

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

VLOGA SID BANKE PRI VZPOSTAVLJANJU ZASEBNEGA KAPITALA

Ljubljana, november 2012

MAJA MLAKAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Maja Mlakar, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Vloga SID banke pri vzpostavljanju zasebnega kapitala, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem dr. Alešem Berkom Skokom.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobila vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisala;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorice: _____

KAZALO

UVOD	1
1 LASTNIŠKI VIRI FINANCIRANJA.....	2
2 SKLADI ZASEBNEGA KAPITALA.....	7
2.1 Opredelitev zasebnega kapitala	7
2.2 Razvoj zasebnega kapitala.....	10
2.3 Vrste skladov.....	12
2.3.1 Financiranje začetne stopnje.....	12
2.3.2 Financiranje rasti	15
2.3.3 Financiranje odkupa	18
2.3.4 Prestrukturiranje in financiranje finančne stiske	19
2.4 Delovanje skladov	23
2.5 Struktura skladov.....	24
2.5.1 Skladi zasebnega kapitala.....	26
2.5.2 Skladi skladov	27
2.5.3 Neposredno investiranje	27
2.6 Načini financiranja	28
2.7 Lastnosti zasebnega kapitala	29
2.7.1 Pravna opredelitev komanditne in dvojne družbe	29
2.7.2 Vrste kapitala.....	30
2.7.3 Primarno in sekundarno investiranje	30
2.8 Stopnje v razvoju zasebnega kapitala.....	31
2.8.1 Zagotavljanje sredstev	32
2.8.2 Investiranje	33
2.8.3 Izhod iz investicije.....	36
2.9 Alternativa zasebnemu kapitalu	40
3 POMEN SKLADOV ZASEBNEGA KAPITALA.....	41
4 SKLADI ZASEBNEGA KAPITALA V SLOVENIJI.....	47
5 OVIRE ZA RAZVOJ SKLADA ZASEBNEGA KAPITALA.....	53
6 VLOGA RAZVOJNIH BANK PRI VZPOSTAVITVI MEHANIZMOV ZAGOTAVLJANJA LASTNIŠKIH VIROV FINANCIRANJA	59
7 VLOGA SID BANKE	67
SKLEP	77
LITERATURA IN VIRI	79
PRILOGE	i

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Razvojne stopnje dejavnosti zasebnega kapitala</i>	11
<i>Slika 2: Življenjski cikel podjetja</i>	13
<i>Slika 3: Drugi del življenjskega cikla podjetja.....</i>	16
<i>Slika 4: Shema upravljanja sklada zasebnega kapitala</i>	25
<i>Slika 5: Prilagojen model strukture investicij zasebnega kapitala</i>	26
<i>Slika 6: Kako deluje sklad zasebnega kapitala</i>	30
<i>Slika 7: Cikel zasebnega kapitala</i>	32
<i>Slika 8: Zlato pravilo</i>	35
<i>Slika 9: Celotna zbrana sredstva zasebnega kapitala, obseg investicij in izhod iz investicij v Evropi med letoma 2007 in 2011</i>	44
<i>Slika 10: Zbrana sredstva zasebnega kapitala v Evropi med letoma 2007 in 2011 glede na osredotočenost na posamezno stopnjo podjetja, ki jo sklad financira.....</i>	45
<i>Slika 11: Zbrana sredstva zasebnega kapitala v Evropi med letoma 2007 in 2011 glede na posamezno evropsko državo.....</i>	46
<i>Slika 12: Prikaz vsebinskega področja delovanja razvojnega financiranja in razvojno finančnih institucij</i>	69

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Značilnosti štirih spremenljivk glede na šest stopenj rasti podjetja</i>	9
<i>Tabela 2: Različne vrste vlagateljev glede na stopnje rasti podjetja</i>	10
<i>Tabela 3: Investicijski proces.....</i>	34
<i>Tabela 4: Seznam skladov tveganega/zasebnega kapitala in njihovih sponzorjev</i>	48
<i>Tabela 5: Seznam aktivnih družb tveganega kapitala v Sloveniji</i>	49
<i>Tabela 6: Opredelitev investicijske dejavnosti družb tveganega kapitala</i>	50
<i>Tabela 7: SWOT analiza privlačnosti Slovenije za investicije tveganega in zasebnega kapitala.....</i>	57
<i>Tabela 8: Identifikacija problemov pri družbah tveganega in zasebnega kapitala v Sloveniji.....</i>	59

UVOD

Največjo težavo, s katero se trenutno srečujejo podjetja, predstavlja financiranje. Z razvojem gospodarske in finančne krize se je pokazala negativna plat financiranja podjetij skoraj izključno z dolžniškim financiranjem. Banke so bile namreč zaradi zaostrene politike glede zavarovanja posojil in visoke ravni zadolženosti podjetij prisiljene zmanjšati svojo kreditno aktivnost. Tako podjetja, tudi če imajo konkurenčen proizvod ali storitev, preprosto ne morejo ali zelo težko (in drago) pridobijo dolžniške vire financiranja.

Da bi podjetja lahko znižala svojo visoko zadolženost in izboljšala strukturo financiranja, bi morala poiskati nove vire financiranja, predvsem nov lastniški kapital. Dejstvo je, da v Sloveniji primanjkuje lastniškega kapitala, zato bi bil zelo koristen razvoj novih produktov in s tem tudi razvoj trga lastniškega kapitala. V letu 2007 je bil z namenom spodbude lastniškega financiranja sicer narejen korak k le-temu, vendar pa obseg lastniškega kapitala ostaja še vedno zelo skromen.

Tržno vrzel, ki na tem področju obstaja, bi lahko zapolnili z zasebnim kapitalom. Evropsko združenje zasebnega in tveganega kapitala¹ (v nadaljevanju EVCA) zasebni kapital opredeljuje kot vrsto kapitala, ki zagotavlja lastniški kapital podjetjem, ki ne kotirajo na borzi. Zasebni kapital se nanaša na različne stopnje investiranja, vendar osnovna definicija ostaja enaka: je zagotovitev kapitala po postopku pogajanja med upravljavcem investicijskega sklada in podjetnika, s ciljem razvoja podjetja in ustvarjanja vrednosti (EVCA, 2007, str. 3).

Namen magistrskega dela je pregledati trenutno stanje zasebnega kapitala v Sloveniji in glede na nizko razvitost zasebnega kapitala preučiti možnosti za vstop SID – Slovenske izvozne in razvojne banke, d.d., Ljubljana (v nadaljevanju SID banke) na omenjeno področje, saj je osnovna usmeritev SID banke biti dopolnitev finančnemu trgu in zapolnjevati tržne vrzeli. Smiselno je torej pregledati, kako so druge države reševale problem vzpostavitve skladov zasebnega kapitala ter prakso razvojnih bank in drugih razvojnih institucij na področju lastniškega financiranja v tujini ter razširiti in sistematično povezati znanje o vlogi zasebnega kapitala kot enega od virov lastniškega financiranja.

S tem namenom bo zajet velik del literature in virov s področja zasebnega kapitala in tako razširjena obstoječa baza teoretičnih izhodišč, ugotovitev in vprašanj. Preučevana problematika je aktualna za raziskovanje, saj bi razvoj zasebnega kapitala v Sloveniji pozitivno vplival na dostop podjetij do financiranja in s tem preprečil marsikatero prisilno poravnavo ali celo stečaj, znižal zadolženost podjetij ter pospešil gospodarsko rast.

¹ EVCA (angl. *The European Private Equity and Venture Capital Association*) predstavlja, spodbuja in varuje dolgoročne interese zasebnega kapitala in industrije tveganega kapitala v Evropi. Njihov cilj je ustvariti ugodnejše okolje za kapitalske naložbe in podjetništvo.

Cilj magistrskega dela je predlagati možnosti financiranja na področju zasebnega kapitala glede na poslanstvo in pristojnosti SID banke.

Magistrsko delo je razdeljeno na več sklopov. V prvem poglavju so predstavljeni lastniški viri financiranja, v drugem poglavju je opisano široko področje delovanja skladov zasebnega kapitala, tretje poglavje opisuje pomen skladov zasebnega kapitala. S četrtem poglavjem so predstavljeni skladi zasebnega kapitala v Sloveniji. Peto poglavje opisuje ovire za razvoj sklada zasebnega kapitala, šesto poglavje vlogo razvojnih bank pri vzpostavitvi mehanizmov zagotavljanja lastniških virov financiranja, sedmo poglavje pa vlogo SID banke.

1 LASTNIŠKI VIRI FINANCIRANJA

V osnovi ločimo dolžniško financiranje, kjer zunanji investitor posodi denar v zameno za obresti, in lastniško financiranje, kjer investitor pridobi lastniški delež v podjetju.

Dolžniški viri financiranja so tisti viri financiranja, pri katerih se denar izposodi, mesečno odplačuje in za to plačuje določena obrestna mera. Najpogostejši obliki dolžniških virov financiranja sta posojila in lizingi. Novoustanovljena podjetja dolžniško obliko financiranja težko pridobijo, saj za to potrebujejo ustrezne bonitete in zgodovino poslovanja, potrebno je imeti tudi garancijo v obliki sredstev podjetja ali osebnih sredstev. Zato je bolj praktično in lažje poseči po lastniških virih financiranja (Inštitut za raziskovanje podjetništva, 2011, str. 6).

Lastniški viri financiranja so lastna sredstva podjetnika in drugih sovlagateljev, ki jih v podjetje vložijo v obliki kapitalskih deležev ali v obliki delnic (Lastniško financiranje, 2012). Z lastnim investiranjem v podjetje podjetnik potencialnim investitorjem dokazuje, da verjame v svoje podjetje. Po drugi strani pa to s seboj prinese veliko tveganja, saj podjetnik postane odvisen od podjetja. Tako npr. ob propadu podjetja lahko izgubi večino ali celoten vložen denar v podjetje (Inštitut za raziskovanje podjetništva, 2011, str. 6).

Obstajajo različni lastniški viri financiranja podjetja, kot so (Pfeifer, 2008, str. 9):

- lastna sredstva ustanovitelja, sorodnikov, prijateljev ali sodelavcev;
- zadržani dobiček, amortizacija, rezervacije;
- formalni finančni viri finančnih institucij, specializiranih za lastniške oblike financiranja podjetij (skladi ali družbe tveganega kapitala);
- neformalni finančni viri bogatih posameznikov (poslovni angeli);
- alternativne borze, specifične za mala in srednja podjetja (v nadaljevanju MSP) ali zaprta prodaja delnic (prodaja izven borze);
- mezzanine oblike financiranja (navidezni lastniški kapital).

Najpogostejše oblike lastniškega financiranja po definiciji 4F so (Koncept lastniškega financiranja in tveganega kapitala, 2012):

- founders (ustanovitelji);

- family (družina);
- friends (prijatelji) in
- fools (naivneži).

Družina in prijatelji so zelo pogost vir financiranja, saj ponavadi tovrstni investitorji podjetniku zaupajo, ker ga dobro in dolgo poznajo. Ponavadi gre za manjše vsote denarja, ki pomagajo pri zagonu podjetja. S tem pa član družine ali prijatelj, ki denar vloži, dobi tudi status lastnika v podjetju in s tem povezane pravice. Med pomembne vire financiranja vključujemo tudi vlagatelje tveganega kapitala, med katerimi ločimo poslovne anjele, poslovne banke, razne družbe in podjetja, ki se s tem ukvarjajo. Skupna lastnost teh vlagateljev je, da so pripravljeni tvegati svoj kapital z namenom povečanja svojih sredstev. Tudi poslovne banke so vir kratkoročnih denarnih sredstev, za katera običajno podjetnik ponudi jamstvo. Pri višini posojila banke upoštevajo namen financiranja, način odplačevanja, obrestno mero, zahtevana zavarovanja, možne sankcije itd. (Koncept lastniškega financiranja in tveganega kapitala, 2012).

Poslovni angeli so pripravljeni nekaj svojega kapitala investirati v dobre podjetniške projekte, hkrati pa so z določenimi poslovnimi znanji in izkušnjami pripravljeni malemu in pogosto mlademu podjetju še dodatno pomagati pri vsakodnevni odločitvah (Razpisi in viri financiranja, 2012). Poslovni angeli so ponavadi uspešni podjetniki oz. poslovneži, ki so ustanovili uspešno podjetje ali celo več uspešnih podjetij in so pripravljeni del svojega kapitala investirati v dobre podjetniške ideje oz. projekte. Poslovni angel je partner podjetja in je torej udeležen v dobičku podjetja in morebitni izgubi (Koncept lastniškega financiranja in tveganega kapitala, 2012).

Poslovni angeli se združujejo v klube in pogosto delujejo v zavezništvu s skladi tveganega kapitala. V projekte investirajo samostojno ali v skupini z drugimi angeli oz. s skladom. V Sloveniji deluje nekaj klubov poslovnih angelov, nekateri tudi javno. Eden izmed takšnih je klub Poslovni angeli Slovenije (Rizični kapital, 2012).

Poslovni angeli Slovenije je prvi zasebni formalni klub poslovnih angelov pri nas. Klub združuje več kot 40 najuspešnejših slovenskih poslovnežev, ki poleg finančne investicije izbranim podjetjem pomagajo tudi s svojim znanjem, izkušnjami in socialnim kapitalom. V posamezno podjetje kot poslovni angeli ali sklad investirajo nekje do 500.000 EUR. Običajno investirajo v stopnji, ko ima podjetje prototip oz. prve stranke ter izdelan poslovni načrt, ki jasno kaže potencial podjetja. Poslovni angeli so vedno manjšinski lastniki v podjetju in želijo podjetniku čim bolj aktivno pomagati pri gradnji podjetja (Poslovni angeli Slovenije, 2012).

Slovenija ima v primerjavi z razviti državami slabo razvit trg kapitala. Glede na relativno dobro razvitost domačega bančnega sektorja je kapitalski trg v velikem razvojnem zaostanku, domači finančni sistem pa izrazito neuravnotežen. Domači kapitalski trg je nastal kot posledica razdelitvene privatizacije v devetdesetih letih in je dolga leta služil predvsem za nepregledno konsolidacijo lastništva med velikimi domačimi lastniki – tako zasebnimi kot državnimi, pogosto ob izigravanju pravil transparentnosti, prevzemne zakonodaje in na škodo številnih malih delničarjev (Simoneti, 2010, str. 4). Razvoj trga kapitala je bil v Sloveniji počasnejši kot v

mnogih drugih tranzicijskih državah. Ker nerazvitost trga kapitala pomembno omejuje razvojne možnosti države, bi morala nova razvojna strategija izrecno nasloviti tudi to vprašanje in predvideti ukrepe za njegov razvoj (Šušteršič, 2010, str. 92).

Sedanja globalna finančna kriza je pokazala tveganost in napačnost dolžniškega načina financiranja razvoja, saj so mnoga podjetja z ogromnimi kratkoročnimi bančnimi dolgovi ostala paralizirana ob tem, ko je bančni sektor izgubil možnost poceni refinanciranja v tujini in hkrati ostal z ogromnim bremenom slabih kreditov v svojih bilancah (Damijan, 2010, str. 170).

