naložbe glede na spreminjajoče se tržne razmere.

Kljub posebnim tveganjem, povezanim z regijo, skladi menijo, da ima regija Srednje in Vzhodne Evrope prednosti, kot so primernejše vrednotenje podjetij v zgodnji fazi v primerjavi z drugimi regijami. To skladom omogoča, da vlagajo v podjetja s potencialom rasti brez pretiranega tveganja. Vrednotenja v regiji Srednje in Vzhodne Evrope so običajno bolj realna, kar zmanjšuje tveganje preplačila za lastniške deleže v zgodnjih fazah razvoja podjetja.

Če povzamemo, skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope ocenjujejo in upravljajo tveganja s kombinacijo temeljitih pregledov, prožnih finančnih instrumentov in strateškega pristopa k upravljanju tveganj. To zagotavlja, da njihove naložbe prinašajo dolgoročne donose kljub specifičnim izzivom regije.

4.7 Časovni okvir investicije

Časovni okvir od prvega stika s potencialnim podjetjem do končne odločitve o naložbi se med skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope razlikuje, kar je odvisno od različnih dejavnikov, kot so pripravljenost podjetja, obseg potrebnega skrbnega pregleda in stopnja zanimanja sklada.

Eden od skladov se ponaša s hitrim postopkom odločanja, saj želi potencialnim podjetjem v enem mesecu posredovati ponudbo ali dokončen odgovor. Vendar lahko končna izvedba naložbe, ki vključuje administrativne postopke, kot je registracija podjetja, traja nekoliko dlje. Sklad si prizadeva, da bi podjetjem v enem mesecu dal jasno sliko o tem, ali bodo prejela ponudbo za naložbo.

Drug sklad poudarja, da je njegov cilj izvesti naložbo v šestih mesecih, če je podjetje dobro pripravljeno in ima organizirane postopke. Kljub temu je bolj običajno, da skladi spoznajo podjetje in ga spremljajo dlje časa, preden sprejmejo odločitev o naložbi. Ta pristop omogoča skladu, da bolje razume podjetje in njegovo rast, kar poveča možnosti za uspešno naložbo. Sklad lahko spremlja podjetje leto ali več, preden se odloči za naložbo, kar omogoča bolj poglobljeno oceno in zmanjšanje tveganja.

Tretji sklad ugotavlja, da tipičnega časovnega okvira ni, saj lahko postopek traja od nekaj mesecev do več let. Najhitrejša naložba so bile zaključene v dveh mesecih, vendar so to izjeme. V skladu poudarjajo, da včasih gradijo odnos s podjetjem več let, preden se odločijo za naložbo. V izjemnih primerih so naložbe zaključili v dveh do treh mesecih, vendar je to redko. Na splošno postopek vključuje postopno spoznavanje podjetja, spremljanje njegove rasti ter redno ocenjevanje njegovih potreb in dosežkov. Sklad tudi omenja, da se lahko

odloči za hitrejšo naložbo, če podjetje kaže izjemno obetavne rezultate ali če nujno potrebuje hitro financiranje.

Četrty sklad ocenjuje, da njihov postopek traja od štiri do osem tednov, izvedejo pa približno deset do dvanajst naložb na leto. Čeprav lahko postopek traja dlje v primerih, ko se podjetje reorganizira ali spreminja svojo pravno strukturo, si običajno prizadevajo zaključiti naložbe v dveh mesecih. Pomembno je tudi upoštevati, da lahko pride do zamud zaradi asimetrije informacij ali drugih dejavnikov, ki vplivajo na hitrost dokončanja posla.

Peti sklad poudarja, da je časovni okvir zelo odvisen od pripravljenosti zagonskega podjetja. Najkrajši posel, ki so ga sklenili, je bil zaključen v 14 dneh od prvega stika do izvedbe naložbe, vključno s podpisom in prenosom sredstev. Vendar lahko postopek traja tudi do enega leta, odvisno od pripravljenosti podjetja. Ključno je, da je zagonsko podjetje pripravljeno na naložbe, kar pa v regiji Srednje in Vzhodne Evrope pogosto ni tako. Zagonska podjetja pogosto ne razumejo, kako pripraviti podjetje na hitro rast in zagotavljanje naložb. Miselnost, da mora biti vse zastoj, je globoko zakoreninjena, zaradi česar se podjetja težko razvijajo na način, ki bi pritegnil vlagatelje. To pomanjkanje ambicij in lenoba ustanoviteljev sta problematična zlasti v Sloveniji, kjer zagonska podjetja niso dovolj ambiciozna, da bi bila deležna širšega svetovnega interesa.

Če povzamemo, se časovni okvir od prvega stika s potencialnim podjetjem do končne odločitve o naložbi med skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope razlikuje. Nekateri skladi si prizadevajo sprejeti odločitev v enem mesecu, drugi pa potrebujejo več časa za temeljito oceno in zmanjšanje tveganja. V povprečju je časovni okvir za končno odločitev od dveh do šestih mesecev, odvisno od posebnih okoliščin in pripravljenosti podjetja.

4.8 Uspešnost investicij v CEE regiji

Uspešnost naložb v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se pogosto ocenjuje na podlagi primerjav z drugimi regijami, kot sta Zahodna Evropa in ZDA. Skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope poudarjajo, da ima regija določene prednosti in izzive, ki vplivajo na uspešnost njihovih naložb.

En sklad je opravil analizo znanstvenih člankov, v katerih je primerjal donose skladov tveganega kapitala z različnimi strategijami in na različnih stopnjah razvoja. Ugotovili so, da skladi v regiji Srednje in Vzhodne Evrope dosegajo podobne donose kot skladi v Zahodni Evropi. Pomembno je, da so vrednotenja zagonskih podjetij v regiji Srednje in Vzhodne Evrope pogosto videti bolj realna v primerjavi z ZDA, kjer so lahko vrednotenja pretirano visoka. To skladom omogoča, da vlagajo v podjetja brez tveganja preplačila, s čimer se povečajo možnosti za doseganje donosov. V ZDA je na primer običajno, da zagonska podjetja brez prihodkov prejmejo večmilijonske naložbe na podlagi zelo visokih vrednotenj. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope so vrednotenja bolj razumna, kar pomeni, da vlagatelji

dobijo boljše pogoje za svoj kapital in lahko dosežejo boljše donose, če se zagonsko podjetje uspešno razvija.

Drugi sklad poudarja, da je bila regija Srednje in Vzhodne Evrope dolgo zapostavljena z vidika dostopa do tveganega kapitala, kar pomeni, da je kapitala še vedno premalo, zlasti v poznejših fazah razvoja podjetja, kot so krogi serije A in faze rasti. To pomanjkanje kapitala je povzročilo, da so podjetniki v regiji Srednje in Vzhodne Evrope bolj previdni s svojim kapitalom in z manj denarja dosegajo enake rezultate kot podjetniki v Zahodni Evropi. To pomeni, da so zagonska podjetja v regiji Srednje in Vzhodne Evrope bolj učinkovita pri uporabi kapitala, kar je pozitivno za vlagatelje, saj je denar bolje izkoriščen. Zaradi manjše konkurence med vlagatelji je tudi manjši pritisk na zviševanje vrednotenja, kar še dodatno izboljša pogoje za vlagatelje.

Tretji sklad ugotavlja, da je še prezgodaj za končno oceno uspeha, saj se starost njihovega prvega sklada približuje sedmim letom in šele začenjajo strukturirano pristopati k izstopom. Vendar pa ne opažajo bistvenih razlik v uspešnosti med regijo CEE in drugimi regijami. Na tej stopnji ni dovolj podatkov za končno oceno, vendar trenutni kazalniki ne kažejo bistvenih razlik v donosnosti.

Četrty sklad poudarja, da se v regiji CEE manj govori o izstopih z IPO v primerjavi z Zahodno Evropo in ZDA, kjer so združitve in prevzemi (Mergers and acquisitions, v nadaljevanju M&A) bolj pogosti. Zanje je uspešen izstop tisti, ki prinaša več kot 20-kratno donosnost naložbe. Izhodi, ki prinašajo 1- do 3- kratni donos, se ne štejejo za uspešne, saj ne zagotavljajo želene donosnosti naložbe. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope se pogosto osredotočajo na združitve in prevzeme kot glavno strategijo izstopa, kar je posledica manjšega trga za javne ponudbe delnic in manjše zrelosti kapitalskih trgov v regiji.

Peti sklad poudarja, da imajo uspešne naložbe. V primerjavi s svetovnim povprečjem imajo nižjo stopnjo umrljivosti zagonskih podjetij, kar pripisujejo skrbnim postopkom, ki jih izvajajo. Čeprav so njihove naložbe manj vredne, če ostanejo lokalne, morajo slovenska podjetja za doseganje večje vrednosti in uspeha oditi v tujino. Domača podjetja v Sloveniji nimajo velike kupne moči, kar pomeni, da je njihov izziv bolj zakonodajni in ekonomski kot pa s samimi zagonskimi podjetji. Isto zagonsko podjetje, ki bi ga v Sloveniji lahko prodali za 50 milijonov evrov, bi lahko v ZDA prodali za 500 milijonov evrov. To je preprosta matematika. Zato je izziv, kako učinkovito prenesti naložbe na druge trge, da bi postali konkurenčni igralci vsaj na ravni celine, če ne širše, na svetovni ravni.

Na splošno skladi tveganega kapitala v CEE regiji ocenjujejo, da regija ponuja primerljive priložnosti za donosne naložbe kot druge regije, čeprav se soočajo s posebnimi izzivi, kot sta pomanjkanje kapitala in manjše število izhodov z IPO. Kljub tem izzivom ostajajo vrednotenja zagonskih podjetij v regiji Srednje in Vzhodne Evrope bolj realistična, kar skladom omogoča, da vlagajo v podjetja brez tveganja preplačila in dosežejo želeni donos.

Poleg tega so podjetniki v regiji Srednje in Vzhodne Evrope zaradi zgodovinsko omejenih sredstev pogosto previdnejši in učinkovitejši pri uporabi kapitala, kar lahko privede do bolj trajnostnih poslovnih modelov in večje donosnosti naložb. To prispeva k splošni pozitivni oceni uspešnosti naložb v regiji Srednje in Vzhodne Evrope v primerjavi z drugimi, bolj nasičenimi trgi.

4.9 Odziv na spremembe v okolju in njihov vpliv na investicijske odločitve

Skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se nenehno prilagajajo spremembam v okolju, saj te pomembno vplivajo na njihove naložbene odločitve. Spremljanje trendov, izobraževanje in natančna ocena dejanske vrednosti podjetij so ključni elementi njihovega pristopa.

Eden od skladov poudarja, da je trenutno najmočnejši trend v panogi umetna inteligenca. Opazili so veliko vznemirjenja okoli umetne inteligence, saj se skoraj vsako zagonsko podjetje poskuša predstaviti kot podjetje, ki se ukvarja z umetno inteligenco. Vendar pa sklad meni, da je v tej zmešnjavi nekaj podjetij, ki bodo dejansko uspešna. Njihova naloga je prepoznati ta podjetja, ki imajo resnično vrednost in jih ločiti od tistih, ki zgolj sledijo trendu brez trdnih temeljev. To dosegajo s sistematičnim spremljanjem tehnoloških trendov in izobraževanjem svoje ekipe o umetni inteligenci in drugih pomembnih tehnologijah. V svoji ekipi imajo strokovnjake, ki se izobražujejo na področjih, kot sta umetna inteligenca in čiste tehnologije, kar jim omogoča boljše razumevanje in ocenjevanje potencialnih naložb. Poleg tega imajo med postopkom skrbnega pregleda vnaprej pripravljena tehnična vprašanja, s katerimi ocenijo resnično razumevanje tehnologije med podjetniki. Ta vprašanja hitro razkrijejo, ali podjetniki dejansko razumejo umetno inteligenco ali pa to oznako uporabljajo le zaradi njene trenutne priljubljenosti.

Drug sklad poudarja, da je vlaganje v nove tehnologije in inovacije že 17 let osrednji del njihove strategije. Zavedajo se, da je prepoznavanje novih trendov in razlikovanje med resničnimi priložnostmi in pretiravanjem ključnega pomena. Med pandemijo COVID-19 so imeli portfeljska podjetja, ki so se ukvarjala z digitalizacijo in delom na daljavo, kar je postalo zelo pomembno. Ta podjetja so lahko izkoristila priložnosti, ki jih je prinesla pandemija. Sklad meni, da mora biti vedno na preži in pripravljen na prepoznavanje novih trendov, hkrati pa paziti, da ne podleže učinku strahu pred zamujenim (angl. Fear of Missing Out, v nadaljevanju FOMO), ko bi vlagali v vsako novost samo zaradi njene priljubljenosti. Nenehno izobraževanje o novih tehnologijah in spremljanje tržnih priložnosti sta ključ do njihovega uspeha.

Tretji sklad navaja, da se vedno sprašuje, ali podjetje, v katerega vlaga, trenutno uživa prednosti (angl. tailwind) ali ovire (angl. headwind) na trgu. Pomembno je razumeti, ali njihov izdelek rešuje resničen problem ali je le "nice to have". Razmere na trgu se spreminjajo in tisto, kar je bilo zelo pomembno pred nekaj leti, morda danes nima več enakega vpliva. Sklad oceni, kako se njihov izdelek dojema na trenutnem trgu in ali še vedno

rešuje trenutne težave. Orodja za delo na daljavo so na primer zaradi pandemije močno pridobila na pomenu, danes pa se postavlja vprašanje, ali so ta orodja še vedno tako pomembna. Sklad analizira, ali lahko podjetja izkoristijo trenutne trende in kako trajnostni so njihovi poslovni modeli v spreminjajočem se okolju.

Četrti sklad izpostavlja, da se njihovi temeljni procesi niso bistveno spremenili niti po padcih na trgu. Že od samega začetka niso vlagali v zgolj ideje na papirju, temveč so opravili temeljit skrbni pregled. Pomembno je spremljati tržne signale in panogo, v katero vstopa zagonsko podjetje ter zagotoviti, da vlagajo v projekte z resnično uporabnostjo in poslovnim potencialom. Od leta 2019 vlagajo v infrastrukturo in tehnologijo blockchain, kljub padcem vrednosti kriptovalut. V svoje naložbe verjamejo, ker imajo dobro opredeljeno strategijo in razumejo dolgoročne potenciale. Spremembe na trgu, kot so padci vrednosti kriptovalut, niso bistveno vplivale na njihovo strategijo, saj vlagajo v projekte z dolgoročnim potencialom. Priznavajo, da tržne razmere vplivajo na njihovo zmožnost zbiranja sredstev za nove naložbe, vendar njihova osnovna naložbena strategija ostaja nespremenjena.

Peti sklad poudarja, da so vedno v fazi vzhičenosti "hype", pri čemer je trenutni trend umetna inteligenca. Ključnega pomena je, da se od trenda ločijo prave priložnosti. Njihova naloga je izločiti slabe ideje in prepoznati, kje obstaja pravi potencial umetne inteligence. Ta sklad je podobne trende že prej opazil pri blockchainu in kriptovalutah. Trenutno je najzanimivejše področje hrana, predvsem zaradi nenehnih kriz. Bistveno je, da sklad podpira prave projekte in ne sledi slepo vsakemu trendu.

Na splošno skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope svoje naložbene odločitve prilagajajo na podlagi sprememb v okolju, pozorno spremljajo trende, izobražujejo svoje ekipe in izvajajo temeljite skrbne preglede. Ta pristop jim omogoča, da prepoznajo prave priložnosti in se izognejo tveganjem, povezanim z začasnimi modnimi muhami. Tako lahko sprejemajo premišljene in strateške odločitve, ki temeljijo na poglobljenem razumevanju trenutnih in prihodnjih tržnih razmer.

4.10 Prilagajanje regionalnim razlikam in posebnostim v različnih državah CEE regije

Prilagajanje regionalnim razlikam in posebnostim je ključnega pomena za uspešno delovanje skladov tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope. Vsak sklad se prilagaja na različne načine glede na posebne zahteve in pogoje, s katerimi se sooča.

Eden od skladov je odgovoren za razvoj hrvaških zagonskih podjetij, zato morajo podjetja izpolnjevati posebne pogoje, da postanejo hrvaška zagonska podjetja. To pomeni, da morajo ustanoviti podjetje na Hrvaškem in tam zaposliti ljudi. Ta pristop je še posebej učinkovit v zgodnjih fazah razvoja zagonskih podjetij, ko podjetja pogosto iščejo kapital in so pripravljena izpolniti te pogoje. V zgodnjih fazah je več zagonskih podjetij pripravljenih sprejeti zahtevo po ustanovitvi podjetja na Hrvaškem in zaposlovanju lokalnih delavcev, saj

se soočajo s težavami pri zagotavljanju kapitala in so pripravljena prilagoditi svojo strukturo, da bi pridobila financiranje. Vendar to postane večji izziv v poznejših fazah razvoja, ko imajo podjetja že vzpostavljene dejavnosti v drugih državah. Podjetja z več zaposlenimi in bolj uveljavljenimi dejavnostmi v drugih državah se težje prilagodijo zahtevam selitve celotnega poslovanja na Hrvaško, kar omejuje možnosti za naložbe v poznejših fazah.

Drug sklad poudarja svojo prednost pred zahodnimi vlagatelji, ki ne prihajajo iz regije, z boljšim razumevanjem kulturnih in nacionalnih razlik med državami v regiji Srednje in Vzhodne Evrope. Sedeže imajo v Ljubljani, Zagrebu, Beogradu in Skopju, kar jim omogoča bližino portfeljskih podjetij ter boljše spremljanje in podporo. Razumevanje lokalnih kulturnih razlik je ključnega pomena za uspešno poslovanje, saj lahko vpliva na poslovne odnose in komunikacijo. Sklad meni, da sta bližina podjetij in sposobnost prilagajanja lokalnim razmeram edini način za uspešno poslovanje v tej regiji. Pisarne v različnih državah jim omogočajo, da so bližje svojim portfeljskim podjetjem, kar izboljša njihovo sposobnost zagotavljanja podpore in spremljanja napredka. Hkrati se zavedajo, da so kulturne razlike med narodi v regiji precejšnje, zato morajo biti za učinkovito delovanje občutljivi na te razlike.

Tretji sklad upošteva kulturne razlike in različne načine komuniciranja in obnašanja ljudi v različnih državah. Čeprav se teh razlik zavedajo, se osredotočajo na vzpostavljanje trdnih odnosov. Če kljub priznavanju kulturnih razlik ne morejo vzpostaviti dobrega delovnega odnosa z ustanovitelji, se odločijo, da ne bodo vlagali. Sklad ima raznoliko ekipo z različnimi izkušnjami, kar jim omogoča boljše razumevanje in prilagajanje različnim kulturnim kontekstom. Člane svoje ekipe pogosto poskušajo prilagoditi načinu dela in komuniciranja zagonskih podjetij, s čimer izboljšajo povezovanje in sodelovanje. To pomeni, da lahko izberejo člane ekipe, ki najboljše ustrezajo kulturnemu kontekstu podjetij, v katera vlagajo, kar povečuje učinkovitost sodelovanja in podpore zagonskim podjetjem.

Četrty sklad poudarja, da je regija Srednje in Vzhodne Evrope zelo heterogena, kar pomeni, da obstajajo velike razlike med posameznimi državami. Imajo povezave na vseh trgih v regiji CEE, kar jim omogoča dostop do lokalnih zagonskih podjetij. Posebnost regije je, da zagonska podjetja pogosto zbirajo sredstva na lokalni ravni, zlasti v zgodnjih fazah, kar lahko povzroči neugodne pogoje za nadaljnje financiranje. Lokalni poslovni angeli pogosto ne razumejo v celoti učinkovitega vlaganja in lahko zahtevajo previsoke deleže, kar zmanjša privlačnost zagonskih podjetij za poznejše vlagatelje. Poleg tega imajo zagonska podjetja v regiji Srednje in Vzhodne Evrope običajno nižja vrednotenja v primerjavi z Zahodno Evropo, kar predstavlja priložnost za sklade, da dosežejo boljše donose. Ta razlika v vrednotenju omogoča skladom, da vlagajo v obetavna zagonska podjetja po ugodnejših cenah. Na primer, zagonsko podjetje, ki je v Nemčiji ocenjeno na 7-8 milijonov evrov, je lahko v regiji Srednje in Vzhodne Evrope ocenjeno na 3-4 milijone evrov, kar skladom zagotavlja boljše naložbene pogoje in potencialno višje donose.

Peti sklad poudarja, da je prilagajanje ključno. Vedno iščejo različne načine investiranja, da diverzificirajo svoj portfelj. Slovenski vlagatelji nikoli nimajo vseh naložb le v Sloveniji, saj je trg premajhen, da bi to omogočalo zadostno raznolikost. Povezani so z Evropo in izvajajo čezmejne naložbe, ki vključujejo različne oblike sodelovanja, od VC investicij do sindikatov in angelskih investicij. Povezovanje z drugimi vlagatelji, ki so pripravljeni deliti tveganje, je ključno za uspešno investiranje v regiji.

Na splošno se skladi tveganega kapitala v regiji CEE prilagajajo regionalnim razlikam in posebnostim tako, da razumejo lokalne kulturne in poslovne prakse, so blizu svojim portfeljskim podjetjem ter ustanavljajo lokalne pisarne in povezave. Prilagodljivost in razumevanje lokalnega okolja sta ključna za uspešno vlaganje in podpiranje razvoja zagonskih podjetij v tej heterogeni regiji. Ta pristop jim omogoča, da se učinkovito odzovejo na izzive in priložnosti, značilne za vsako državo v regiji ter tako povečajo donosnost svojih naložb.

4.11 Obstoječi prihodki in poslovni model zagonskega podjetja

Obstoječi prihodki in poslovni model podjetja imajo ključno vlogo pri sprejemanju naložbenih odločitev za sklade tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope. Skladi se zavedajo, da prihodki in poslovni model podjetja pomembno vplivajo na zmanjšanje tveganja in povečujejo verjetnost uspeha naložbe.

En sklad poudarja, da so prihodki ključnega pomena, saj potrjujejo skladnost proizvoda s trgom (product-market fit). Ko podjetje doseže skladnost proizvoda s trgom, kar običajno dokazujejo prihodki, se tveganja bistveno zmanjšajo. Ta skladnost kaže, da obstaja resnična potreba po izdelku, da je rešitev učinkovita in da je ekipa sposobna izvesti zamisel do te mere, da je nekdo pripravljen zanj plačati. Sklad razlikuje med naložbami iz pospeševalnika in sklada tveganega kapitala. V pospeševalnik vlagajo, še preden dosežejo skladnost izdelka s trgom, pri čemer podjetja poleg denarja prejmejo tudi mentorstvo in izobraževanje. Ko podjetje doseže ustreznost proizvoda za trg, se sklad tveganega kapitala posveti bolj individualnemu pristopu, pri čemer ocenjuje rast prihodkov in se prilagaja potrebam posameznega podjetja. Tri ključna tveganja, ki se bistveno zmanjšajo z ustreznostjo izdelka trgu, so tveganje problema (ali problem resnično obstaja), tveganje rešitve (ali rešitev dejansko rešuje problem) in tveganje ekipe (ali je ekipa sposobna izvesti rešitev).

Drug sklad prav tako poudarja pomen obstoječih prihodkov in raje vlaga v podjetja, ki že imajo začetne ponavljajoče se prihodke. Poudarjajo, da je poslovni model prav tako ključnega pomena, saj iščejo podjetja, ki lahko v svojih poslovnih modelih uvedejo inovacije in tako dosežejo boljše marže. Sklad aktivno sodeluje s portfeljskimi podjetji, da bi našel najboljši poslovni model, ki bo pritegnil in zadržal stranke. Poudarjajo pomen zvestobe strank, ki omogoča stabilno in predvidljivo rast. V panogah z omejenim prostorom za inovacije podjetja uporabljajo uveljavljene poslovne modele, medtem ko v panogah z večjim

potencialom za inovacije iščejo nove in ustvarjalne pristope, ki lahko podjetjem zagotovijo konkurenčno prednost.

Tretji sklad, ki se osredotoča na financiranje serije A, poudarja, da so prihodki in poslovni model zelo pomembni. Pričakujejo, da imajo podjetja prve stranke in znatne prihodke. Poslovni model mora pokazati, da lahko podjetje ustvarja denar in raste. Zanje je ključno, da vidijo jasne znake, da lahko podjetje generira prihodke in se razvija. Sklad oceni, ali izdelek podjetja rešuje resnične probleme in ima potencial za rast trga. Pri ocenjevanju poslovnega modela preverijo, ali je model trajnosten in ali lahko podjetje doseže stabilno rast prihodkov.

Četrty sklad, ki vlaga v zelo zgodnjih fazah, se prilagodi glede na vrsto poslovnega modela. Pri podjetjih z dolgimi prodajnimi cikli, kot so podjetja B2B, se osredotočajo na nefinančne kazalnike, kot so pisma o nameri (angl. letters of intent) in sporazumi o dokazovanju koncepta (angl. proof of concept). Pri višjih vrednotenjih postanejo pomembnejši prihodki, saj morajo biti vrednotenja podprta z dejanskimi prihodki. Sklad daje prednost ponavljajočim se prihodkom, saj so bolj predvidljivi in omogočajo boljše napovedovanje rasti. Ugotavljajo, da se poslovni modeli pogosto spreminjajo in preobračajo, kar je normalno. Zanje je pomembno, da ustanovitelji prepoznajo različne priložnosti in so prilagodljivi, da prilagodijo svoj poslovni model glede na odziv trga. Sklad išče podjetja z jasno strategijo in načrtom za doseganje prihodkov, hkrati pa so pripravljena prilagoditi svoj poslovni model glede na odzive trga in poslovno okolje.

Peti sklad poudarja, da večina zagonskih podjetij, v katera vlagajo, še nima prihodkov. Njihova naloga je, da v sodelovanju z zagonskimi podjetji oblikujejo projekcije, kaj lahko takšna naložba prinese. Poslovni model je treba preveriti, da bi razumeli, ali je mogoče z njim zaslužiti. Pri zagonskih podjetjih brez prihodkov ni nujno, da je poslovni model takšen, kot je bil predstavljen na začetku in se lahko spremeni. Za tiste s prihodki je pomembno mesečno poročanje, ne le za vlagatelje, temveč tudi za direktorja podjetja, da razume usmeritev podjetja. Za sklad je to spremljanje ključnega pomena za obvladovanje tveganj. Poslovni model in finance so ključnega pomena, zato je bistveno, da ima podjetje nekoga, ki razume finance, tudi če to ni ustanovitelj oziroma vodja. V takih primerih je treba najti osebo, ki lahko pokriva to področje. Poslovni model je ključnega pomena od prvega dne, medtem ko so finance nekaj, kar je mogoče zgraditi ali prilagoditi skupaj s podjetjem.

Na splošno so obstoječi prihodki in poslovni model podjetja zelo pomembni pri sprejemanju naložbenih odločitev za sklade tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope. Prihodki potrjujejo skladnost izdelka s trgom in zmanjšujejo ključna tveganja, medtem ko poslovni model zagotavlja okvir za trajnostno rast in uspeh. Skladi se osredotočajo na stabilne in predvidljive prihodke ter inovativne poslovne modele, ki omogočajo dolgoročno uspešnost naložb. Pomembno je, da podjetja ne ustvarjajo le prihodkov, temveč imajo tudi jasen in učinkovit poslovni model, ki lahko podpira njihovo rast in prilagajanje tržnim spremembam.

4.12 Velikost investicije

Obseg naložb v sklade tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope je odvisen od več dejavnikov, vključno s potrebami podjetja, vrednotenjem podjetja, stopnjo razvoja in strategijo sklada. Skladi se prilagajajo potrebam podjetij, hkrati pa upoštevajo svoja interna pravila in cilje.