Svetovna finančna kriza je večino slovenskih podjetij presenetila. Z redkimi izjemami so bila ta v letu 2007 usmerjena v intenzivno širitev poslovanja, ali pa lastniško konsolidacijo, ki so jo financirala s pomočjo (pre)lahko dosegljivih kratkoročnih bančnih posojil. Po izhodu iz krize bo ena glavnih težav slovenskih podjetij pri konkuriranju na svetovnih trgih slabo delujoč kapitalski trg, ki ne bo mogel nadomestiti zmanjšane aktivnosti bank pri financiranju podjetniških projektov (Mastnak, 2010, str. 82).

V obdobju visoke svetovne konjunktore so si slovenske banke z zadolževanjem v tujini zagotovile kratkoročne vire, s katerimi so zadovoljile visoko domače povpraševanje po posojilih. Z nastopom globalne finančne krize se je dostop do tujih finančnih virov močno zmanjšal, zaradi česar so naše banke morale spremeniti politiko financiranja. Po eni strani so si morale zagotoviti dodatne vire, in sicer z depoziti države, z enoletnim financiranjem pri ECB, z izdajami obveznic v tujini ter s tekmovanjem doma za depozite nebančnega sektorja. To je sicer vplivalo na povečanje kratkoročnih virov, zaradi pomanjkanja dolgoročnih virov pa so banke močno zaostrile kreditne pogoje ter močno povečale obrestne mere zaradi visoke premije za tveganje. S tem so banke popolnoma umirile kreditni trg (Damijan, 2010, str. 173).

Po drugi strani je na popolno stagnacijo rasti posojil podjetjem vplival močno zmanjšan obseg kreditno sposobnega povpraševanja po posojilih zaradi visoke zadolženosti podjetij oz. povečanega finančnega vzvoda. Banke so hkrati močno izpostavljene do gradbenega sektorja, kar bo še poslabšalo kakovost njihovih kreditnih portfeljev. Banka Slovenije zato za postopno oživljanje kreditne aktivnosti priporoča na eni strani prestrukturiranje ročnosti bančnih virov ter na drugi prestrukturiranje financiranja podjetij s povečanjem lastniškega kapitala (Damijan, 2010, str. 173).

Največja omejitev slovenskih podjetij izhaja iz njihove prezadolženosti, kar pomeni, da četudi podjetje načrtuje dobre projekte, jih z nadaljnjimi dolžniškimi viri ne more več podpirati. Podjetja morajo razmisliti o pridobitvi strateškega partnerja ali finančnega investitorja, svetuje Aleš Berk Skok (Petavs, 2011b).

Zaradi nižjega deleža lastniškega kapitala slovenskih podjetij glede na podjetja evroobmočja, so slovenska podjetja bolj odvisna od drugih virov financiranja in zato v obdobju nestabilnih razmer na finančnih trgih močnejše izpostavljena tveganju refinanciranja (Berk Skok, 2010, str. 20).

Najmanj 10.000 slovenskih podjetij bi moralo nujno izvesti dokapitalizacijo, saj s svojim kapitalom ne pokrivajo niti osnovnih sredstev, ki jih nujno potrebujejo za svoje tekoče poslovanje, kaj šele dolgoročnih finančnih naložb. Če bi slovensko gospodarstvo s kapitalom želelo pokriti zgolj investicije v osnovna sredstva in dolgoročne finančne naložbe, bi moralo ali zbrati dodatnih 18 milijard EUR kapitala ali prodati okoli tretjino dolgoročnih finančnih naložb in osnovnih sredstev (Polanič, 2012).

Po podatkih Banke Slovenije zaračunajo banke v Sloveniji za posojila podjetjem vsaj za dve odstotni točki višjo obrestno mero kot v povprečju banke v evroobmočju. Manj ugodni pogoji financiranja pri bankah so zagotovljeni predvsem majhnim podjetjem zaradi slabših pogajalskih možnosti in zaradi manjših možnosti ponudbe bolj kakovostnih zavarovanj. Podjetja navajajo dostop do financiranja kot enega od najpomembnejših zaviralnih dejavnikov poslovanja (Banka Slovenije, 2011, str. 31-32, 36-37).

Bonitetni agenciji Moody's in Fitch sta v septembru 2011 znižali bonitetno oceno Slovenije, oktobra 2011 pa je bonitetna agencija Standard & Poor's Sloveniji znižala tudi oceno kratkoročnega in dolgoročnega kreditnega tveganja za eno stopnjo. Po znižanju kreditne ocene Sloveniji je bonitetna agencija Fitch septembra 2011 znižala še bonitetne ocene sedmih slovenskih bank. Znižanja bonitetne ocene Sloveniji so se nadaljevala tudi v januarju 2012: agenciji Standard & Poor's ter Fitch sta boniteto Slovenije ponovno znižali za eno oceno. V februarju 2012 je bonitetno oceno Sloveniji za eno oceno znižala tudi agencija Moody's. Znižanja bonitetnih ocen pa se s tem niso končala, saj so vse tri bonitetne agencije bonitetno oceno Slovenije znižale tudi v avgustu 2012: Standard & Poor's ter Fitch za eno oceno, Moody's pa celo za dve oceni. Zaradi znižanja bonitetne ocene države se bo v prihodnje financiranje bank zaradi dražjega zadolževanja na mednarodnih trgih kapitala še podražilo, kar bo pomenilo še veliko težji dostop podjetij do financiranja.

Dostop do finančnih virov je eden najpomembnejših izzivov za nastanek, preživetje in uspešno rast MSP, še posebej tistih, pri katerih je način poslovanja zelo inovativen. Izziv zagotavljanja finančnih virov se je za MSP v Sloveniji in tudi Evropski uniji z nastopom finančne in gospodarske krize močno otežil, saj so utrpela dvojni šok: drastičen upad povpraševanja po izdelkih oz. storitvah in vzporedno zaostrovanje kreditnih pogojev bančnega sektorja, kar je močno vplivalo na njihove denarne tokove (Inštitut za raziskovanje podjetništva 2011, str. 3). Kot meni Petavs (2011a), se gospodarske (finančne) razmere ne izboljšujejo tako hitro, kot bi si v številnih prezadolženih podjetjih želeli. Finančna sredstva je še vedno zelo težko pridobiti, zato so številna podjetja prisiljena iskati partnerje s svežim kapitalom.

Razvit trg kapitala načeloma razširja možnosti financiranja podjetij in preko zniževanja stroškov kapitala, izboljšane strukture financiranja in boljše alokacije sredstev pozitivno vpliva na gospodarsko rast. Razlogi, zakaj je bolj razvit trg kapitala lahko še dodatno koristen za posamezno gospodarstvo, pa so odvisni tudi od konkretnih gospodarskih razmer, ki so se s finančno-gospodarsko krizo v Sloveniji bistveno spremenile. Kriza je jasno pokazala na nekatere

skrite slabosti delovanja naše ekonomije in bolj razvit trg kapitala bi lahko prispeval k reševanju teh težav (Simoneti, 2010, str. 6).

Stanje po finančno-gospodarski krizi na domačem trgu kapitala je zelo neugodno in ga ni mogoče bistveno spremeniti brez sistematičnega paketa proaktivnih ukrepov, ki bo deloval hkrati tako na strani domačega in tujega povpraševanja po vrednostnih papirjih, na strani ponudbe kvalitetnih in raznovrstnih domačih delnic in obveznic, kot tudi na področju tržne infrastrukture in poslovnih praks, ki se morajo v celoti uskladiti z mednarodnimi standardi. Ob tem je potrebno aktivnosti zastaviti tudi v smeri podpore stabiliziranja, prestrukturiranja ter bodoče rasti in razvoja slovenskega gospodarstva. Pri teh ukrepih bi bilo potrebno doseči visoko stopnjo soglasja med vsemi pomembnimi udeleženci trga, ki bodo morali aktivno sodelovati pri spremembah na svojem področju, vključno z državo (Simoneti, 2010, str. 16).

Banka Slovenija zaradi močne zadolženosti podjetij priporoča, da podjetja svoj nadaljnji razvoj temeljijo na financiranju prek kapitalskega trga. To bo imelo za posledico manjšo izpostavljenost podjetij tveganju. Pri dolžniškem financiranju tveganih razvojnih projektov namreč vso breme tveganja pade na družbo, ki se zadolži, medtem ko se pri lastniškem financiranju tveganje primerno razprši med imetniki lastniških upravičenj do podjetja. Tovrsten način financiranja razvoja je še posebej pomemben za podjetja, ki načrtujejo projekte na bolj tveganih trgih, denimo na trgih nekdanje Jugoslavije in nekdanje Sovjetske zveze. Razpršitev tveganja na kapitalske vlagatelje se zdi s tega vidika najbolj smiselna opcija. Mnoga avstrijska podjetja so v preteklem desetletju financirala svojo ekspanzijo na trgih jugovzhodne Evrope s pomočjo tujih portfeljskih vlagateljev (Damijan, 2010, str. 173).

Medtem, ko je bilo v trenutni finančni krizi v finančnih institucijah opravljenih veliko dvigov denarja, je povsem drugačno vlogo odigral zasebni kapital. Dolgoročne zaveze institucionalnih investorjev v zasebni kapital in spremljajoče omejitve v začetnih odplačilih so zaščitile sredstva pred dvigi denarja. S tem so sredstva omogočila, da še naprej podpirajo svoje prevzete družbe, medtem ko je zunanji kapital težko ali zelo drago zagotoviti (Shapiro, 2009, str. 4).

Od lastniških virov finančnih investorjev so podjetjem na voljo skladi tveganega in zasebnega kapitala (ti vključujejo sklade za prestrukturiranje, ki so osredotočeni na podjetja v finančnih težavah), domači (samo skladi tveganega kapitala) in tuji, ki podjetju poleg lastniške okrepitve zagotovijo podporo na ključnih področjih poslovanja. Strateški vlagatelji, še posebej, če se dopolnjujejo s ponudbo izdelkov podjetja, pa lahko pomenijo optimizacijo pri poslovanju ter širitvi produktov in storitev na nove trge. Glavna težava podjetnikov je njihova miselnost; kdor bo sam pri sebi razčistil možne scenarije (od katerih so nekateri pogubni, žal med njimi tudi tisti, ki so posledica neukrepanja), se bo verjetno pravočasno rešil likvidnostne zagate, meni Aleš Berk Skok (Petavs, 2011b).

2 SKLADI ZASEBNEGA KAPITALA

V nadaljevanju poglavja so navedeni nekateri vidiki, ki so bistveni za razumevanje, kako zasebni kapital deluje. Poglavje opisuje opredelitev in razvoj zasebnega kapitala, vrste, delovanje in strukturo skladov, način financiranja in lastnosti ter stopnje v razvoju zasebnega kapitala. Predstavljena je tudi alternativa zasebnemu kapitalu.

2.1 Opredelitev zasebnega kapitala

EVCA (2007, str. 3) zasebni kapital opredeljuje kot vrsto kapitala, ki zagotavlja lastniški kapital podjetjem, ki ne kotirajo na borzi. Zasebni kapital se nanaša na različne stopnje investiranja, vendar osnovna definicija ostaja enaka: je zagotovitev kapitala po postopku pogajanja med upravljavcem investicijskega sklada in podjetnika, s ciljem razvoja podjetja in ustvarjanja vrednosti.

Pojem zasebni kapital (angl. *private equity*) avtorji Marks, Robbins, Fernandez in Funkhouser (2005, str. 92) uporabljajo za širšo skupino skladov in investicijskih podjetij, ki generirajo kapital na osnovi pogajanj za posle zasebne narave. Ta kategorija podjetij vključuje tvegani kapital (angl. *venture capital*), odkup z vzvodom (angl. *leverage buyout*), mezzanine financiranje in razširitvene oz. rastoče sklade (angl. *expansion funds*). Poleg že omenjenih EVCA navaja še nadomestni kapital (angl. *replacement capital*) in kapital za prestrukturiranje oz. preobrat (angl. *turnaround*).

Skladi zasebnega kapitala so vložki kapitala, upravljani v glavnem kot zaprti skladi² (angl. *close-end funds*), ki investirajo lastniški kapital v podjetja (to so neposredni skladi zasebnega kapitala (angl. *direct private equity funds*)) v nasprotju s primarnimi in sekundarnimi skladi skladov (angl. *fund of funds*), ki ne kotirajo na borzi.

Zasebni kapital zagotavlja dolgoročen, zagotovljen osnovni kapital, z namenom, da bi podjetjem, ki ne kotirajo na borzi, pomagali pri rasti in uspehu. Zasebni kapital lahko pomaga podjetjem, ki želijo začeti s poslovanjem, se širiti, kupiti divizijo materinske družbe, se prestrukturirati ali poživiti podjetje. Pridobitev zasebnega kapitala je zelo drugačna od zagotavljanja dolga ali posojila s strani posojilodajalca, kot npr. banke. Posojilodajalci imajo legalno pravico, da se zanimajo za posojilo ali vračilo kapitala, ne glede na uspeh ali neuspeh podjetja. Zasebni kapital investira v zamenjavo za delež v podjetju in tako kot pri delničarjih so donosi investorjev odvisni od rasti in donosnosti poslovanja (The British Private Equity & Venture Capital Association – BVCA, 2010, str. 7).

² Značilnost zaprtih skladov je stalen obseg kapitala. Število vlagateljev je omejeno, tudi ob večjem povpraševanju ni mogoče izdati dodatnih deležev. Obstaja več vrst zaprtih skladov, razlikujejo pa se glede na to, ali vlagajo v delnice ali obveznice različnih subjektov, gospodarske panoge ali pa v različne dele sveta.

Avtorji Lerner, Hardyman in Leamon (2005, str. 1) zasebni kapital definirajo na bolj nazoren način. Veliko novoustanovljenih podjetij (angl. *start-up*) potrebuje znaten delež kapitala. Ustanovitelj podjetja morda nima zadostnih lastnih sredstev za financiranje, zato mora iskati zunanje financiranje. Podjetja, ki jih označujejo oz. karakterizirajo značilna neopredmetena osnovna sredstva (angl. *intangible assets*), ki pričakujejo leta negativnih prihodkov, in imajo negotove obete, ne morejo pričakovati, da bodo pridobila bančno posojilo ali drugo dolžniško financiranje. Podobno bodo tudi podjetja v težavah, ki potrebujejo prestrukturiranje, težko našla zunanje financiranje. Družbe za upravljanje zasebnega kapitala financirajo takšne visoko tvegane in potencialno visoko donosne projekte. Poleg tega varujejo tudi vrednost njihovih lastniških deležev s tem, da prevzamejo skrbni pregled (angl. *due diligence*), preden izvedejo investicijo in zadržijo vplivne nadzorne pravice po investiciji.