Eden od skladov pojasnjuje, da imajo določena pravila glede velikosti naložb, vendar se osredotočajo predvsem na to, kaj podjetje potrebuje. Če podjetje zahteva več denarja, kot ga sklad običajno zagotovi v določeni razvojni fazi, bodo ponudili znesek, ki je skladen z njihovimi pravili. Na primer, v zgodnji fazi, ko podjetje še ni doseglo skladnosti izdelka s trgom, sklad iz pospeševalnika (angl. acceleratorja) običajno investira 100.000 evrov. Če podjetje zaprosi za pol milijona evrov, bodo ponudili le 100.000 evrov, kar je standardna naložba za to fazo in jih pozvali k iskanju soinvestitorjev. Vendar pa poudarjajo, da je investorjev v regiji malo, zato se v večini primerov zgodi, da podjetja ne najdejo potencialnih vlagateljev. Če je podjetje že doseglo ustreznost proizvoda za trg in hitro rastoče prihodke, se sklad prilagodi in se individualno pogaja o višjih zneskih, kjer so ključna merila vrednost podjetja, prihodki in stopnja rasti.

Drug sklad poudarja, da podjetja običajno pridejo s konkretnim predlogom za zahtevani znesek. Sklad nato skupaj s podjetjem oceni, ali so te potrebe realne in zagotovi, da bo imelo podjetje dovolj sredstev za naslednji dve leti. To pomeni, da sklad zagotovi, da bo imelo podjetje dovolj denarja za preživetje in rast v tem obdobju. Če podjetje zahteva preveč ali premalo denarja, sklad pomaga prilagoditi znesek glede na realne potrebe. Sklad se osredotoča na zagotavljanje stabilnega denarnega toka za podjetje in preprečuje, da bi mu na polovici cikla zmanjkalo sredstev.

Tretji sklad ugotavlja, da je velikost naložbe odvisna od omejitev sklada, potreb podjetja in ciljne lastniške strukture. Sklad oceni, koliko denarja podjetje potrebuje za naslednjo razvojno fazo in kako velik delež mora pridobiti, da zagotovi dobičkonosen izhod. Velikost sklada in vrsta naložbenih kuponov, ki jih lahko izda, določata zgornjo mejo naložbe.

Četrty sklad ima zelo fiksno naložbeno strategijo, pri kateri v zgodnji fazi investira 100.000 evrov na naložbo. To je fiksno določeno v njihovi naložbeni strategiji in le redko odstopajo od tega zneska. Kot manjši sklad, ki ga podpirajo angelski vlagatelji, imajo omejen kapital in zelo jasno opredeljeno naložbeno strategijo. Kadar zagonsko podjetje potrebuje več kot 100.000 evrov, sklad pogosto sodeluje v krogu financiranja skupaj z drugimi vlagatelji. Na primer, če zagonsko podjetje v predsemenski fazi zbira 500.000 evrov, sklad prispeva 100.000 evrov, preostalih 400.000 evrov pa zagotovijo drugi vlagatelji, bodisi poslovni angeli bodisi drugi skladi tveganega kapitala. Pomembno je, da v krogu financiranja ni preveč vlagateljev, saj lahko preveč različnih vlagateljev povzroči težave v strukturi lastniškega kapitala podjetja.

Sklad poudarja, da je pomembno, da zagonsko podjetje zbere dovolj denarja za doseg svojih ciljev. Če zagonsko podjetje za preživetje in rast potrebuje 500.000 evrov, vendar lahko zagotovi le 200.000 evrov, sklad ne bo investiral, saj meni, da podjetje s tem zneskom ne bo doseglo pomembnih rezultatov in bo verjetno propadlo. Pri določanju deleža, ki ga želi pridobiti v podjetju, sklad upošteva posebne smernice iz svoje naložbene strategije. Njihov cilj je pridobiti med 1 % in 5 % lastniškega deleža v podjetju. Velikost deleža je odvisna od pogajanj z ustanovitelji in vrednotenja podjetja. Sklad zagotavlja, da je vrednotenje realno in da se ustanovitelji ne odrečejo prevelikemu lastniškemu deležu, kar bi lahko škodovalo prihodnjim možnostim financiranja. Poleg vrednotenja sklad upošteva tudi druge pogoje, kot so diskontne stopnje, preferenčne pravice pri likvidaciji in drugi varnostni ukrepi za zaščito svoje naložbe.

Sklad oceni tudi možen izhod iz naložbe. Za oceno potencialne izhodne vrednosti uporabljajo predpostavke, ki temeljijo na podatkih in tržne primerjave. Če je potencialna izstopna vrednost visoka, so pripravljeni sprejeti manjši delež. Če je potencialni izkupiček omejen, zahtevajo večji delež, da zavarujejo svojo naložbo in dosežejo želeni donos. Pri ocenjevanju potenciala upoštevajo vrsto podjetja (npr. programska ali strojna oprema) in tržne trende v panogi.

Peti sklad dodaja, da imajo skladi tveganega kapitala vedno vnaprej določeno naložbeno politiko in jasno opredeljene zneske naložb. Naložbe izvajajo na podlagi preferenc sklada, tako da nekaterim naložbam namenijo več, drugim pa manj, odvisno od njihove vloge pri naložbi. Če je sklad vodilni vlagatelj, vlaga več, če se pridruži kot soinvestitor, pa običajno vlaga manj. Prilagajajo se tudi dejanskim potrebam podjetja in iščejo soinvestitorje, če podjetje potrebuje več sredstev, kot jih lahko zagotovijo. Pomembno je, da se zagonskemu podjetju določi ključne kazalnike uspešnosti (angl. Key Performance Indicator, v nadaljevanju KPI), kar zagotavlja, da se sredstva sproščajo postopoma in da podjetje izpolnjuje zastavljene cilje.

Skladi izračunajo vrednost podjetja z različnimi metodami, kot so metode tveganega kapitala, metode First Chicago, metode diskontiranega denarnega toka (angl. Discounted Cash Flow, v nadaljevanju DCF) in metode razširjenega celotnega poslovnega izida (angl. Earnings before interest and taxes, v nadaljevanju EBIT), odvisno od stopnje zagonskega podjetja. Cilj je natančno določiti vrednost podjetja, da bi lahko sprejeli utemeljeno odločitev o velikosti naložbe.

Na splošno se skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope odločajo o velikosti naložbe na podlagi kombinacije notranjih pravil, dejanskih potreb podjetja, razvojne faze in ciljev glede donosa. Velikost naložbe se prilagaja posebnim okoliščinam podjetja, pri čemer skladi uporabljajo različne strategije, da bi zagotovili, da podjetje prejme dovolj sredstev za doseganje svojih ciljev, hkrati pa ohranijo nadzor nad tveganji in donosi.

4.13 Spremljanje in podpora portfeljskih podjetij

Podpora in spremljanje portfeljskih podjetij po investiciji sta ključnega pomena za uspeh skladov tveganega kapitala. Skladi v regiji CEE uporabljajo različne pristope, ki vključujejo mentorsko podporo, redno poročanje in strateško svetovanje, prilagojeno različnim fazam razvoja podjetja.

Eden od skladov z lastnim pospeševalnim programom (angl. accelerator) ponuja zelo intenzivno podporo v zgodnjih fazah razvoja podjetja. Program vključuje spletne seminarje in številna mentorska srečanja, podobno kot program Y Combinator. Vsako zagonsko podjetje dobi svojega "direktorja", člana ekipe sklada, ki je vedno na voljo za pomoč. Podpora vključuje povezovanje z drugimi vlagatelji, vendar sklad ne deluje kot prodajna ekipa za podjetja.

Podpora v zgodnjih fazah je obsežna in verjetno večja kot pri drugih skladih, ki nimajo lastnega pospeševalnika. V poznejših fazah razvoja podjetja običajno ne potrebujejo toliko pomoči, razen v dveh primerih: ko iščejo dodatne naložbe in ko prejmejo ponudbe za prevzem. V teh primerih se podjetja obrnejo na sklad po pomoč pri iskanju soinvestitorjev ter svetovanje o postopkih in strategijah za prodajo podjetja.

Drugi sklad ima strukturiran pristop z rednimi sestanki s podjetji v portfelju. V povprečju se sestanejo vsakih 14 dni, da pregledajo tekoče zadeve. Poleg tega imajo podrobne mesečne sestanke, na katerih razpravljajo o finančnih rezultatih in kazalnikih. Za vlagatelje pripravljajo podrobna četrtna poročila, ki so tudi osnova za letna poročila.

Sklad ima svojega člana v upravnem odboru vsakega portfeljskega podjetja, kar jim omogoča aktivno spremljanje in sodelovanje pri ključnih odločitvah. Poleg nadzora sooblikujejo strategije in podajajo mnenja na podlagi svojih izkušenj. Čeprav večina podjetij ni v zgodnjih fazah, včasih angažirajo mentorje za določena področja, kjer podjetja potrebujejo dodatno strokovno znanje in podporo.

Tretji sklad uporablja standardno poročanje o podjetjih, vendar je z njimi tudi zelo angažiran prek različnih komunikacijskih kanalov, kot so pogovori v živo, telefonski klici in klepeti preko WhatsAppa. Podjetja se lahko kadar koli obrnejo na sklad, če potrebujejo pomoč. Sklad ima tudi tvegane partnerje, ki so strokovnjaki na določenih področjih, kot sta vstop na trg in organizacijski razvoj in so vključeni po potrebi.

Sklad aktivno pomaga pri zaposlovanju, saj člani ekipe pogosto sodelujejo na razgovorih in iščejo kandidate v svoji mreži. Ta proaktivni pristop pomaga podjetjem pri ključnih operativnih izzivih in rasti. Poleg tega sklad uporablja svojo mrežo in vire za podporo različnih funkcij, kot sta trženje in organizacijski razvoj.

Četrti sklad ima bolj "praktičen" (hands off) pristop, razen če podjetja izrecno zaprosijo za pomoč. Sklad ima pravice do obveščanja v vseh svojih portfeljskih podjetjih, kar pomeni,

da prejemajo mesečna poročila o ključnih kazalnikih uspešnosti (KPI). Ti ključni kazalniki uspešnosti vključujejo mesečne ponavljajoče se prihodke (MRR), neto prihodke, število zaposlenih, razpoložljiv denar in dolžino obdobja, ko bo podjetje z obstoječimi sredstvi še lahko delovalo (angl. runway).

Sklad za poročanje in spremljanje teh kazalnikov uporablja platformo Investory IO. Vse podatke zbirajo na enem mestu, kar omogoča enostaven pregled ključnih kazalnikov. Sklad aktivno pomaga pri zbiranju sredstev do serije A in zagotavlja strateško svetovanje. Vključujejo se tudi v pripravo dokumentacije in ostalih pomembnih dejavnikov za zbiranje novih sredstev.

Sklad ponuja tudi strateške nasvete in podporo, vključno s coachingom in svetovanjem na podlagi izkušenj svojih partnerjev. Vendar pa ne zagotavlja neposredne pomoči pri zaposlovanju ali trženju, razen občasno pri pripravi objav za javnost. Zahtevajo tudi izčrpna letna finančna poročila, vključno z izkazi poslovnega izida in bilancami stanja.

Peti sklad poudarja, da je podpora portfeljskim podjetjem ključna že pred investicijsko fazo. Njihov pristop vključuje močno podporo pri povezovanju in odpiranju domačih in mednarodnih trgov. Na različnih celinah imajo ljudi, ki lahko podjetjem svetujejo in pomagajo pri vstopu na nove trge. Spremljanje podjetij poteka prek formalnih poročil, ključna pa so tudi osebna srečanja in zagotavljanje čustvene podpore ustanoviteljem.

Sklad poudarja pomen čustvene stabilnosti in poslovne podpore ustanoviteljem, ki jim omogoča, da se hitro odzovejo na poslovne izzive. Sklad je pripravljen pomagati pri zaposlovanju in iskanju ustreznih kandidatov, vendar ne prevzema neposredne odgovornosti za končne odločitve. Delujejo kot mentorji in svetovalci, pri čemer si vedno prizadevajo za uspešno rast zagonskih podjetij in doseganje najboljših rezultatov, kar posledično koristi vložnemu kapitalu.

Vse njihove dejavnosti so usmerjene v podporo podjetjem, da se lahko hitro in učinkovito odzovejo na poslovne priložnosti in izzive.

Na splošno se skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope osredotočajo na zagotavljanje podpore in sodelovanja s portfeljskimi podjetji na več ravneh. V zgodnjih fazah razvoja je podpora intenzivnejša in vključuje redna srečanja, mentorstvo in povezovanje z drugimi vlagatelji. V poznejših fazah se podpora osredotoča na strateško svetovanje, pomoč pri zagotavljanju dodatnega financiranja in pomoč pri morebitnih prevzemih. Ta pristop omogoča skladom, da aktivno spremljajo napredek svojih portfeljskih podjetij in jim pomagajo pri doseganju dolgoročnega uspeha.

4.14 Izstop

Izstop iz naložb je ključni del strategije skladov tveganega kapitala. Skladi v regiji Srednje in Vzhodne Evrope uporabljajo različne izhodne strategije, ki se osredotočajo predvsem na prodajo podjetij strateškim partnerjem ali finančnim vlagateljem. IPO (prve javne ponudbe delnic) so v tej regiji redke in se pojavljajo le v izjemnih primerih.

En sklad se osredotoča izključno na prodajo podjetij, saj druge možnosti zaenkrat niso bile izvedljive. Ugotavljajo, da ponudbe za nakup podjetja običajno začnejo prihajati, ko podjetje doseže letne prihodke v višini vsaj 5 milijonov evrov. Cilj sklada je pomagati zagonskim podjetjem, da hitro dosežejo to raven. Javne ponudbe delnic v tej regiji niso pogoste in sklad ne pričakuje, da bo katero od njegovih podjetij vstopilo na borzo. V primerih, ko podjetja propadejo, so možnosti izstopa omejene na odkupe s strani vodstva ali tretjih oseb, vendar so to običajno neuspešne zgodbe z nizkimi vrednotenji.

Drugi sklad poudarja, da je možnost izstopa v regiji Srednje in Vzhodne Evrope zelo omejena zaradi majhnega števila potencialnih kupcev. Zato se sklad osredotoča na iskanje kupcev zunaj regije, pri čemer so strateški partnerji najbolj zaželeni zaradi njihove pripravljenosti plačati višje cene. Poleg tega sklad išče finančne vlagatelje (sekundarne vlagatelje), ki so pripravljeni kupiti njihove deleže v poznejših fazah razvoja podjetja. Če podjetje propade, so med možnostmi izstopa tudi odkupi s strani vodstva ali tretjih oseb, vendar po zelo nizkih vrednotenjih.

Tretji sklad omenja, da so sanje vsakega tveganega kapitala IPO, vendar je to mogoče le, če je podjetje močno prisotno v ZDA. Najpogostejša oblika izstopa je prodaja strateškemu partnerju ali zasebnemu kapitalu. Sklad je imel nekaj manjših izstopov, vključno s primerom poljskega podjetja, kjer je ustanovitelj uspel zelo dobro upravljati podjetje ter tako zagotovil uspešno prodajo. Javne ponudbe delnic v Evropi niso pogoste, zlasti zaradi pomanjkanja likvidnosti na trgih. Čeprav se IPO v Evropi dogajajo, so pogostejše v ZDA zaradi večjih priložnosti in tržnih pogojev.

Četrti sklad poudarja, da je v regiji Srednje in Vzhodne Evrope več izstopov prek združitve in prevzemov kot prek IPO. Imeli so primere, ko so bila podjetja prevzeta, vendar izstopi niso vedno prinesli visokih donosov. Pomemben trend v regiji so tehnični prevzemi ali "equihire", kjer se skupaj z ekipo prevzame tudi tehnologija, kar lahko prinese višje donose. Sklad ima v svojem portfelju podjetja s precejšnjim potencialom rasti, vendar še ni realiziral izstopov, zato je težko napovedati končni uspeh. V primeru neuspešnih projektov podjetja običajno odkupijo delnice po predhodno dogovorjenih vrednostih.

Peti sklad pravi, da se strategije izstopa v regiji Srednje in Vzhodne Evrope večinoma osredotočajo na sekundarno prodajo ali večje kroge financiranja. Javne ponudbe delnic niso pogosta možnost, saj niso več v trendu in jih je za zagonska podjetja iz te regije pogosto težko izvesti. V nekaterih primerih pride do menedžerskih odkupov, vendar so ti redki, saj podjetja običajno potrebujejo ves kapital za ponovno vlaganje v rast.

Praksa kaže, da je za uspešen izstop ključnega pomena, da podjetje pravilno strukturira in izvede transakcijo. Podjetja v regiji pogosto dosežejo boljše rezultate, če imajo sedež v državah, kot sta ZDA ali Združeno kraljestvo, kjer so tržni pogoji ugodnejši. Slovenska podjetja se pogosto selijo zunaj regije, da bi lažje dostopala do večjih trgov in privabila tuje vlagatelje.

Skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se osredotočajo predvsem na izstope prek združitvev in prevzemov, saj je možnost javne ponudbe delnic omejena zaradi pomanjkanja likvidnosti in tržnih pogojev. Glavni kupci so strateški partnerji in finančni vlagatelji, pri čemer so strateški partnerji pogosto pripravljeni plačati višje cene. V primeru propada podjetja so možnosti izstopa omejene in običajno vključujejo odkupe s strani managementa ali tretjih oseb po nizkih vrednotenjih. Skladi uporabljajo različne strategije za iskanje ustreznih kupcev, vključno z iskanjem zunaj regije, da bi dosegli optimalno donosnost svojih naložb.

5 PRIMERJALNA ANALIZA PROCESA SPREJEMANJA ODLOČITEV V SKLADIH TVEGANEGA KAPITALA

V tem poglavju bom opravila primerjalno analizo procesov odločanja skladov tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope ter jih primerjala s praksami v ZDA in Zahodni Evropi. Osredotočila se bom na ugotavljanje podobnosti in razlik, da bi razumela, kako regionalni dejavniki vplivajo na naložbene strategije in merila odločanja. Namen te analize je zagotoviti jasen vpogled v posebne izzive in priložnosti, s katerimi se soočajo skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope v primerjavi z bolj razvitimi trgi v ZDA in Zahodni Evropi.

5.1 Investicijski pristop in strategija

Investicijski pristopi in strategije tveganega kapitala so si v regiji Srednje in Vzhodne Evrope, Zahodne Evrope in ZDA tako podobni kot različni. V vseh treh regijah skladi tveganega kapitala uporabljajo strukturirane postopke za zbiranje in pregledovanje vlog za financiranje, kar zagotavlja doslednost in preglednost pri sprejemanju odločitev. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope se vloge običajno zbirajo prek spletnih strani skladov, kjer vlagatelji izpolnijo vnaprej pripravljene vprašalnike, ki omogočajo hitro oceno osnovnih informacij o projektu. Te vloge se pregledujejo tedensko na sestankih, na katerih se sprejmejo odločitve o tem, kateri projekti bodo podrobneje pregledani. Projekti, ki v tem postopku napredujejo, se dodelijo direktorju, ki opravi nadaljnji skrbni pregled, vključno z začetnimi sestanki z zagonskimi podjetji, da bi ocenil ključne vidike, kot so kakovost in izkušnje ekipe, inovativnost izdelkov in zgodnji tržni rezultati.

Podobno v Zahodni Evropi in ZDA vlagatelji uporabljajo strukturirane metode za ocenjevanje naložbenih priložnosti, pri čemer pogosto uporabljajo centralizirane in

tehnološko podprte platforme za zbiranje informacij (Gompers in drugi, 2016; McClure, 2022). Ena od ključnih podobnosti je poudarek na kakovosti vodstvene ekipe. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope vlagatelji iščejo ekipe z različnimi znanji in spretnostmi ter globalno miselnostjo, kar je bistveno za izvajanje poslovnih načrtov in povečevanje obsega podjetja. Enako velja za Zahodno Evropo in ZDA, kjer vlagatelji iščejo ekipe z dokazano uspešnim vodenjem in izvajanjem poslov (Shengelia, 2018; Gompers in drugi, 2016).

Vendar pa obstajajo tudi pomembne razlike. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope vlagatelji pogosto dajejo prednost podjetjem z izdelki, ki so že potrjeni na trgu (product-market fit), da bi zmanjšali tveganja. Nasprotno pa so vlagatelji v Zahodni Evropi in ZDA bolj pripravljeni tvegati z vlaganjem v podjetja v zgodnejši fazi, tudi če izdelki še niso v celoti potrjeni na trgu. Ta razlika izhaja iz bolj konservativnega pristopa v regiji Srednje in Vzhodne Evrope, ki se osredotoča na zmanjšanje tveganja in zagotavljanje stabilne rasti (Shengelia, 2018; McClure, 2022).

Poleg tega je finančna analiza v Zahodni Evropi in ZDA bolj podrobna, z velikim poudarkom na natančnih finančnih projekcijah in analizi stanja na trgu. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope je poudarek na osnovni finančni stabilnosti in realističnih napovedih, čeprav ne tako intenzivno kot v Zahodni Evropi in ZDA, kjer vlagatelji pogosto zahtevajo podrobne finančne izkaze in napovedi prihodkov (Dhochak in Sharma, 2016).

Razlike se pojavljajo tudi pri izhodnih strategijah. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope je najpogostejša izhodna strategija strateška prodaja strateškim partnerjem ali finančnim vlagateljem, IPO pa so redke in se pojavljajo le v izjemnih primerih. Nasprotno pa so v Zahodni Evropi in ZDA IPO ter združitve in prevzemi pogostejši zaradi bolj likvidnih trgov in večje pripravljenosti vlagateljev za prevzemanje tveganj. Ta razlika v izhodnih strategijah odraža različne tržne razmere in institucionalne okvire v teh regijah (Gompers in drugi, 2016).

V regiji Srednje in Vzhodne Evrope vlagatelji uporabljajo pristop "lahkega skrbnega pregleda", pri katerem najprej preverijo osnovne informacije o zagonskem podjetju, nato pa sledijo podrobnejši skrbni pregledi, če podjetje preide začetno fazo. V Zahodni Evropi in ZDA je postopek skrbnega pregleda temeljitejši in vključen v zgodnejše faze postopka, kar vlagateljem omogoča, da že na začetku celovito ocenijo upravičenost potencialne naložbe (Shengelia, 2018; Gompers in drugi, 2016).

Če povzamemo, ključne podobnosti v naložbenih pristopih in strategijah med regijo Srednje in Vzhodne Evrope, Zahodno Evropo in ZDA vključujejo strukturirane postopke zbiranja in pregledovanja vlog ter poudarek na kakovosti vodstvene ekipe. Glavne razlike so v stopnji tveganja, ki so ga vlagatelji pripravljeni prevzeti, podrobnostih finančne analize in strategijah izstopa, kar odraža posebne tržne in institucionalne razmere v teh regijah.

5.2 Ključni dejavniki pri sprejemanju investicijskih odločitev

Naložbeni pristop in strategije skladov tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se v nekaterih ključnih vidikih razlikujejo od tistih v Zahodni Evropi in ZDA, čeprav obstajajo tudi pomembne podobnosti. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope vlagatelji dajejo velik poudarek kakovosti ekipe kot ključnemu dejavniku pri sprejemanju naložbenih odločitev. Iščejo ekipe z različnimi znanji in spretnostmi ter globalno miselnostjo, ki pokrivajo ključna področja, kot so razvoj izdelkov, poslovni razvoj in prodaja. Ustanovitelji morajo imeti pravo kombinacijo tehničnega in poslovnega znanja, kar je bistvenega pomena za uspeh zagonskega podjetja. Podobno tudi vlagatelji v Zahodni Evropi in ZDA iščejo ustanovitelje z izkušnjami v prejšnjih uspešnih zagonskih podjetjih, kar poudarja pomen ekipe pri naložbenih odločitvah (Gompers in drugi, 2016).

Pomembna razlika je v razvojni fazi izdelka. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope vlagatelji pogosto iščejo podjetja, ki imajo izdelek, ki je vsaj delno potrjen na trgu (product-market fit), kar zmanjšuje tveganja za vlagatelje. Če podjetje nima prihodkov, so tveganja bistveno večja, kar vpliva na vrednotenje podjetja. V Zahodni Evropi in ZDA vlagatelji pogosto iščejo inovativne izdelke tudi v zelo zgodnjih fazah razvoja, kar kaže na večjo pripravljenost sprejeti tveganja v zgodnji fazi (Gompers in drugi, 2016).

Velikost in rast trga sta ključna dejavnika v vseh regijah, saj vlagatelji iščejo trge z velikim potencialom rasti. Vlagatelji v regiji Srednje in Vzhodne Evrope, Zahodni Evropi in ZDA ocenjujejo velikost trga in prihodnje trende kot bistvene za oceno potenciala podjetja. Za vse vlagatelje je pomembna tudi konkurenčnost izdelkov. Izdelek mora biti dovolj preprost, da ga je mogoče prodati in hkrati dovolj zapleten, da ga je težko ponoviti. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope ter v Zahodni Evropi vlagatelji ocenjujejo, koliko kapitala je konkurenca že zbrala in kako močna je na trgu, medtem ko v ZDA vlagatelji posebno pozornost namenjajo inovativnosti izdelka in njegovemu tržnemu potencialu (Shengelia, 2018; Gompers in drugi, 2016).

Finančni kazalniki so pomembni v vseh regijah, vendar je podrobna finančna analiza bolj kritična pri sprejemanju naložbenih odločitev v Zahodni Evropi in ZDA. Vlagatelji ocenjujejo finančno stanje podjetja, njegove zmožnosti ustvarjanja prihodkov in dobička ter realnost finančnih napovedi. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope so finančne metrike prav tako pomembne, vendar ne tako ključne kot v Zahodni Evropi in ZDA (Shengelia, 2018; Gompers in drugi, 2016).

Usklajenost s strateškimi cilji sklada je izrazitejša v Zahodni Evropi in ZDA. Naložbene odločitve so pogosto pogojene z usklajenostjo s strateškimi cilji sklada, kar pomeni, da mora podjetje ustrezati njihovim dolgoročnim ciljem. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope so naložbene odločitve pogosto manj pogojene s strateškimi cilji sklada in bolj osredotočene na individualni potencial podjetij (Shengelia, 2018).

Če povzamemo, čeprav so ključni dejavniki pri sprejemanju naložbenih odločitev v regiji Srednje in Vzhodne Evrope, Zahodni Evropi in ZDA podobni, obstajajo pomembne razlike v pristopu in poudarkih. Kakovost ekipe, velikost trga in konkurenčnost izdelka so pomembni povsod, vendar se faza razvoja izdelka, podrobnost finančnih analiz in strateška usklajenost razlikujejo glede na regijo. Te razlike izhajajo iz posebnih tržnih in institucionalnih pogojev ter naložbene kulture v posameznih regijah.

5.3 Proces ocenjevanja in presoje potencialnih investicijskih priložnosti

Postopek ocenjevanja in vrednotenja potencialnih naložbenih priložnosti v skladih tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in ZDA ima veliko skupnih značilnosti, vendar tudi ključne razlike, ki odražajo posebne tržne in institucionalne razmere v teh regijah.

V vseh treh regijah je postopek temeljit in večplasten, kar zagotavlja natančno preučitev vsakega potencialnega zagonskega podjetja. Skladi tveganega kapitala uporabljajo strukturirane pristope za zbiranje in pregledovanje prijav, ki običajno prihajajo prek spletnih strani skladov, neposrednih stikov na dogodkih in priporočil. Začetni pregled vključuje ocenjevanje osnovne dokumentacije, kot so predstavitvene sheme in vprašalniki, da se ugotovi, ali podjetja izpolnjujejo osnovna merila in sektorsko usmeritev sklada (Bertoni in drugi, 2015).

Poudarek na kakovosti vodstvene ekipe je ključni dejavnik v vseh treh regijah. Vlagatelji iščejo ekipe z različnimi znanji in spretnostmi, kar je bistveno za uspešno izvajanje poslovnih načrtov in rast podjetja. Kakovost ekipe vključuje tako tehnično kot poslovno znanje, kar je ključnega pomena v vseh regijah.

Kljub tem podobnostim pa med regijami obstajajo pomembne razlike. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope vlagatelji pogosto vlagajo v podjetja, ki že imajo izdelek, potrjen na trgu (product-market fit), da bi zmanjšali tveganja. Ta konzervativni pristop je značilen za regijo, v kateri vlagatelji raje zmanjšujejo tveganja in zagotavljajo stabilno rast. Nasprotno pa so vlagatelji v Zahodni Evropi in ZDA bolj pripravljeni tvegati z vlaganjem v podjetja v zgodnejši fazi, tudi če izdelki še niso v celoti potrjeni na trgu. Ta regija je znana po večji pripravljenosti za prevzemanje tveganj, kar omogoča večje potencialne donose (Bertoni in drugi, 2015).

Finančna analiza v Zahodni Evropi in ZDA je podrobnejša in se osredotoča na natančne finančne projekcije in analizo stanja na trgu. Vlagatelji pogosto zahtevajo podrobne finančne izkaze in napovedi prihodkov, kar omogoča bolj utemeljene naložbene odločitve. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope je poudarek na osnovni finančni stabilnosti in realističnih napovedih, vendar ni tako intenziven kot v Zahodni Evropi in ZDA (Bertoni in drugi, 2015).

Če povzamemo, ključne podobnosti v naložbenih pristopih in strategijah med regijo Srednje in Vzhodne Evrope, Zahodno Evropo in ZDA vključujejo strukturirane postopke zbiranja in pregledovanja vlog ter poudarek na kakovosti ekipe. Glavne razlike so v stopnji tveganja, ki so ga vlagatelji pripravljeni sprejeti, podrobnostih finančne analize in pristopu k skrbnemu pregledu, kar odraža posebne tržne in institucionalne pogoje v teh regijah.

5.4 Pomembnost podjetniškega vodstva oz. ustanoviteljske ekipe

Podjetniško vodstvo ali ustanovna ekipa je ključni dejavnik, ki ga skladi tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in Združenih državah Amerike ocenjujejo pri sprejemanju naložbenih odločitev. Uspeh v zgodnjih fazah razvoja podjetja je močno odvisen od sposobnosti in izkušenj ustanoviteljev, kar je skupna značilnost vseh treh regij (Gompers in drugi, 2016; McClure, 2022). Vlagatelji v vseh regijah iščejo ekipe, ki so učljive, prilagodljive in se lahko hitro odzivajo na spremembe in potrebe trga (Shengelia, 2018).

V Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in ZDA se skladi osredotočajo na ekipe s predhodnimi izkušnjami, zlasti tiste, ki so sodelovale pri ustanavljanju zagonskih podjetij. Takšne ekipe so bolj cenjene, saj so dokazale sposobnost učenja iz napak in prilagajanja novim izzivom (Boocock in Woods, 1997). Raziskave kažejo, da vlagatelji v vseh regijah cenijo raznolike ekipe, ki pokrivajo vsa kritična področja, od razvoja izdelkov do razvoja poslovanja in prodaje (Lerner in drugi, 2018).

Kljub tem podobnostim pri ključnih lastnostih ekip obstajajo razlike med Srednjo in Vzhodno Evropo, Zahodno Evropo in ZDA. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope je velik poudarek na tem, da ima ekipa globalno in kozmopolitsko miselnost ter sposobnost delovanja na svetovnem trgu. Skladi v CEE iščejo ekipe, ki razumejo različne kulturne in poslovne prakse, kar je ključno za uspeh na mednarodnem trgu. V ZDA je ta vidik prav tako pomemben, vendar je večji poudarek na inovativnosti in tehnoloških sposobnostih ustanoviteljev (Gompers in drugi, 2016). V Zahodni Evropi se skladi osredotočajo na kombinacijo globalnega razmišljanja ter dobrih tehničnih in poslovnih znanj (McClure, 2022).

Čeprav je prilagodljivost bistvena v vseh treh regijah, se v ZDA bolj ceni sposobnost zasuka ali spremembe poslovne strategije kot odziv na spremembe na trgu (Shengelia, 2018). V Srednji in Vzhodni Evropi ter Zahodni Evropi se prilagodljivost ceni, vendar so ekipe pogosto bolj konservativne pri spreminjanju svoje osnovne ideje in poslovnega modela (Lerner in drugi, 2018).

Vlagatelji v vseh regijah cenijo ustanovitelje, ki so odprti za povratne informacije in pripravljeni sodelovati. V Srednji in Vzhodni Evropi je ta lastnost še posebej poudarjena, saj imajo vlagatelji pogosto aktivnejšo vlogo pri mentorstvu in podpori ekip. V ZDA je pristop bolj transakcijski, z večjim poudarkom na hitrem širjenju in rasti podjetij (Gompers in drugi,

2016). V Zahodni Evropi vlagatelji združujejo oba pristopa, kar omogoča uravnotežen pristop k rasti in razvoju podjetij (McClure, 2022).

V vseh treh regijah so ključnega pomena ambicije znotraj ekipe. V Srednji in Vzhodni Evropi vlagatelji iščejo ekipe, ki so pripravljene na dolgo in zahtevno podjetniško pot z vizijo dolgoročnega uspeha (Lerner in drugi, 2018). V ZDA je ambicioznost še bolj poudarjena, saj se pričakuje hitro širjenje in globalna rast (Shengelia, 2018). V Zahodni Evropi vlagatelji cenijo dolgoročno vizijo, vendar je pristop k rasti pogosto bolj uravnotežen in postopen (Gompers in drugi, 2016).

V regiji Srednje in Vzhodne Evrope je ključno, da ekipe niso prevelike ter da vsak član prispeva svoje znanje in podpira druge. Optimalno število ustanoviteljev je med dvema in štirimi, kar omogoča boljšo porazdelitev odgovornosti in bolj obvladljivo lastniško strukturo. V ZDA in Zahodni Evropi so strukture timov pogosto bolj prilagodljive, vendar se prav tako zelo ceni ravnovesje tehničnih in poslovnih znanj (McClure, 2022).

Podjetniško vodstvo ali ustanovna ekipa je ključni dejavnik pri naložbenih odločitvah v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in ZDA. Čeprav so osnovne smernice podobne, obstajajo razlike v pristopih, poudarkih in pričakovanih vlagateljev v različnih regijah. Vlagatelji v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se osredotočajo na globalno miselnost, prilagodljivost in pripravljenost na sodelovanje, medtem ko v ZDA cenijo inovativnost in sposobnost hitrega preobrata. V Zahodni Evropi je pristop uravnotežen, s poudarkom na kombinaciji globalnega razmišljanja ter dobrih tehničnih in poslovnih znanj.

5.5 Oblike financiranja in struktura kapitala

Skladi tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in Združenih državah Amerike so si podobni in se razlikujejo po načinu financiranja in kapitalski strukturi. Ta primerjava razkriva vpogled v to, kako se regionalne prakse prilagajajo lokalnim razmeram, hkrati pa si prizadevajo za učinkovito podporo rasti podjetij.

V regiji Srednje in Vzhodne Evrope skladi tveganega kapitala uporabljajo različne instrumente financiranja, od neposrednih kapitalskih naložb do konvertibilnih posojil in obveznic SAFE. Ti instrumenti so izbrani na podlagi posebnih potreb in okoliščin posameznih podjetij. Neposredne naložbe so pogoste, saj omogočajo takojšnje lastništvo in nadzor nad podjetjem. Konvertibilna posojila so priljubljena zaradi svoje fleksibilnosti, saj omogočajo pretvorbo dolga v lastniški kapital v kasnejši fazi, kar je koristno za podjetja v zgodnjih fazah, ki še niso pripravljena na natančno določitev vrednosti.

Tudi zahodnoevropski skladi uporabljajo zamenljiva posojila in obveznice SAFE, vendar pogosto vključujejo bolj zapletene finančne instrumente, prilagojene posebnim naložbenim zahtevam. Ta orodja omogočajo boljše obvladovanje tveganja in prožnost pri strukturiranju poslov. Prednost zamenljivih posojil v obeh regijah kaže na skupno strategijo prelaganja

razprav o vrednotenju na poznejšo fazo, ko ima podjetje večjo moč (Gompers in drugi, 2016).

V ZDA, zlasti v Silicijski dolini, prevladujejo zamenljive zadolžnice in sporazumi SAFE zaradi svoje preprostosti in hitrosti izvedbe. Ti instrumenti omogočajo hitre kroge financiranja in so privlačni za zagonska podjetja, ki se želijo izogniti obsežnim pogajanjem o vrednotenju na začetku. Ameriški skladi tveganega kapitala pogosto sodelujejo tudi pri skupnih naložbah, pri katerih se združujejo sredstva več vlagateljev, da bi zagonskim podjetjem zagotovili precejšen kapital, s čimer se porazdeli tveganje in poveča naložbena zmogljivost (McClure, 2022).

Ključne razlike med temi regijami izhajajo iz pravnih in davčnih okvirov, ki vplivajo na strukturo kapitala. V Srednji in Vzhodni Evropi so podjetja pogosto organizirana kot družbe z omejeno odgovornostjo, kar lahko predstavlja izziv za naložbe zaradi regulativnih in davčnih omejitev. Nasprotno pa so zahodnoevropska in ameriška podjetja pogosto strukturirana kot delniške družbe, ki so ugodnejše za pridobivanje kapitala prek zasebnih in javnih trgov (Shengelia, 2018).

Kljub tem razlikam obstajajo pomembne podobnosti. Vse regije uporabljajo prilagodljive finančne instrumente, ki so prilagojeni potrebam posameznih podjetij. Vlagatelji običajno vključujejo klavzule, kot so prednostne pravice do likvidacije, pravice do podaljšanja in pravice do spremljanja, da zaščitijo svoje naložbe in zagotovijo donose. Ti ukrepi so standardne prakse, katerih cilj je zagotoviti varnost in donosnost naložb na različnih trgih (Boocock in Woods, 1997; Gompers in drugi, 2016).

Poleg tega je izbira načina financiranja pogosto odvisna od vlagateljevih preferenc in z njimi povezanih davčnih posledic. Na primer, zamenljiva posojila in zadolžnice SAFE imajo pogosto prednost zaradi ugodne davčne obravnave in prilagodljivosti. To je zlasti pomembno v Srednji in Vzhodni Evropi, kjer zapletena regulativna okolja zahtevajo skrbno strukturiranje naložb za optimizacijo davčnih rezultatov (Boocock in Woods, 1997).

Skratka, skladi tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in ZDA so prožni pri preferencah glede financiranja in kapitalske strukture ter svoje strategije prilagajajo lokalnim pravnim, davčnim in tržnim razmeram. Medtem ko so neposredne naložbe v lastniški kapital in zamenljivi instrumenti pogosti v vseh regijah, posebna uporaba in strukturiranje teh instrumentov odražata regionalne razlike v zakonodajnih okoljih in tržnih praksah.

5.6 Tveganja in njihovo obvladovanje

Podjetja tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, ZDA in Zahodni Evropi se pri vlaganju v podjetja v zgodnji fazi razvoja srečujejo z različnimi tveganji. Ta tveganja vključujejo dinamiko ekipe, tržne razmere, konkurenco, regulativna vprašanja in likvidnost.

Čeprav so ta tveganja neločljivo povezana z naložbami tveganega kapitala po vsem svetu, se strategije za njihovo ocenjevanje in obvladovanje razlikujejo po regijah zaradi razlik v zrelosti trga, regulativnih okoljih in odnosu vlagateljev.

Pomembna podobnost v vseh treh regijah je temeljit postopek skrbnega pregleda, ki se izvaja pred izvedbo naložb. Podjetja tveganega kapitala v ZDA, Zahodni Evropi in Srednji in Vzhodni Evropi strogo ocenjujejo ekipo ustanoviteljev, tržni potencial, sposobnost preživetja izdelka in finančne projekcije. V ZDA in Zahodni Evropi je ta postopek običajno bolj strukturiran in podprt z naprednimi tehnološkimi orodji, kar omogoča natančnejše in hitrejša ocene (Gompers in drugi, 2016; McClure, 2022). Nasprotno pa podjetja v Srednji in Vzhodni Evropi prav tako izvajajo stroge skrbne preglede, vendar je ta proces lahko manj formaliziran in bolj odvisen od lokalnih pravnih svetovalcev za obvladovanje regulativnih tveganj (Block in Sandner, 2009; Cumming in Johan, 2010).

V regiji Srednje in Vzhodne Evrope so posebej poudarjena tveganja, povezana z ekipo. Uspeh podjetij je močno odvisen od sposobnosti, izkušenj in prilagodljivosti ekipe ustanoviteljev. Podjetja tveganega kapitala so zelo zaskrbljena zaradi možnosti razpada ekipe ali neuspešnega izvajanja poslovnega načrta. Zato so temeljita preverjanja preteklosti, vključno z referencami in ocenami prilagodljivosti, ključnega pomena. Podobno je v ZDA in Zahodni Evropi ekipa odločilen dejavnik, vendar je tam pogosto večja toleranca do tveganja, zlasti če imajo ustanovitelji velike pretekle uspehe (Gompers in drugi, 2016).

Prav tako so pomembna tržna tveganja in tveganja povezana s konkurenco. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope so trgi pogosto manj likvidni in bolj razdrobljeni, kar predstavlja dodatne izzive za podjetja, ki iščejo dodatno financiranje (Groh in drugi, 2010). Nasprotno pa imajo ZDA in Zahodna Evropa koristi od bolj razvitih in likvidnih trgov, kar omogoča lažji dostop do dodatnega kapitala (Black in Gilson, 1998). Vendar lahko močna konkurenca v teh regijah zaradi večjega števila konkurenčnih podjetij poveča tveganje neuspeha (Cumming in drugi, 2010).

Regulativna tveganja v regiji Srednje in Vzhodne Evrope so edinstvena zaradi različnih pravnih in finančnih okvirov v različnih državah. Podjetja tveganega kapitala se soočajo z izzivi, povezanimi s heterogenostjo trga, različnimi zakoni in valutnimi tveganji. Nasprotno pa ZDA in Zahodna Evropa ponujata bolj poenotena in predvidljiva pravna okolja, kar zmanjšuje regulativna tveganja (Lerner, 2009). Ne glede na to se vse regije zanašajo na lokalne pravne svetovalce, da bi se učinkovito spopadle s temi izzivi.

Likvidnostna tveganja so v regiji Srednje in Vzhodne Evrope še posebej večja, saj podjetja pogosto nimajo dostopa do širokega nabora sredstev za nadaljnje financiranje. Likvidnejši trgi v ZDA in Zahodni Evropi ta tveganja zmanjšujejo, saj omogočajo lažje pridobivanje kapitala (Black in Gilson, 1998). Podjetja tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi ta tveganja obvladujejo s skrbnim načrtovanjem finančnih potreb in zagotavljanjem jasnih strategij za pridobivanje dodatnih sredstev. Pogosto se usmerjajo v podjetja z uveljavljeno

tržno močjo in zmožnostjo privabljanja dodatnih vlagateljev, s čimer zmanjšujejo likvidnostna tveganja (Groh in drugi, 2010).

V različnih regijah se za ocenjevanje in obvladovanje tveganj uporabljajo različne metode, vključno z natančnimi skrbnimi pregledi, obiski podjetij, sestanki ekip, ocenjevanjem izdelkov in preverjanjem zadovoljstva strank (Kaplan in Strömberg, 2003; Gompers in drugi, 2016). Napredni tehnološki in analitični pristopi so bolj razširjeni v ZDA in Zahodni Evropi ter zagotavljajo natančne ocene tveganj in prilagodljive naložbene strategije (Hege in drugi, 2003).

Kljub specifičnim tveganjem, povezanim z regijo Srednje in Vzhodne Evrope, podjetja tveganega kapitala prepoznavajo prednosti, kot so ugodnejša vrednotenja podjetij v zgodnji fazi razvoja v primerjavi z drugimi regijami. To omogoča naložbe v podjetja s potencialom za rast brez pretiranega tveganja. Vrednotenja v CEE so običajno bolj realna, kar zmanjšuje tveganje preplačevanja lastniških deležev v podjetjih v zgodnji fazi razvoja (Groh in drugi, 2010).

Čeprav podjetja tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope, ZDA in Zahodni Evropi uporabljajo podobne strategije ocenjevanja in obvladovanja tveganja, pa regionalne razlike v zrelosti trga, regulativnih okoljih in odnosu vlagateljev vodijo k različnim pristopom. Podjetja v Srednji in Vzhodni Evropi se pri obvladovanju edinstvenih regionalnih tveganj v veliki meri zanašajo na lokalno strokovno znanje in prilagodljive finančne instrumente, medtem ko imajo podjetja v ZDA in Zahodni Evropi za učinkovito zmanjševanje tveganj koristi od bolj strukturiranih procesov in naprednih tehnologij.

5.7 Časovni okvir investicije

Časovni okvir od prvega stika s potencialnim podjetjem do končne odločitve o naložbi se med skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope razlikuje in je na splošno daljši v primerjavi z Združenimi državami Amerike in Zahodno Evropo. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope skladi običajno potrebujejo od dva do šest mesecev, da sprejmejo končno odločitev o naložbi. Na ta časovni okvir vplivajo različni dejavniki, kot so pripravljenost podjetja, obseg potrebnega skrbnega pregleda in stopnja zanimanja sklada.

V regiji Srednje in Vzhodne Evrope si nekateri skladi prizadevajo pospešiti postopek odločanja in potencialnim podjetjem v dveh mesecih predložiti ponudbo ali dokončen odgovor. Vendar pa lahko končna izvedba naložbe, vključno z upravnimi postopki, kot je registracija podjetja, traja dlje.

V primerjavi s tem je postopek v Združenih državah Amerike običajno hitrejši, povprečno sklad potrebuje 2 meseca, da investira (Gompers in drugi, 2016). V ZDA so postopki pogosto hitrejši zaradi večje konkurenčnosti na trgu in naprednih metod skrbnega pregleda, ki omogočajo hitrejše sprejemanje odločitev. Povprečni čas od prvega stika do končne

odločitve je v ZDA na splošno krajši zaradi bolj razvite infrastrukture, ki podpira zagonska podjetja, in večje dostopnosti do virov financiranja (Kaplan in Strömberg, 2003; Block in Sandner, 2009). Tudi zahodnoevropski skladi uporabljajo bolj centralizirane in tehnološko podprte platforme, kar skrajša časovni okvir (Gompers in drugi, 2016; McClure, 2022).

V regiji Srednje in Vzhodne Evrope skladi pogosto spremljajo podjetja dlje časa, preden sprejmejo končno naložbeno odločitev, kar omogoča globlje razumevanje podjetja in njegove rasti. Ta podaljšani časovni okvir skladom omogoča, da opravijo temeljito oceno in zmanjšajo naložbena tveganja. Medtem ko ameriški in zahodnoevropski skladi prav tako spremljajo podjetja daljše obdobje, uporabljajo bolj strukturirane in hitrejše postopke odločanja (Cumming in Johan, 2010).

Trgi v regiji Srednje in Vzhodne Evrope so pogosto manj likvidni in bolj razdrobljeni, kar predstavlja dodatne izzive za podjetja, ki iščejo dodatno financiranje. Nasprotno pa so trgi v ZDA in Zahodni Evropi bolj likvidni, kar omogoča hitrejše pridobivanje kapitala in skrajša časovni okvir odločanja (Hege in drugi, 2003; Black in Gilson, 1998).

Če povzamemo, je časovni okvir od prvega stika s potencialnim podjetjem do končne odločitve o naložbi na splošno daljši in manj strukturiran v regiji Srednje in Vzhodne Evrope v primerjavi z ZDA in Zahodno Evropo. Medtem ko si nekateri skladi v regiji CEE prizadevajo za hitrejše odločitve, drugi uporabljajo bolj previden in postopen pristop. V povprečju je časovni okvir za končno odločitev od dveh do šestih mesecev, odvisno od posebnih okoliščin in pripravljenosti podjetja. To je nekoliko dlje v primerjavi z ZDA in Zahodno Evropo, kjer so postopki zaradi boljših tehnologij in večjega dostopa do informacij pogosto učinkovitejši in hitrejši (Gompers in drugi, 2016; McClure, 2022).

5.8 Uspešnost investicij

Uspešnost naložb v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se pogosto primerja z uspešnostjo v Zahodni Evropi in ZDA. Kljub nekaterim razlikam v tržnih pogojih in izhodnih strategijah obstajajo tudi številne podobnosti v pristopih vlagateljev.

V CEE regiji je uspešnost naložb pogosto ocenjena na podlagi realističnih vrednotenj podjetij in učinkovite uporabe kapitala. Vrednotenja zagonskih podjetij v CEE so običajno bolj realna v primerjavi z ZDA, kjer so lahko vrednotenja pretirano visoka. To omogoča skladom v CEE, da vlagajo v podjetja brez tveganja preplačila, kar povečuje možnosti za doseganje donosov. Podjetniki v CEE so tudi bolj previdni s svojim kapitalom in z manj denarja dosegajo enake rezultate kot podjetniki v Zahodni Evropi in ZDA.

V Zahodni Evropi in ZDA vlagatelji pogosto iščejo visok donos na naložbe, kar vodi do višjih vrednotenj in večjih tveganj. V ZDA je običajno, da zagonska podjetja brez prihodkov prejmejo večmilijonske naložbe na podlagi visokih vrednotenj. To je v nasprotju s CEE, kjer

so vrednotenja bolj razumna in vlagatelji dobijo boljše pogoje za svoj kapital (Gompers in drugi, 2016).

Drugi vidik uspešnosti naložb v CEE je povezan z omejenim dostopom do kapitala v poznejših fazah razvoja podjetja. V CEE je kapitala še vedno premalo, zlasti v fazah rasti, kot so krogi serije A in kasnejše faze. To pomanjkanje kapitala je povzročilo, da so podjetniki v CEE bolj učinkoviti pri uporabi kapitala, kar je pozitivno za vlagatelje (Boocock in Woods, 1997). V Zahodni Evropi in ZDA je dostop do kapitala v poznejših fazah lažji, kar omogoča podjetjem hitrejšo rast, vendar tudi povečuje tveganja (McClure, 2022).

Če povzamemo, so ključne razlike v uspešnosti naložb med CEE regijo, Zahodno Evropo in ZDA v realističnih vrednotenjih in omejenem dostopu do kapitala v poznejših fazah. Kljub tem razlikam pa so osnovna načela vrednotenja uspešnosti naložb podobna, saj vlagatelji iščejo visok donos na naložbe in učinkovitost pri uporabi kapitala.

5.9 Odziv na spremembe v okolju

Skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se nenehno prilagajajo okoljskim spremembam, kar pomembno vpliva na njihove naložbene odločitve. Ključni elementi njihovega pristopa so spremljanje trendov, izobraževanje ekip in temeljito ocenjevanje dejanske vrednosti podjetij. Na primer, skladi iz Srednje in Vzhodne Evrope dajejo velik poudarek novim tehnologijam, kot je umetna inteligenca, tako da sistematično ocenjujejo in ločujejo resnično vredna podjetja od tistih, ki zgolj sledijo trendom.

Za primerjavo, zahodnoevropski skladi tveganega kapitala izkazujejo podobne pristope, vendar so bolj mednarodno usmerjeni in imajo dostop do širšega nabora naložbenih priložnosti. Vključujejo podrobne skrbne preglede in ocene poslovnih modelov, kar jim omogoča učinkovito prilagajanje spreminjajočim se razmeram na trgu. Med pandemijo COVID-19 so na primer zahodnoevropski skladi povečali naložbe v digitalizacijo in tehnologije dela na daljavo, kar kaže na njihovo sposobnost hitrega prilagajanja novim okoliščinam (Belluci in drugi, 2021; The Recursive, 2024).

Ameriški skladi tveganega kapitala so znani po proaktivnih naložbah v prelomne panoge in tehnologije. Ameriški skladi hitro prepoznajo in izkoristijo nastajajoče trende, kot so umetna inteligenca, veriženje blokov in fintech ter tako ohranjajo konkurenčno prednost. Kaplan in Lerner (2010) poudarjata, da ameriški skladi tveganega kapitala pogosto zgodaj vlagajo v prelomne tehnologije, kar jim omogoča izkoriščanje novih tržnih priložnosti. Gompers in drugi (2020) ugotavljajo, da ameriški skladi ohranjajo stabilna naložbena merila tudi med gospodarskimi cikli, kar zagotavlja dolgoročno uspešnost.

V vseh treh regijah je izobraževanje vlagateljev o novih tehnologijah in tržnih priložnostih ključnega pomena. Vlagatelji se redno udeležujejo izobraževalnih seminarjev in konferenc ter sodelujejo s strokovnjaki iz panoge, da bi pridobili poglobljeno znanje o novih

tehnologijah in trendih (Lerner in drugi, 2018). To nenehno učenje jim omogoča, da bolje ocenijo potencialne naložbe in prilagodijo svoje strategije glede na spremembe v okolju.

Vse regije poudarjajo pomen izobraževanja in spremljanja tržnih trendov za prilagajanje spreminjajočim se razmeram. Investitorji tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in ZDA izvajajo celovite skrbne preglede in ocene poslovnih modelov, kar jim omogoča boljše razumevanje trga in zmanjševanje tveganj. Vsi se zavedajo, da je treba razlikovati med resničnimi priložnostmi in začasnimi trendi, kar je ključnega pomena za dolgoročni uspeh naložb (Gompers in Lerner, 2004; Nanda in Rhodes-Kropf, 2013).

5.10 Prilagajanje regionalnim razlikam in posebnostim

Vlagatelji tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in ZDA se na različne načine prilagajajo regionalnim razlikam in posebnostim, kar pomembno vpliva na njihove naložbene odločitve. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope vlagatelji tveganega kapitala poudarjajo prilagajanje lokalnim kulturnim in poslovnim praksam z ustanavljanjem lokalnih pisarn, kar jim omogoča boljše razumevanje in spremljanje podjetij v portfelju. Vlagatelji na primer pogosto zahtevajo, da podjetja vzpostavijo dejavnost v državi, kjer deluje sklad in zaposlijo lokalne ljudi, kar je učinkovito v zgodnjih fazah razvoja, ko podjetja iščejo kapital in so pripravljena izpolniti te pogoje. Ko pa podjetja rastejo, težje izpolnjujejo te zahteve, kar omejuje naložbene priložnosti v poznejših fazah.

V Zahodni Evropi vlagatelji tveganega kapitala prav tako ustanavljajo lokalne pisarne, vendar se bolj osredotočajo na širši regionalni pristop. Podjetja imajo pisarne v več evropskih mestih, kar zagotavlja boljše razumevanje trga in prilagajanje naložbenih strategij. Ta lokalna prisotnost izboljšuje odnose s podjetniki in ponuja prilagojeno podporo na podlagi posebnih regionalnih potreb (Rentfrow in drugi, 2008).

V ZDA je prilagajanje regionalnim razlikam še bolj izrazito zaradi velikega geografskega in gospodarskega razpona. Vlagatelji svoje strategije pogosto prilagajajo posebnim gospodarskim infrastrukturam in potrebam trga. Silicijeva dolina je na primer znana po visoki koncentraciji tehnoloških podjetij, medtem ko je Srednji zahod bolj osredotočen na proizvodnjo in logistiko. To strateško prilagajanje pomaga uskladiti naložbe z lokalnimi prednostmi in priložnostmi (Ewens in Townsend, 2020).

Skupna značilnost vseh regij je poudarek na prilagajanju kulturnim razlikam in lokalnim poslovnim praksam. V Srednji in Vzhodni Evropi ter Zahodni Evropi vlagatelji uporabljajo lokalne mreže in sodelujejo s podjetji, univerzami in inkubatorji, da bi bolje razumeli regionalne trende in prepoznali obetavna podjetja (Florida in Gates, 2003). Podobno v ZDA vlagatelji uporabljajo lokalne mreže in dogodke, da se povežejo z lokalnimi podjetniki in zgodaj prepoznajo obetavna zagonska podjetja (Sifted, 2023).

Na splošno se vlagatelji tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in ZDA prilagajajo regionalnim razlikam in posebnostim tako, da poudarjajo lokalno prisotnost, razumejo kulturne razlike, uporabljajo lokalne mreže in prilagajajo naložbene strategije posebnim gospodarskim in tržnim razmeram. Kljub razlikam v dostopu do virov in omrežij vlagatelji v vseh treh regijah uporabljajo prožne in strateške pristope, da bi čim bolj povečali donosnost svojih naložb (Gompers in Lerner, 2004; Ewens in Townsend, 2020).

5.11 Obstoječi prihodki in poslovni model

Obstoječi prihodki in poslovni model podjetja so pomembni dejavniki za podjetja tveganega kapitala pri sprejemanju naložbenih odločitev v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in ZDA. V vseh regijah velja, da prihodki in trden poslovni model bistveno zmanjšujejo tveganje in povečujejo možnosti za uspeh naložbe.