Delovanje zasebnega kapitala ni omejeno le na skrb za denar, finančna podpora prihaja iz dejavnosti upravljanja, ki sestoji iz vrste svetovalnih storitev in polno delovno podporo za razvoj podjetja. Za novoustanovljena podjetja ali nove poslovne ideje je sodelovanje s finančniki zelo pomembno; zaradi ugleda, znanja, mreženja, odnosov, kompetenc in spretnosti so nefinančni viri zagotovljeni s strani zasebnega kapitala. Čeprav je težko izmerljivo, so ti viri pravi razlog za poslovanje in rast podjetja. Dogovori z zasebnim kapitalom vedno definirajo pogoje glede dolžine in izhoda iz investicije za finančne institucije. Čeprav so institucije, ki financirajo investicije, aktivni delničarji in sodelujejo z družbo za upravljanje, niso zainteresirani za prevzem popolnega nadzora ali preoblikovanja njihovega začasnega sodelovanja v dolgoročno udeležbo. Akterji zasebnega kapitala prej ali slej prodajo svojo pozicijo, kar je najpomembnejši razlog za opredelitev te vrste investicije kot »finančna« in ne kot »industrijska«. Prisotnost vnaprej določenih časovnih okvirov za naložbo zasebnega kapitala je koristna za podjetja, ki želijo hiter razvoj, spremembo upravljanja in finančno stabilnost (Caselli, 2010, str. 5).

Podjetja, ki so podprta z zasebnim kapitalom, so pokazala, da rastejo hitreje kot ostala podjetja. Najverjetnejša možna razlaga za to je kombinacija kapitala in osebnega prispevka izkušenega vodstva zasebnega kapitala, kar zasebni kapital loči od drugih vrst financiranja. Zasebni kapital lahko pomaga pri doseganju ambicij podjetja in zagotavljanju stabilnosti pri strateških odločitvah. Družbe za upravljanje zasebnega kapitala bodo iskale načine, kako povečati vrednost podjetja za njihove lastnike, brez prevzema vsakodnevnega nadzora upravljanja. Družbe za upravljanje zasebnega kapitala pogosto delujejo v sodelovanju z ostalimi ponudniki financiranja in s ponudbo celotnega paketa zagotovljenih sredstev pomagajo podjetjem pri poslovanju (BVCA, 2010, str. 7).

Caselli (2010, str. 8-9) navaja, da se razvoj zasebnega kapitala začne, ko podjetnik prepozna potrebe po financiranju s strani zunanjih investorjev za podporo pri širitvi oz. preoblikovanju podjetja. Kapitalske naložbe zato zagotavljajo specifične finančne potrebe ali sredstva za ustanovitev podjetja. Podjetja potrebujejo finančna sredstva med razvojem prodaje, kar se pojavi skozi različne stopnje vsakega podjetja. Kazalniki, ki merijo potrebe podjetja po financiranju, so investicija, donosnost, denarni tok in rast prodaje. Z analizo omenjenih štirih spremenljivk lahko glede na stopnje v razvoju podjetja identificiramo finančne potrebe podjetja. Obstaja šest stopenj

rasti podjetja: razvoj, ustanovitev, zgodnja rast, hitra rast, zrela starost in kriza oz. upad. Tabela 1 prikazuje značilnosti štirih spremenljivk glede na šest stopenj rasti podjetja.

Tabela 1: Značilnosti štirih spremenljivk glede na šest stopenj rasti podjetja

	Investicija	Donosnost	Denarni tok	Rast prodaje
Razvoj	Osredotočenost na prevzem proizvodnih dejavnikov	Negativna	Negativen	Ni razpoložljiva
Ustanovitev	Osredotočenost na prevzem proizvodnih dejavnikov	Močno negativna	Močno negativen	Začetna
Zgodnja rast	Omejenost na financiranje z zalogami	Negativna, vendar se zmanjšuje	Negativen, vendar se zmanjšuje	Pozitivna in narašča
Hitra rast	Omejenost na financiranje z zalogami	Pozitiva in naraščajoča	Pozitiven in naraščajoč	Pozitivna, vendar se zmanjšuje
Zrela starost	Osredotočenost na zaloge in nadomestitev	Konec rasti	Konec rasti	Blizu nič
Kriza oz. upad	Ni mogoče opredeliti	Pada	Pada	Negativna

Vir: S. Caselli, Private Equity and Venture Capital in Europe, 2010, str. 9.

Tabela 2 ponazarja potencialno vlogo zasebnega kapitala kot edine finančne institucije, ki lahko podpira podjetja v vseh stopnjah rasti.

V nekaterih stopnjah je lahko višina pomoči in podpore zelo visoka (npr. v ustanovitvi in v stopnjah rasti), medtem ko se v ostalih stopnjah (razvoj in kriza oz. upad) pomoč lahko zniža. Potrebno je poudariti tudi to, da zasebni kapital ni edina finančna institucija, ki je na voljo podjetnikom. Ustanovitelj in njegovi družinski člani so pomembni v najbolj tveganih stopnjah, kot sta razvoj in ustanovitev podjetja. Ob istem času pa so finančni trgi lahko upoštevani kot konkretna možnost le med bolj stabilno stopnjo – zrelo starostjo podjetja. Glede na Tabelo 2 je bančni sistem primeren vlagatelj za celovito razvita podjetja, ki so razvojno že šla skozi stopnjo razvoja in ustanovitve podjetja (Caselli, 2010, str. 11).

Tabela 2: Različne vrste vlagateljev glede na stopnje rasti podjetja

	Ustanovitelj in družina	Drugi partnerji	Poslovni angeli	Zasebni kapital	Banke	Komercialni kredit	Finančni trg
Razvoj							
Ustanovitev							
Zgodnja rast							
Hitra rast							
Zrela starost							
Kriza oz. upad							

Legenda:

	Višina podpore je visoka
	Višina podpore je nizka

Vir: S. Caselli, *Private Equity and Venture Capital in Europe*, 2010, str. 11.

2.2 Razvoj zasebnega kapitala

Kot navajajo Lerner et al. (2005, str. 1-2), je bila dejavnost zasebnega kapitala v svojih začetnih desetletjih prevladujoč ameriški fenomen. Svoje začetke je imela v družinskih podjetjih, ki so upravljala premoženje premožnih posameznikov v zadnjih desetletjih 19. stoletja in prvih desetletjih 20. stoletja. Bogate družine kot npr. Phipps, Rockefeller, Vanderbilt in Whitney so investirale in svetovale raznim podjetjem. Postopno so omenjene družine začele vključevati tudi zunanje člane za izbiro in nadzor investicij.

Prva komanditna družba (angl. *limited partnership*), ki se je ukvarjala s tveganim kapitalom, Draper, Gaither, and Anderson, je bila ustanovljena leta 1958. Komanditna družba je kmalu dobila posnemovalce, vendar pa so v času med šestdesetimi in sedemdesetimi leti komanditne družbe predstavljale le manjšino vložkov tveganega kapitala. Večina družb za upravljanje zasebnega kapitala je zviševala kapital preko zaprtih skladov ali preko malih podjetij za investicijsko poslovanje (angl. *Small Business Investment Companies – SBIC*), ki so zagotavljala vložke tveganega kapitala, ki so se močno razširili v šestdesetih letih. Medtem, ko je v tem času nekaj skladov investiralo v odkupe z vzvodom in druge transakcije, ki so vključevale zrela podjetja, so se družbe za upravljanje zasebnega kapitala nanašale na sklade tveganega kapitala (Lerner et al., 2005, str. 2).

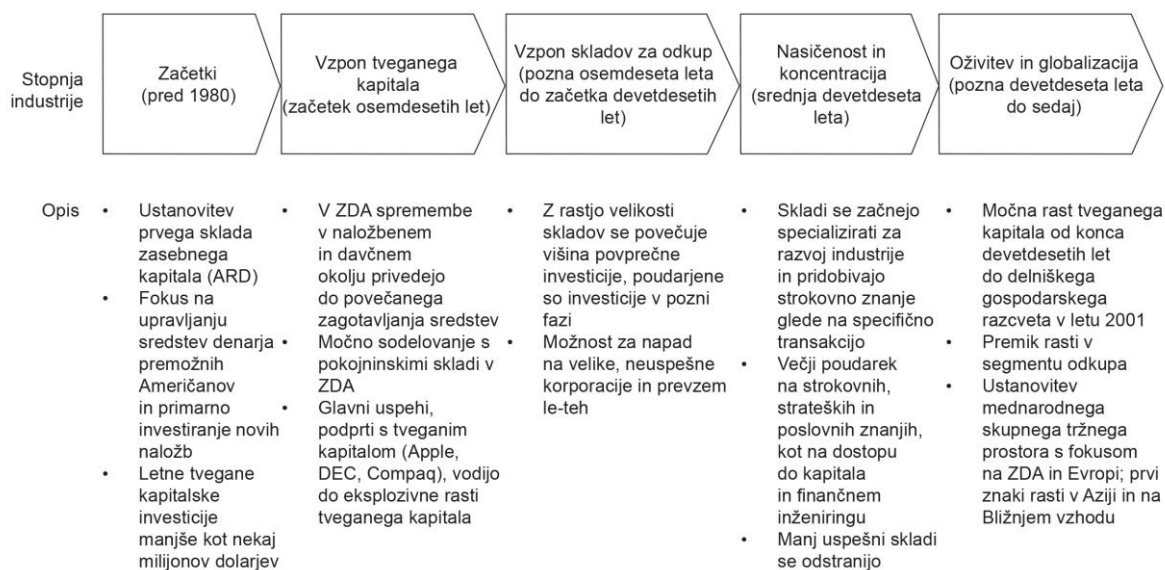
Dejavnost zasebnega kapitala pa se je dramatično povečala v poznih 70-tih in zgodnjih 80-tih letih 20. stoletja. Leta 1979 je ameriško Ministrstvo za delo sprejelo zakon, ki je opisoval področje dohodkovne varnosti upokojencev (angl. *Employee Retirement Income Security Act*). Z

omenjenim zakonom in vsebovanim pravilom »preudarnega človeka« (angl. *prudent man rule*) je bilo upravljavcem pokojnin dovoljeno investirati v visoko tvegana sredstva, vključno z zasebnim kapitalom. V tem obdobju so se razširili številni specializirani skladi, osredotočeni na odkupe z vzvodom, mezzanine transakcije in hibride kot npr. naložbeni lizing (angl. *venture leasing*). Pomembna novost v tem času je bil tudi vzpon komanditnih družb kot prevladujočih organizacijskih oblik (Lerner et al., 2005, str. 2).

Sledila so osemdeseta leta, v katerih so vlagatelji v tvegani kapital³ (angl. *venture capitalists*) podprli mnogo uspešnih visoko tehnoloških podjetij, vključno z Cisco Systems, Genentech, Microsoft in Sun Microsystems; ter devetdeseta leta z dramatično ravniyo rasti in nadpovprečnimi donosi v skoraj vsakem delu dejavnosti zasebnega kapitala. Razlogi za tako visoke donose v poznih devetdesetih letih in letu 2000 so bili v zmanjšanju konkurence zaradi umika manj izkušenih investorjev, zdravem trgu za prvo javno ponudbo delnic (angl. *initial public offering*), kar je pomenilo lažji izhod iz investicij zasebnega kapitala, poleg tega je tudi obseg tehnoloških inovacij (predvsem v panogah, povezanih z informacijsko tehnologijo) ustvaril izredne priložnosti za tvegane kapitaliste (Lerner et al., 2005, str. 2-3).

Slika 1 grafično prikazuje razvoj dejavnosti zasebnega kapitala po razvojnih stopnjah.

Slika 1: Razvojne stopnje dejavnosti zasebnega kapitala



Vir: D.O. Klier, *Managing Diversified Portfolios: What Multi-Business Firms Can Learn from Private Equity*, 2009, str. 55.

³ Vlagatelj v tvegani kapital je oseba, ki investira v tvegan projekt, in zagotavlja sredstva za začetek delovanja podjetja ali razširitev. Takšni vlagatelji iščejo višje stopnje donosa, kot so pričakovane pri tradicionalnih investicijah.

2.3 Vrste skladov

Skladi zasebnega kapitala se razlikujejo na področju specializacije, njihovih delničarjev in njihove upravljalvske strukture. Vir sredstev sklada zasebnega kapitala lahko vpliva na strukturo ponujenega posla, lahko določa, ali sme upravljavec sklada sprejeti hitro odločitev glede investicije ali ne, ter ima vpliv na stalnost ljudi, s katerimi si v poslu, ter njihovega upravljalvskega stila, potem ko je kapital investiran (EVCA, 2007, str. 12).

EVCA (2007, str. 12) razlikuje naslednje vrste skladov zasebnega kapitala:

- neodvisni skladi (angl. *independent funds*) so tisti, v katerih so tretje osebe glavni vir kapitala in kjer nihče od delničarjev nima večinskega deleža;
- skladi, namenjeni vlaganju podjetja ustanovitelja (angl. *captive funds*), so tisti, v katerih en delničar prispeva večino kapitala, to je takrat, ko krovna organizacija razporedi denar skladu iz svojih notranjih virov. Omenjeni skladi so lahko hčerinska podjetja ali oddelek v banki, finančni instituciji, zavarovalnici ali industrijskem podjetju. Poslovni ali industrijski skladi so ustanovljeni s strani podjetij, ki želijo investirati v sektorje, relevantne za njihovo glavno dejavnost, ter dognati nove tehnologije. To je lahko prav tako primer za banke, ki želijo ločiti njihovo vlogo komercialne banke od vloge investitorja.
- skladi, namenjeni vlaganju podjetja ustanovitelja, ki sprejemajo tudi vložke zunanjih vlagateljev (angl. *semi-captive funds*) so tisti, v katerih je kljub temu, da glavni delničar prispeva večji del kapitala, značilen del kapitala vložen s strani tretjih oseb. Omenjeni skladi so lahko hčerinska podjetja, finančne institucije, zavarovalnice ali industrijska podjetja, ki delujejo kot neodvisno podjetje.

Za oboje: sklade, namenjene vlaganju podjetja ustanovitelja, in sklade, namenjene vlaganju podjetja ustanovitelja, ki sprejemajo tudi vložke zunanjih vlagateljev, kot nadomestilo za manjšo neodvisnost upravljalvskega podjetja matično podjetje prevzame večino, če ne celotne odgovornosti za iskanje zahtevanega kapitala za investicije.

Poleg zgoraj omenjenih skladov obstajajo tudi skladi javnega sektorja. Njihov kapital prihaja pretežno ali v celoti, neposredno ali posredno, iz javnih organov (EVCA, 2007, str. 12).

Skladi se lahko zelo razlikujejo glede na različne stopnje razvoja v življenjskem ciklu podjetja, ki jih je mogoče opredeliti, kot sledi v nadaljevanju, pri čemer je potrebno upoštevati, da so lahko meje med posameznimi stopnjami zabrisane.