V regiji Srednje in Vzhodne Evrope podjetja tveganega kapitala poudarjajo pomen obstoječih prihodkov kot dokaza, da izdelek ustreza trgu. Prihodki potrjujejo, da obstaja resnično povpraševanje po izdelku in da je rešitev učinkovita, kar zmanjšuje ključna tveganja, kot so obstoj problema, učinkovitost rešitve in izvedbena sposobnost ekipe. Poleg tega tvegani vlagatelji iz srednje in vzhodne Evrope raje vlagajo v podjetja z začetnimi ponavljajočimi se prihodki, kar omogoča boljše napovedovanje rasti in stabilnost.

Podobno v Zahodni Evropi tvegani vlagatelji prednostno vlagajo v podjetja z obstoječimi prihodki, saj ti potrjujejo ustreznost izdelka trgu in zmanjšujejo naložbeno tveganje. Zahodnoevropski vlagatelji iščejo tudi inovativne poslovne modele, ki lahko povečajo marže in zagotovijo konkurenčno prednost. Cenijo zvestobo strank in stabilno rast prihodkov, ki omogočajo bolj predvidljivo poslovanje (Boocock in Woods, 1997).

V ZDA so obstoječi prihodki in trden poslovni model ključnega pomena pri ocenjevanju naložbenih priložnosti. Raziskave Gompersa in drugih (2008) kažejo, da so prihodki močan kazalnik skladnosti proizvoda s trgom, kar zmanjšuje zaznano tveganje za vlagatelje. Kaplan in Strömberg (2003) poudarjata, da so finančni kazalniki, vključno s prihodki, ključni dejavniki pri odločitvah o naložbah tveganega kapitala, zlasti v poznejših fazah financiranja. Ameriški tvegani vlagatelji iščejo poslovne modele, ki omogočajo hitro rast brez sorazmernega povečanja stroškov, kar je ključno za doseganje visokih donosov.

Razlike med regijami se kažejo v pristopu k poslovnim modelom. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope tvegani vlagatelji poslovne modele prilagajajo posebnim tržnim razmeram ter v zgodnjih fazah uporabljajo pisma o nameri in sporazume o dokazovanju koncepta, v poznejših fazah pa se osredotočajo na dejanske prihodke (McClure, 2022). Nasprotno pa zahodnoevropski in ameriški skladi tveganega kapitala pogosto iščejo bolj inovativne in trajnostne poslovne modele, ki zagotavljajo konkurenčno tržno prednost (Kaplan in Strömberg, 2003).

Podobnosti v vseh regijah vključujejo osredotočenost na prihodke kot dokaz o ustreznosti trgu in zmanjšanju tveganja ter poudarek na poslovnih modelih, ki podpirajo trajnostno rast in prilagodljivost. Subjekti tveganega kapitala v vseh treh regijah uporabljajo prihodke in poslovne modele kot ključna merila pri ocenjevanju potencialnih naložb in sprejemanju naložbenih odločitev (Gompers in drugi, 2016).

5.12 Velikost investicije

Pri določanju obsega naložb v sklade tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in Združenih državah Amerike imajo ključno vlogo različni dejavniki, kot so potrebe podjetja, vrednotenje, razvojna stopnja in strategija sklada. Vse regije na podlagi teh dejavnikov z uporabo posebnih metod in pristopov prilagajajo svoje naložbene odločitve. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope skladi tveganega kapitala poudarjajo prilagajanje velikosti naložb glede na razvojno stopnjo podjetja in njegove potrebe.

V Zahodni Evropi skladi tveganega kapitala uporabljajo podobne pristope, vendar dajejo večji poudarek prilagajanju naložb na podlagi posebnih potreb in vrednotenj podjetij. Pogosto imajo lokalne pisarne in tesne vezi s portfeljskimi podjetji, kar omogoča natančnejše prilagajanje zneskov naložb (Boocock in Woods, 1997). Vrednotenje podjetij ima ključno vlogo pri določanju velikosti naložb, pri čemer skladi uporabljajo različne metode vrednotenja, kot sta DCF in EBIT, da določijo ustrezno velikost naložb (Gompers in Lerner, 2001).

V Združenih državah so skladi tveganega kapitala pri določanju velikosti naložb bolj osredotočeni na izhodne strategije in primerljiva vrednotenja podjetij. Kaplan in Strömberg (2003) poudarjata, da ameriški skladi tveganega kapitala pogosto uporabljajo zamenljiv prednostni lastniški kapital, ki vlagateljem zagotavlja pravice do denarnih tokov in lastniški delež v podjetju. Velikost naložbe se pogosto določi na podlagi ciljnega lastništva in vrednotenja primerljivih podjetij. Vrednotenja podjetij se prilagodijo glede na razvojno fazo, pri čemer se v zgodnjih fazah uporabljajo preprostejše metode, v poznejših fazah pa zahtevnejše metode (Gompers in drugi, 2008). Izstopne strategije in primerljiva vrednotenja podjetij so ključni dejavniki, pri čemer so skladi v poznejših fazah bolj osredotočeni na izstopne priložnosti, skladi v zgodnejših fazah pa na želeni lastniški delež (Kaplan in Strömberg, 2003).

Na splošno skladi tveganega kapitala v vseh treh regijah prilagajajo obseg naložb na podlagi kombinacije notranjih pravil, potreb podjetij, razvojnih stopenj in ciljev glede donosa. Kljub razlikam v pristopih so cilji podobni: zagotoviti zadostna sredstva za doseganje poslovnih ciljev in čim večji donos naložb.

5.13 Spremljanje in podpora po investiciji

Vlagatelji tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in Združenih državah Amerike uporabljajo različne pristope za spremljanje in podporo portfeljskih podjetij po investiciji, kar odraža tako podobnosti kot razlike.

V regiji Srednje in Vzhodne Evrope vlagatelji tveganega kapitala pogosto zagotavljajo intenzivno podporo v zgodnjih fazah razvoja podjetja, vključno z mentorstvom, rednimi sestanki in pomočjo pri zaposlovanju. Ta pristop ponazarjajo skladi z lastnimi pospeševalnimi programi, kjer so portfeljska podjetja deležna obsežnega svetovanja, podobno kot pri Y Combinator v ZDA. Podpora je prilagojena potrebam podjetij in jim zagotavlja sredstva za doseganje mejnikov rasti. Prisotnost lokalnih pisarn krepí to podporo, saj omogoča tesnejše sodelovanje s portfeljskimi podjetji.

V Zahodni Evropi in ZDA vlagatelji tveganega kapitala prav tako ponujajo strateško in operativno podporo, vendar pogosto z bolj strukturiranimi in formaliziranimi metodami. Številni vlagatelji delujejo kot člani upravnih odborov ali opazovalci in tako zagotavljajo neposreden vpliv na ključne odločitve. Osredotočajo se na povezovanje podjetij z vlagatelji za prihodnje kroge financiranja, kar je ključno za trajnostno rast. Ta formalna vključenost je dosledna v vseh fazah razvoja podjetja, saj podjetja potrebujejo smernice v različnih kritičnih fazah, kot so: financiranje, zaposlovanje vodilnih kadrov in strateško načrtovanje (Lerner, 1995; Hellman in Puri, 2000).

Kljub regionalnim razlikam vsi vlagatelji tveganega kapitala poudarjajo pomen strateškega svetovanja, operativne podpore in pomoči pri ključnih zaposlitvah. Podjetja tveganega kapitala v vseh regijah imajo pomembno vlogo pri oblikovanju vodstvenih ekip in pogosto pomagajo pri zaposlovanju vodilnih delavcev, s čimer zagotavljajo, da so podjetja dobro vodena in pripravljena na rast. Pogostost interakcij je visoka, saj veliko vlagateljev sodeluje s svojimi portfeljskimi podjetji tedensko ali celo pogosteje. Takšna raven vključenosti je ključna za obvladovanje izzivov in priložnosti, ki se pojavijo med potjo rasti podjetja (Gompers in drugi, 2020; Proksch in drugi, 2017).

Pomembna razlika med Srednjo in Vzhodno Evropo ter Zahodno Evropo in ZDA je v intenzivnosti in vrsti podpore v zgodnji fazi razvoja. V CEE je podpora bolj praktična in operativna, kar odraža potrebo po natančnem usmerjanju na manj zrelih trgih. Nasprotno pa se vlagatelji v Zahodni Evropi in ZDA pri zagotavljanju podpore bolj zanašajo na formalne strukture in mreže, pri čemer izkoriščajo svoje bogate izkušnje in povezave za vodenje podjetij skozi faze rasti. Poleg tega imajo zahodnoevropski in ameriški tvegani vlagatelji večje mreže vlagateljev, kar omogoča boljši dostop do naslednjih krogov financiranja, kar je ključnega pomena za povečevanje podjetij (Hellman in Puri, 2000; Lerner, 1995).

Na splošno vlagatelji tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi, Zahodni Evropi in ZDA uporabljajo prilagojene pristope za podporo svojim portfeljskim podjetjem, ki odražajo posebne potrebe in značilnosti vsake regije. Medtem ko se metode podpore in sodelovanja

lahko razlikujejo, ostaja glavni cilj spodbujanja rasti in zagotavljanja uspešnih rezultatov njihovih naložb v vseh regijah enak (Gompers in drugi, 2020; Proksch in drugi, 2017).

5.14 Izstopne strategije

Izstopne strategije podjetij tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi se precej razlikujejo od strategij v Zahodni Evropi in Združenih državah, čeprav obstajajo nekatere podobnosti. V regiji Srednje in Vzhodne Evrope so združitve in prevzemi najpogostejše izhodne poti zaradi manj likvidnih trgov in neugodnih pogojev za prve javne ponudbe (Cumming in MacIntosh, 2003). Podobno je v Zahodni Evropi združitev in prevzem pogostejša izhodna strategija v primerjavi z IPO, čeprav IPO niso povsem redke (Schwienbacher, 2005).

Nasprotno pa so IPO pogostejši v Združenih državah Amerike zaradi bolj likvidnih trgov in ugodnih pogojev za rast podjetij na borzi (Gompers in Lerner, 2001). Ameriški vlagatelji pogosto uporabljajo zamenljive vrednostne papirje, ki zagotavljajo prožnejše strategije izstopa, medtem ko evropski vlagatelji te instrumente uporabljajo redkeje (Kaplan in Strömberg, 2003).

Podjetja tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope se pri svojih izhodnih strategijah osredotočajo na strateške partnerje in finančne vlagatelje ter pogosto iščejo kupce zunaj regije, da bi dosegla boljše donose. Tudi sekundarna prodaja in menedžerski odkupi so pogoste metode za izstop iz neuspešnih naložb, čeprav običajno prinašajo nižje donose.

V Zahodni Evropi in ZDA so glavne strategije izstopa združitve in prevzemi ter javne ponudbe delnic, pri čemer so ameriški trgi zaradi večjih tržnih priložnosti bolj naklonjeni javnim ponudbam delnic (Cumming in Johan, 2007). Razlike v pravnih in institucionalnih okoljih med ZDA in Evropo vplivajo na izbiro izhodnih strategij, pri čemer se ameriški vlagatelji zaradi boljših likvidnostnih pogojev in uporabe zamenljivih vrednostnih papirjev pogosteje odločajo za izhod prek IPO (Gompers, 1998; Schwienbacher, 2005).

Na splošno so združitve in prevzemi sicer pogosta izhodna strategija v vseh regijah, ključne razlike pa so v pogostosti IPO in uporabi zamenljivih vrednostnih papirjev, pri čemer ZDA ponujajo več priložnosti za IPO zaradi boljših tržnih razmer in večje likvidnosti (Cumming, 2008; Schwienbacher, 2005). Podjetja tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope so zaradi omejenih lokalnih trgov in manjšega števila potencialnih kupcev prisiljena iskati bolj ustvarjalne in prilagodljive strategije izstopa (Cumming in MacIntosh, 2003; Hege in drugi, 2003).

6 SKLEP

Zaključek magistrskega dela predstavlja priložnost, da predstavim ključne ugotovitve raziskave, izpostavim njen namen in nakažem možne smeri nadaljnjega raziskovanja. V tem

magistrskem delu sem raziskovala proces sprejemanja investicijskih odločitev v skladih tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope z namenom podrobneje spoznati in predstaviti le tega. Cilj mojega dela je predstaviti že obstoječe rezultate raziskav o procesih sprejemanja investicijskih odločitev v skladih tveganega kapitala nasploh in podrobno preučiti proces v CEE regiji ter primerjalno analizirati podobnosti in razlike s skladi tveganega kapitala na bolj razvitih trgih kot sta Zahodna Evropa in Združene države Amerike. S pomočjo kvalitativne raziskave, v kateri sem izvedla intervjuje s strokovnjaki s tega področja, sem prišla do pomembnih ugotovitev, ki kažejo, da je v procesu sprejemanja investicijskih odločitev v skladih tveganega kapitala v CEE regiji najpomembnejši dejavnik ustanoviteljska ekipa in, da se proces bistveno ne razlikuje od tistih v Zahodni Evropi in ZDA.

V poglavju 4 sem analizirala in naslovila prvo raziskovalno vprašanje, proces odločanja v skladih tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope. Cilj tega poglavja je razumeti naložbeni pristop in strategijo skladov ter opredeliti ključne dejavnike, ki vplivajo na njihove naložbene odločitve. Ugotovila sem, da se skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope osredotočajo na podjetja v zgodnjih fazah, zlasti v predsemenski, semenski in serijah A, pri čemer so naložbe usmerjene v tehnološka podjetja. Geografsko so usmerjeni v srednjo in vzhodno Evropo, vključno z Balkanom. Ključni dejavniki, ki vplivajo na naložbene odločitve, so: ekipa, tržne priložnosti, potencial rasti, poslovni model in konkurenca. Skladi poudarjajo pomen podjetniške ekipe, ki mora imeti jasno strategijo za doseganje mejnikov in sposobnost ustvarjanja stalnih prihodkov. Postopek ocenjevanja in vrednotenja potencialnih naložbenih priložnosti vključuje začetno analizo predloženih dokumentov, uvodne pogovore in sestanke, podroben pregled poslovnega modela, trga in ekipe ter skrbni pregled. Redni interni sestanki so namenjeni razpravi o morebitnih naložbah, podjetniki pa svoje predloge predstavijo celotni ekipi sklada. Skladi uporabljajo večstopenjski postopek ocenjevanja, ki zagotavlja temeljit pregled vsakega potencialnega zagnanskega podjetja. Ključni poudarki vključujejo kakovost ekipe, inovativnost izdelkov, začetne tržne rezultate in sposobnost ustvarjanja ponavljajočih se prihodkov. Med postopkom ocenjevanja skladi analizirajo tudi konkurenčnost izdelka in trg na katerem startup deluje. Pomembni dejavniki so tudi višina kapitala, ki so ga zbrali konkurenti in njihova tržna moč. Ključnega pomena je tudi spremljanje podjetij po naložbi, ki vključuje stalno spremljanje in nadzor. Skladi izvajajo redne preglede, spremljajo napredek in zagotavljajo, da podjetja dosegajo zastavljene cilje. Kot izhodno strategijo skladi najraje uporabljajo prodajo strateškim partnerjem. Cilj tega pristopa je zmanjšati tveganja in povečati uspešnost naložb.

V naslednjem, 5. poglavju, sem naredila primerjalno analizo procesa odločanja v skladih tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope ter razvitejših zahodnih trgih, kot sta Zahodna Evropa in ZDA. Primerjava razkriva tako podobnosti kot pomembne razlike v pristopih in strategijah skladov v teh regijah. V vseh regijah so ključni dejavniki, ki vplivajo na naložbene odločitve, kakovost ekipe, tržna priložnost, potencial rasti, poslovni model in

konkurenca. Vendar pa so v regiji Srednje in Vzhodne Evrope opazne razlike zaradi njenih edinstvenih regionalnih značilnosti. Ena od glavnih razlik je daljši časovni okvir in temeljitost postopka ocenjevanja v regiji CEE v primerjavi z zahodnimi državami. Skladi tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi imajo običajno daljša in podrobnejša obdobja spremljanja pred sprejetjem končnih naložbenih odločitev, kar odraža višjo raven zaznanega tveganja in potrebo po skrbnem premisleku. Medtem ko imajo zahodni skladi tveganega kapitala pogosto koristi od hitrejšega in bolj strukturiranega postopka odločanja, ki ga podpirajo številni viri za skrbni pregled in podporo podjetjem, se morajo skladi v Srednji in Vzhodni Evropi spopasti z več regionalnimi izzivi. Ti izzivi vključujejo manj razvit podjetniški ekosistem, različne pravne in regulativne ovire ter manjšo likvidnost trga. Zato skladi iz srednje in vzhodne Evrope pogosto prilagodijo svoje strategije z uporabo prožnejših možnosti financiranja, kot so konvertibilna posojila, da bolje ustrezajo potrebam posameznih podjetij in tržnim razmeram. Eden od ključnih izzivov, izpostavljenih v primerjalni analizi, je pomanjkanje ustreznih strategij izstopa v regiji Srednje in Vzhodne Evrope. V nasprotju z zahodnimi trgi, kjer so možnosti prve javne ponudbe delnic in prodaje podjetij lažje dostopne, se skladi v Srednji in Vzhodni Evropi pogosto soočajo z omejenimi možnostmi izstopa. Posledično so nagnjeni k iskanju strateških partnerjev ali finančnih vlagateljev zunaj regije, da bi si zagotovili zadovoljivo donosnost svojih naložb. Poglavje zaključuje, da so regionalne razlike sicer velik izziv, vendar jih je mogoče obvladati z ustreznimi prilagoditvami strategij in postopkov skladov tveganega kapitala. S prilagajanjem svojih pristopov tem regionalnim posebnostim lahko skladi tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi učinkovito izkoristijo priložnosti ter prispevajo k rasti in razvoju podjetniškega ekosistema v tem delu Evrope.

Za krepitev in izboljšanje postopkov odločanja o naložbah skladov tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope je treba izvesti vrsto ukrepov, ki vključujejo tako vlogo skladov kot tudi države. Ključnega pomena je okrepiti pravno podporo in izboljšati regulativno okolje. To vključuje poenostavitev regulativnih postopkov, zmanjšanje birokratskih ovir ter zagotavljanje večje pravne varnosti za vlagatelje. Jasno in stabilno pravno okolje bi omogočilo lažje delovanje skladov in zmanjšalo tveganje, povezano z naložbami, kar bi privabilo več investitorjev. Države in skladi lahko vzpostavijo platforme za sodelovanje in izmenjavo najboljših praks med skladi tveganega kapitala, s čimer bi omogočili pridobivanje znanja in izkušenj z bolj razvitih trgov. Takšne platforme bi zagotovile dostop do primerov uspešnih naložbenih strategij, omogočile tesnejše sodelovanje in povezovanje med vlagatelji ter prispevale k boljši ozaveščenosti o inovacijah in priložnostih v regiji.

Države lahko močno prispevajo k razvoju podjetniškega ekosistema z vzpostavitvijo inkubatorjev, pospeševalnikov in tehnoloških parkov. Takšne strukture ustvarjajo podporno okolje, ki spodbuja rast novih podjetij ter jih povezuje z izkušeno podporno mrežo mentorjev in svetovalcev. Ti mentorske mreže bi lahko omogočile boljšo pripravo podjetnikov na iskanje financiranja, izboljšale njihove poslovne strategije ter jim pomagale pri širjenju na

mednarodne trge. Inkubatorji in pospeševalniki bi lahko zagotovili infrastrukturno podporo v obliki delovnih prostorov, dostopa do raziskovalnih virov in povezav z vlagatelji. Tehnološki parki pa bi spodbudili sodelovanje med raziskovalnimi ustanovami in industrijo ter omogočili podjetjem dostop do raziskav in inovacij, ki bi jih lahko preoblikovali v komercialne rešitve.

Poleg tega je za učinkovitejše odločanje skladov pomembno izboljšati dostop do informacij. Države in skladi lahko vzpostavijo podatkovne baze in platforme za zbiranje ter deljenje informacij o trgu, podjetjih in potencialnih naložbah, kar bi vlagateljem omogočilo bolj informirane odločitve. Takšne platforme bi povečale preglednost in omogočile hitrejši dostop do ključnih podatkov, ki jih vlagatelji potrebujejo za oceno tveganj in priložnosti. Poleg tega bi povezovanje z mednarodnimi vlagatelji in strateškimi partnerji izboljšalo možnosti za izhodne strategije, kot so prodaje podjetij ali združitve in prevzemi, s čimer bi povečali likvidnost trga in omogočili boljše priložnosti za vlagatelje.

Povečanje naložb v inovacije in raziskave je še en pomemben korak za krepitev podjetniškega ekosistema. Države lahko spodbudijo večje vlaganje v raziskave in razvoj ter uvedejo davčne olajšave in subvencije za tehnološka podjetja, kar bi spodbudilo kakovost in konkurenčnost podjetij, ki iščejo naložbe. S tem bi se povečala inovacijska zmogljivost regije, kar bi privabilo več vlagateljev, ki iščejo visokotehnološka podjetja z visokim potencialom rasti. Krepitev podjetniškega ekosistema zahteva tudi podporo zasebnim vlagateljem in poslovnim angelom, ki lahko v zgodnjih fazah financirajo perspektivna podjetja. Države lahko z davčnimi spodbudami in drugimi ukrepi podprejo razvoj mreže poslovnih angelov in zasebnih vlagateljev, kar bi povečalo dostopnost kapitala za zagonska podjetja.

Pomembno vlogo igra tudi spodbujanje podjetniške kulture. Izobraževalni sistemi morajo spodbujati razvoj podjetniških veščin in inovativnosti že na univerzitetni ravni. Mladim podjetnikom je treba omogočiti izobraževalne programe in dostop do mentorjev, ki jim bodo pomagali pri razvoju podjetniških idej in poslovnih strategij. Povezovanje med univerzami in industrijo je ključno za ustvarjanje inovacij, ki jih podjetja lahko uporabijo za gospodarsko rast.

Skladi in države morajo sodelovati tudi pri izboljšanju izhodnih strategij. Vlagatelji lahko sodelujejo z mednarodnimi vlagatelji in strateškimi partnerji, da bi povečali možnosti za izstop iz naložb, medtem ko lahko države olajšajo postopke za združitve in prevzeme ter tako povečajo likvidnost trga. To bi omogočilo več izhodnih priložnosti za vlagatelje, kar bi povečalo privlačnost regije za tuje vlagatelje.

Na koncu so naložbe v izobraževanje in usposabljanje ključnega pomena. Upravitelji skladov in podjetniki potrebujejo boljše znanje o najboljših praksah pri upravljanju skladov in razvoju podjetij. Izobraževalni programi za podjetnike bi jim omogočili boljšo pripravo na financiranje, izboljšali njihove poslovne modele ter povečali njihove možnosti za uspeh

na mednarodnem trgu. S temi celovitimi ukrepi bi skladi tveganega kapitala v regiji Srednje in Vzhodne Evrope lahko sprejemali bolj informirane in uspešne naložbene odločitve, kar bi spodbudilo rast in razvoj podjetniškega ekosistema ter prispevalo k splošnemu gospodarskemu napredku v regiji.

Pomembno je poudariti, da moja raziskava ni brez omejitev. Omejeno število intervjujev in subjektivna narava kvalitativnega raziskovanja omeujeta obseg mojih ugotovitev, vendar kljub temu zagotavljata trdno podlago za nadaljnje raziskave. Predlagamo, da prihodnji raziskovalci razširijo vzorec intervjuvancev in vključijo kvantitativne metode, saj bi to lahko prispevalo k boljšemu razumevanju procesov odločanja o naložbah v regiji Srednje in Vzhodne Evrope.

Zaključim lahko, da to magistrsko delo pomembno prispeva k preučevanju investicijskega okolja v regiji Srednje in Vzhodne Evrope, saj ponuja nov vpogled v ključne dejavnike, ki vplivajo na odločitve skladov tveganega kapitala ter odpira številne možnosti za nadaljnje raziskave in uporabo v praksi. Moja raziskava ne širi le teoretičnega znanja, temveč ima tudi potencial za praktične posledice, ki lahko izboljšajo upravljanje skladov in podprejo podjetniške ekosisteme v regiji.

LITERATURA IN VIRI

1. Bachher, J. S. (2000a). Early-stage venture capital in high-tech: Managing valuation and portfolio company performance. *Venture Capital*, 2(2), 125-135.
2. Bachher, J. S. (2000b). High-tech investing in Asia: Patterns and trends. *Journal of Business Venturing*, 15(6), 475-493.
3. Bachher, J. S. (2000c). *Venture capitalists' investment criteria in technology-based new ventures* (Unpublished doctoral dissertation). University of Waterloo.
4. Bachher, J. S. in Guild, P. D. (2000). The cash flow solution: New ventures and the role of angel investors. *Journal of Business Venturing*, 15(2), 181-195.
5. Batjargal, B. (2007). Network triads: Transitivity, referral and venture capital decisions in China and Russia. *Journal of International Business Studies*, 38, 998-1012.
6. Bellucci, A., Gucciardi, G. in Nepelski, D. (2021). *Venture Capital in Europe: Evidence-based insights about Venture Capitalists and venture capital-backed firms*. EUR 30480 EN, Publications Office of the European Union, Luxembourg.
7. Benoit, J. (1975). The role of venture capital in financing small businesses. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 143-156.
8. Bertoni, F., Colombo, M. G. in Quas, A. (2015). The patterns of venture capital investment in Europe. *Small Business Economics*, 45(3), 543-560.
9. Black, B. S. in Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.

10. Block, J. in Sandner, P. (2009). What is the effect of the financial crisis on venture capital financing? Empirical evidence from US Internet start-ups. *Venture Capital*, 11(4), 295-309.
11. Boocock, G. in Woods, M. (1997). The evaluation criteria used by venture capitalists: Evidence from a UK venture fund. *International Small Business Journal*, 15(3), 36-57.
12. Campbell, K. (1997). The portable MBA in entrepreneurship. V W. D. Bygrave (ur.), *The portable MBA in entrepreneurship* (2. izd., str. 1–26). New York: John Wiley & Sons, Inc.
13. Cumming, D. in Johan, S. (2007). The exit performance of venture capital-backed companies. *Venture Capital*, 9(4), 279-287.
14. Cumming, D. in MacIntosh, J. (2003). A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, 27(3), 511-548.
15. Dhochak, M., & Sharma, A. K. (2016). Identification and prioritization of factors affecting venture capitalists' investment decision-making process: An analytical hierarchal process (AHP) approach. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 23(4), 964–983.
16. Elfring, T. in Hulsink, W. (2003). Networks in entrepreneurship: The case of high-technology. *Small Business Economics*, 21, 409–422.
17. Ewens, M. in Townsend, R. R. (2020). Are early stage investors biased against women? *Journal of Financial Economics*, 135(3), 653-677.
18. Florida, R. in Gates, G. (2003). *Technology and tolerance: The importance of diversity to high-technology growth*. The Brookings Institution.
19. Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D. in Henkel, J. (2008). Venture capitalists' evaluations of start-up teams: Trade-offs, knock-out criteria, and the impact of VC experience. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), 459-483.
20. Fried, V. H. in Hisrich, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*, 23(3), 28-37.
21. Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N. in Strebulaev, I. A. (2016). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169–190.
22. Gompers, P. in Lerner, J. (1999). *The venture capital cycle*. MIT Press.
23. Gompers, P. in Lerner, J. (2000). Money chasing deals? The impact of funds inflows on the valuation of private equity investments. *Journal of Financial Economics*, 55(2), 281–325.
24. Gompers, P. in Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.
25. Gompers, P., Kaplan, S. N., in Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.
26. Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. in Scharfstein, D. (2008). Performance persistence in entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, 96(1), 18–32.
27. Groh, A. P., Liechtenstein, H., Lieser, K. in Biesinger, M. (2010). The dynamics of venture capital flows. *Venture Capital*, 12(2), 127-152.

28. Hall, J. (1989). *Venture capital decision making and the entrepreneur: An exploratory investigation* (Doctoral dissertation). University of Texas.
29. Hall, J. in Hofer, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, 8, 25–42.
30. Hege, U., Palomino, F. in Schwienbacher, A. (2003). Determinants of venture capital performance: Europe and the United States. *European Financial Management*, 15(3), 635-696.
31. Hellman, T. in Puri, M. (2000). Venture capital and the professionalization of start-up firms. *Journal of Finance*, 57(1), 169-197.
32. Hisrich, R. D. in Jankowicz, A. D. (1990). Intuition in venture capital decisions: An exploratory study using a new technique. *Journal of Business Venturing*, 5(1), 49-62.
33. Hoffman, C. A. (1972). *The venture capital investment process* (Doctoral dissertation). University of Texas at Austin.
34. Hoffman, W. H. (1972). *The allocation of venture capital funds* (Unpublished doctoral dissertation). University of California, Berkeley.
35. Jenssen, J. (2001). Social networks, resources and entrepreneurship. *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, 2, 103–109.
36. Kaplan, S. N. in Stromberg, P. (2000a). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.
37. Kaplan, S. N. in Stromberg, P. (2000b). *How do venture capitalists choose investments?*. <https://www.semanticscholar.org/paper/How-Do-Venture-Capitalists-Choose-Investments-Kaplan-Str%C3%B6mberg/c1688d15dfed68eca17fc1a50d5504483caa1083>
38. Kaplan, S. N. in Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.
39. Kaplan, S. N., Sensoy, B. A. in Strömberg, P. (2009). Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *Journal of Finance*, 64(1), 75–115.
40. Khan, A. M. (1987). Assessing venture capital investments with noncompensatory behavioral decision models. *Journal of Business Venturing*, 2(3), 193-205.
41. Knight, R. M. (1994). Criteria used by venture capitalists: A cross cultural analysis. *International Small Business Journal*, 13, 26–37.
42. Kollmann, T. in Kuckertz, A. (2010). Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria. *Journal of Business Research*, 63, 7413–747.
43. Kumar, A. V. in Kaura, M. N. (2003). Venture capitalists' screening criteria. *Vikalpa*, 28(2), 49–59.
44. Kumar, R. (2003). *Changing investment criteria of venture capitalists* (Doctoral dissertation). University of Illinois at Urbana-Champaign.
45. Kumar, S. (2003). An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing. *Journal of Small Business Management*, 41(1), 25-38.

46. Kumar, S. in Kaura, V. (2003). Investment evaluation criteria of venture capitalists: An empirical study. *Vikalpa*, 28(2), 29-46.
47. Lerner, J. (1995). Venture capitalists and the oversight of private firms. *Journal of Finance*, 50(1), 301-318.
48. Lerner, J., Leamon, A. in Garcia-Robles, S. (2018). *Best practices in creating a venture capital ecosystem*. Multilateral Investment Fund, IDB Group.
49. MacMillan, I. C., Siegel, R. in Subba Narasimha, P. N. (1985). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119-128.
50. MacMillan, I. C., Zemann, L. in Subba Narasimha, P. N. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 123-137.
51. Marion, S. (1999). *L'évaluation de projets de création d'entreprise dans le cadre d'une intervention financière* (Thèse de doctorat). Université de Lyon.
52. McClure, B. (2022). How venture capitalists make investment choices. *Investopedia*. <https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/how-venture-capitalists-make-investment-choices.asp>
53. Muzyka, D., Birley, S. in Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11(4), 273-287.
54. Nanda, R. in Rhodes-Kropf, M. (2013). Investment cycles and startup innovation. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 403-418.
55. Poindexter, J. B. (1975). *The efficiency of financial markets: The venture capital case* (Unpublished doctoral dissertation). New York University.
56. Proksch, D., Stranz, W., Röhr, N. in Schefczyk, M. (2017). Value-adding activities of venture capital investors. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 129-146.
57. Rah, J. J., Jung, C. S. in Lee, J. (1994a). An empirical study of the criteria for investment decision making in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, 9(3), 231-251.
58. Rah, J., Jung, C. in Lee, J. (1994b). Venture evaluation in Korea. *Journal of Business Venturing*, 9(6), 509-524.
59. Rentfrow, P. J., Gosling, S. D. in Potter, J. (2008). A theory of the emergence, persistence, and expression of geographic variation in psychological characteristics. *Perspectives on Psychological Science*, 3(5), 339-369.
60. Riquelme, H. in Rickards, T. (1992). Hybrid conjoint analysis: An estimation probe in new venture decisions. *Journal of Business Venturing*, 7(6), 505-518.
61. Robinson, R. B. (1987). Emerging strategies in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, 2(1), 53-77.
62. Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27, 473-521.
63. Sapienza, H. J., Manigart, S. in Vermeir, W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11(6), 439-469.

64. Schwienbacher, A. (2005). An empirical analysis of venture capital exits in Europe and the United States. *European Financial Management*, 11(3), 383-408.
65. Shane, S. A. in Stuart, T. (2002). Organizational endowments and the performance of university start-ups. *Management Science*, 48, 154-170.
66. Shane, S. in Cable, D. (2002). Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management Science*, 48, 364-381.
67. Shengelia, D. (2018). *Venture capitalists' investment criteria: Estonian sample*. Tallinn University of Technology.
68. Shepherd, D. A. (1999). Venture capitalists' assessment of new venture survival. *Management Science*, 45, 621-632.
69. Shepherd, D. A., Ettenson, R. in Crouch, A. (2000). New venture strategy and profitability: A venture capitalist's assessment. *Journal of Business Venturing*, 15(5/6), 449-467.
70. Shepherd, D. A. in Zacharakis, A. L. (1999). Conjoint analysis: A new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1, 197-217.
71. Shepherd, D. A., Zacharakis, A. in Baron, R. A. (2003). VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better. *Journal of Business Venturing*, 18, 381-401.
72. Silva, A. (2004). Venture capitalists' decision-making in small equity markets: A case study using participant observation. *Venture Capital*, 6(2/3), 125-145.
73. Silver, A. D. (1985). *Venture capital: The complete guide for investors*. New York, NY: Wiley.
74. Siskos, Y. in Zopounidis, C. (1987). The evaluation criteria of the venture capital industry: An analytical hierarchy process. *European Journal of Operational Research*, 31(3), 304-313.
75. The Recursive. (2024). *The lean year: Inside CEE VC investors playbook for 2024*. The Recursive.
76. Tyebjee, T. T. in Bruno, A. V. (1981). Venture capital decision making: A field study. *Financial Management*, 10(1), 14-19.
77. Tyebjee, T. T. in Bruno, A. V. (1984a). Venture capital: Investor and investee perspectives. *Technovation*, 2, 185-208.
78. Tyebjee, T. T. in Bruno, A. V. (1984b). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
79. Wells, W. A. (1974). *Venture capital decision making* (Doctoral dissertation). Carnegie Mellon University.
80. Wright, M., Sapienza, H. J. in Busenitz, L. (2003). *Venture capital*. Edward Elgar Publishing Ltd.
81. Zacharakis, A. L. (1995a). *The venture capital investment decision* (Doctoral dissertation). University of Colorado.
82. Zacharakis, A. L. (1995b). Venture capitalists' decision making: An extended investment model. *Journal of Business Venturing*, 10(3), 297-308.

83. Zacharakis, A. L. in Meyer, G. D. (1998). A lack of insight: Do venture capitalists really understand their own decision process?. *Journal of Business Venturing*, 13(1), 57-76.
84. Zacharakis, A. L. in Meyer, G. D. (2000). The potential of actuarial decision models: Can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing*, 15(4), 323–346.
85. Zutschi, A., Tan, W., Allampalli, D. in Gibbons, P. T. (1999a). Criteria used by venture capitalists in Singapore. *International Small Business Journal*, 17(4), 67-83.
86. Zutshi, R. K., Tan, A., Allampalli, D. G. in Gibbons, P. T. (1999b). Singapore venture capitalists' investment evaluation criteria: A re-examination. *Small Business Economics*, 12(1), 9-20.

PRILOGE

Priloga 1: Prošnja za intervju

Spoštovani,

sem Nina Maček, študentka magistrskega programa Bančni in finančni management na Ekonomski fakulteti v Ljubljani. Pišem vam, ker sem v fazi raziskovanja za svoje magistrsko delo na temo "Primerjalna analiza procesa sprejemanja investicijskih odločitev v skladih tveganega kapitala v CEE regiji". Zaradi vaših izkušenj in strokovnosti bi bila zelo hvaležna, če bi si vzeli nekaj časa za intervju o vaših investicijskih pristopih in procesih.

Cilj intervjuja je razumeti, kako tvegani vlagatelji kot ste vi, ocenjujete investicijske priložnosti, kako poteka vaš proces sprejemanja investicijskih odločitev, kakšne so vaše strategije upravljanja s tveganji ter kakšni so vaši pogledi na trenutne trende v CEE regiji.

Raziskava, ki jo izvajam, bo prinesla vpogled v procese investicijskega odločanja v skladih tveganega kapitala v Srednji in Vzhodni Evropi ter njihovo primerjavo s skladi v Ameriki in drugih zahodnih državah. Rezultate raziskave bom z veseljem delila z vami in vam omogočila vpogled v podobnosti in razlike med investicijskimi praksami v različnih geografskih regijah. Moj cilj je pokazati, da so skladi v Srednji in Vzhodni Evropi prav tako konkurenčni in inovativni kot jih imajo njihovi kolegi v Ameriki in zahodnih državah.

Predlagam, da se za intervju dogovorimo za časovno primerno srečanje po vašem izboru. Intervju lahko izvedemo bodisi osebno ali preko aplikacije Zoom, Teams, idr., kar vam najbolj
ustreza.

Vaše sodelovanje pri tej raziskavi bo ključnega pomena pri ustvarjanju celovite slike o stanju industrije tveganega kapitala v CEE regiji, zato vas še enkrat vljudno prosim za sodelovanje.

Prosim, upoštevajte, da je raziskava anonimna in da bo vaše sodelovanje obravnavano zaupno.

Lep pozdrav,

Nina Maček.

Priloga 2: Vprašalnik

1.Kako bi opisali vaš investicijski pristop in strategijo?

How would you describe your investment approach and strategy?

2.Kateri dejavniki so ključni pri sprejemanju investicijskih odločitev v vašem skladu?

What are the key factors in making investment decisions in your fund?

3.Kako poteka proces ocenjevanja in presoje potencialnih investicijskih priložnosti v vašem skladu?

How does the evaluation and assessment process of potential investment opportunities occur in your fund?

4.Kako pomembno je v vašem skladu podjetniško vodstvo oz. ustanoviteljska ekipa?

How important is entrepreneurial leadership or founding team in your fund?

5.Kakšne so vaše preference glede oblike financiranja (npr. neposredne naložbe, skupni vložki, itd.) in struktura kapitala?

What are your preferences regarding funding arrangements (e.g., direct investments, joint ventures, etc.) and capital structure?

6.Kako ocenjujete tveganja, povezana z investicijami v CEE regiji? Kako jih obvladujete?

How do you assess the risks associated with investments in the CEE region? How do you manage them?

7.Kako dolgo običajno traja od prvega stika s potencialnim podjetjem do dokončne investicijske odločitve?

How long does it typically take from the initial contact with a potential company to the final investment decision?

8.Kako ocenjujete uspešnost vaših investicij v CEE regiji v primerjavi z drugimi regijami?

How do you assess the success of your investments in the CEE region compared to other regions?

9.Kako se odzivate na spremembe v okolju in kakšen vpliv imajo na vaše investicijske odločitve?

How do you respond to changes in the environment and what impact do they have on your investment decisions?

10.Kako se prilagajate regionalnim razlikam in posebnostim pri sprejemanju investicijskih odločitev v različnih državah v CEE regiji?

How do you adapt to regional differences and specificities when making investment decisions in different countries within the CEE region?

11.Kako pomembni so za vas obstoječi prihodki in poslovni model podjetja pri sprejemanju odločitev o vlaganju?

How important are existing revenues and the business model of the company to you when making investment decisions?

12.Kako se odločate o velikosti investicije

How do you decide on the size of investment?

13.Kakšen je vaš pristop k spremljanju in podpori portfeljskim podjetjem po investiciji?

What is your approach to monitoring and supporting portfolio companies post-investment?

14.Kakšne so vaše izkušnje z izstopom iz naložb v CEE regiji in kakšne strategije uporabljate za izstop?

What are your experiences with exiting investments in the CEE region, and what strategies do you use for exits?

Priloga 3: Prepis intervjujev

1. intervju

Kako bi opisali vaš investicijski postopek in strategijo? Kateri dejavniki so ključni pri sprejemanju investicijskih odločitev v vašem skladu?

Sogovornik 2 0:17

Investicijski Postopek je relativno enostaven. Vse prijave, ki jih dobimo za financiranje, se morajo formalno prijaviti prek spletne strani. Imamo nekaj vprašanj gor in enkrat na teden vsa pregledamo vse prijave prek spletne strani, ki so prispele skupaj. Pač vsi partnerji v skladu vsi principalni in partnerji skupaj zares in se odločimo, kateri. S katerimi začnemo nekoliko bolj podroben, due diligence proces za tiste, ki se odločijo, da gredo naprej skozi due diligence proces, takrat potem določimo enega principala, ki je vodja tega procesa. Običajno se on za začetek dobi na enem sestanku, ki je strukturiran. Torej imamo nek template neko predlogo, katera vprašanja mora odgovoriti startupi, naredi zapisnik tega sestanka in ga potem deli z vsemi ostalimi. Potem sem naslednji teden običajno tedensko to delamo, saj potem naslednji teden vsi ponovno pogovorimo o tem, kaj smo slišali. Rečemo, a je ta zadeva zanimiva za investicije. Zdaj, ko malo več vemo o tem startupov, al ne. Če rečemo, da je zanimivo, potem se začnemo bolj podrobno pogovarjati. Mogoče kakšen termsheet že začnemo pripravljati o smislu neke ponudbe. Če ni zanimiva večina jih ni zanimivih, rečemo le to ni za nas. In tudi razložimo, zakaj ni za nas. Je pa še tretja opcija, ki ji rečemo. Preprosto mi nimamo dovolj tehničnega znanja, običajno to tehnično znanje in bomo prosili še za nekoga drugega, da se z vami dobi na sestanku in presodi Ta tehnični aspekt. V primeru, da se torej. To so tri opcije. V primeru, da se da neka ponudba da se da nek termsheet ,ampak ta due diligence, vsi ti sestanki, vse to v bistvu traja relativno malo časa. pri nas, ker investiramo v zelo zgodnji fazi razvoja. In Zares. Tukaj samo v preverjeno ekipo in njihov načrt. Idejo, načrt in neke osnove zares preverimo. Pri nas ni nekega zelo poglobljenega komercialnega due diligence-a, ker ne more biti, ker nimajo še kupcev običajno pri nas. Ni nekega zelo poglobljenega, pravnega due diligencea, ker običajno takšna podjetja prav veliko niti nimajo nimajo zares temelji predvsem na due diligenceu oseb, torej ekipe. V primeru, da se nam zdi ta stvar zanimiva pripravimo neko ponudbo te ponudbe v obliki termsheeta nekih osnovnih pogojev. In če oni te pogoje sprejmejo, če potrdijo termsheet, potem jim pošljemo paket dokumentacije. Običajno so v termsheetu to neki pogoji, ki jih morajo izpolniti. Običajno pomeni, da morajo recimo firmo odpret na Hrvaškem in to je to. Vse skupaj pa na njihovi strani nekaj časa traja, da uredijo, ampak načeloma pošljejo paket za investicijo, potem ko potrdijo termship. In kaj si me spraševala še bolj?

Nina Maček 3:34

Kateri dejavniki so ključni pri sprejemanju odločitev?

Sogovornik 2 3:40

pač dejavniki, ki so direktno vsi povezani s tveganji, kar koli nam omogoča zmanjšanje tveganj. Ključno tveganje je ekipa. Drugo tveganje faza razvoja startup pa moramo razumeti, v kateri fazi je. Če nekdo nima nobenih prihodkov iz prodaje, potem nima produkt Market fit. To pomeni, da so tveganja za investitorja bistveno večja. Ne moremo pričakovati valuacije za 10 milijonov, recimo če še nima product market fit. Potem so tu še kakšna druga tveganja. tveganja Ali kupci to res rabijo? Ali je rešitev res taprava? Ali so kakšne omejitve glede potencialne rasti kasnejše običajno internacionalne? te standardne? V bistvu čist iz standardne pitch strukture lahko to vidiš in to so neka tveganja ki jih je potrebno gledat . Problem solution market biznis model unique sales proposition road map kolk denarja rabijo, le to so neka področja tveganj, ki jih mi sistematično probamo oceniti.

Nina Maček 4:41

Zdaj vam povem, da imam zdaj malo več vprašanj, ker nisem bila najbolj sigurna, ali bo potem to vprašanje že malo bolj široko odgovoril, pa bo več vključenih. Tako da če se vam bo zdelo, da.

Sogovornik 2 4:56

Je to predvsem zato, ker je na ta način edino, kar šteje, so v bistvu tri vprašanja na začetku, ker si postala pobudo. Zdaj si preskočila vprašanje o investicijski strategiji. Na vsakega od teh vprašanj lahko dobiš eno uro dolg odgovor. Tako da tukaj je smiselno imeti pri tebi pripravljen nekaj podvprašanj, da veš, da pokriješ vse te zadeve. Niti jaz nisem vprašal.

Sogovornik 2 5:51

Ne misli. Kaj je cilj tvoje raziskave oziroma kaj je tvoje raziskovalno vprašanje. Če želiš primerjati investicijske strategije skladov v vzhodni Evropi s tistimi v Zahodni Evropi, pa mora biti vprašanje. Ista kot tista, ki jih je nekdo opravil v Zahodni Evropi. Razumeš, kaj hočem reči tukaj? Kakšno vprašanje je postalo verjetno najpomembnejše smiselno uporabiti neka vprašanja, ki so že na nek način globaliziran. Za kakšno drugo raziskavo prej. Torej, na nek način je smiselno opraviti čim bolj podoben vprašalnik kakšnemu takemu, ki je že bil uporabljen v preteklosti v prejšnjih znanstvenih raziskavah.

Nina Maček 6:25

Vse, kar sem, da sem tak prav našla. Teh vprašanj so jih že uporabljali. Bil sem to, kar sem vam mejlov že poslala. Preostali popolni, ki niso imeli prav objavljenega tega vprašalnika, ne pa vprašanj.

Sogovornik 2 6:41

Ker včasih to skrivajo odgovore, bolj verjetno skrivajo manj občutljive na kakšne težave, dobiti odgovore, Ampak najprej vprašalnike raziskati.

Nina Maček 6:52

Nazaj recimo to naslednje ne bo več spodobno. Ampak kako poteka proces ocenjevanja in presoje potencialnih investicijskih priložnosti v vašem skladu?

Sogovornik 2 7:03

To sem nekako že opisal. Ta due diligence proces mi dobimo vsak teden 21 prijav recimo ali pa več kakšen teden precej in proces je, da najprej vse prijave, pregledom in na osnovi in mora imeti neke osnovne podatke. Nek osnovni vprašalnik imamo na spletni strani, ki ga mora izpolnit + mora nam poslati njihov pitch pack, torej PowerPoint prezentacij. Mi to pregledamo in se odločimo, ali so vsaj okvirno zanimivi za nas ali ne. In če so vsaj okvirno zanimivi za nas, potem določimo enega principala, eno osebo, ki z njimi opravi intervju, poglobljen intervju in ta poglobljen intervju je strukturiran. Vedno iste stvari sprašujemo in mora narediti zapisnik ko se z njimi dobi in ta zapisnik deliti z ostalimi partnerji in nas je 5 partnerjev. Eden bo naredil intervju, ampak zapisnik bo delil pa še z ostalimi štirimi. In potem se bomo naslednji teden dobili, smo se pogovorili o tem v tem intervjuju. Na koncu ta partner tudi da neko priporočilo, kaj on predlaga za naredit. Včasih so priporočila zelo enostavna. Na primer, ta startup nima še nič, pa išče 2 milijona investicij na 20 milijonov. Vrednotenja tega mi ne bomo nikoli investirali. To je zelo jasno priporočilo, da rečemo okej, ne. Druga možnost je, da rečejo ta startup je okej, zglada razumen. Nam se zdi zanimiv, a mu damo neko ponudbo in vidimo, a To ponudbo sprejmejo al ne, takrat pa mogoče včasih že takoj termship pripravimo, to je pa bolj v primeru nekih startupov, ki iščejo 100 tisoč evrov, pa imajo mogoče nek osnovni občutek kaj bi produkt market fit lahko bil. V glavnem, tisto pri opisu procesov je v bistvu odgovor za resno odgovor na vprašanje tukaj.

Nina Maček 8:41

Tukaj je, kak se vam zdi, da je bolj smiselno imeti oba vprašanja ali.

Sogovornik 2 8:49

In pri tem ni nič narobe, če maš oba vprašanja in ne spraševati, če vidiš, da si že dobila nek odgovor pri prvem vprašanju, ki je isto uporaben tudi pri tem vprašanju in tega preprosto sploh vprašanj ni treba.

Hočem reči, da je na tebi kot na nekomu, ki izvaja intervju v šoli, majhen, da rečem manj dela. In da boš presojam, mogla ostati oni. A so ti to že odgovorili? Ampak vsaj načeloma ni noben problem. Predvsem jih moraš dobiti, kot da čimveč govorijo tako, kot si ti. Ti si zde govornika dve sekundi, jaz pa 20 minut. Tko da to je odličen pristop. Čestitam! Kako se to dela?

Nina Maček 9:40

O tem, kako pomembno je v vašem skladu podjetniško vodstvo oziroma ustanoviteljske ekipe.

Sogovornik 2 9:47

Za nas je to najpomembnejša stvar, ker investiramo v zelo zgodnji fazi razvoja, ko oni dost drugih zadev niti nimajo. Mi rečemo to je ekipa z idejo. Ideja ni validirana ne more biti validirana na trgu in zaradi tega zares, kar gledamo ali je ideja nam všeč. Približno všeč se nam zdi da je tu potencialni biznis. Predvsem pa, ali je ekipa sposobna to idejo speljati oziroma če se bo izkazalo, da ta ideja ni taprava, a je sposobna idejo zamenjati, torej narediti pivoter. Torej, za nas je ključnega pomena. Recimo, da vidimo, da ekipa ima izkušnje iz preteklosti. Idealno, če je že kakšen startup pred tem naredila, tudi če je fejlala prejšnji startup. Ni noben problem sam, da je ekipa, ki ima izkušnje z startupi iz preteklosti. To nam zelo pomaga zelo zmanjšati tveganje na področju ekipe. Pa, da dobimo občutek, da so učljivi, da niso slepo zaljubljeni v svoj produkt. to dostikrat vidimo. Jaz bom naredil to vesoljsko ladjo, pa naj stane, kar hoče. Ta princip razmišljanja pomeni, bežimo čim dlje stran.

Nina Maček 10:56

Kakšne so vaše preference glede oblike financiranja in struktura kapitala?

Sogovornik 2 11:04

A misliš z naše strani ponudbo, ki jim dajemo ali z njihove strani, ko pride do nas.

Mi imamo standardne, imamo dva tipa dealov, eden čisto standarden. Lahko rečem direktno damo bom dal 100 tisoč evrov za deset procentov. Delamo z konvertibilnih posojilom, bi rekel zelo, zelo template deal vsi dobijo isto, to je Accelerator. Potem pa tisti, ki so malo večji, tam pa se že mal pogajamo, ampak najrajši delamo s konvertibilnim posojilom, ker imamo potem mi opcijo, da to pretvorimo v lastniški delež ob naslednji rundi. Ko oni dobijo naslednjo financiranje. To je precej standarden način. V bistvu CVC na ta način delamo. V Ameriki se temu reče safe agreement, torej safe posojilo. Pri nas je pa convertible loan agreement. Tako da to je način, kaj delamo, kadar iščejo večje vsote denarja. Predvsem to pomeni, kadar imajo že produkt market fit kadar imajo neke hitro rastoče prihodke iz trga. Takrat seveda se pogajamo tudi mi. Ne bom rekel to takole imate, vzemite al pa pustite, ampak firma, ki ima 300.000 evrov prihodkov pa je zrasla iz 100.000 evrov. Trikrat v enem letu se bomo mi z njimi pogajali o tem, kakšno vrednotenje pa koliko denarja iščejo. Je pa za nas velika prednost vedno, če imajo še kakšnega investitorja, da Mi nismo edini investitor.

Nina Maček 12:29

Kako pa ocenjujete tveganja, povezana z investicijami v CEE regiji in kako jih obvladujete?

Sogovornik 2 12:37

Jaz mislim, da regijska tveganja niso nič večje kakor kjerkoli drugje. Še posebej za nas, ko smo spet v zelo zgodnji fazi razvoja usmerjeni. A več pri nas so Glavna tveganja, povezana z ekipo, da razpade glavno tveganje, niso vezana na regijo. Ta regija je čisto ok nič ni posebj slabša ali pa boljša kot Zahodna Evropa recimo oziroma na en način celo malo boljša, ker gledamo, da so v tej zgodnji fazi razvoja valuacije bolj razumne. V Ameriki je normalno, da startup, ki nima nobenih prihodkov, pa še dve leti ne bo imel nobenih prihodkov. Dobi dva milijona evrov začetne investicije na 15 milijonov valuacije na 20 milijonov valuacije. v tej regiji to ni navadno V zgodnji fazi razvoja bodo dobili manjše vsote za 10, običajno 10 procentni. Delež v podjetju, torej valuacije, so bolj realne kot v kakšni Ameriki. Torej to je prednost religij.

Nina Maček 13:33

In kako dolgo običajno traja od prvega stika s potencialnim podjetjem in do dokončne investicijske odločitve.

Sogovornik 2 13:42

Dobro vprašanje. Moreš razumet, da mi sebe, kličemo najhitrejši VC na svetu, tako da probamo bolj ali manj dokončno. mi probamo dat ponudbo ali pa odgovor, da ne bom oddal ponudbe za investicijo v roku enega meseca. Se, potem, ko se celo zadevo spelje, običajno traja še nekaj časa. Pač, to so bolj. Administracija, odpiranje podjetij pa tako naprej in to traja nekaj časa. Ampak z naše strani hočemo, da imajo oni v enem mesecu ponudbo oziroma dokončen odgovor ali jim damo ponudbo. In če ja potem dejansko damo ponudbo z detajli ali pa da ni ponudbe.

Nina Maček 14:21

Kako pa ocenjujete uspešnost vaših investicij v tej regiji v primerjavi z drugimi regijami?

Sogovornik 2 14:28

Mi smo dejansko malo Gledali smo pač članke, dejansko znanstvene oziroma strokovne članke o rezultatih skladov tveganega kapitala, ki so imajo približno podobno strategijo, torej v našem primeru v zgodnji startup v zgodnji fazi razvoja in pa, ko so v istem letu razvoje zelo pomembni donosi skladov so po letih. Torej sklad, ki v petem letu razvoja bo vedno imel slabše donose kot nekdo ki je v 8 letu. In ko primerjamo sebe z drugimi startuji v istem letu, smo mi seveda vedno med najboljšimi v Evropi. Torej regije sama po sebi. Jaz mislim, da ne zavira. In to na splošno, gledano iz teh znanstvenih člankov. Kar smo gledali, niso bile vidne neke zelo velike razlike med regijami, . V Evropi niso bili donosni, nič slabši v centralni in vzhodni Evropi.

Na Poljskem to vprašanje ni smiselno.

Vprašati se mi zato, ker je to vprašanje tvojega magisterija. Dejansko delaš primerjalno analizo kot na neodvisni.

Nina Maček 15:30

Kako se odzivate na spremembo.

Sogovornik 2 15:32

Uredbe in celo še to rečem? Da, to se močno nanaša na prejšnji odgovorni. Vrednotenja startupov v tej regiji so še vedno precej bolj normalno kot v neki Ameriki. In potem je seveda lažje dosežen donos. Če ti neko da, ne preplačaš startup, pa kadar narediš investicijo. Še naprej je to to. To je to. V glavnem ne vidimo nekih posebnih tveganj v regiji. Vidimo priložnost v tem, da so vrednotenja startupov bolj realna kot kakšni Ameriki pogosto.

Nina Maček 16:09

Kako pa se odzivate na spremembe v okolju in na prihajajoče trende v industriji? Kako vplivajo na vaše odločitve?