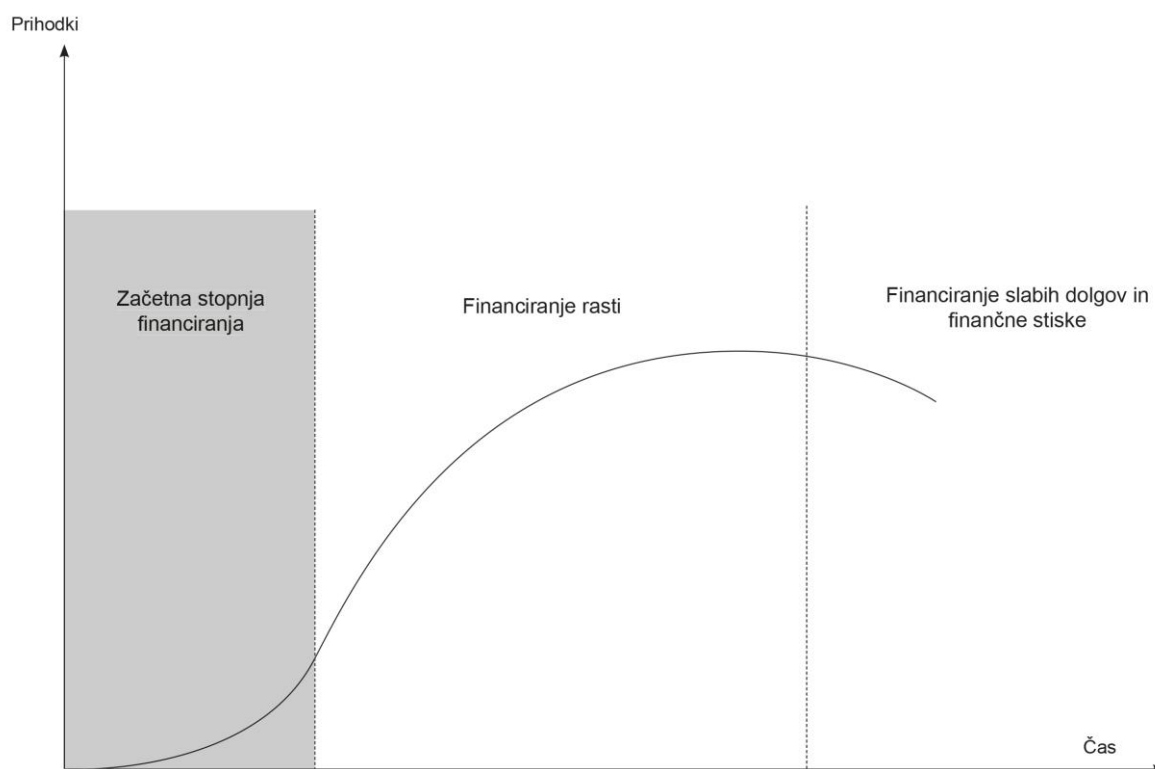
2.3.1 Financiranje začetne stopnje

Slika 2 prikazuje različne stopnje v življenjskem ciklu podjetja. To podpoglavje se osredotoča na prvo oz. začetno stopnjo financiranja podjetja. V tej stopnji se financiranje lahko deli na financiranje semenske stopnje (angl. *seed financing*) ter na financiranje zagonske stopnje (angl. *start-up financing*).

Financiranje semenske stopnje je opredeljeno kot udeležba v korist uporabe posebnega specializiranega podjetja (angl. *special purpose vehicle*) z namenom razvoja raziskovalnega projekta. V tej stopnji ni podjetja, ki bi ga lahko financiral, obstaja pa oseba ali ekipa raziskovalcev, ki želi investirati in razviti projekt, ki bo v prihodnosti ustvaril uspešno poslovno idejo. Industrijski sektorji, ki so osredotočeni na financiranje semenske stopnje, vključujejo informacijsko tehnologijo, farmacijo, kemijo, telekomunikacije in biokemijo (Caselli, 2010, str. 206).

Semenska stopnja vključuje investicije, ki poslovnemu konceptu dovoljujejo, da se razvija, morda vključuje izdelavo poslovnega načrta, prototipov in dodatnih raziskav pred predstavitvijo proizvoda na trgu in začenja obsežno proizvodnjo. Semenske investicije večinoma opravijo družbe za upravljanje tveganega kapitala (angl. *venture capital organizations*), čeprav so pogosto prisotni tudi poslovni angeli (What are private equity and venture capital?, 2012).

Slika 2: Življenjski cikel podjetja



Vir: S. Caselli, *Private Equity and Venture Capital in Europe*, 2010, str. 206.

V semenski stopnji podjetje začne poslovati, ima prve prihodke ali je tik pred prvimi prihodki. Dokončan ima prototip ali izpeljan pilotni projekt, največkrat se vseli v poslovne prostore, lahko pridobi prve zunanje finančne investitorje v podjetje. Podjetje zbira mnenja in močno prilagaja proizvod oz. storitev glede na povratne informacije s trga (Faze rasti podjetja, 2012).

Glede na profil tveganosti morata biti upoštevana dva vidika. Prvič, podjetniki v semenski stopnji nimajo obstoječega podjetja, običajno predstavljajo ekipo raziskovalcev, ki se je

pripravljena povezati z investitorji, da bi pridobili potrebna sredstva za ustanovitev podjetja, kar bo vodilo k razvoju njihove poslovne ideje. Drugič, vlagatelj v tvegani kapital mora upoštevati upravljanje in njegov profil tveganosti, ki je povezan z uspešno izvršitvijo financiranega projekta. Kot navaja Caselli (2010, str. 207), tveganja, ki vplivajo na investitorja, vključujejo:

- nepričakovan konec. Na začetku je namreč projekt v lasti le raziskovalcev. Prva stvar, ki jo naredijo, je ta, da delijo svoje znanje in izkušnje (angl. *know-how*) z ustanovitelji. Običajno prvi zagovornik poslovne ideje pridobi avtorske pravice.
- podporno strukturo za raziskovalce. Da bi namreč olajšali raziskovanje, mora zasebni investitor zagotoviti ustrezno infrastrukturo in sicer inkubator (skupino instrumentov in infrastrukture, ki je potrebna za zagotovitev pravilnega razvoja podjetja) ter skupno vlaganje (angl. *joint venture*) med raziskovalnimi centri, pri čemer se donos na podlagi bilateralnega dogovora v primeru uspeha projekta deli.

V okvir financiranja začetne stopnje spada poleg pravkar opisanega financiranja semenske stopnje tudi financiranje zagonske stopnje.

Financiranje zagonske stopnje se nanaša na že obstoječe podjetje, ki za začetek poslovanja potrebuje vire zasebnega kapitala. Tveganje temelji na ustanovitvi podjetja, ki je zgrajeno na podprti poslovni ideji in ne na tvegani igri pri odkrivanju nove poslovne ideje. Na tej točki poslovanja je tveganje odvisno od dveh spremenljivk: skupnega zneska neto finančnih potreb in časa, ki je potreben za dosego točke preloma (angl. *breakeven point*) financirane aktivnosti. Tveganje ni močno povezano s podjetnikom ali veljavnostjo poslovne ideje, ki sta predpogoja za sodelovanje. Kar je zares pomembno, je rast gospodarske panoge v smislu zahtevane kapitalske intenzitete in napoved trenda prodaje (Caselli, 2010, str. 208).

V zagonski stopnji ima podjetje več prvih (alfa) strank ter povsem dokončan proizvod ali storitev. Od prototipa pride do prve serije ali jasno oblikovane storitve. Podjetje pripravlja obsežnejšo marketinško strategijo ter jo začne izvajati. Če je potrebno, lahko podjetje dokapitalizirajo zunanji investitorji. V tej stopnji ima podjetje prve redne denarne tokove (Faze rasti podjetja, 2012).

Delovni učinek financiranja zagonske stopnje je glede na pogoje notranje stopnje donosa (angl. *internal rate of return – IRR*) povezan s sposobnostjo in zmogljivostjo ponovne prodaje udeležbe na finančnem trgu. Reference in verodostojnost investitorja zasebnega kapitala sta ključna pri uspehu strategije izhoda, ko je dosežen želen donos iz realizirane investicije. Glavni cilj investitorja (uspešen izhod iz investicije) se lahko olajša z oblikovanjem sporazumov z drugimi skladi zasebnega kapitala, glede na njihovo razpoložljivost in zavezanost k nakupu udeležbe po vnaprej določenem času. Druga rešitev je podpis sporazuma za odkup (angl. *buy back agreement*) s podjetnikom ali drugimi delničarji, ki se strinjajo s ponovnim nakupom udeležbe tveganega kapitalista v podjetju po vnaprej določenem času (Caselli, 2010, str. 208).

Financiranje zagonske stopnje je namenjeno podjetjem za razvoj proizvodov in začetno trženje. Podjetja so lahko v začetnem procesu ustanovitve ali pa poslujejo že kratek čas, vendar svojih

proizvodov še niso prodala v komercialne namene. Čeprav so novoustanovljena podjetja ponavadi manjša podjetja, pa narašča število podjetij, ustanovljenih z več milijoni GBP. To so predvsem naložbe tveganega kapitala (What are private equity and venture capital?, 2012).

Pri delovanju tveganega kapitala sta med financiranjem semenske in zagonske stopnje prisotni dve vrsti investorjev: poslovni angeli in korporativni vlagatelji v tvegani kapital. Poslovni angel je zasebni in neformalni investitor, ki se odloči prispevati tvegani kapital MSP med njegovo zagonsko ali razvojno stopnjo. Poslovni angeli se združujejo v mrežah, ki jih povezujejo s podjetji, tako se na enem mestu srečata ponudba in povpraševanje finančnih sredstev. Korporativni tvegani kapital je investicija v tvegani kapital, ki jo izvajajo velike industrijske skupine.

Delovanje zasebnega kapitala, pridobljenega v času semenske in zagonske stopnje, mora usmeriti pozornost na (Caselli, 2010, str. 209):

- podpiranje razvoja podjetniškega okolja. Podjetja, ki temeljijo na znanju, po Evropi še vedno niso razširjena, ker za to ne obstaja strukturirana in enotna zakonska ureditev. Razširjenost inovativnih podjetij je mogoče doseči s pridobitvijo finančnega, strateškega in korporativnega znanja, ki ga lahko ponudi strokovni finančni investitor z mednarodnimi izkušnjami.
- izvajanje raziskav in razvoja ter sposobnost za širjenje inovacij s pomočjo centrov odličnosti s podjetji, ki so osredotočena na raziskave. Ključni dejavnik v smeri tega razvoja predstavlja strukturirana povezava med podjetji in univerzami.

2.3.2 Financiranje rasti

Financiranje rasti podjetja predstavlja alternativo kreditiranju podjetij z enako tveganim profilom glede na visok znesek investiranega denarja in negotovosti prihodnje uspešnosti. Kakorkoli, financiranje rasti zagotavlja neposredno vpletenost vlagatelja v tvegani kapital v upravljanju podjetja, kar pomeni, da bo podjetje upravljanje spretno in kompetentno (Caselli, 2010, str. 221).

Stopnja rasti pomeni lastniško financiranje za širitev in razvoj podjetja, s katerimi se lahko posluje ali se ne more poslovati na meji rentabilnosti oz. se posluje z dobičkom, za namene povečanja proizvodne zmogljivosti, razvoja trga ali proizvoda ali zagotavljanja dodatnega obratnega kapitala (Pfeifer, 2008, str. 7).

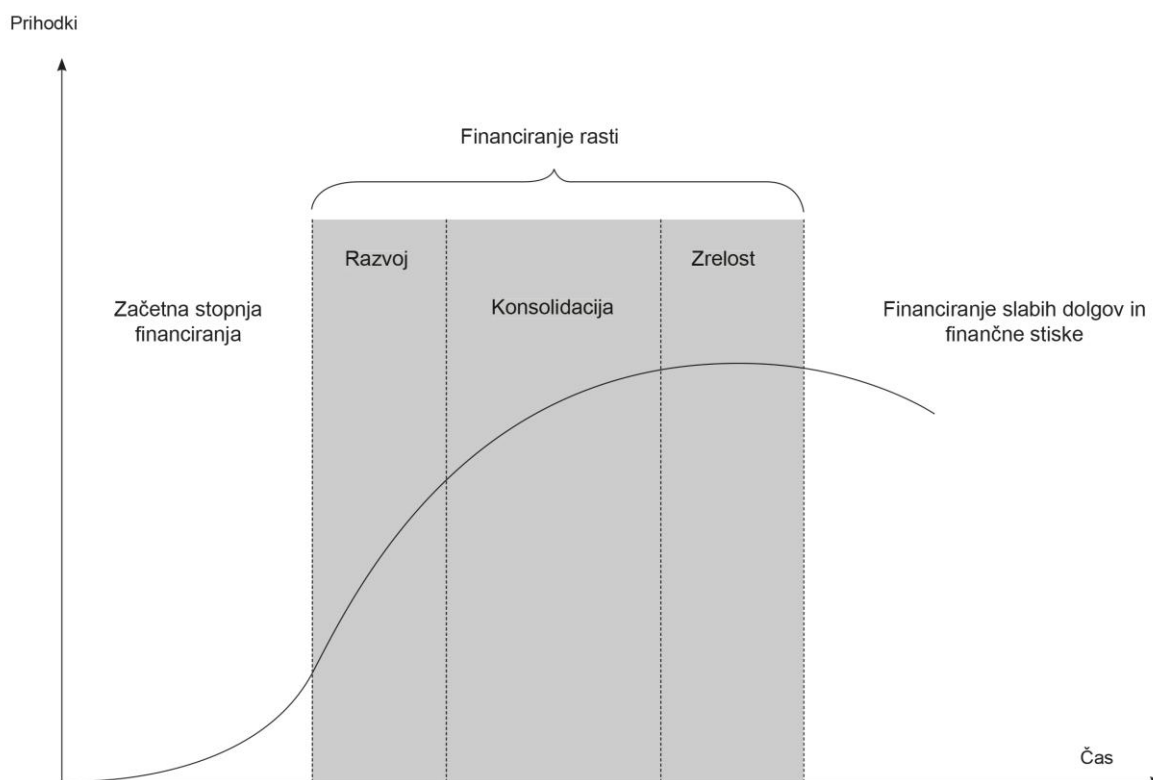
Širitveni kapital se nanaša na dve vrsti rasti (Caselli, 2010, str. 222):

- notranjo rast:
 - vstop z izdajo pravic, z vpisom manjšinskega ali večinskega deleža ciljnega podjetja (angl. *target company*);
 - povečanje proizvodne zmogljivosti z gradnjo novih proizvodnih obratov in nakupom nove opreme;
 - internacionalizacija ali širitev domačega trga za pokritje dobičkonosnih skupin kupcev;

- implementacija bolj agresivnih poslovnih strategij in trženje dejavnosti, običajno v zelo konkurenčni panogi oz. dejavnosti;
- izhod s kotiranjem na borzi ali blagovno prodajo ciljnega podjetja.
- zunanjo rast:
 - priložnost za rast v razdrobljenem sektorju z združitvijo različnih podjetij;
 - konkretna priložnost za pridobitev neizkoriščenih izdelkov ali tehnologije.

Slika 3 prikazuje razvoj, konsolidacijo in zrelost podjetja, ki skupaj predstavljajo stopnje rasti, skozi katere gre podjetje.

Slika 3: Drugi del življenjskega cikla podjetja



Vir: S. Caselli, *Private Equity and Venture Capital in Europe*, 2010, str. 222.

Širitveni kapital je hibrid med tradicionalnim tveganim kapitalom in odkupom z vzvodom ter zagotavlja investitorje s privlačnimi značilnostmi obeh naložbenih vrst. Investitorji širitvenega kapitala običajno iščejo podjetja z bolj stabilnimi in nadpovprečno visokimi (več kot 20 %) stopnjami rasti prihodkov. Ciljna podjetja imajo uvedene izdelke, kupce in poslovni model, v večini primerov so tudi dobičkonosna ali pa blizu donosnosti (Dominguez & Bailey, 2008, str. 2).

Širitveni kapital je pogosto sestavljen bodisi kot navadni kapital ali prednostni kapital, čeprav nekateri investitorji uporabljajo različne hibridne vrednostne papirje, ki vključujejo pogodbeni donos (plačilo obresti) poleg lastniškega deleža v podjetju. Podjetja, ki iščejo kapitalske naložbe širitvenega kapitala, pogosto niso dobri kandidati za pridobitev dodatnega zadolževanja, bodisi

zaradi stabilnosti zaslužka podjetja ali zaradi svojih obstoječih dolgov (Expansion & Growth Capital, 2012).

Hitro rastoče podjetje se v prvi vrsti ukvarja z razvojem svojega trga in tako lahko izkusi enega ali več naslednjih pogojev (Private equity investment, 2012):

- velik porast prodaje;
- visoka stopnja dobička iz poslovanja;
- obratna sredstva in kreditne linije, ki se izčrpajo z gotovino, ki je potrebna za spodbujanje rasti;
- podjetje se širi preko zmogljivosti obstoječega upravljanja;
- možnost povečane konkurence in/ali
- težave z vstopom na določene segmente trga.

Financiranje širitve oz. rasti (angl. *growth financing*) vključuje ves tvegani kapital, ki je investiran v že obstoječe in ustanovljeno podjetje in se uporablja za spodbujanje razvoja, razsežno rast in morebitne kotacije na javnem finančnem trgu. Takšen način udeležbe je manj tvegan od tistega v semenski in zagonski stopnji podjetja, saj je tu že preizkušeno in dobro delujoče podjetje z bazo kupcev. Obstaja tudi manj težav pri vrednotenju investicij, ker ima vlagatelj v tvegani kapital možnost preučiti zgodovinske in ekonomske podatke podjetja – to so pogoji, ki jih je nemogoče zadovoljiti v semenski in zagonski stopnji podjetja. V Evropi investiranje v širitev podjetij predstavlja najpomembnejšo dejavnost zasebnega kapitala. Omenjeno je doseženo z velikimi zaprtimi skladi in finančnimi posredniki s strokovnim znanjem in znanjem o domačih in mednarodnih trgih (Caselli, 2010, str. 223).

Investitorji širitvenega kapitala morajo biti zelo proaktivni pri dostopu do naložbenih priložnosti. Veliko privlačnih podjetij za investitorje širitvenega kapitala običajno ne poskuša zbrati sredstev, ker lahko financirajo svojo rast z lastnimi denarnimi tokovi. Investicije širitvenega kapitala so oblika naložbe zasebnega kapitala v relativno zrelih podjetjih. Podjetja, ki uporabljajo takšen kapital za širjenje ali prenovitev poslovanja, vstopajo na nove trge ali financirajo pomembno pridobitev brez spremembe nadzora poslovanja. V primerjavi z odkupi MSP imajo investicije širitvenega kapitala višji donos na kapital s pričakovanimi donosi v dva do trikratnem obsegu. Ko si pridobijo izpostavljenost na tem segmentu zasebnega kapitala, se morajo investitorji osredotočiti na tržno dinamiko investicij širitvenega kapitala, strategije diferenciacije in ključne spretnosti, potrebne za hitro in uspešno razširitev (Dominguez & Bailey, 2008, str. 7).

Kot navaja Caselli (2010, str. 227), financiranje širitve oz. rasti deluje najbolje pri MSP, ki želijo hitro rasti. MSP imajo prilagodljive sisteme proizvodnje, ki se hitro prilagodijo spremembam povpraševanja. Zato se podjetja obrnejo na financiranje širitve oz. rasti, da bi dosegla drugi element njihovega uspeha – velikost. Povečanje dimenzije omogoča MSP, da izkoristijo poslovne priložnosti, ki bi jih drugače izgubili zaradi pomanjkanja in nizke razpoložljivosti učinkovitih alternativnih orodij za internacionalizacijo.

2.3.3 Financiranje odkupa

Odkup je strukturirana finančna povezava, ki preko združitve, odvisnega podjetja ali pripojitve deleža nadzora omogoča prenos premoženja od starih delničarjev k novemu podjetniku z ekonomsko in tehnično podporo finančnega posrednika (običajno je to sklad zasebnega kapitala). V odkupu z vzvodom je večji del kapitala priskrbljen s strani dolžniških vrednostnih papirjev, vpisanih z vložkom bank in finančnih posrednikov. Odkup z vzvodom ima posebno strukturo, ki sestoji iz obvladujoče družbe (angl. *holding company*), ki ustanovi novo podjetje, odgovorno za zbiranje sredstev (s finančno rešitvijo dolga) in potrebno za pripojitev sredstev ali delnic ciljnega podjetja. Po pripojitvi je novo podjetje (imenovano NewCo) združeno s ciljnim podjetjem. To je realizirano z nadaljnjo združitvijo, kjer NewCo prevzame ciljno podjetje, ali povratno združitvijo, kjer ciljno podjetje prevzame NewCo. Finančne in davčne potrebe vplivajo na to, katera možnost se uporabi. Finančniki NewCo so običajno bankirji in kupci. Kot zavarovanje za odplačilo dolgov ponujajo sredstva, ki so v lasti ciljnega podjetja, in njegove sposobnosti ustvarjanja denarnega toka (Caselli, 2010, str. 237).

Kot navaja Pfeifer (2008, str. 7), stopnja odkupa pomeni odkup podjetja od trenutnih delničarjev, vsaj kontrolnega deleža lastniškega kapitala podjetja, tako da se prevzamejo njihova sredstva in operacije s pogajanjem ali ponudbo v javnem razpisu.

Poznamo več vrst odkupov, izmed katerih je zelo zanimiv investitorski odkup (angl. *investor buyout*). Ta vrsta delovanja je realizirana s finančnimi investitorji, kot npr. skladom zasebnega kapitala, ki se odloči za nakup celotnega lastniškega kapitala ciljnega podjetja. Takšna odločitev je sprejeta iz razloga, ker ima podjetje potencial rasti, visoko verjetnost pozitivnega donosa iz naslova investicije in sposobnost spreminjati ter izbirati novo ekipo upravljavcev na podlagi njihovih sposobnosti, preteklih izkušenj, rezultatov in zanesljivosti (Caselli, 2010, str. 238).

Taylor (2011) navaja več koristi odkupa z vzvodom. Le-ta je lahko dober način za oživitev obstoječega podjetja, pri katerem se je pojavilo nekaj manjših zastojev zaradi gospodarstva ali slabega upravljanja sredstev. Druga ključna prednost odkupa z vzvodom je sposobnost ohranitve investorjev v ozadju, medtem ko je prisotna profesionalna ekipa analitikov za izboljšanje podjetja od znotraj. V nasprotju s splošnim prepričanjem imajo zaposleni dejansko korist od odkupa z vzvodom, saj se ohranijo delovnega mesta, če podjetje uspe v svojih prizadevanjih za izboljšanje. Prvotni delničarji prav tako pridobijo, saj iz naslova delnic dobijo več, ko vrednost podjetja naraste. Investitorji zasebnega kapitala pa iz odkupa z vzvodom pridobijo največ, saj bo podjetje na splošno zaslužio lep donos na investicijo v obdobju šestih mesecev do dveh let, odvisno od tega, kako hitro in uspešno bo investicija ponovno v pogonu. Kapitalska naložba z uporabo načrta odkupa z vzvodom je dejansko zmagovalna situacija za vse vpletene.

Financiranje odkupa trenutnemu poslovnemu vodstvu in investitorjem omogoča, da prevzamejo ali kupijo znaten delež proizvodnega programa ali podjetja, ki ga upravljajo iz večjega podjetja. Prav tako lahko pomeni nakup s strani družbe za upravljanje zasebnega kapitala znatnega, pogosto večinskega deleža v podjetju od prvotnih lastnikov, ki bodo ostali v podjetju z namenom

upravljanja družbe z omejenim deležem lastniškega kapitala. Znesek odkupov sega od pridobitve relativno majhnega nekdanjega družinskega podjetja do več kot 100 milijonov GBP odkupa. Ti zneski so ponavadi večji kot pri drugih vrstah financiranja, saj vključujejo pridobitev celotnega poslovanja (What are private equity and venture capital?, 2012).

Dejanski proces financiranja odkupa z vzvodom s pomočjo zasebnega kapitala ni preveč zapleten. Investicijsko podjetje išče podjetja, za katera se zdi, da imajo začasne finančne težave, vendar pa so bila v preteklosti stabilna in so rastla. Na splošno lastniki podjetij v takšnem primeru začnejo iskati druga podjetja, ki imajo skupni cilj, in ki v svoji panogi upoštevajo naložbene priložnosti. Ko se podjetje opredeli in sprejme naložbeno idejo, proces ponudbe financiranja odkupa podjetja zahteva presojo dejanskih sredstev glede na dolg. S tem se kapital poveča ali pridobi s pomočjo posojila, dolg je odplačan in podjetje opravi prenos moči, da se prepriča, da je upravljano bolj učinkovito za rast (Taylor, 2011).

Pri izvršitvi odkupa so glavni elementi naslednji: zasebni investitor, ki se odloči kupiti določen delež v ciljnem podjetju, vloga investitorja v upravljanju podjetja v smislu nadzora in odločitev za prevzem zasebnega javnega podjetja. Finančne osnove lahko predvidijo neplačilo (angl. *default*) odkupa podjetja. Posel je lahko tudi neuspešen, ko gre za vodilno podjetje in imajo upravljavci zasebnega kapitala visoko cenjeno strokovno znanje glede spremembe v kazalniku finančnega vzvoda (angl. *debt to equity ratio*). Kritično je predvsem razumevanje, kako in če lahko sprememba v kazalniku finančnega vzvoda vpliva na ustvarjanje vrednosti podjetja (Caselli, 2010, str. 243).

Pomembno je poudariti, da so podjetja, ki delujejo na trgih z intenzivnimi stopnjami rasti in ponujajo visoko tehnološke produkte, neprimerna za odkup zaradi ogromno sredstev, ki so potrebna za podporo povečanja komercialnih kreditov, delnic in stroškov trženja, kot tudi zaradi virov, ki so potrebni za povečanje proizvodne strukture. Vedno obstaja tveganje, da visoko tehnološki produkti postanejo zastareli, kar pa povzroči ne le stroške iz naslova raziskav in razvoja, temveč je te produkte poleg tega tudi nemogoče uporabiti kot zavarovanje za ponudnike sredstev. Idealno ciljno podjetje mora delovati kot vodja na zrelem trgu, ponujati ne-prefinjene izdelke in imeti solidno bilanco stanja, ki vsebuje predvsem materialna sredstva (Caselli, 2010, str. 245).

2.3.4 Prestrukturiranje in financiranje finančne stiske

To podpoglavje obravnava dve vrsti poslov: prestrukturiranje oz. preobrat (angl. *turnaround*) ali nadomestno financiranje (angl. *replacement financing*), ki predstavlja več kot 50 % trga zasebnega kapitala, in financiranje finančne stiske (angl. *distressed financing*), ki vključuje realizirane posle, ko je ciljno podjetje v slabem stanju oz. v primeru krize. Tako prestrukturiranje kot financiranje finančne stiske sta obravnavana skupaj, ker se oba nanašata na podjetja, ki se soočajo z upravljavskimi, ekonomskimi in finančnimi problemi, ki imajo neposreden vpliv na njihovo preživetje (Caselli, 2010, str. 253).

Za podjetja v finančnih težavah je zasebni kapital pogosto edini vir financiranja, da bi prišli nazaj na pot rasti. Investiranje finančne stiske in prestrukturiranja, ki se je začelo v ZDA, je bilo področje rasti za evropske upravljavce zasebnega kapitala v zadnjih letih in je pomagalo oživiti težave podjetij (Private equity, 2012). Medtem ko se pojem finančne stiske nanaša predvsem na podjetja, ki imajo trenutne težave pri odplačevanju dolgov, pa prestrukturiranje predstavlja bolj kompleksen pojem, ki je predstavljen v nadaljevanju.

2.3.4.1 Prestrukturiranje

Financiranje prestrukturiranja oz. preobrata (angl. *turnaround financing*) je povezano s tveganjem zmanjšanja ciljnega podjetja, vendar pa je osrednji koncept, ki ga je potrebno upoštevati, povezan z vodstvom. Med to vrsto posla spadata dva najpomembnejša elementa za uspešen izid: upravljske spretnosti in profil izjemnega vodstva. Upravljanje zamenjave za podjetje v finančnih težavah predstavlja polno težavo za izvajalce preobrata. Izvrševalec preobrata mora najprej prepričati ključne delničarje, da je ta vrsta posredovanja najboljša rešitev za ponovno ožvitev podjetja. Nato je običajno potrebna sprememba upravljanja, ki pa ni vedno realizirana z lahkoto, ker se mora finančni posrednik pogajati s prejšnjim predsednikom podjetja. Drugi vidik predstavlja finančno in ekonomsko stanje podjetja, ki potrebuje takšen tip financiranja. Če se želi podjetje izogniti stečaju, je potrebno proces pospešiti. Običajno se izvrševalec preobrata odloči implementirati učinkovito in dobro organizirano vodstvo in finančne kontrole za razvoj in komuniciranje nove vizije poslovanja. Ko je to narejeno, je potrebno pridobiti tudi podporo in sodelovanje celotne skupine zaposlenih (Caselli, 2010, str. 254).

Ciljno podjetje za preobrat običajno trpi zaradi problema denarnih tokov, nezadostnega zagotavljanja sredstev v prihodnje ali nezmožnosti za servisiranje svojih dolgov. Podjetje ima lahko tudi prekomeren kazalnik finančnega vzvoda in neprimerno strukturo dolga, ki kaže neuravnoteženost med kratkoročnim in dolgoročnim dolgom, ter plačilno nesposobnost bilance stanja. Cilji finančnega prestrukturiranja so ponovna vzpostavitev plačilne sposobnosti podjetja v smislu denarnih tokov in bilance stanja, uvrstitev kapitalske strukture z načrtovanimi denarnimi tokovi in zagotovitev zadostne količine sredstev za izvedbo načrta preobrata. Ti cilji se lahko dosežejo s spremembo obstoječe kapitalske strukture, npr. povečanjem dodatnih sredstev, ponovnim pogajanjem za dolg ter dvigom novega lastniškega kapitala s strani obstoječih delničarjev ali zunanjih investorjev (vlagateljev v tvegani kapital) (Caselli, 2010, str. 256).

Skladi za prestrukturiranje/preobrat iščejo podjetja v težavah, kupijo jih z uporabo kapitala, včasih jih kupijo pred pričakovanim stečajem ali stečajnim postopkom. Njihov cilj je – podobno kot pri finančni stiski – da bi po ugodni ceni pridobili nadzor nad podjetji v težavah in jih nato prestrukturirali. Ta strategija zahteva podrobno poznavanje lokalnega stečajnega prava na podoben način kot pri strategiji finančne stiske (DePonte, 2007, str. 4).