Sogovornik 2 16:20

Jaz bi to postal kot dva različna vprašanja. mi spremljamo trende, seveda trenutno daleč najmočnejši trend je. AI In opažamo tako kot v preteklih teh zadevah, da tukaj precej hajpa . Vsi startupi so AI,tako vsi .Tudi Če goji rožice na polju, je AI rožic to ta hajp zelo jasno. Mi mislimo, da dosti hajpa, pa pač nima smisla. Ampak znotraj tega se verjetno skrivajo nekateri startupi, ki bojo čez dve, tri leta dejansko veliko vredni. Tako da naša naloga je, da v relativno velik. Zgodbah prepoznamo tiste, ki so prave in ločimo od tistih, ki niso taprave, da ločimo zrno od plevla. To je že bilo tvoje vprašanje. Še enkrat.

Nina Maček 17:11

Kako se odzivate na spremembe v okolju in prihajajoče trende in kakšen vpliv imajo na vaše investicijske odločitve?

Sogovornik 2 17:18

Spremljam trende in moram reči. Ravno danes sem dobil generacijo od Web kombinatorcev kaj so oni investirali 90 procentov start upov so AI, ki jih je kombinator investiral. To je sigurno trend. Torej spremljamo trende, gledamo, kaj se dogaja po svetu, gledamo, spremljamo tehnološke, zelo sistematično. Moram reči, da se probam izobraževati. 2 V naši ekipi se sama izobražujeta o AIjo, , dva druga. V naši ekipi se izobražujeva pa o green tehnološki oziroma clean tech-u . Torej torej delamo na tem, da bomo pač videli, kaj se s trendi dogaja, da jih spremljamo. bolj to hipe curve, od Gartnerja. Probamo slediti informacijam. To je prva stvar, kako se odzivamo na te trende. Pač vidimo startupi, ko hodijo k nam, ker se

prijavljajo k nam, jih probam prepoznati, kdo ima neko vrednost, kdo nima neko vrednost, kar pomeni, da probamo s tem, da mi sebe izobražujemo, prepoznavati, ali so oni dovolj izobraženi. Recimo v primeru AI, imamo par tehničnih vprašanj, ki jih postavimo startupu in vidimo ali on o teh zadevah sploh razmišlja. In ta tehnična vprašanja pa zelo hitro vidiš. A so oni AI rekli samo zato, ker je tudi moderno, pa v bistvu nič ne vejo o tem, ali dejansko razumejo AI pa tudi razumejo, zakaj jih mi ta vprašanja sprašujemo. Imamo nekaj testnih vprašanj o našem due diligence procesu, o tem.

Nina Maček 18:59

Kako pomembni pa so za vas obstoječi prihodki ali poslovni model podjetja pri sprejemanju odločitve o vlaganju .

Sogovornik 2 19:07

Ključnega pomena ne takrat, ko je na startupu nekaj prihodki. In temu se reče produkt market fit, . V večini primerov so to prihodki. Ampak niso. Lahko so tudi kakšne izjeme tukaj. Ko ima produkt market fit Takrat za nas avtomatično, pade v drugo kategorijo. MI Preden ima product market fit, smemo in dejansko investiramo zgolj iz našega Acceleratorja. Kar pomeni da Poleg denarja dobiš še neko izobraževanje, dobiš še mentorsko mrežo, dobi template deal dobi. Tisti so naša standardna investicija. Ko pa enkrat ima product market fit Do takrat pa potem začnemo gledat kako hitro mu rastejo prihodki in če mu hitro rastejo prihodki, potem se z njim individualno pogajamo. Na nek način si predstavljaš sklad, da razpade na dva sklada. Accelerator, ki ima svoj denar, ki ima svoja pravila igre in na VC compartment, ki ima svoj denar in ki ima svoja pravila igre. In na vc smo zelo individualni, se prilagajamo na accecelatorju Se pa zelo ne prilagajamo.

Nina Maček 20:14

Zdaj pa je tu, kot ste rekli, da, to vam je najpomembnejše. Mislim, da ja.

Sogovornik 2 20:21

Zato, ker je, ko imaš produkt market fit. Enkrat ti v bistvu eliminira tri ključna tveganja. Prvič tveganje problema A ta problem ki oni trdijo, da obstaja. Ali res obstaja drugič tveganje rešitve? Rešitev ki so jo oni razvil. A je to res rešitev, ki reši ta problem? Če nekdo plača za to rešitev Prvič In ja, obstaja problem, ki je dovolj velik, da je nekdo pripravljen plačati za njega. In drugič, ta konkretne rešitve je tista, ki ta problem rešuje. Za to rešitev je nekdo plačal. Tretje tveganje pa tveganje ekipe, a jo je sposobna pripeljati od ideje do tega, da nekdo plača nekaj. Torej, ta ključna tri tveganja se vsa dramatično zmanjšajo s tem, ko dobi prihodke podjetje.

Nina Maček 21:01

Kako pa se prilagajati regionalnim razlikam in posebnostim pri sprejemanju odločitev v različnih državah v tej regiji?

Sogovornik 2 21:10

Mi imamo pač mandat, da razvijamo hrvaške startupe, zato imajo startupi ubistvu, kr neki omejitev . Morajo izpolniti pogoje, da postanejo hrvaški startup mora odpreti podjetje na Hrvaškem, mora zaposlovat ljudi tudi na Hrvaškem. Tako da kar se tiče prilagajanja regionalni ni, pač se ne prilagajamo, ker se ne smemo prilagajati. Mi moramo na Hrvaškem biti aktivni. Vidimo, da ni tok velik problem, še posebej startupi V zgodnji fazi razvoja, ki so zelo tvegani, imajo problem dobiti investicijo in problem, dobiti kapital. In zaradi tega, ker je več startupov kot je investorjev, so pripravljeni izpolniti naše pogoje v zgodnji fazi razvoja. Mi lahko. Bi reku, če se odločimo da nam je nekakšen start up všeč. Se ne zgodi prav pogosto, da bi nas oni zavrnili. zaradi nekkih pogojev, ki jih dajemo. v kasnejši fazi razvoja pa se To dogaja, ker morajo še vedno izpolniti pogoje hrvaškosti. Tudi zato, recimo posebej, ker so ti startupi in ker nimajo 10+ ljudi zaposlenih. Oni niso zares več primerni za to, da bi celo podjetje preselili na Hrvaško samo zato, da bi od nas denar dobili. Z besedami ta naš fokus na Hrvaško, ki je predpisan s strani naših investorjev. Na nek način nas zelo omejuje. Na ta način da samo v zelo zgodnji fazi razvoja investiramo. na primer en slovenski start up ka še nima niti firmo, v Sloveniji pa sta dva Developerja ki aplikacijo razvijata tema. dvema se ni noben problem zapela čezmejno Hrvaško, odpret firmo na Hrvaškem, tam enega zaposliti in začeti delati. Noben problem. Ampak če imaš slovenski startup ,ki ima deset ljudi, zaposlenih, ki so vsi v Sloveniji, pa že plačujemo davke, pa ima en otroke, pa hodi v vrtec, le njim pa ni tok. Enostavno se odprt, novo firmo pa se preselit na Hrvaško. Tud če so fizično v Sloveniji oni morajo bit tam zaposleni na Hrvaškem in to. To bi naredil samo pod pogojem, da mi damo res zelo, zelo ugodno ponudbo, kar pa ni v našem interesu. da sami seb škodujemo. kar pomeni , da velika podjetja so predvsem manj zainteresirana za sodelovanje z nami kot majhna zgodnja podjetja.

Nina Maček 23:20

Kako pa se odločate odločate o velikosti investicije.

Sogovornik 2 23:24

Imamo določena pravila, ampak osnovna stvar je, da preprosto pogledamo najprej, kaj oni hočejo. In pol, če so nekak v našem rangu. Mi imamo neka pravila, recimo iz accecelatorja, torej bomo tipično investiral 100.000 evrov. In nekdo, ki še nima produkt market fita, še nima prihodkov, pa hoče pol milijona od nas dobit, mu enostavno rečeno damo 100.000 evrov. To. Pač ne damo pol milijon lahko dobiš drugih 400 tisoč, nekje drugje pa potem prideš do nas pa se bomo mi odločil a damo še naših 100.000 zraven. Ampak glede na to kako malo investorjev je v tej regiji ne bodo dobil 400 tisoč, običajno nikjer drugje ne. Zelo redkokdaj smo imeli primer, da bi se to uresničilo, kar špmeni da v v tej zgodnji fazi razvoja jim rečemo takole je. pa pač to vzemte če ne pa ne sej ni problem probite drugje denar dobiti

. pa lahko še zmeri pridete nazaj k nam naknadno. Medtem ko v kasnejši fazi razvoja. Je pa ključen driver vrednosti podjetja to kolk prihodkov in kako hitro raste.

Nina Maček 24:30

Kakšen je vaš pristop k spremljanju in podpori tem podjetjem po investiciji?

Sogovornik 2 24:36

V accecelatorju je dejansko imamo program in imamo tak program, kot ga navaja way combinator , webinarji , velik mentorskih svetovanj. Vsak startup dobi svojega principala, torej eno osebo znotraj naše ekipe, ki jim je vedno na voljo. Torej, jaz mislim, da smo v bistvu zelo, zelo veliko podpore zares dajemo, seveda, kar je v naši moči in jih lahko povezujemo z drugimi investitorji, tudi ne moremo jim najti kupcev. Mi nismo njihova prodajna ekipa in nikoli ne bo tako, da pač ta podpora, ki jo dajemo v zgodnji fazi razvoja, je po mojem mnenju zelo velika, verjetno večja kot v drugih skladih, ki nimajo, saj tisti, ki nimajo svojega accelerator, v kasnejših fazah razvoja pa nas oni niti ne rabijo več običajno, razen kadar iščejo, razen v dveh primerih. Kadar iščejo investicije. Kar pomeni seznam približno 200 co-investitorjev, ki jih lahko pokličem, rečemo en dober startup. Mi smo že nekaj denarja vložili, a tebe tudi zanima . Torej, takrat so oni zelo zainteresirani, da bi mi pomagali dobiti nekega coinvestitorja. Druga stvar pa je, če slučajno dobijo kakšno ponudbo za prevzem podjetja. Takrat je seveda to običajno prvič v njihovem življenju, da se jim to zgodi. Mi pa imamo nekaj izkušenj in takrat pride do nas in nas prosijo za nasvet. Prosim za pomoč za mentoriranje pri prodaji podjetja.

Nina Maček 25:55

Kakšne so pa vaše izkušnje z izstopom iz naložbe? Kakšne strategije uporabljate za izstop.

Sogovornik 2 26:03

Izključno s samo prodajo podjetja? Drugega zaenkrat ni. Opažamo, da ponudbe zares začnejo prihajati za nakup podjetja šele takrat, ko podjetje zraste na določeno velikost. Jaz trdim, da dokler nima 5 milijonov letne prodaje, do takrat prevzemnih ponudb niti ni, kar pomeni, da naš cilj je startupe spraviti do tega, da bo hitr zrasel in hiter imeli vsaj pet milijonov. Drugih opcij zaenkrat nismo mel nihče ni šel na borzo, mislim da tudi nihče ne bom šel na borzo, pač v tej regiji so prevzemi podjetij.

2. intervju

Torej, najprej, kako bi opisali vaš investicijski pristop in pa strategijo?

Sogovornik 2 11:44

Zelo široko vprašanje. Ampak mi investiramo , strategija naša je, da investiramo v startupe oziroma v firme z začetnimi prihodki, saj z začetnimi mislim s prvimi prihodki v angleščini rečemo first revenue . Se pravi firma mora imeti že postavljen tim mora imeti polno delujoč produkt. Pa ustvarjati prve prihodke iz tega produkta. Geografsko gledamo firme, ki so s področja Zahodnega Balkana. Lahko so firme tudi od zunaj, samo morajo imeti neko povezavo do sem ali imajo produktno ekipo tukaj ali je ustanovitelj od tukaj pač nekaj more biti od tukaj. "Ticketi", kar investiramo, so tam nekje med pol milijona Začnemo in do 3 milijone po firmi. Kar se tiče strategije samega menedžmenta je pa klasična, "venture" strategija. Se pravi mi investiramo za obdobje 5 do 7 let maksimalno po tem času mormo to prodati.

Nina Maček 13:03

mogoče , če bi lahko opisali bolj to, kako a vi iščete podjetje, ali imate neko spletno stran, kjer se prijavijo, pa kako to zgleda ?

Sogovornik 2 13:15

V ubistvu eno in drugo smer mi po eni strani sami iščemo. Se pravi dobre tarče. Po drugi strani pa imamo ta "inbound", kjer se pač podjetniki na nas obračajo. Zdaj, tako je, da večina firm, ki se obrnejo na nas. Mi dobimo ogromno, na leto okrog 400/ 500 teh predlogov za investiranje, naredimo pa do 5 investicij. Ker je ogromno takih predlogov, ki niso skladni z našo strategijo ali pa pač ne pašejo v naš fokus. Ker pa mi vemo, katere približno firme so tiste, kjer vidimo večji potencial, moramo pa tudi "outbound" delati. Se pravi, moramo mi "poachat" po domače povedano, tele ljudi in jih prepričati, da je dober, da vzamejo denar od nas, ne pa od nekoga drugega.

Nina Maček 14:17

Kateri so pa neki ključni dejavniki pri sprejemanju teh odločitev o investiranju.

Sogovornik 2 14:24

Prvi in glavni je podjetniška ekipa. Se pravi, kdo stoji za tem logotipom? Hočemo imeti ljudi, ki so, ki imajo nek globalen, "cosmopolitan mindset" . Ki so sposobni izpeljati tiste njihove ideje. Iščemo ekipe, ki so raznolike. Se pravi, da imajo pokrita vsa področja, čimboljše od produkta do do biznisa, se pravi prodaje. Drug tak ključen kriterij je trg na katerem nastopajo in se pravi mora biti trg dovolj velik, da je možno na tem trgu narediti zgodbo. In trg mora biti rastoč, ne sme biti trg, ki umira. Tretji pogoj je pa potem produkt. Se pravi produkt, kateremu investiramo, mora biti tak, da je, da omogoča, da dobijo iz njega neke ponovljive prihodke. Se pravi, da so klienti, ki ga enkrat kupijo, da ga kupujejo še, da od njih zaslužiš več kot samo enkrat. Produkt mora biti po eni strani enostaven, se pravi enostaven za prodati, po drugi strani pa tako kompleksen, da ga ni možno kopirati v kratkem času in pač nadomestiti z enim substitutom. Pogledamo konkurenco. Koliko je konkurenca

že zbrala kapitala. Če igrajo, če firma igra v nekem vinogradu enih konkurenčnih firm, ki so se močno podprte s kapitalom. To za nas ni dober. Če igra sama na trgu, spet ni dober zato, ker pač je izredno težko nastopati na trgu, kjer si sam, ker si monopolist. Pa to v zgodnjih fazah. To so glavni kriterij.

Nina Maček 16:21

Kako poteka proces ocenjevanja in presoje potencialnih investicijskih priložnosti v vašem skladu?

Sogovornik 2 16:34

Sam proces je tak. Mi, ko dobimo predlog ali pa ko ga mi identificiramo. Običajno ima to neko prezentacijo nek "one-pager", nek power point. Nek dokument dobimo. Ta dokument mi najprej pogledamo, ocenimo, ali to spada sploh v naš ta glavni "scope" fokus ali ne. Če se nam zdi, da to spada, potem se s temi podjetniki radi dobimo na prvem spoznavnem sestanku. Kateremu potem sledijo bolj detajlni sestanki. Kjer se poglobimo bolj v njihov poslovni model, v njihove projekcije, v njihove zahteve oziroma pričakovanja glede investicije. Istočasno delamo tako imenovane background check njih kot oseb, da vidimo, kakšna je njihova zgodovina. Preverjamo njihove trditve. Podatke, da vidimo, če tukaj ni kakšne prevare. Stvar počasi dozori do tega, da je, da se predstavijo tej vsi ljudje, vsem partnerjem, vsem štirim partnerjem v skladu. In če je vse v redu, gremo proti "term sheetu". Ko izdamo "term sheet", ki vsebuje vse ključne podatke o naši ponudbi za investiranje. Ko je "term sheet" podpisan, potem gremo v izvedbo transakcije. Ta proces pa traja skupaj 6 mesecev.

Nina Maček 18:11

O tej zadevi sem hotela vprašati, kako pomembna je za vas ta ustanoviteljske ekipa, ampak ste že odgovoril, da v bistvu najpomembnejša ne.

Sogovornik 2 18:20

Najpomembnejše je.

Nina Maček 18:23

Kakšne so vaše preference glede oblike financiranja in strukture kapitala. To je pač z vaše strani strani sklada.

Sogovornik 2 18:32

Mi smo tukaj v bistvu fleksibilni. Najrajši sicer vidimo, če so kar najbolj klasične "equity" strukture, se pravi, da to gre v obliki dokapitalizacije v podjetje. Kjer pa to ni mogoče. Iz enega od možnih razlogov, ker teh razlogov je velik, gremo v uporabo neke alternative. Se

pravi, gremo neka konvertibilnega posojila. Zadnje čase so bolj popularne te "SAFE notes", se pravi, dosti podobno konvertibilnemu posojilu. Ampak brez nekega jasnega tega dejavnika oziroma faktorje konverzije. Večinoma v teh oblikah delamo na trgu.

Nina Maček 19:25

Kako pa ocenjujete tveganja, povezana z investiranjem v tej CEE, torej centralno vzhodni evropski regiji? Pa kako obvladujete ta tveganja?

Sogovornik 2 19:37

Tveganj je ogromno. Vse tisto, kar sem vam prepovedal, so ključni dejavniki, na katere gledamo, da nas privlačijo. Vsak od tistih stvari ima tudi svoje tveganje. So tveganja, povezano z ekipo. Tveganje, povezano s trgom, s konkurenco, z ne nazadnje tudi širšo sliko. Regija ima izredno visoko tveganje nelikvidnosti, ker pač firma, ko enkrat zapade v to, da rabi novo rundo kapitala, ima zelo omejene možnosti glede skladov, ki bi bili pripravljeni investirati v njo. Regija ima dodatno tveganje to, da je zelo nehomogena, kar se tiče pretoka in kapitala in dela, se pravi vse države so ločene, vsaka ima svojo zakonodajo. Večina jih ni v EU in v euroobmočju, kar je dodatno tveganje, se pravi čist valutna in sistemska. Mi obvladujemo ta tveganja na način, da se pač fokusiramo na tista tveganja, kjer jih, kjer mislimo, da jih lahko obvladujemo. Tam, kjer pa se zavedamo, da je tukaj kar nekaj takih komponent, katerih ni mogoče obvladovati in ki so pač del te industrije. Pika.

Nina Maček 21:12

Je razumem. Okej. Tule imam zdaj pripravljen, kako dolgo običajno traja od prvega stika s potencialnim podjetjem pa do končne investicijske odločitve. Prej ste rekli nekje šest mesecev, ampak 6 mesecev, da se celoten "deal" zaključi.

Sogovornik 2 21:34

To je tako, to je naš, bom rekel "promise", da bomo se potrudili, da če nekdo pride, ki je dobro pripravljen na ta "pitch" pa je dober, ker ima dobro pripravljen material. Ki ima tudi procese, predvsem dober urejene. Pa če smo si takoj všeč, če takoj zavlada nek interes na naši strani. Potem v šestih mesecih lahko govorimo o tem, da mi dejansko že investiramo. Da podpišemo pogodbo. Je pa tako, da v večini primerov ni tako. Velik bolj realno je to, da mi nekoga spoznamo. In ga potem recimo v tisti fazi še ne investiramo. Pustimo, da on sam dela ali pa zbere neko angelsko rundo. In ga sčasoma spremljamo in ocenjujemo. In vedno bolj ga poznamo. Vedno večja je možnost, da tudi dejansko investiramo v njegove in tudi mi z našimi partnerskimi podjetji delamo na enak način. Skratka, takoj, ko postane del našega portfelja, jih že predstavljamo bodočim investitorjem. Zato, ker če nekdo samo pride, sploh iz regije, pa v Zahodno Evropo s svojim "pitch talkom" je zelo majhna šansa, da bo dobil denar. Če pa nekdo pride danes s "pitch talkom" pa se predstavi, pa potem tega človeka

dve leti ali pa eno leto obvešča o napredku, ki ga je dosegel bo, pa ta mi temu pravimo "convince", bo večji in bo potem tudi lažje, se pogovarjal takrat za investicijo.

Nina Maček 23:24

Kako pa bi ocenili uspešnost vaših investicij v tej regiji v primerjavi z nekimi drugimi regijami? Se vam zdi ta regija v redu ?

Sogovornik 2 23:37

Regija ni nič posebnega. Regija je bila zelo dolgo časa zapostavljena. Kar se tiče "venture" kapitala, ga ni bilo in še vedno ga je bistveno premalo. Zdaj mogoče niti ne toliko v zelo, zelo zgodnjih fazah tam kjer recimo nastopajo nekateri drugi skladi. ampak takoj, ko govorimo o teh A rundah, ali pa "late seed" , "growth" sploh je regija precej zapostavljena. Predvsem premalo kapitala in kot taka ni. Mislim, ima določene izzive. Je pa res, da je, ker ni tega kapitala toliko ne, je po drugi strani to povzročilo, da so podjetniki veliko bolj previdni s kapitalom. Kar je super, znajo z manj denarja narediti isti efekt, kot ga bi naredili recimo v Londonu ali pa v Zahodni Evropi. In tudi za nas investitorje je to nekoliko lažje zaradi tega, ker s tega vidika zaradi tega, ker se ne pokoljemo za te startupe in jih tudi ne investiramo po nekih blazno visokih valuacijah , če to primerjamo recimo spet z Zahodno Evropo.

Nina Maček 24:59

Kako se pa odzivate na spremembe v okolju in nekatere prihajajoče trende ter kako to vpliva na vaše odločitve?

Sogovornik 2 25:11

Odkar mi investiramo , to je zadnjih 17 let, so spremembe vedno in spremembe so del pač te naše industrije. Mi vedno investiramo v nekaj, kar je novega . Kar pa pomeni, da mi vedno investiramo v nekaj, kar pomeni spremembo. Mi ne investiramo v tradicionalne industrije, ampak investiramo v stvari, ki spreminjajo tradicionalne industrije, ki pomagajo tradicionalni industriji. Dajem primer. V času korone se je zelo popularizirala tale beseda digitalizacija ali pa delo od doma. Mi smo imeli v portfelju firme že kar nekaj let prej, ki so točno to delale in so takrat v času korone zelo dober izkoristile ta moment zaradi tega, ker se je končno "mainstream" industrija obrnila v to smer, ne tako da. Jaz mislim, da v tej industriji "venture" kapitala ali pa nasploh startupov moraš biti ves čas na prstih in pripravljen na to, da boš moral prepoznati nek nov trend, ki prihaja in biti in predvsem prepoznati razliko med novim trendom pa med neko bom rekel psihozo, ki se ob tem ponavadi pojavi oziroma pač, da se izogneš temu tako imenovanemu "FOMO" efektu, kjer pač skočiš na vsako stvar, samo zaradi tega, ker je to nova. Ne, to ne smeš. Moraš paziti, da temu ne podležeš. Moraš biti pripravljen, da se moraš stalno izobraževati o novih zadevah in iskat oziroma videti priložnosti, ki jih pač ta nove tehnologije ali pa karkoli že prinašajo.

Nina Maček 27:10

Ja, kako se pa kaj prilagajati tem regionalnim razlikam in nekim posebnostim sprejemanja vaših odločitev v tej regiji, kjer investirate?

Sogovornik 2 27:24

To je naša prednost v primerjavi z vsemi zahodnimi investitorji oziroma investitorji, ki ne prihajajo iz te regije. Zato, ker investitorji, ki ne prihajajo iz te regije, ne vedo, da so velike razlike kulturološke razlike med posameznimi narodi v tej regiji. In mi to vemo. In temu smo se mi kot prvič prilagodili, tako, da imamo štiri pisarne. V Ljubljani, Zagrebu, Beogradu in Skopju. In to nimamo zato, ker nam je to fajn, ker nam ni fajn, ker bi bilo veliko lažje, če bi imeli samo eno, ampak se zavedamo dveh zadev. Ene ta, da tukaj vladajo velike razlike med temi narodi in da marsikater predstavnik enega naroda ni glih najbolj dobrodošel v drugi državi. Kot drugič pa vemo tudi to, da moramo biti, da je nujno, da smo blizu tem portfeljskim firmam in jih moramo od blizu spremljati in jim pomagati, drugače efekta ne bo. In zaradi tega smo tolk blizu tem firmam in z njimi na blizu delamo. To je edini način, da tukaj lahko delaš ta posel, kot ga mi.

Nina Maček 28:43

Kako pa so pomembni za vas neki obstoječi prihodki in poslovni model podjetja? Katerega želite investirati.

Sogovornik 2 28:54

Saj to sem delno že pokril. Mi zelo neradi investiramo v firmo, ki nima nobenih prihodkov. Radi vidimo, da je v fazi, recimo nekih prvih ponavljajočih se prihodkov. Poslovni model je pa tko da. Ne morem generalnega odgovora dat. No, ampak ene firme so v industrijah, kjer ni neke velike možnosti inoviranja. Se pravi se morajo poslužiti enega poslovnega modela, ki pač v tisti industriji deluje in to je. Je pa vedno več takih industrij, kjer so možne inovacije v poslovnem modelu skoraj bolj kot na tehnološkem delu in z inovativnim poslovnim modelom je možno boljše marže dobit. In zato mi stalno iščemo te pa pomagamo našim portfeljskim firmam najti tist pravi poslovni model, ki bo najboljši za pridobiti kliente, pa tisti, ki bo najbolj tko reku "sticky". Se pravi, da klienti potem tudi ostanejo, ne da moraš vsakič znova. Prodajo z nule delati.

Nina Maček 30:20

Kako se odločate potem o velikosti investicije?

Sogovornik 2 30:26

Ja običajno tako, da firme pridejo k nam z nekim predlogom. Mi potem skupaj z njimi strukturirano pogledamo, kolk so dejansko njihove potrebe a podcenjene, precenjene. In

ocenjujemo, koliko bodo ta podjetje potrebovala v naslednjih dveh letih. Ker želimo zagotoviti, da z našo investicijo, da bodo firme imele dve leti "cash runwayja" Se pravi dve leti, bodo preživele. In potem se glede na to odločimo, kolk investiramo.

Nina Maček 31:04

Ni pa tak, da bi se nekatera podjetja, ki želijo vašo investicijo, da bi ona predlagala, povedala kolk rabijo in mislim tudi to kaj upoštevate ?

Sogovornik 2 31:14

Ja, ja, seveda. Seveda ponavadi pridejo. Iščemo milijon in pol za 20 procentov našega podjetja smo pripravljeni za to odstopit oziroma prodati. Ampak v te cifre čisto iskreno povedano, ne zaupamo zaradi tega, ker vprašanje kok to temelji na nekih realnih predpostavkah in predvsem nas ne skrbi tok, da bi oni mogoče potrebovali manj, da bi lahko tudi z manj naredil. To je že v redu. To se da vse korigirati. Veliko bolj nas skrbi, če se oni podcenjujejo, če oni potrebujejo veliko več denarja za to. Če potrebuje pa več denarja, to pa pomeni, da bo denarja zmanjkalo nekje na polovici tega ciklusa, v katerega gremo mi skupaj z njimi. In če jim denarja zmanjka na polovici, se moramo takrat odločati, jim damo še eno rundo, še neki dodaten znesek ne. Ali pa iščemo zunaj , pri tretjemu investitorju. Ampak to je veliko bolj zoprno.

Nina Maček 32:22

Kakšen je vaš pristop k spremljanju in podpori tem portfeljskim podjetjem, potem ko investirate?

Sogovornik 2 32:30

Imamo redne sestanke z njimi, ne z vsemi čisto enako, ker odvisno tudi v ker fazi že podjetje obstaja, ampak recimo, da v povprečju tam enkrat na 14 dni se z njimi slišimo. Pogledamo te najbolj aktualne zadeve. Potem imamo pa mesečno , se mal bolj podrobno pogovarjamo o številkah. Kvartalno imamo ta poročila kvartalna, ki jih moramo tudi za naše investitorje pripravljat. Tko da to je že zelo zelo detajlno. In iz tega potem izhajajo tudi letna poročila, ki jih pač pripravljajo za nas. Imamo povsod svojega člana v upravnem odboru, tako da smo zelo aktivni pri spremljanju njih.