Investitor zasebnega kapitala mora med strukturiranjem preobrata upoštevati štiri temeljna tveganja (Caselli, 2010, str. 257):

- socialno tveganje: Ko je podjetje v krizi, to močno prizadene tako družbo na splošno kot tudi delničarje podjetja. Med tem časom ima podjetje težave z upniki, dobavitelji, zaposlenimi in kupci. Skupnost je prizadeta z izgubo davkov, ki jih plača podjetje, ter stroški za podporo zaposlenih, ki so izgubili delovna mesta.
- gospodarsko tveganje: Gospodarska kriza podjetja je analizirana z donosom na vložena sredstva (angl. *return on investment* – *ROI*): če je ta nižji od povprečnega donosa na vložena sredstva v dejavnosti, pomeni, da podjetje nazaduje. Ta analiza je lahko problematična, zato je lahko boljši pokazatelj gospodarskih problemov upad celotne dejavnosti. Podjetje je v krizi, če njegova uspešnost nenehoma upada v smislu donosa na vložena sredstva in donosa na prodajo ter ko so neto prihodki negativni.
- pravno tveganje: Stečaj podjetja odpira številna pravna vprašanja.
- tveganje upravljanja: Z vidika upravljanja je podjetje v krizi, ko se začne donos na vložena sredstva zmanjševati. Upravljavci so tisti, ki morajo prvi razumeti situacijo in vedeti, če je krizo mogoče preprečiti.

V primeru, ko podjetje nazaduje, lahko pride do poslabšanja delovanja, bodisi zaradi neustreznega nagrajevanja pristojnega vodstva ali nesposobnega vodstva, pri čemer bi prevzem z zasebnim kapitalom vključeval odpustitev uprave kot del prestrukturiranja/preobrata. Brez predhodnega znanja o specifični naravi poslovnega problema bi se bilo nesmiselno že vnaprej odločiti, ali je potrebna menjava uprave, saj se lahko izkaže, da je problem strukturne narave. Podjetje ima tri alternativne strategije: vodstvo lahko najame strokovnjaka za prestrukturiranje, nadzorni svet lahko najame strokovnjaka za prestrukturiranje s širšim mandatom načrtov za ponovno oživitev, vključno s spremembo vodstva, ali pa se lahko podjetje proda (po možnosti potencialnemu kupcu, ki je vključen v sindicirane transakcije družb za upravljanje zasebnega kapitala) (Cunny & Talmor, 2007, str. 631).

Obstaja pet različnih vrst strategij preobrata v smislu vpliva poslovanja, sprememb poslovanja in izhoda iz krize (Caselli, 2010, str. 257):

- upravljanje: Ključni dejavnik je upravljanje sprememb. Cilj te vrste posla je preobrat šibkega vodenja in celotne kulture podjetja. To je najpogostejša vrsta preobrata.
- gospodarski cikel: Preobrat je povzročen s strani ekonomskega cikla dejavnosti. Vodstvo mora ohraniti stabilnost podjetja, medtem ko izkorišča možnost oživitve cikla.
- izdelek: Podjetje lahko izstopi iz krize z uvedbo novega izdelka zaradi nove tehnološke inovacije.
- konkurenčno ozadje: Podjetja uspejo priti iz krize, ker se splošni elementi v konkurenčnem ozadju pozitivno spremenijo; primer za to predstavlja znižanje stroškov surovin.
- država in vlada: Ko krizo povzročijo tržne razmere, ki so izven nadzora podjetja, vlada zagotavlja pomoč za rešitev finančnih problemov; takšen primer predstavlja avtomobilska industrija.

2.3.4.2 Finančna stiska

Financiranje finančne stiske je investicija, ki je realizirana v podjetju, ki se sooča s finančno in ekonomsko krizo ali je blizu razglasitve stečaja. Ko se vlagatelj v tvegani kapital odloči investirati v takšen posel, mora upoštevati prednosti in slabosti stečaja, ker je v pogajanjih z javnimi organi pod posebnimi zakoni in pravili in brez svobode za delovanje po poslovnih pravilih na finančnem trgu (Caselli, 2010, str. 260).

Financiranje finančne stiske je hibridna oblika investicije med širitvenim in nadomestnim financiranjem. Nekdo si lahko postavi vprašanje, zakaj bi se zasebni vlagatelj odločil kupiti podjetje v finančni stiski. Odgovor lahko najdemo v vrednotenju in primerjavi med skupno vrednostjo specifičnih sredstev, vključenih v bilanco stanja ciljnega podjetja, kot npr. licenc in patentov, ter ceno, pridobljeno na podlagi pogajanj in prevzema. Edini način za obvladovanje tveganja in donosa takšne vrste posla je nakup podjetja pri zelo nizki ceni, kar je zelo enostavno narediti, ko zasebni investitor kupi podjetje v finančni stiski preko sodišča. Obstajata dve glavni strategiji, ki veljata za vlagatelje v tvegani kapital po prevzemu: takojšnja ponovna prodaja podjetja ali špekuliranje na prestrukturiranju ciljnega podjetja ob upoštevanju možnosti njegovih neopredmetenih osnovnih sredstev (Caselli, 2010, str. 260).

V tej strategiji upravljavec sklada gradi kontrolni položaj v varnostni stiski stečajnega postopka, z namenom učinkovitega nakupa nadzora nad ciljnim podjetjem preko stečajnega podjetja, bodisi samostojno ali kot del sindikata. S to strategijo je pozicija dolga v stiski (angl. *distressed debt*) v mnogih pogledih začetek precej daljšega procesa, ko upravljavec sklada pridobi nadzor nad ciljem, pri katerem deluje zelo podobno kot upravljavec sklada za odkup, nadzira podjetje in ga prestrukturira, da bi povečal dobičkonosnost (DePonte, 2007, str. 4).

Kot navajata avtorja Usdin in Bloom (2012), obstaja več znakov, da je podjetje v finančni stiski:

- podjetje zamuja s plačili upnikom;
- proti podjetju so vložene tožbe v različnih zadevah;
- banka ali zjamčen posojilodajalec je podjetju zagrozil z ustavitvijo poslovne dejavnosti;
- sindikat je podjetju zagrozil s tožbo;
- glavni dobavitelj je podjetju zagrozil s prekinitvijo storitev;
- podjetje ne zmore pravočasno izpolniti dogovorov ali pa jih sploh ne izvede;
- obveznosti družbe so precej večje od sredstev;
- poslovni model podjetja ni več izvedljiv.

Financiranje finančne stiske se lahko izvede z reorganizacijo ciljnega podjetja na strani sredstev ali obveznosti. Če za prestrukturiranje izberemo stran sredstev, se mora vlagatelj v tvegani kapital odločiti, katera sredstva se ohranijo in katera prodajo za oživitev ciljnega podjetja. Ponovna opredelitev sredstev je izhodišče za načrt prestrukturiranja. Zakaj je primerno ponovno oživiti podjetje v finančni stiski? To vprašanje je lahko odgovorjeno po pregledu treh ravni dejavnosti financiranja finančne stiske (Caselli, 2010, str. 260-261):

- priložnost za racionalizacijo obstoječe strukture ciljnega podjetja: Osredotočenje na elemente, ki ustvarjajo gospodarske rezultate in zmanjšujejo postavke neto obratnega kapitala (angl. *net working capital*). Poslovanje z neto obratnim kapitalom izboljša sposobnost podjetja za ustvarjanje denarnih tokov.
- odprodaja sredstev: Prodaja sredstev, kot so nepremičnine, ki se lahko prodajo neposredno ali preko izrednega finančnega poslovanja.
- izredno finančno poslovanje, osredotočeno na specifičnih strateških poslovnih enotah: Opraviti je potrebno reorganizacijo ter odločitev za prodajo posebnih enot, ki so nadzorovane s strani podjetja, in podružnic. Vlagatelj, ki prevzema velika tveganja (angl. *vulture investor*), se odloči, katero področje je potrebno likvidirati ob upoštevanju strateškega poslovanja s strani podjetja in vrednotenja povezav ter sinergij (produktivnih, tržnih in tehnoloških), ki obstajajo med poslovnimi enotami. Ta področja so razvrščena v naslednje sklope: brez osnovne dejavnosti, osnovna dejavnost brez strateškega poslovanja ter poslovanje z osnovno dejavnostjo. Prve enote, ki jih je potrebno prodati, so tiste brez osnovne dejavnosti. Težko je prodati enote z osnovno dejavnostjo in ne strateškim delovanjem, saj jih je potrebno ohraniti, če je le-to mogoče.

Le približno tretjina podjetij preživi finančno stisko kot samostojne družbe. Do konca drugega leta po pojavu finančne stiske je skoraj tretjina podjetij prevzetih ali likvidiranih in do konca petega leta več kot polovica. Poslovna uspešnost preživelih podjetij se sicer izboljšuje, vendar pa je še vedno krepko pod povprečjem panoge, dokler so še vedno v finančni stiski. Kljub temu pa se je število podjetij, ki poročajo o negativnem poslovnem izidu iz poslovanja, zelo zmanjšalo v nekaj letih po nastopu finančne stiske zaradi velikega števila prevzemov in likvidacij. Verjetnost kratkoročnega in dolgoročnega preživetja podjetja je pozitivno povezana z njeno operativno zmogljivostjo. Ostali dejavniki, ki povečujejo verjetnost preživetja, so pripravljenost upnikov za prevzem lastniškega deleža v podjetju (ki izboljšuje verjetnost srednjeročnega in dolgoročnega preživetja podjetja) in velikost podjetja (ki izboljšuje verjetnost kratkoročnega preživetja podjetja) (Kahl & School, 2001, str. 28-29).

2.4 Delovanje skladov

Skladi zasebnega kapitala so sporazumi med upravljavskimi ekipami in skupinami finančnih investorjev. Vodstvena ekipa, imenovana družba za upravljanje zasebnega kapitala, zbira kapital od vlagateljev, ki jim je zaupan nadzor nad alokacijo sredstev kapitala. Družbe za upravljanje zasebnega kapitala zaračunavajo upravljavsko provizijo 1-2 % in si pridržijo pravico do dela dobička sklada. Investitorji so pripravljeni plačati te pristojbine na podlagi pričakovanj, da bodo uspešni skladi ustvarjali višje donose kot na borzi (Robertson, 2009, str. 546).

Skladi zasebnega kapitala so drugačni od drugih oblik naložb, saj predstavljajo tok nepredvidljivih denarnih tokov v času trajanja sklada, tako navznoter kot navzven. Ti denarni tokovi so nepredvidljivi, ne le njihova velikost, temveč tudi njihova časovna razporeditev. Medtem ko skladi tipično izbirajo svoje naložbe skozi 3-letno obdobje, se obdobje, v katerem pravno to lahko storijo (investicijsko obdobje), običajno določi na 5 let, da se zagotovi

fleksibilnost, in celo potem nekateri skladi (predvsem skladi tveganega kapitala) nadaljnje investirajo v portfelj njihovih podjetij še nekaj let po tem (Fraser-Sampson, 2007, str. 13).

Pravna struktura skladov zasebnega kapitala se razlikuje od države do države, vendar kljub temu obstajata dve glavni vrsti: skladi z omejenim časom delovanja (angl. *funds with a limited lifespan*), običajno 10 let, in skladi z neomejenim časom delovanja (angl. *funds with an unlimited lifespan*). Skladi z neomejenim časom delovanja ne delujejo z enakimi omejitvami kot skladi, ki so omejeni s časom delovanja. Vendar pa upravljavci prav tako pridejo v podjetje in upravljajo investicije pod enakimi pogoji (EVCA, 2007, str. 12-13).

Najpomembnejše pri razumevanju načina, kako skladi zasebnega kapitala investirajo, je, da je moč investiranja omejena na družbe za upravljanje zasebnega kapitala. Investitorji pri investicijskem procesu nimajo nobene besede, pravzaprav si je po vsej verjetnosti tudi ne želijo, saj obstaja veliko tveganje, da bi izgubili omejeno odgovornost, če se lahko dokaže, da so aktivno sodelovali pri upravljanju naložbe (Fraser-Sampson, 2007, str. 15).

Z odprodajo investicije (angl. *divestment*) obnovljen znesek običajno ni ponovno reinvestiran, temveč prerazporejen k investorjem. Institucionalni investorji prejmejo prvi del dobička in določeno mejno stopnjo donosa (angl. *hurdle rate*⁴) kot nagrado za vezavo svojega kapitala skozi celotno obdobje trajanja investicije. Po 10-tih letih (včasih razširjeno na 12 let), morajo biti vse investicije v portfelju dezinvestirane, sklad pa je potrebno zapreti (EVCA, 2007, str. 13).

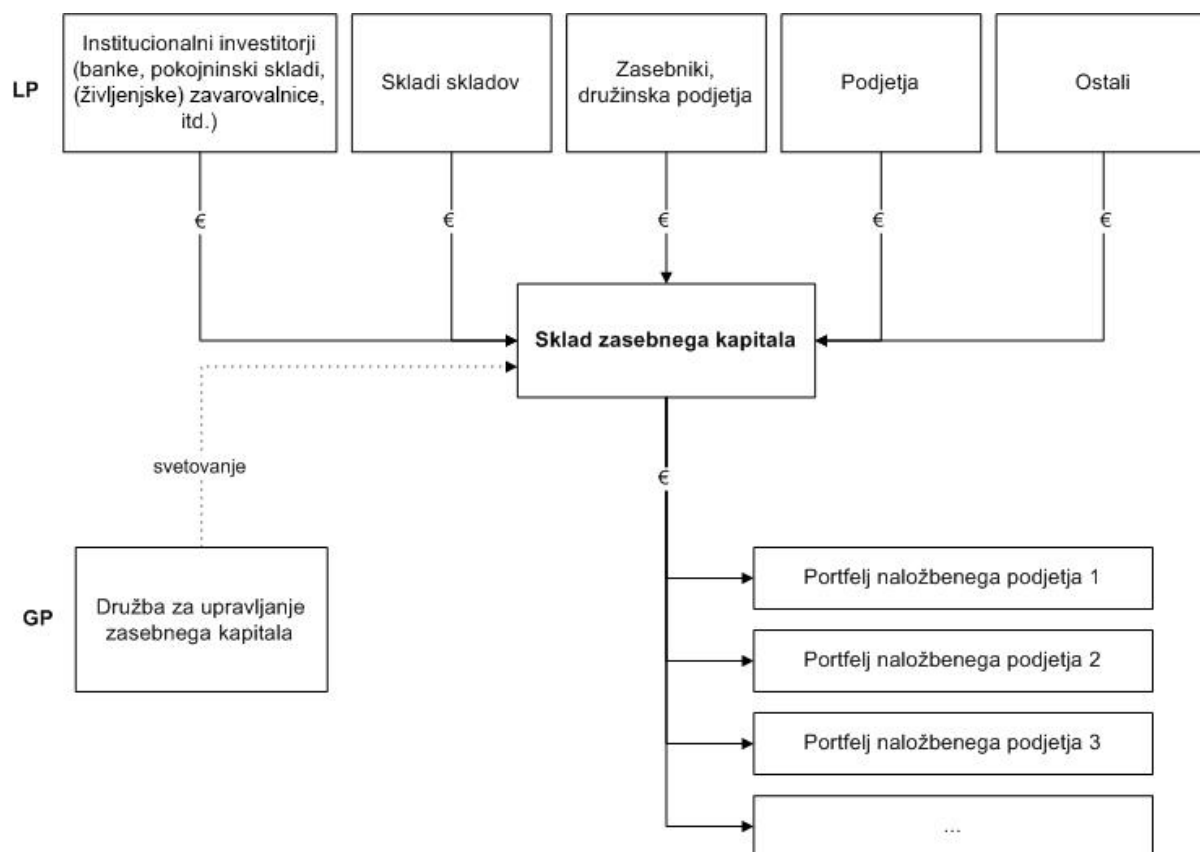
Vedno manj skladov deluje kot splošnih (brez sektorske opredelitve ali specializacije poslovnega tipa). Večina skladov zasebnega kapitala se je odločila specializirati v določene industrijske sektorje ali storitve ali v podjetja v določeni stopnji razvoja, z določeno velikostjo ali s specifičnim geografskim delovanjem (regionalno, nacionalno ali internacionalno) (EVCA, 2007, str. 13).

2.5 Struktura skladov

Fraser-Sampson (2007, str. 2-4) razlikuje med tistimi, ki investirajo v sklade, in tistimi, ki nato upravljajo kapital, investiran v te sklade, z investicijami v podjetja. Ta razlika je opredeljena kot »investiranje v sklade« (angl. *fund investing*) ter »neposredno investiranje« (angl. *direct investing*). V ZDA so tisti, ki investirajo v sklade, opredeljeni kot »Limited Partners« (skrajšano »LP«), najbolj pogosta pravna oblika sklada zasebnega kapitala pa je komanditna družba. V Evropi investorji nimajo posebnega naziva, glede na njihovo vlogo v komanditni družbi pa jih lahko imenujemo komanditisti. Obstaja več vrst investorjev. Medtem ko je investiranje v sklade zgoraj opredeljeno, pa obstaja še neposredno investiranje, ki pripada družbi za upravljanje zasebnega kapitala, ki se imenuje tudi »General Partner« (skrajšano »GP«). Družba za upravljanje zasebnega kapitala ima v komanditni družbi vlogo komplementarja. Slika 4 bolj podrobno prikazuje shemo upravljanja sklada zasebnega kapitala.

⁴ Določena mejna stopnja donosa (angl. *hurdle rate*) je stopnja donosa, ki mora biti dosežena, preden upravljavec postane upravičen do plačila obresti iz sklada.

Slika 4: Shema upravljanja sklada zasebnega kapitala



Vir: EVCA, *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*, 2007, str. 9.

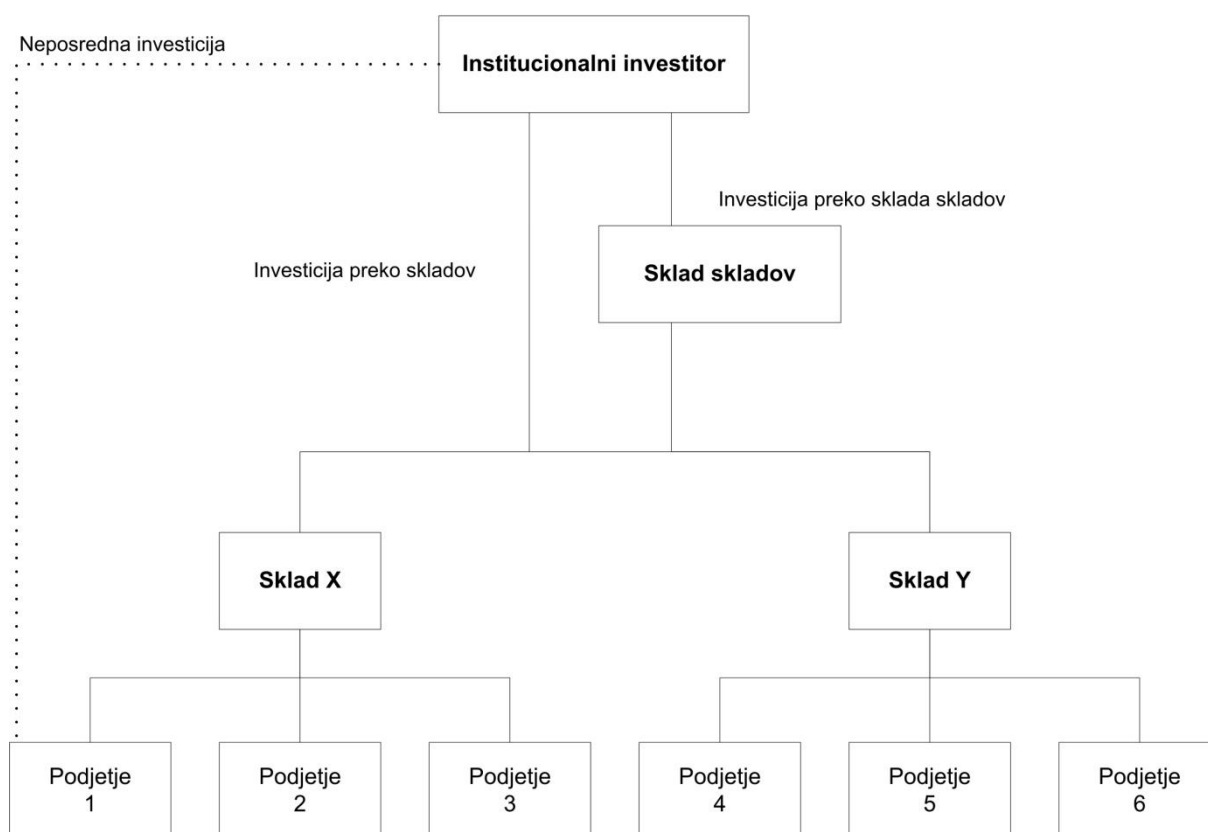
Kot navaja Fleming (2010, str. 14), struktura procesa investiranja zasebnega kapitala običajno vključuje več pogodb med institucionalnimi investitorji in portfeljem zasebnih podjetij. Zato zasebni kapital predstavlja nekakšen vmesni proces med odnosi večih glavnih zastopnikov. Obstaja veliko teoretičnih in empiričnih raziskav o strukturi zasebnega kapitala, ki so narejene na ekonomski, finančni in organizacijski teoriji.

Institucionalni investitor lahko zasebni kapital investira na tri načine, in sicer skozi (Fleming, 2010, str. 14):

- sklade zasebnega kapitala (komanditne družbe), ki so upravljani s strani družbe za upravljanje zasebnega kapitala (komplementar), ki investirajo, upravljajo in realizirajo investicije v zasebna podjetja;
- sklade skladov (angl. *fund of funds*), ki izberejo sklade zasebnega kapitala za institucionalnega investitorja in upravljajo investicijski portfelj;
- neposredno v zasebna podjetja, iz virov skladov zasebnega kapitala ali preko investorjevih zvez in kontaktov.

Strukturo sklada zasebnega kapitala lahko povzamemo s prilagojenim modelom zasebnega kapitala, kot ga prikazuje Slika 5.

Slika 5: Prilagojen model strukture investicij zasebnega kapitala



Vir: G. Fleming, *Institutional Investment in Private Equity*, 2010, str. 14.

2.5.1 Skladi zasebnega kapitala

Družbe za upravljanje zasebnega kapitala (angl. *private equity firms*) običajno uporabijo komanditno družbo kot pravno obliko njihovega sklada zasebnega kapitala (Cumming & Johan. V Fleming, 2010, str. 15). Struktura družbenega sporazuma med institucionalnimi investitorji in upraviteljem sklada vključuje zaveze, ki opisujejo »pravila obnašanja« pri vodenju družbe za upravljanje zasebnega kapitala (Sahlman, Gompers & Lerner; Schmidt & Wahrenburg. V Fleming, 2010, str. 15). Te zaveze, določbe in pogoji vključujejo (Gompers & Lerner; Litvak; Metrick & Yasuda. V Fleming, 2010, str. 15):

- opis naložbenih pooblastil, vključno s stopnjo razvoja podjetja, ciljnih investicij, dejavnosti itd.;
- omejitve glede investicijskih odločitev: dolžina investicijske dobe; najvišja kapitalaska investicija; smotrne omejitve izpostavljenosti po lokacijah;
- omejitve glede finančnih dejavnosti: najvišji znesek izposojanja; navzkrižno investiranje skladov (angl. *cross-fund investing*), kar pomeni investiranje med dvema skladoma, oba upravljana s strani upravljavca skladov; reinvestiranje kapitala po realizaciji;

- pravice in zaščita investorjev: zmožnost odstranitve upravitelja sklada; zahteve po poročanju, računovodstvu in vrednotenju; predstavitve investorjev;
- opis ekonomike sklada. Družba za upravljanje zasebnega kapitala zaračuna upravljavsko provizijo (angl. *management fee*), ki znaša 1-3 % zagotovljenega kapitala sklada (angl. *committed capital*), in provizijo za uspešnost (angl. *performance fee*), ki znaša 20-30 % dobička po donosnosti kapitala, ter se pogosto nanaša na sklad, ki je dosegel vsaj minimalno stopnjo donosa (npr. 8-10 % letno).

Komanditne družbe imajo omejen rok trajanja (običajno 10-12 let) in zagotavljajo prilagodljivo zakonito strukturo za upravitelje sklada za identifikacijo, dokončanje in realizacijo investicije (po 2-7 letni dobi posedovanja (angl. *holding period*)) vsakega podjetja. Upravitelji sklada signalizirajo kvaliteto investicij institucionalnim investorjem glede na to, v kolikšni meri so še vedno v skladu z naložbenimi pooblastili (Gompers & Lerner; Cumming; Fleming & Schwienbacher. V Fleming, 2010, str. 15-16) in imajo fleksibilnost za razlikovanje oz. diskriminacijo cen (v okviru omejitev) s spreminjanjem ravnovesja med upravljavsko provizijo in provizijo za uspešnost (Gompers & Lerner; Litvak. V Fleming, 2010, str. 16).

2.5.2 Skladi skladov

Uporabnost sklada skladov (in svetovalcev) je v raziskovalni literaturi do sedaj privabila manj pozornosti. Študije hedge sklada skladov so pokazale, da lahko strokovni posrednik s pomočjo institucionalnim investorjem pri izbiri skladov ustvari dodano vrednost v primerjavi z izbiro institucionalnih investorjev na svojo roko (Ang, Rhodes-Kropf & Zhao. V Fleming, 2010, str. 16). Kot navaja Fraser-Sampson (2007, str. 2-3), upravitelji sklada skladov navadno ne naredijo ničesar drugega, kot investirajo zasebni kapital. Vendar pa je potrebno vedeti, da sklad skladov priskrbi izkušnost in strokovno znanje pri izbiri skladov. Poleg tega zagotavlja tudi, da bo kapital zagotovljen na letni sistematični osnovi in da bo za poročanje in računovodstvo na ravni družbe poskrbljeno. Skladi skladov so kot investicija finančnega premoženja (angl. *asset class*) lahko smatrani kot opcija »zaneti in pozabi« (angl. *fire and forget*), saj se medtem, ko se investor zaveže upravljanju uspešnih sredstev sklada skladov, upraviteljec ukvarja le z upravljanjem denarnih pritokov in odtokov.

2.5.3 Neposredno investiranje

Institucionalna investicija neposredno v zasebna podjetja je prav tako sorazmerno neraziskana. Lerner, Scholar in Wong (v Fleming, 2010, str. 16) trdijo, da imajo institucionalni investorji običajno pomanjkanje sposobnosti mreženja oz. povezovanja ter skrbnega pregleda za izbiro in upravljanje portfelja investicij zasebnega kapitala. Medtem ko je navedeno do sedaj držalo, so veliki institucionalni investorji pred kratkim osnovali »so-investicije« (angl. *co-investment*) ali »direktne« investicijske programe kot način za povečanje izpostavljenosti do zasebnega kapitala in zmanjšanje provizij programa na vseh ravneh. Državni premoženjski skladi (angl. *sovereign wealth funds*) predstavljajo najvidnejši premik v tej smeri.

2.6 Načini financiranja

Bergmann, Christophers, Huss in Zimmermann (2010, str. 56) navajajo, da so transakcije na trgu zasebnega kapitala (tako tistega, ki kotira na borzi (angl. *listed private equity*) kot tistega, ki ne kotira na borzi (angl. *unlisted private equity*)) financirani s kapitalom, mezzanine kapitalom (angl. *mezzanine capital*) ali z dolgom. Mezzanine kapital je definiran kot kakršenkoli kapital med lastniškim kapitalom in dolgom, npr.: podrejen dolg (angl. *subordinated debt*), zamenljiv dolg (angl. *convertible debt*), ali komponente, ki preko nakupnih bonov ali možnosti zamenjave v delnice zagotavljajo pridobitev kapitalskih deležev v podjetju (angl. *equity kickers*). Večina mezzanine kapitala je zagotovljena znotraj transakcij odkupa, medtem ko je manjši delež mezzanine kapitala zagotovljen s transakcijami tveganega in širitvenega kapitala. Na tak način avtorji utemeljujejo odločitev, da mezzanine kapital bolj spada pod način financiranja in ne pod vrsto financiranja (kjer lahko najdemo tvegani kapital, odkup itd.).

BVCA (2010, str. 29-30) opredeljuje vrste kapitala, uporabljenega s strani družb za upravljanje zasebnega kapitala:

- osnovni kapital delniških družb (angl. *share capital*):
Struktura osnovnega kapitala delniških družb vključuje oblikovanje določenih pravic. Družba za upravljanje zasebnega kapitala bo preko teh pravic poskušala uravnotežiti tveganja, ki jih jemljejo iz naslova nagrad. Prav tako si bodo prizadevali skupaj ustvariti paket, ki najbolj ustreza podjetju za prihodnjo rast. Takšne strukture zahtevajo pomoč izkušenega kvalificiranega pravnega svetovalca.
- navadne delnice (angl. *ordinary shares*):
To so lastniški deleži, ki so upravičeni do vseh dohodkov in premoženja po pravicah vseh ostalih vrst kapitala. Navadne delnice imajo glasove. V transakcijah zasebnega kapitala so navadne delnice tiste, ki so bolj tipično v lasti vodstva in družinskih delničarjev kot družbe za upravljanje zasebnega kapitala podjetja.
- prednostne navadne delnice (angl. *preferred ordinary shares*):
Prednostne navadne delnice so znane tudi kot »A« navadne delnice, skupne, zamenljive in soudeležene pri dobičku. To so lastniški deleži s prednostnimi pravicami. Običajno se uvrščajo pred navadnimi delnicami za oboje: dohodke in premoženje. Njihove dohodkovne pravice se lahko opredelijo naslednje: lahko so upravičene do fiksne dividende in/ali pa imajo pravico do določenega deleža dobička družbe. Prednostne navadne delnice imajo glasove.
- prednostne delnice (angl. *preference shares*):
Le-te so brez lastniških vrednostnih papirjev. Uvrščajo se pred vse razrede navadnih delnic za dohodke in premoženje. Njihove dohodkovne pravice so opredeljene in so običajno določene kot pravica do fiksne dividende. Lahko so zamenljive v vrsto rednih delnic.
- dolžniški kapital (angl. *loan capital*):
Dolžniški kapital se uvršča pred osnovni kapital tako za dohodek kot premoženje. Posojila imajo običajno pravico do obresti in so običajno, čeprav ne nujno, povrnjena. Posojilo je lahko zamenljivo za lastniške deleže.