Nina Maček 33:17

A imate mogoče tud kake te neke mentorje, da nekim tem podjetjem, ki so še v zgodnji fazi, da pač ponudite nekoga.

Sogovornik 2 33:27

Vem kaj me sprašujete. Ampak ta podjetja, v katera mi vložimo vseeno niso tako v zgodnji fazi, da bi morala se s tem ukvarjati. Je pa to tudi stvar v zrelejših podjetjih, da se včasih pojavi potreba po nekem mentorju na posameznem področju in ga potem pač angažiramo za to, da jim pomaga.

Nina Maček 33:56

Tako da ubistvu imate samo neke preglede, če je vse v redu.

Sogovornik 2 34:04

Preglede ne. Bom dal konkreten primer jaz tam, Irskem, kjer sem v upravnem odboru, to ni samo, da mi gledamo njihova poročila, ampak vsako pomembnejšo odločitev, ki jo pač nameravajo sprejeti, predebatiramo. Tudi skozi naš vidik in iz izkušenj teh štirinajstih let. Podam svoje mnenje. Tako, da soustvarjamo. Ne samo kontroliramo, ampak soustvarjamo z njimi.

Nina Maček 34:36

Super hvala. Evo, zdaj imam pa še zadnje vprašanje. Kakšne so vaše izkušnje z izstopom iz naložb v tej regiji in pa kakšne strategije uporabljate za izstop?

Sogovornik 2 34:48

Ja, to je najbolj zoprni del, s katerim smo se ukvarjali. Zdaj se že na drugemu skladu s tem ukvarjamo. En sklad smo zdaj že likvidirali, ki smo ga imeli od leta 2008. Možnost ali pa potencial za izstop v regiji je zelo omejen. Izredno omejen zato, ker je zelo malo potencialnih kupcev teh za ta podjetja. Tako da mi v bistvu se na to ne fokusiramo. Mi imamo strategijo tako, da iščemo kupce izven regije. Najbolj idealno je to seveda da so strateški partnerji zaradi tega, ker pač so pripravljeni plačati najboljšo ceno. V posameznih primerih so to neki finančni skladi, ki vstopajo v kasnejših fazah noter in so pripravljeni odkupiti naše delnice. To sta glavni dve možnosti, ki jih imamo. Se pravi strateški ali pa finančni, mi temu rečemo sekundarni. Ta sekundarni finančni investitor. Pri firmah, ki pa ne uspejo. Tam pa je teh možnosti več. Ampak tam govorimo pa samo o izstopu po zelo nizkih valuacijah. Tam pa menedžment lahko odkupi recimo ali pa pač nekdo tretji. Ampak to so neuspešne zgodbe.

Nina Maček 36:24

Ste imeli mogoče kak primer, da je šlo podjetje na borzo?

Sogovornik 2 36:28

Ne, nismo še imeli.

Nina Maček 36:31

A se vam zdi, da to ni za to regijo običajno.

Sogovornik 2 36:35

Ne, ni običajno. Tudi v Sloveniji je bil samo en "IPO" tehnološkega startup podjetja in to je bil Datalab že kar nekaj let nazaj. Oziroma konkretno mislim, da 2008 . Ni tega ni. Je pa to velika, zamujena priložnost. Za borze in za tehnološka podjetja.

3. intervju

Okay. So how would you describe your investment approach and strategy?

sogovornik 01:49

Right, so X VC is an early stage investor based out of Prague, but invested all across central in eastern Europe. So basically from Baltics to Balkan. And we're now also looking into post soviet countries, excluding, obviously, Russia. We are investing into pre seed and seed stage companies. Meaning pre seed as in they just have an MVP, for example, but they haven't launched yet, or they launched, but they just have this early revenue or early traction in terms of their users and so on and so forth. So we also do pre revenue startups, and our ticket size at the moment is 100,000 euro per project, meaning that we usually co invest and we are able to lead rounds that are up to around 500,000 euro. A generalist fund. So we don't have one particular vertical like healthcare, for example, or finance that we're investing in. We have broad variety of startups represented in our portfolio, both in terms of the industry and the business model. The only major limitation for us is we do software companies. Yeah. So we have some, like two or three that are a combination of software and hardware, but mostly we do software. Yep.

nina macek 03:00

Okay, maybe. Can you tell me about the process of getting to know the companies that want your investment? Like, do you have some application form on your website or do you search for the companies?

sogovornik 03:20

Yeah. So it's both. I'm the co responsible person in our team as well for the deal flow and for the scouting. And there are several ways. Yeah. So you always have inbound, just as you said, we have an application on our website. That one, when you click, you go to the platform called dlum.com, and via Dlum, the startup fills in application and then I have it in this dlum platform. Another way is email. So we don't have our email publicly displayed anywhere except of the information, one that you also used. But some people have our emails, maybe from some database of investors and so on, so forth. So this is the second inbound thing in terms of outbound scouts. I usually, I do it actively. It's the core responsibility of mine. I do it in several ways. I look for companies via accelerators, incubators, you know, demo days

of different organizations and so on and so forth. Usually we're also partnering with them. We also communicate with business angel networks, like for example, one in Slovenia, I think. Nina, I only know the first name of the one who's leading it, if I don't remember the, the surname, but yeah. So we're cooperating with other funds, with other investors to get the deal flow from them as well. And in terms of another third way, it's a warm introduction. Yeah. So this is something where the co investor brings us a deal and says, look, I'm investing in this. Would you like to join? Or. They're great, or so great.

nina macek 04:54

Thank you. And what are the key factors in making investment decisions in your fund?

sogovornik 05:00

Sure. We're early stage. That means most of our attention goes towards assessing team to be concrete team's track record. We also invest in first time founders. So in that case, that would be their capability to execute their complementary skill set. Meaning if it's a company that is led by three business graduates, likely they will lack technical expertise. Or if there is three phds, then most likely they're going to be terrible at selling. And I'm generalizing now, but it's often the case that we try to look for well balanced teams. We also try to look for diverse teams, be it in terms of gender, background, country and so on and so forth. Whenever we are sure about the team, what we also look into is the market. And in terms of the market, it's always like, okay, how big is the market right now. How big can it be in the future? In like, five to ten years, whenever we have to exit the. Our investment, but also market trends. Let's say, I don't know what's hot in finance right now. If we invest in fintech, are the banks ready to go for this kind of innovation and so on and so forth. So market both market timing and market size. And then we look into the strategy of the startup themselves. So if today they're in day zero, they have their mvp, and in twelve months they need to raise the next round, what will be the steps to achieve that? Are they aware of the steps that they have to take to achieve that and whether they're capable of doing that? So probably those, I mean, there are many things in that, you can google many things on that, but I think after all, it comes to really three questions. Are you capable of executing? Is there anybody who's going to pay for this and is it going to be big enough, are there going to be big enough customer pool that will return us our investment?

nina macek 07:01

Yeah. Okay, I have a question about how important is entrepreneurial leadership or funding team in your fund? But you already said, yeah, that's important.

sogovornik 07:12

Look, again, we don't exclude, as in we also have solo founders. Yeah, we have invested into heavily technical teams and it's more like entrepreneurship is often something that they

learn, then some people are just better in it, some worse, but definitely leadership and then understanding of where do you want to take that company, because also leadership comes in different forms. And, you know, it's important thing is that if the co founders, if the founder has some weaknesses or some, you know, like spots that they know they're not good at, we want to see them understanding them and either working with them or finding somebody in the team who will compensate for it. Yeah.

nina macek 07:56

Okay. What are your preferences regarding funding arrangements and capital structure?

sogovornik 08:03

You mean in terms of the transaction?

nina macek 08:06

Yes, like do you make direct investments or joint ventures?

sogovornik 08:14

So we are flexible, as in we usually do one of the three. We either do direct equity investment or we do convertible notes or convertible loans, or we do safe notes, which are the US alternative sort of for convertibles up to last year. I think the safe notes could have been signed with european entities as well. But we didn't prefer that because the safe note is something tailored to US law, and often then we had way less control over the investment. If something is all right, then it's okay. But if something goes downhill in the investment, safe notes did not provide us enough control matters. Now, I think they also launched like some like specific safe notes for Estonia and so on, so forth. So it's becoming more popular, but I think for us. Usually it's convertible loan, convertible note. That was the most common investment instrument.

nina macek 09:10

Okay, thank you. How do you assess the risk associated with investments in the CEE region? Ce region is central european, central eastern european region. And how do you manage those risks?

sogovornik 09:30

Right. I think there, I mean, I could probably come up with more, but I think one of the risks, again, at early stage, I think the risks are quite similar in other regions as well. When I try to specify it for CEE here, it's the ability to fundraise the next round. Yeah. And this is depending on the team. Are they able to sell themselves and the market trends and the sales processes? Yes. So whenever, for example, whenever we see enterprise sauce, the risk is the

typical business risk that they won't be able to sell as fast as they need in order to have the traction. For example, they raise for twelve months, but their sales cycle is twelve months, and that means on average, and that means if they start selling now, they might not manage to get the cash in before they run out of money. So that's a simple business risk that in startups maybe is a bit like slightly differently tweaked than in a typical SME. But this is something that we're looking into. I think we also are very aware of regulatory risk whenever it comes to companies in financial technologies and healthcare. Yeah. Because those are highly regulated environments. This is something that we look into very closely, and usually we mitigate it by simply checking all the legal side, and then we usually have advisors from one particular vertical that can advise us on, this is going to be okay, or this is never going to happen, because they have, I don't know, different data protection. It's become very relevant with AI investments as well, because they tackle a lot of data. And in healthcare and fintech, you have to be, you have to be careful. I think those are core risks, to be honest. I mean, there are plenty, but probably those are like the most important ones.

nina macek 11:19

Okay. How long does it typically take from the initial contact with the potential company to the final investment decision?

sogovornik 11:28

Yeah, I would say for us it's probably four to eight weeks, so we do around ten to twelve investments a year. That makes it four to eight weeks, but we can also be faster if it's needed. Sometimes there's an information asymmetry with the founder and so on and so forth. So I would say six to eight weeks.

nina macek 11:49

And this is just time that you say to the company, okay, we will invest, or it's the signing, it's closing the deal.

sogovornik 11:59

Yeah, I mean, sometimes we have. Cases where, for example, we said, yes, but I don't know, they are flipping their legal entity from, I don't know, Greece to us. So it takes another month. Yeah, but this is something that happens rarely and usually, I think, up to two months if we invest and the deal is done.

nina macek 12:18

Okay. How do you assess the success of your investments in the CE region compared to other regions?

sogovornik 12:28

I think what's very typical for CE compared to, let's say, us and Western Europe, we talk a lot less about IPO exit scenario compared to M and a exit scenario. I think both can be successful exits. Both can be failure exits for us. That's, I think, the core difference that I perceive, however, for us, the success is whenever the startup brings us over 20 x multiple, that would be the minimum that we want to see. So whenever it's like default or one x, two x, three x, this is not really a success for us. It's still not like a complete failure in terms of their business. But for us, it didn't return the investment that didn't have a return on investment as we wished it to.

nina macek 13:30

Okay. Yeah. And how do you respond to changes in the environment and what impacts do they have on your investment decisions?

sogovornik 13:42

I think for us, nothing much changed since the bubble burst, to be honest, in terms of our processes, because from the very start, we weren't really investing into ideas on the backside of the napkin, and we were doing our due diligence process and so on and so forth. So for us, it's just about watching the market signals in the industry that the startup is entering and being sure that we're investing in a legit utility in a legit business case. I'll give you an example. Since 2019, we've been investing into blockchain infrastructure and blockchain technology startups. And when the bubble burst, especially after, like, I mean, there were, like, they were FTX and Luna falls in 2022 and then there was bitcoin drops in 2017, 2021. So, you know, the market is very volatile. However, we believe in those investments simply because we have a very concrete thesis that states like, what kind of utility and what kind of characteristics we're looking into the project that we believe will last long term. Yeah. So I think some investors did not have this and realized that, oh, I actually need to think more long term than like one, two years because inventory are investing for like five to ten years. But yeah, I think for us it influences our own fundraising. Sometimes, yes. So, for example, now for us, it's a bit harder to get commitments to close our fund, but then in terms of our investments, I don't think we change much.

nina macek 15:14

Okay. And how do you adapt to regional differences and peculiarities when making investment decisions in different countries within the CE region,

sogovornik 15:25

do you have some examples of the peculiarities?

sogovornik 15:31

What do you mean? Or do like, do you know exactly what you're maybe like?

nina macek 15:38

Is there any specifics when you invest in the CE region and within the. Maybe the loss or.

sogovornik 15:51

Yeah. Okay. CE is super interesting. It's a patchwork region, which means that despite being quiet, like, you know, you would think, like, Slovenia and Czech Republic aren't that far away. Right. And so on and so forth. But there are some information silos that we're facing. So what we're trying to do is we have connections on every single market in terms of CE, because if you don't know anybody in moldovan ecosystem or romanian ecosystem or so, those startups are most likely are not going to get to you. Yeah. Startups are usually fundraising locally. Unfortunately, at the very early stages, for example, business angel stage, they're often taking the terms that are not favorable and that make them uninvestable later on, which is way more common here than in western Europe, because here, angel investors still don't understand that they are killing their startup like this. You know what I mean? Like they're taking too big of a share and so on and so forth. This is very specific to a region. Or then they invest in something, and I heard this million times, romanian investors only want to invest in the companies that they can visit, you know, like to drive away. So business angels are building ineffective portfolios simply because they limit themselves to some geographical scope of their own country. Yeah. Another specific of CE businesses that is, though, to our benefit is the fact that their valuations are lower than those of the counterparts in the western Europe. Yeah. So something that would be valued at seven, 8 million in Germany can be valued at three, 4 million here in CE. And we can debate which one is more reasonable because all those valuations are just like, they're all made up, more or less, let's put it that way. But, yeah, this is something that provides us with an opportunity to invest better or to get better returns.

nina macek 17:44

Okay, great. Um, and how important are existing revenues and the business model of the company to you and make decision?

sogovornik 17:54

So, as I mentioned, we're investing into very early stage. So often it depends on the business model. Right. Like, if it's a very heavy B. Two B sauce. And we know that the sales cycle is long. Then we're looking more into non monetary metrics. We're looking into, for example, do they have some letters of intent, do they have some pocs and so on and so forth. Revenues are important whenever the valuation is bigger. Yeah. So we want to see, I mean, it makes sense. The valuation is bigger whenever the revenues are bigger. In terms of revenues, what we want to see though, and in terms of business model, we won't see recurring revenues. This is your typical sauce kind of thing where you know if the revenue is recurring, then you know how to forecast it better. If it's one of purchases that you have in your business model

as the core revenue stream, then it's unpredictable, then we're more cautious about it and then it's harder for us to assess the deal. So, yeah, and in terms of business model overall, I think it can change with time. It often changes. Startups pivot, it's normal. But what we want to change is founders seeing different opportunities and saying, okay, this is my plan a, this is how it's going to work. If it doesn't work, there are some other opportunities, we're going to try it, we're going to, you know, just launch it and see how it works. And then we just want to see the agility and understanding of business model being a core factor in business success.

How do you decide on the size of investment?

sogovornik 02:26

Okay. So it's for us at this stage, it's fixed. Yeah. So we know it's our, in our investment strategy that we're investing 100,000 tickets. And we rarely go below or above in this one. Like in this fund, we never went a different investment size. It's always 100,000 euro. But that's very specific to our fund. I think, I think different funds will tell you different things. But because we are a smaller fund, we're a micro vc backed by angel investors, we have limited capital and we have a very fixed strategy of. Hundred k tickets.

nina macek 03:02

Okay, and what if in the case that you, you, and maybe also the startup predict that they will need more money? I mean more than.

sogovornik 03:14

Yeah, that's why we usually co invest in the round. That means, let's say startup is raising 500,000 euro pre seed round, then we are joining with one hundred k, and then another fundamental 400k come from one, two, three other investors, be it business angels, be it funds or whatever. Usually it's quite common to get investments from various investors in one round, not too many, because then it would already create like a zoo on the cap table, let's put it that way. And I can elaborate on that more if you want, later on. But the core thing for us is that. Yeah, exactly. That they have enough money, and then if we like the company and we want to invest, but they are not able to secure enough funding, we will not invest eventually because we will say, you know, like if they need five hundred k to survive and to raise the next round, but they could, but they could only get commitments for 200,000, then we will be like, okay, you know, if we give you that money, you will burn it, but you won't achieve anything. So we're not going to do that.

nina macek 04:17

And how do you decide on the share that you want to get?

sogovornik 04:24

So for us, again, there's some ballpark in investment strategy. For us, it's quite broad. It's from one to 5% of equity that we want to target in the round. And then usually it's all about the negotiation with the founder. So usually they say, look, I have this valuation, and based on the valuation, you know, how much they want to dilute their ownership. And, you know, the benchmarks in the industry, you know, that if in pre seed they give up 30%, they won't be fundable anymore. Yeah. So what we try to do is we try to negotiate the valuation to like, you know, push it down a bit if we think that it's not, if it's not corresponding to the reality, or maybe, you know, if it's possible to have some other terms that will secure our share. So for example, you know, it's not necessarily just the valuation, it can be discount rate, it can be some like, safety measures, like liquidation, higher liquidation preference, you know, or like, I don't know, most favored nation, or drag along, tag along that we traditionally, we have that. Yeah, but we can also like, tweak them a bit so that they're more, they're better for us. It's not always about the valuation, but, yeah, for us, it's usually about the investment strategy. We rarely go lower or higher than this, like ballpark. But again, one to 5%, it's quite. It fits the precede stage well when we enter with 100K ticket and the valuations are, I don't know, between two and five, 6 million, maybe up to 7 million and so.

nina macek 06:01

Okay, what's your approach to monitoring and supporting portfolio companies after we invest?

sogovornik 06:08

Yeah, maybe just one more thing to the previous question. Whenever we invest, what we also do is we try to estimate the exit value. Yeah, obviously it's pure assumption. It's an assumption, it's a data driven assumption. It's based on some market benchmarks. Were there any kind of exits in this industry? What could we compare it with? And so on and so forth. What are the market multiples? So we try to say, okay, if this startup is going to exit at 500 million and we are investing at 5 million, even if, you know, it's a good deal for us. However, if the exit potential is limited, way less if we say, look, this could be an acquisition for 30 million and the current valuation is 3 million and we're going to dilute still. So we want even a bigger share. Maybe we want to push it down a bit so that we can return the investment in the amount that we want to. It's also about, are we investing in hardware type of business, or software? That's a stupid comparison. Don't use it. That hardware, software, it doesn't say anything, but just what kind of potential do they have? And if it's a big potential, then we might agree for the smaller percentage. But if it's a smaller potential of exit, then we want bigger percentage simply to hedge against the risk of losing our money or not appreciating our money as much as we want. What was the next question?

nina macek 07:38

Yeah, about your approach to monitoring and supporting the.

sogovornik 07:45

As a co investor at the pre seed stage, we have an approach of being quite hands off, unless startups ask us. So we don't babysit them, but we want to keep overview. So what we have is we have information rights in all of our portfolio companies, which means on a monthly basis we get reporting from them on the core KPI's and then also on the status of the business and potentially of the fundraisers. It's like monthly calls with our partners. On the other hand, we also have a platform called investory IO. And on that platform, the reporting itself happens. Yes. So they submit it, and then you have a dashboard where you can see the core KPI's. And the core KPI's are usually about the MRR, the net revenue, the headcount, the burn rate, the cash in hand, and hence the Runway that is left till the end, basically of cash and so on and so forth. It could be users if it's relevant for the company, like the user growth and the ten trends and so on and so forth. So this is something that we, that we're asking them about in terms of help. We don't babysit. We also have, like, We have two things that we really help with actively. One is fundraising. That means that whenever our portfolio company is raising up to series A, we have a very big network of follow on investors. We have know how in how to help them to build the DAC, to build the narrative and simply raise the round. On the other hand, the second thing, what we can do and what we do is basically strategic advisory from our partners where they recommend. Basically they are like coaches, consultants, mental support, basically. Yeah. But we don't do, for example, we personally don't help with hiring or you know, like, like marketing or whatsoever. Yeah, so we usually do that. We also do like press releases sometimes because we have another person in the team who does pr and marketing, but that would be it.

nina macek 09:53

Do also request some reports from the startups.

sogovornik 09:59

Yeah. Well, as I said, on a monthly basis via investor platform. And then once a year we need to see the whole like financial, you know, like p and l, balance sheets and all those like more traditional things.

nina macek 10:11

Okay. And now I have the last question. What are your experiences with exiting investments in CE region and what strategy strategies do you use for exits?

sogovornik 10:24

Yeah, so I think, as I mentioned, I feel like in CE there are more m and a exits than IPO exits. They don't have to be necessarily good. We had one case where it was an acquisition, but it was an acquisition which didn't bring us any return. Like our return on that was for

example, 1.1 or 1.2. However, what is very strong trend, I think in CE is technical acquisition or equihire. Whenever the technology has been acquired together with team there, the multiples can be better and can be really great for us. So far it's m and a. We don't have any company that IPO'd in our portfolio yet. And because we're fairly young fund, we have many companies that have already quite a big multiple, but it's an unrealized multiple. Yeah. So we haven't exited yet. They grew up a lot. We're waiting for the exit event. But you know, unless we exit, I'm not able to tell you if that's going to be success story or no, because I mean, we saw like big companies like Klarna dropped their valuations ten times. So we'll see what happens with our portfolio in the future. But yeah. So for us it's mostly, mostly m and a so far, I think.

nina macek 11:41

And what in the case of unsuccessful project, like, do you sell to the company? It's just your share back to the company or do you maybe sell it underpriced or.

sogovornik 12:00

Yeah, yeah. So basically the. Company takes their shares back and pays you out based on your previous ownership.

4. intervju

So how would you describe your investment approach and strategy?

sogovornik 02:04

Okay, so we do focus on the series A investing. We do focus on specific regions, which for us is the german speaking countries, Eastern Europe and the Baltics. And, I mean, as venture capital, it is typically a minority investment. So taking minorities, but, you know, actively supporting the portfolio companies.

nina macek 02:28

Okay, and what are the key factors in making investment decisions in your fund?

sogovornik 02:36

Well, I think obviously, it's very important. I mean, team and the market opportunity, those are the two things that just need to be there. If one of them is not there, then it doesn't make sense to invest. So team and market opportunity. And then obviously, we need to get to the right terms. So basically, still, it needs to make sense for our fund. We need to believe that

with the valuation. We get at the time when we invest that the company can grow so much that we can potentially return a fund if things go well. So team market, and obviously there is much more detail to that. We also want to see that the product is strong. We need to understand that they can remain competitive in the market. So those are the more nuances, but the market and the terms, I think that's very important.

nina macek 03:30

Okay. And how does the evaluation and assessment process of potential investment opportunities occur in your fund?

sogovornik 03:43

I mean, it's an ongoing process, right? Like we get on a call, we do the first get to know, we ask the major questions. Then we, after the call, we get some material, the deck, we look through that, see if we have more open questions. We follow up with that. Then in our team, when we have two people that are excited, we bring that to the team discussion once a week. So that's when we discuss the opportunity that normally ends up in more questions, maybe comments on what you're excited about. So ends up again in a to do list, what needs to be clarified. So we keep just like it's ongoing discussion, conversations, the founders clarifying the things that where we have questions and at some point of time we want to do a product demo, we want to meet the team members, we want to meet the co founders, we want to talk to the customers, we look at the financial plan, we do maybe a lightweight tech DD as well. So all that. And then, you know, once we are excited that we would propose an issue, a term sheet negotiating that, and then hopefully finding an agreement.

nina macek 04:48

And how do you seek for like startups? Do you have like application form on your website or do you search via some connections for them or.

sogovornik 05:01

We do everything. We do have a website form, we do reach out to startups on our own. They come through network, we talk with other funds, we use events. So it's literally everything.

nina macek 05:14

Okay. And how important is entrepreneurial leadership or I mean more funding team in your fund, like you said?

sogovornik 05:25

Sorry, I'm not sure if I understand the question.

nina macek 05:28

How important is funding team or a founding team?

sogovornik 05:32

Yeah, of course, as I said, that's one of the key criteria, the team. So if that, if you're not happy with that, we would simply not consider the investment.

nina macek 05:41

And what do you look in the like leader in the team or I'm what's important in the team for you.

sogovornik 05:50

Yeah. So I think on the one hand, it's literally the way, the better we get along because it's years of working together after we invest. We want to. We do prefer second time founders. We also understand first time founders. Plus it's important that they'll listen to feedback and then they will, yes, they will take the decisions, but we need to feel that we can have a conversation that will be open to inputs and feedback. We want to see that they are also aware of their weaknesses, because nobody can do everything. So at some point of time, you need to complement teams. So I think that's very important. And also the ambition, because we will not like, for us, it's not a success. If a team sells the company in two years for, I don't know, 30 million, it's a success for the founder, but it's not a successful. So we really need to see that they are ready to go through the super tough journey of being a founder, ups and downs, to actually get to a significant outcome in the end.

nina macek 06:49

Okay, thank you. What are your preferences regarding funding arrangements and capital structures? Like in terms of direct investments, safe notes, maybe like that?

sogovornik 07:03

Oh, definitely direct equity investments

nina macek 07:07

only that?

sogovornik 07:09

I mean, we have actually, recently, we really haven't done any convertible notes in the fund one, we did a few of those, but in fund one, we also did something we called scout tickets, but I mean, we wouldn't say no to it, but we definitely have a preference for equity investments.

nina macek 07:27

Okay, how do you assess the risk associated with the investments in CE region and how do you manage them?

sogovornik 07:38

I think one way how we manage that is there are a lot of different countries and legislations and maybe different ways of startup investing works. So actually, all investment that we invested in CE, they all have Delaware, Inc. As a headquarters, so in the US, and then they have a subsidiary in, in the eastern european countries. So I think that's very important for us. And other than that, we really, as we invest, we want to meet the team. If they have office, we'll go there and visit them just to kind of get the feeling about how they work, how they behave locally. And obviously, we also do legal due diligence, and we would always then take also a local law firm that does then the due diligence on their subsidiary as well.

nina macek 08:23

Okay. Do you think that the risk are also, like, connected to the team and the product and the market? You also investigate that side of the risk or.

sogovornik 08:39

Yeah, that's a good point. So on the team? Yes, we actually also do reference calls on the team, on the team members, on the founders. So we do that when we talk to the customers, we ask about the product. We want to see how happy they are with the product. So that there is the product part. I mean, market is the one you can control the least, right? And you can kind of get understanding about competitors, but still, that's. Something that probably can control the least.

nina macek 09:04

Okay, and how long does it typically take from the initial contact with the potential company to the final investment decision?

sogovornik 09:13

Honestly, there is no typical answer. Sometimes we might build a relationship for three years, sometimes invest within three months or two months. So it's a range of super long up until probably two and a half months is the quickest.

nina macek 09:29

Okay. And do you think it's, it depends on the fund. How long does it take or more on the startup side?

sogovornik 09:44

Both, honestly, both. I think in the market you see everything in that range. Sometimes probably even two weeks. But that's crazy. And it doesn't happen that much anymore. But I think it's like everything is out there from three, four, five years to like three weeks, two weeks.

nina macek 09:59

Okay. Okay. And how do you assess the success of your investments in the CE region compared to other regions?

sogovornik 10:08

I think for us it's too early to tell. We are near seven with the first fund, so we are about to kind of start to approach exits in a more structured way. So it's too early to tell for us, but I don't at the moment, I wouldn't, I couldn't say that there are significant differences.

nina macek 10:26

Okay. Okay. And how do you respond to changes in the environment and what impact do they have on your investment decisions?

sogovornik 10:37

Which changes in the environment do you exactly mean in macro or like everything?

nina macek 10:43

Maybe the digitalization remote work.

sogovornik 10:50

I mean, so what does it mean for us? So whenever, like, we always need to think through. Okay, is this company facing some tailwind or headwind? Like is the current market supporting what they do? Is their problem, is their product solving a problem or not? And that again, depends on, you know, the environment. For example, three, four years ago, yes. If you, if it was some remote enabling tool, great tailwinds, and today maybe it's different. So we really just try to ask what does it mean in today's market? Like how is their product perceived? Does it solve a real problem or is it just nice to have.

nina macek 11:31

Okay, and what about regional differences and when making investment decision? So in, I mean, how do you adapt to regional differences when making decisions in the region?

sogovornik 11:51

I think we are just aware of some cultural differences or how people communicate or behave, and then we still need to have this foundation with regards to relationships. So even if, I mean, even if I acknowledge cultural difference, but I still, that wouldn't relate to me or I see I cannot work with that person, that will still be a no go for me, even if that's maybe just totally normal in that country. But we are quite diverse team with different backgrounds, coming from different countries. So sometimes we also then match our team members in a way that it matches with the way of working communication with the startup.

nina macek 12:31

Okay, and how important are existing revenues and the business model of the company to you?

sogovornik 12:39

I mean, as we invest in series A , it is important. So we expect to see the first customers, users using the product also first significant revenue.

nina macek 12:49

Okay, and what about the business model do you prefer like

nina macek 12:59

sorry, I lost the.

nina macek 13:05

Yeah. So is the business model of the company important to you or are you open?

sogovornik 13:10

I mean, of course, of course. I mean, obviously because we need to believe that they can make money and they can grow the company and the revenue.

nina macek 13:19

Okay, and how do you decide on the size of investment?

sogovornik 13:25

I mean, on the one hand there is the fund limitations, how big is the fund and what kind of tickets you can make. Then the second is how much money does the company actually need to get to the second, to the next stage. So those two parameters play a role. And the third one

is probably how much ownership you need to get to. Is that investment to get to an ownership that also provides you enough returns for the eventual exit.

nina macek 13:51

Okay, and what's your approach to monitoring and supporting portfolio companies after you invest?

sogovornik 14:00

Yes, we do that. We are, I mean there, on the one hand, there is the standard kind of reporting where companies provide reports, but we definitely are engaged with the companies beyond that, you know, like in chat, in touch whenever they need something, checking in, talking for WhatsApp, they call us when they need something. So, yeah.

nina macek 14:20

Do you maybe have like mentors or coach that help companies develop or something like that, or not really?

sogovornik 14:32

Yeah, I mean, we do part of that on our own and yes, we do have venture partners as well that are experts that have seen a scale in a certain function. Let's be go to market or organizational development and we would pull their resources on demand as well.

nina macek 14:49

Okay. And like, do you also help with the hiring and the working process in the company or not really?

sogovornik 14:59

Yes, we certainly help with hiring. I think just today. I think I did already two interviews, like helping to interview the people for portfolio companies and trying also to look into our network if we know someone hundred percent.

nina macek 15:12

Okay, okay. And the last question, what are your experiences with exiting investments in the region and what strategies do you use for exits?

sogovornik 15:23

I mean, I think every VC dreams of IPO but that's possible if the company creates strong presence in the US than the trade sales. I think it's probably the most common one, either

selling to strategic partner or to private equity. And I mean we are about like we have had the first more smaller exits. One was actually a polish company there the founder was so strong, he managed so well. So I mean so far good experiences, but we are still to approach the potential, the proper exit window in the fundamental.

nina macek 15:56

Okay, so would you say that ipos aren't that common in the Europe especially?

sogovornik 16:03

No, I mean like there is not enough liquidity. Yeah, I think, I mean it's. I think they are, they happen, right, but they happen more often in the US and bigger outcomes. So I don't think we have the markets for that yet properly.

5. intervju

Torej, kako bi opisali vaš investicijski postopek in strategijo?

sogovornik 4:04

Govoriva o kom v poslovnih angelih ali v meni osebno.

nina macek 4:08

Pa sem zagledala tiste pri Vesni in pri poslovnih angelih.

sogovornik 4:12

Pri darovanju pa pri banu marsikje, tako da je zelo različno. Mogoče pa mogoče tako rečeva, kako v Sloveniji investiramo, če bo to lažje. Slovenci spadamo v kontinentalni del Evrope, kar nas uvršča v v bistvu dosti konzervativne vlagatelje. Od Amerike nas zelo ločuje to, da v bistvu ne delamo po logiki "spray and pray", ampak delamo zelo po, v bistvu tudi privatni vlagatelji- Angeli se zelo obrača proti venture Capital metodi, se prav zelo poglobljeno naredi skrbni pregled. Bistveno več časa preživimo s startupi. Naredimo neke preverbe, referenčne klice in tako naprej. Se pravi, bolj testiramo vse stvari, ki so zadaj za idejo, kot pa na primer recimo ameriška logika, kjer okej, dandanes spet ni tako lahko dobiti več denarja, kot ga je bilo pet let nazaj. Vendar tam je veliko bolj prisotna ta logika, "spray and pray". Se pravi, da razpršiš denar na več koncev, pa potem v bistvu probaš oziroma upaš, da bo neki dober uspel. Zakaj? Zakaj to ta možnost? Zato, ker imajo podjetniško kulturo močno vcepljeno v sam stil življenja oziroma se rodijo s tem. Šole so naravnane podjetniško. Fakultete so naravnane podjetniško in je to neki drugo kot pri nas, kjer v bistvu praktično

ni. Sploh še nimamo pravega podjetništva, Imamo v veliki večini obrtništvo še vedno . Po tem, kako mi investiramo kot angeli, recimo. Eno je, da se nardi. Pač, Večinoma se investira bazen tukaj okrog alpa se zajema Ampak kljub vsemu, ker smo tako mala država, investiramo sektorsko "sector agnostik". Medtem ko pa regionalno oziroma market fokus je pa ubistvu Zahod in USA. Zelo veliko je v tem delu . Ja, se pravi, da je prvo potem v bistvu mi "case" , ko ga zajamemo in damo skozi naš interni proces. Prvo je da se naredi "light due diligence" , potem če ga preživi, gremo v due diligence, potem se investira. To je na nivoju poslovnih angelov, na nivoju skladov. Je pa pot najprej "light due diligence", potem pa, če je zadeva okej, se postavijo head of terms. "Head of terms" so imenovani člani, ki se sporočijo v termsheetu , to je pa ponudba oziroma namera o investiciji, kamor se že skomunicira relativno zelo natančno ta, kako želimo vložiti ta start up? Na kakšen način in seveda, da če opravijo due diligence, da bodo dobili to pa to pa to. Potem se gre v deep due diligence in če opravijo tudi tega, se zapre investicija na način, da se v bistvu termsheet spremeni v Articles of Association oziroma investicijsko pogodbo.

nina macek 7:10

In kateri so dejavniki, ki so ključni pri sprejemanju teh odločitev, investiranju?

sogovornik 7:19

O prvo je pač zelo odvisno, kdo si. Če si poslovni angel investiraš po lastnih preferencah običajno poznan imaš potencial , ki ga določena ekipa s produkti vnaša. Če si venture kapitala, je pa dejansko prvi del strategija naložbena, ki ji moreš slediti . Drugo so market, ki ga moraš pokrivati skladno s svojo strategijo. Pa poslovna politika kot taka, sepravi finančni del. Medtem ko pri angelih je to zelo odprto, ker je to pač angeli, investirajo svoj lasten denar, pri venture kapital pa je drugače in je to velika razlika, to so dejavniki. V večini največ največ pomeni ekipa. Pa ne zato, ker je to floskula, ampak zato, ker v bistvu ti rabiš ljudi, ki bodo znali preživeti vse nevihte, pa tornade pa bo iz tega še vedno izšli živi, kar pomeni, da bodo znali pivotirati, da bo znal firmo držati nad vodo. Se pravi, da firma ne, ne umre samo zato, ker se neki drugače zgodi, ko so oni niso predvideli in oni so na koncu . Potem pa še produkt, rabiš produkt, ne da ga ni, ampak rabiš dober, zelo dobro ekipo, ki ima nekaj v rokah.

nina macek 8:37

Kako bi opisali ta proces ocenjevanja in presojanja potencialnih priložnosti v vašem skladu? Torej, kako naprej sploh dobite?

sogovornik 8:46

Nikoli. Ja, ja, vedno vedno vedno in konec. Skladi imajo in v bistvu cel proces. Temu se reče paneling oziroma lijačenje. Isto delamo tudi na angelih, ki so v bistvu nič kaj hibridno, vc-jevsko. Ekipa se ponavadi prijavijo prek spletnih strani, preko direktni kontaktov na

dogodkih, preko direktnih kontaktov, ker nas nekje srečajo. Potem V bistvu jih mi Pregledamo, vedno jih pregledamo po teh osnovnih kriterijih. A je to sploh startup investicija? Je to nekaj, kar je za venture kapital oziroma angelsko investiranje? Če to je, potem kakšen sektor je, kam ga lahko umestimo? če je venture sklad More pasati v naložbeno politiko. Če je angelski angelska naložba, moramo tud videt, da imamo ljudi, ki znajo to pokrivata ne oziroma da je tukaj nekje prisotno, potem kaj še . Pomembno je to, da ko se enkrat investira, da jih pravilno spremljaš, da jih v bistvu monitoring ves čas delaš. V bistvu je ta ta proces bolj pomemben kot pa predhodni.

nina macek 9:58

Kajpak je glede pomembnosti tega podjetniškega vodstva oziroma ustanoviteljske ekipe že prej omenjeno, da je.

sogovornik 10:06

Ja, Ključno je, da maš ti , da nimaš enga človeka. Fajn je, da sta dva ali do trije, štirje max. A zakaj? Ker ti rabiš V bistvu. Na začetku so to vsi deklice za vse ti rabiš strukturo ljudi, ki en družga dvigujejo en je tist, ki je vodja, ne tist, ki v bistvu skrbi za to, da vodja ne pade na . To je ta drugi , tretji je tisti, ki skrbi za razvoj, in četrti, ki v bistvu dviguje kulturo . Človek, ki skrbi, da ne padajo po tleh, psihološko ljudje . No, in v bistvu iz tega se potem širijo. Tako da ekipa ekipa je izrednega pomena, je pa pomembno, da jih ni preveč ustanoviteljev. Zato, ker drugače lastniška struktura na začetku tudi mi temu rečemo zapacana in je težko investirati.

nina macek 11:00

Glede preferenc, da je ekipa že imela kake izkušnje s starta na Soči.

sogovornik 11:06

To je to. Ja, itak naj bo to itak najboljše, Se pravi start up tudi, če so "fejlal" podjetniki, ki so že imeli podjetniške izkušnje, ki so šli neki čez, so definitivno boljši in to je dokazano. Pač iz statistike so bili taki ljudje naredijo dober start up.

nina macek 11:26

Kako se bo kaj vaše preference glede oblike financiranja strukture kapitala, torej z vaše strani.

sogovornik 11:33

čisto odprta. Jaz investiramo na convertible loan, na equity, SAFE, KISS, To je to. Z različnimi se pa se pravi z različnimi klavzulami, ki so del našega vsakdana V pogodbah. Od liquidation preferenc naprej. Pa tudi Drag along and tag along right

nina macek 11:58

Kjer obliko bodo uporabili. Potem sklad predlaga Mislím, ali sem predlagal.

sogovornik 12:03

Vse od tega običajno investicijsko obliko predlaga na koncu investitor zato, ker je zelo pomembno, kako je to davčno narejeno. Predvsem kadar če se slučajno, kadar se ekipe selijo, na drugi strani pa. Predvsem Slovenija je izredno neugodna za investiranje. Zato, ker ima d.o.o., je zelo neprimeren. Delniška družba je predraga, tako da v bistvu idealna oblika bi bila tako imenovana vitka delniška družba. tisto, kar sta seksi, kot sem jaz, bi moral oziroma samo eno od ustanoviteljic se borimo za te stvari. Predsedniška bitka delniške družbe Bi bila rešitev kaj pomembno? Tujci ne morejo k nam investirati. Zakaj ne? Zato, ker je postopek predolg, k notarju morajo iti, imeti vsa potrdila Pri nas stvari zastara in potem je to začaran krog. zato izberemo Eno od teh mehanizmov, kot so convertible loan, SAFE kjer imaš v bistvu na obeh straneh pogodbo, pa ASA Advanced Subscription Agreement . Torej različne metode pa potem kasneje konvertirajo v equity.

nina macek 13:25

Kako pa ocenjujete tveganja, povezana s temi investicijami v. Mogoče bi se lahko osredotočili na to centralno vzhodno evropsko regijo, pa tega.

sogovornik 13:36

Tveganja so velika, kot zato, ker zdaj pa je to v slovenskem prevodu tvegan kapital. Kar je sicer narobe, bi morali biti skladi za spodbujanje rasti, ne pa tvegan kapital. Ampak naložbe so tvegane. Absolutno so tvegane. Ampak to je ravno lepota vsega tega. Ključ je, da na nivoju sklada narediš vsaj trikratnik , kar pomeni, da ti potencialno tri naložbe so, Če imamo srečo, da imamo dvajset naložb, bodo tri take, ko bo potegnili sklad ven. Ne, tale bo povprečna, pa nekaj jih bo umrlo. Ne, to je normalna dinamika venture kapitala . Morda tisti trije, kar so najboljše perlice, bodo imele donosnost za vse ostale pa ne. In dejansko tveganja. Tveganja so velika, bom pa rekel, da so manjša. Zakaj? Manjša so zato, ker mi v bistvu bolj tradicionalno delamo, skrbne preglede pa investiramo se prav bolj smo pazljivi, bistveno bolj smo konzervativni. Valuacije so nižje, kot so v Ameriki. valuacije so nižje, kot so v Zahodni Evropi, kar je normalno, ker pač vsaka regija ima svoje značilnosti. Enako kot tisti, ko išče denar, mora to upoštevati. tveganje se v bistvu eliminira med samim procesom pa potem z reportingom . Vendar to ni to, ni zagotovilo pač. V primeru startupov lahko zelo hitro pride, da trga nimaš. Ali pa da nekaj takih velikih sprememb pride in to so tista večja tveganja, ki jih v bistvu ne moreš predvideti oziroma tudi če jih predvideš nemoreš močno na njih vplivati, ker si pač je. To so to del svetovne ekonomije ali pa neke nove kontinentalne ekonomije, ne pa samo tvojega startupa. Zakaj je to pomembno? Mi Se moramo vedno tega, preden investiramo, zavedati . V bistvu MORAMO že tudi v samih skrbnih pregledih

identificirati čim več tveganj, ki so lahko povezana z ekipo s trgom, s produktom. Z vstopom produkta na trg in znotraj.

nina macek 15:49

Kako dolgo pa običajno traja od tega prvega stika s potencialnim podjetjem pa do dokončne investicijske odločitve?

sogovornik 15:57

Zelo odvisno. Najkrajši deal smo zaprli. Tako je prišlo do nas, do zaprtja investicije. Podpisane pa nakazanega denarja v 14 dneh. so lahko pa tudi eno leto zelo odvisno kako je startup pripravljen. V bistvu je ključno to, da imaš investment ready startup, kar jih pa tuki pri nas v naši regiji ni. Se pravi naši ljudje, naši startupi ne razumejo investimenta in se ne razume, kako je treba podjetje nastaviti, da je v bistvu hitro rastoče. Problem je tudi zato, da je ta miselnost, da mora vse biti zastoj zlo ukoreninjena v mindsete ljudi. A tega tega v tujini ni, zato so tudi start upi boljši, ker morajo biti skin in the game in vse kar naroči plača, se pravi nima na voljo zastojnih zadev. To nas zelo ločuje od tega. Zaradi tega imamo mi zelo velik founderjev, ki so leni, niso dovolj lačni, niso dovolj ambiciozni in to je problem, konkretno Slovenije. Premalo ambiciozni Startupi zato tudi niso širše svetovno zanimivi.

nina macek 17:02

Prvi paket oceni uspešnost vaših investicij v tej naši regiji v primerjavi z drugimi regijami.

sogovornik 17:10

investicije imamo uspešne. To sploh ni debate. Imamo v bistvu manjšo umrljivost startupov kot je povprečje na splošno svetovno. Zakaj? ravno zaradi teh procesov, ki jih delamo. Je pa res, da so naše investicije, če ostane doma, bistveno manj vredne, kot če gre ven. Ker pač kupne moči tukaj za slovenska podjetja ni. Naša slovenska podjetja morajo iti ven, da so lahko uspešna, pa da so lahko vredna, da si dober, da so dobre investicije in tukaj imamo mi izziv. No, bolj na zakonodajnem področju pa na ekonomskem področju imamo izziv kot pa pri startupih. Če bi recimo rekli isti startup, ker če bo v Sloveniji, pa ga prodajamo za 50 milijonov, bi ga v Ameriki za pol milijarde. Preprosta matematika in. Tako da to je v bistvu bolj izziv. Kjer so same investicije, pa kako jih smotrno spraviti na druge trge, da bodo v bistvu dobri konkurenčni playerji, recimo temu vsaj vsaj na kontinentu ne, če ne še širše, globalno.

nina macek 18:18

Okej, Kako se pa odzivate na spremembe v okolju in neke te trende In pa kako to vpliva na vaše odločitve?

sogovornik 18:26

Ah, pač vedno je tako ane, vedno smo na nekem "hajpu" zdaj trenutne je AI. Kaj to pomeni? Mi se seveda odzivamo takoj. Mi že ponavadi vemo, kaj bo naslednji trend, kaj se napoveduje, vendar smo vedno zelo previdni ker čez noč Potem postane to, da vsak startup statistika nove nogavice dela in je AI. No, bistvo je v bistvu ključ, da ti kot vlagatelj znaš ali pa zmoreš ali pa ti uspe izločiti plevel od zrnja, da razumeš res. Kjer je res AI, kjer pa ni. Pa kje bo potencialno nekaj AI V bistvu to, kar podpreš, podpreš pravo. Medtem ko recimo, pa je bil isti hype za blockchain in kripto in tako naprej. Vedno se nekaj hajpa ane. Trenutno najbolj zanimiva stvar je hrana. Vi preprosto zaradi vseh teh kriz. Tako da ja, to je to.

nina macek 19:24

Kako se pa prilagajati tem regionalnim razlikam in pa nekim posebnostim pri sprejemanju odločitev v naši regiji?

sogovornik 19:32

Pač prilagajamo se. V bistvu je tako, da ves čas iščeš različne načine investiranja, zato da diverzificirati portfelj. A ključno je, da Slovenci nimamo nikoli vseh naložb, samo slovenskih, ker moraš imet Iz različnih koncev, ker Slovenija je premajhen trg, da bi ti na nivoju svojega lastnega portfelja dovoljevalo, da imaš samo slovenske regijske startupe. Kaj še počnemo, da to eliminira. V bistvu smo zelo močno povezani s celo Evropo, da si delimo delamo tako imenovane cross border investicije pa počnemo na različen način, na različne načine, od VC do sindikatov Do manjših angelskih investicij, do večjih angelskih investicij, do super angelskih investicij in tako naprej. Isto velja za sklade v bistvu povezuješ, poiščeš, so vlagatelji, ki so pripravi s tabo, delit tveganja.

nina macek 20:32

Kako pomembni pa so za vas kaj obstoječi prihodki in pa poslovni model podjetja? Medtem ko se odločate o investiciji.

sogovornik 20:40

če gledamo kot angeli, pa tudi večina skladov zelo velik Startupov, ki jih investiramo sploh še nič od tega nima. Ne. Se pravi, naša naloga je, da znamo skupaj z njimi ali pa oni sami ali pa mi sami naredit projekcije Kaj lahko prenese na mizo Takšna naložba. Poslovni model seveda preveriš, ker ga moreš razumet, ali se sploh da denar iz tega naredit? Zdaj pač, dokler ni denarja, itak Tak poslovni model ni nujno, tisti, ki si ga takrat slišal, pa si ga dobil, predstavljenega, da je pravi in to je normalno. Tisti, ki pa ki imajo prihodke, ker itak pač investiramo v različnih fazah tiste pač spremljamo. Pomemben je ta mesečni reporting, ki ni najbolj pomemben za vlagatelje. Najbolj pomemben je najprej za direktorja podjetja. Zakaj? Zato, da ve smerokaz svojega podjetja ne. Posledično pa to za nas je pa to v bistvu nek monitoring. In en drugemu je to ubistvu risk menedžment na nivoju podjetja. Ti ko spremljaš znaš hiter odklone videt in to je ključno stvar. se pravi Bolj iz tega vidika je

Poslovni model pa same finance so pomembne . Ključno je, da majo človeka, ki razume finance in se pravi, da imaš founderja, ki nič ne razume, ne kaj je cash flow . Takih je veliko. S tem ni nič narobe, ker je njihova vloga nekje drugje pa pokrivajo v podjetju Druge stvari. Vendar je treba takrat najti nekoga , ki bo to razumel, pa ga dat v podjetje. poslovni model številka ena od prvega dne. Na različne načine z različnimi pristopi, medtem ko pa finance so pa nekaj, kar potencialno lahko skupaj zgradimo, nekaj, kar se bo zgodilo, pa nekaj, kar že obstaja, pa je treba samo zrihtat.

nina macek 22:38

Kako se odločate o velikosti investicije in posledično udeleženo kot sklad?

sogovornik 22:44

kot sklad imaš vedno naložbeno politiko in jasno definirane višine naložb že v naprej. To je pač klasika venture skladov. Medtem ko kot privatni angel pa po svojih preferencah kar želiš, Ja, kakor si želiš izpostaviti, temu rečemo ne, lahko daš na neko stvar, sto tisoč v drugo daš pa dvajset zato, ker pač želiš biti cel zraven tega običajno tam, kjer si glavni daš več. Ni pa to pravilo. Tam kjer se pa priklopiš zraven, ko nekomu drugemu slediš, bodisi zato, da opazuješ bodisi zato, da se učiš, bodisi zato, ker ne poznaš področja imaš pa običajno manjše. Ampak ni pa to pravilo vedno po lastnih preferencah. Če govoriva o angelih.

nina macek 23:26

Kaj pa sploh v prejetih skladih? Če nek startup potrebuje več denarja, kot pa je tajnika vaša investicija, ste bili pripravljeni, ko investirati ali.

sogovornik 23:38

Seveda sej vsi skladi coinvestirajo, s tem razpršiš tveganje, ampak ni nujno, da imaš to dovoljeno. Lahko imaš dovoljenje. Naložbeni politiki, lahko nimaš. večin sicer IMA, če pa STARTUP išče bistveno preveč denarja, pa pride do nas pa pač pomeni, da ni domače naloge naredil. Ne ve, kaj mi lahko investiramo. Je pa tako. No, vedno, če je zanimiv case se da stvari zložiti. poiščeš sovlagatelje pa razprši še tveganje. Pa v bistvu dobiš tisto večjo rundo oziroma startup vežeš na na KPI . Se pravi, mu daš ta denar, ki ga lahko daš, vežeš na KPI in potem probaš zagotoviti za naslednjo rundo denar. Če jih doseže. In s tem je v bistvu tudi zrasel startup, kar imaš še veliko možnosti, da nekoga dobiš, ki bo pripravljen s tabo so vlagat.

nina macek 24:28

Kaj pa on?

Če na neko podjetje pride, pa reče mi bi pa želel tok denarja. Sem, kar bi rekla nekoč, pogledate tukaj. Podjetje vredno bi bilo potencialno malo vredno. Kak je trg?

sogovornik 24:47

Ja, temu se reče valuacija . Mi to pač izračunamo po različnih metodah. od venture kapital do first chicago do DCF metod , EBIT, če hočete. V bistvu zelo odvisno, v kateri fazi spet je startup, Tko da mi to znamo. Zelo zlo na par deset tisoče evrov natančno izračunati. Kok dejansko je podjetje vredno.

nina macek 25:14

Kakšen bo vaš pristop k spremljanju in podpori tem podjetjem, potem ko investirate sami?

sogovornik 25:20

mi Že v pred fazi zelo močno podpiramo, povezujemo, pomagamo priti v kanale do tapravih ljudi tako doma kot v tujini, imet ljudi na različnih kontinentih, ki lahko trge odpirajo, svetujejo in tako naprej. Spremljanje preko reportinga preko tega, da se s človekom v živo dobiš, da si tam za njega, tudi kadar je čas biti malo rama za jokanje. tko v prenesenem pomenu, ampak nisi vedno samo skozi poročila. Poročila so formalnost, v bistvu moreš biti tam za njega, da si mu opora tem ljudem kar pač startupi če se hoče vse v redu, hitro raste, so hitro napredni in potrebujejo tudi čustveno stabilne poslovne opore, ki jih mora okrog biti, zato, da lahko hitro odreagirajo na biznis. Torej to mi nudimo. To mi nudimo.

nina macek 26:12

Pa tudi sodelujete. Ne vem. Pri nas pri zaposlovanju gre pri takih za odvisno.

sogovornik 26:17

Če je želja, pomagamo. Nikoli pa mi ne odločamo o tem. To ni stvar vlagateljev. Vlagatelji so. Ko investirajo, se mi poročimo s predporočno pogodbo in vemo, da bomo šli, če bo vse prav Enkrat ven. pa si vsi to želimo, ker to pomeni, da je startup uspešen. lahko pomagamo pri tem, da koga najdemo. Priporočamo, nikoli pa ne zaposlujemo. Mi nismo odločevalci na nivoju high managementa oziroma upper menedžmenta. Nikoli.

nina macek 26:47

Kaj pa imate možnost kakih mentorstvo za te start up veččine?

sogovornik 26:52

Ja, saj mi smo že v osnovi mentorji, sej tako jih tudi veliko spoznamo. Mentoriramo tako kot mi kot vlagatelji vračamo nazaj. mentoriramo , Ves čas smo ta opora, ko enkrat zapreš investicijo. Ves čas mentoriranje . pa zato, ker si takrat želiš, da gre startupo ne dober, ampak najboljše, ker si on plemeniti tvoj denar .

nina macek 27:25

In v redu. Zdaj imam pa še zadnje vprašanje. Kakšne so vaše izkušnje z izstopom iz naložbe v tej naši regiji? Kakšne strategije uporabljate za izstop?

sogovornik 27:37

Strategije so običajno secondary sale ali pa večje runde. Zakaj? Zato, ker pač predvsem če so startupi iz naše regije pač IPO ne bodo delali. IPO v bistvu kot tak na splošno svetovno umira, ni več trend. Drugač pa zelo redko se pa zgodijo menedžment buyout. To pomeni, da pač lastna ekipa odkupi tvoj delež. To je zelo redko, ker so zelo redko tako močne firme, da lahko to naredijo, ker morajo ves kapital ves čas reinvestirati. Moje izkušnje so tako, da so dobro prodati pač sama sem Kr neki tega vidla v regiji za našo regijo zelo dobri izhodi. Vendar je pa dejstvo, da če so pač stvari drugje plasirane, se pravi če imamo mi startup, ki je drugje postavljen pozicioniran ima Headquarter, recimo v USA al pa UK, pa to so pa izhodi lahko bistveno bistveno bistveno boljši. To sem že omenila. Ker običajna pot vsakega slovenskega ali pa regijskega tega startupa pri nas je, da potem slej ko prej gre ven. Ven Gre Ne zato, ker rabi. Več denarja drugje, ampak zato, da lahko trg lažje napada. Zato se običajno preselijo tudi zato, da potencialno dobijo nove tuje vlagatelje. Drugač pa drugač. Pa v bistvu je ključno, da znaš pravilno inženirsko strukturirati, speljati, pa potem to narediti.

nina macek 29:05

Pa Večina teh kupcev je tudi regionalnih tujcev, tujcev.

sogovornik 29:10

Ne vem. Sem zlo izven regije. Človeka običajno običajno. Ni pa to pravilo.

nina macek 29:18

Ka pa ste že mel mogoče kak primer ali pa navdušenje nad slovenskimi.

sogovornik 29:23

Ne, ne nemogoče. Slovenska firma zelo težko IPO ponavadi nima. Nima platforme, zato nima osnov. Ker ne more dovolj hitro zrastle, DA lahko gre na IPO da se izplača. plač ali pa ostane na tekočem, preden je storitev vedno konec. Lahko je tudi reči, da bi šli, pa bi to delal. Pa sem igral skrivnost, ki so teoriji, da fora v tem, da se take stvari na koncu zvodnik stane in podjetja ne. Kot je startup, ki sicer raste izključno za njega, toda ves čas ves denar reciklira vse, kar zasluži, da nazaj v razvoju in je bilo včasih nesmiselno in največjo. Ni to vedno samozato, ker se dobro sliši smotrno narediti.