2.7 Lastnosti zasebnega kapitala

Med lastnostmi zasebnega je v nadaljevanju predstavljena pravna opredelitev sklada zasebnega kapitala v Sloveniji in zakonska podlaga. Poleg tega so pojasnjene tudi vrste kapitala, ki pojasnjujejo delovanje sklada zasebnega kapitala, ter razlika med primarnim in sekundarnim investiranjem.

2.7.1 Pravna opredelitev komanditne in dvojne družbe

135. člen Zakona o gospodarskih družbah (Ur. l. RS, št. 65/2009-UPB3, 83/2009 Odl.US: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011, 91/2011, 100/2011 Skl.US: U-I-311/11-5, 32/2012, 57/2012, v nadaljevanju ZGD-1) komanditno družbo definira kot družbo dveh ali več oseb, v kateri je najmanj en družbenik odgovoren za obveznosti družbe z vsem svojim premoženjem (komplementar), medtem ko najmanj en družbenik ni odgovoren za obveznosti družbe (komanditist).

Ivanjko, Kocbek in Prelič (2009, str. 392) komanditno družbo predstavijo z ekonomskega vidika, pri čemer komplementarja opredelijo kot nosilca podjetništva, komanditista pa kot vlagatelja s pravico do udeležbe dobička. Tako se v tej obliki združujeta delo (komplementar) in kapital (komanditist). Prednost komanditne družbe je boniteta osebnih družb, ki izhajajo iz neomejene osebne odgovornosti komplementarjev, na področju davkov pa uživa določene ugodnosti.

Komanditistov vložek se z dobičkom povečuje do višine vložka, pri izgubi pa do zneska njegovega kapitalskega deleža in njegovega še ne plačanega vložka (141. člen ZGD-1). Komanditist ne more zahtevati izplačila dobička, dokler je njegov kapitalski delež zaradi izgube zmanjšan pod znesek, ki je plačan za določen vložek, ali če bi bil z izplačilom zmanjšan pod ta znesek (143. člen ZGD-1).

Kot navaja Korže (2010, str. 115), komplementar odgovarja z vsem svojim premoženjem, komanditist pa le s svojim (plačanim) vložkom (ter neplačanim, a dogovorjenim po pogodbi). Po vpisu družbe v register velja v razmerju do upnikov družbe za komanditistov vložek tisti, ki je vpisan v register.

Poleg pravkar opisane komanditne družbe obstaja tudi konstitut dvojne družbe. 152. člen ZGD-1 dvojno družbo opredeljuje kot komanditno družbo, v kateri je edini komplementar družba, pri kateri ni osebno odgovornih družbenikov ali so vsi komplementarji kapitalске družbe. Korže (2010, str. 115) je mnenja, da je dvojna družba pravni konstrukt, da se doseže medsebojna povezava kapitalskih in osebnih družb. Na ta način se dosežejo ugodnejši davčni učinki in je primerna za družinska podjetja ali za oblikovanje javno-zasebnega partnerstva. Pri dvojni družbi sta obe družbi samostojni in ločeni, pri čemer se kapitalska družba kot komplementar ustanovi le zaradi upravljanja s komanditno družbo.

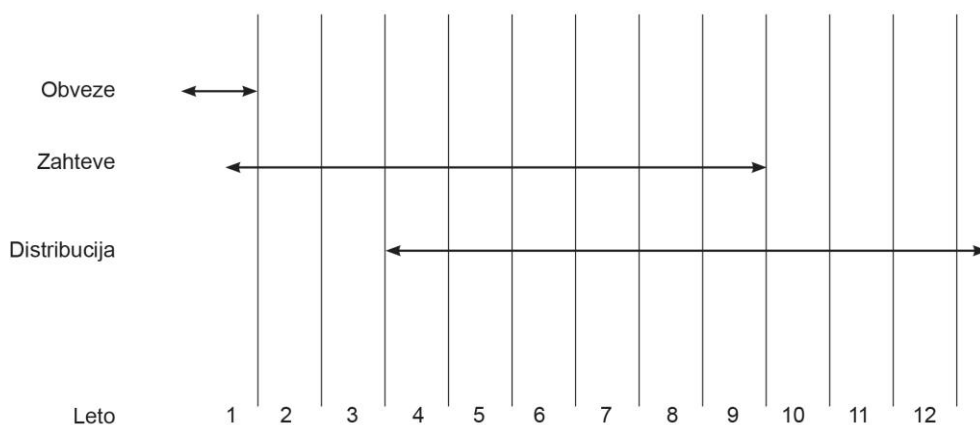
2.7.2 Vrste kapitala

Za lažje razumevanje, kako skladi zasebnega kapitala delujejo, Fraser-Sampson (2007, str. 9-11) pojasni štiri vrste kapitala:

- alociran kapital (angl. *allocated capital*) predstavlja znesek kapitala, ki ga je investitor v mislih namenil za investiranje v zasebni kapital. Alociran kapital je mišljen kot približna predstava celotnega zneska kapitala, ki bi ga investitor idealno želel imeti investiranega v investicije zasebnega kapitala ob katerem koli času.
- zagotovljen kapital (angl. *committed capital*) je znesek kapitala, katerega je investitor zavezan zagotoviti skladu zasebnega kapitala v skladu s podpisom pogodbe komanditne družbe (angl. *limited partnership agreement*). Pri tem je potrebno poudariti, da ciljni zagotovljen kapital ne sme biti enak alociranemu kapitalu, temveč mora biti precej večji (običajno najmanj 160 % alociranega kapitala). Ravno zaradi pravkar napisanega prihaja do največ nesporazumov glede zasebnega kapitala in vodi do dramatično premajhnega obsega naložb (angl. *under-investment*).
- vpoklican kapital (angl. *drawdown capital*) predstavlja znesek zagotovljenega kapitala, ki je bil dejansko vpoklican (oz. zahtevan s strani sklada zasebnega kapitala in plačan). Vpoklican kapital vključuje tako denar, ki bo investiran v podjetja, kot tudi denar za provizije in stroške.
- investiran kapital (angl. *invested capital*) pa je, kot pove že ime samo, del vpoklicanega kapitala, ki je bil dejansko investiran v podjetja. Med alociranim in investiranim kapitalom torej obstaja ogromna razlika.

Slika 6 predstavlja nazornejši prikaz, kako deluje sklad zasebnega kapitala.

Slika 6: Kako deluje sklad zasebnega kapitala



Vir: G. Fraser-Sampson, *Private Equity as an Asset Class*, 2007, str. 10.

2.7.3 Primarno in sekundarno investiranje

Fraser-Sampson (2007, str. 6-7) poda razliko med primarnim (angl. *primary fund investing*) in sekundarnim investiranjem v sklade (angl. *secondary fund investing*). Med investitorji namreč

obstaja splošno razširjeno mnenje, da so skladi zasebnega kapitala nelikvidne investicije. Medtem ko to pravno gledano drži (v smislu, da skladi ne kotirajo na borzi), pa to ne drži v praktičnem smislu, saj obstaja zelo aktiven sekundarni trg. Če ima nekdo delež v skladu zasebnega kapitala in ga želi iz kakršnega koli razloga prodati (s čimer se prav tako konča obveznost nadaljnjega vlaganja glavnice), obstaja pomembno število specializiranih sekundarnih kupcev, ki so pripravljeni ta delež odkupiti. Sekundarno investiranje v sklade je postalo pomemben del vidika zasebnega kapitala in ima prav tako pomemben del pri načrtovanju programov zasebnega kapitala, še posebno v začetnih stopnjah. Specializirani sekundarni igralci so v zadnjih letih narasli tako v številu kot v obsegu, tako da za sekundarne produkte obstaja presežek povpraševanja nad ponudbo, kar se za sklade odkupa (angl. *buyout funds*) še posebej kaže v ceni podjetja.

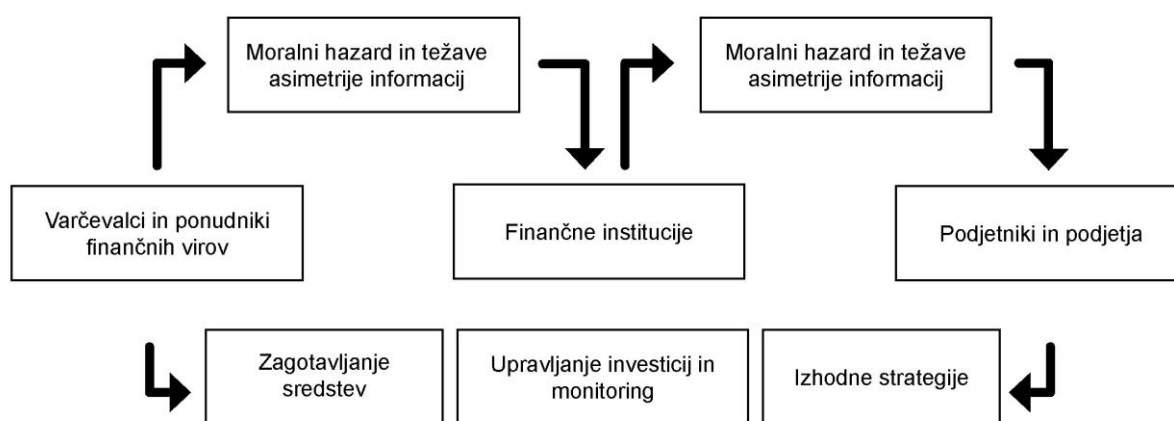
Sekundarne transakcije so izvedene tudi na ravni podjetja, običajno ko družba za upravljanje zasebnega kapitala namerava prodati preostali portfelj sklada, da bi lahko pravočasno zaključila delovanje sklada. Zelo redko se zgodi, da družba za upravljanje zasebnega kapitala ne zmore osnovati novega sklada zaradi prodaje obstoječega aktivnega portfelja sklada skladov ob pritisku investitorjev. Takšne situacije so bolj verjetne, če vključujejo enega od poslovnih ali bančnih investitorjev, ki bi mu pripisali predhodno panično delovanje v kombinaciji z izvorno napako, ko ima namen prodati svoje investicije ob najslabšem možnem času (Fraser-Sampson, 2007, str. 7).

2.8 Stopnje v razvoju zasebnega kapitala

Analiza cikla zasebnega kapitala vsebuje vsaj tri različne vrste subjektov: ponudnike finančnih virov, izvrševalce zasebnega kapitala in prejemnike finančnih virov. Prva skupina ponudi sredstva finančnim institucijam, ker le-te niso dovolj usposobljene za analizo poslov ali pa ne morejo prevzeti tveganj. Druga skupina je sestavljena iz finančnih institucij, katerih naloge so opredelitev, izbira, nadzor in spremljava investicij. In končno, upravičenci sredstev so podjetja, ki prejmejo finančne vire, izvajajo širitvene projekte ali preobrate ali spremembo lastništva in sprejmejo vse pogoje ter določila s strani finančnih institucij (Caselli, 2010, str. 34).

Cikel zasebnega kapitala je nazorneje predstavljen v Sliki 7.

Slika 7: Cikel zasebnega kapitala



Vir: S. Caselli, *Private Equity and Venture Capital in Europe*, 2010, str. 35.

V nadaljevanju so predstavljeni koraki v ciklu zasebnega kapitala: zagotavljanje sredstev, investiranje in izhod iz investicije.

2.8.1 Zagotavljanje sredstev

Prvi korak v procesu lastniškega financiranja predstavlja zagotavljanje sredstev (angl. *fundraising*). Lerner et al. (2005, str. 21-22) se v začetnem koraku osredotočajo na to, kako za sklade zasebnega kapitala priskrbeti sredstva ter kako so skladi strukturirani. V procesu zagotavljanja sredstev zasebnega kapitala deluje veliko akterjev. Investitorji (četrudi pokojninski skladi, posamezniki ali skladi) imajo vsak svoje spodbude in skrbi. Ti investorji pogosto najamejo posrednike. Včasih le-ti odigrajo posvetovalno vlogo, ko svojim strankam priporočajo privlačne sklade. V nekaterih drugih primerih pa organizirajo svoje sklade skladov. Specializirani posredniki se osredotočijo na tržno nišo dejavnosti zasebnega kapitala, kot npr. nakup in prodaja deležev v komanditni družbi od institucionalnih investorjev. Poleg tega družbe za upravljanje tveganega kapitala in odkupa z vzvodom vedno bolj najemajo posebne agente⁵, ki so najeti z namenom iskanja ljudi, ki so zainteresirani za investiranje v podjetje.

Zagotavljanje sredstev je promocija novih lastniških investicijskih sredstev znotraj poslovnih krogov, namen je poiskati denar in ustvariti obvezo. Največja motivacija, upoštevana s strani investorjev med selekcijo sredstev, temelji na pridobitvi donosov, ki so višji kot tisti, ki jih ponuja finančni trg. Investitorji zasebnega kapitala običajno želijo premijo okoli 5 % v primerjavi z dobičkom. Ta dodatna uspešnost pokriva dodatno tveganje, ki je povezano z manjšo likvidnostjo sklada in višjim tveganjem, ki je povezano z zasebnimi podjetji. Prav tako je potrebno upoštevati pretekle poslovne dosežke investicijskih upravljavcev na podlagi njihovih kompetenc, ugleda in njihove prejšnje uspešnosti. Investicijski upravljavci bi morali dokazati, da so bili pretekli posli uspešni zaradi vrste dobre razporeditve sredstev in ne samo zaradi enega

⁵ Agenti (angl. *placement agents*) bodo najeti s strani družbe za upravljanje, če le-ta ne želi potrošiti preveč svojega časa za iskanje investorjev.

uspešnega posla. Investitorji uporabljajo notranjo stopnjo donosa kot merilo za uspeh. Multiplikator denarja⁶ je prav tako v uporabi, ker je manj pod vplivom izkrivljanja med trajanjem investicije. Investitorji ocenjujejo pogoje in pravila, ki so vključeni v korporativno upravljanje strukture sklada. Pomembno je opredeliti tudi udeležbo na dobičku (angl. *carried interest*): to je del prihodkov, ki jih ustvari sklad, in je vrnjen nazaj ekipi upravljavcev ob koncu sklada (Caselli, 2010, str. 108).

Potencialni investitorji, ki ostanejo zainteresirani za sklad po predstavitvi in prejemu memoranduma o prodaji omejenemu krogu povabljenih investorjev (angl. *private placement memorandum*) ter izvedbi skrbnega pregleda, bodo želeli dobiti na vpogled dokumentacijo, ki ureja listine sklada. Le-ta vključuje predlog omejenega sporazuma o partnerstvu (ob predpostavki, da bo sklad ustanovljen v obliki komanditne družbe), naročniško pogodbo za vlagatelje, sporazum o upravljanju z opisom storitev, ki jih bo družba za upravljanje zasebnega kapitala opravila za sklad, ter višino provizije za upravljanje. Večina potencialnih vlagateljev bo zahtevala spremembe ali dodatke k predlaganemu omejenemu sporazumu o partnerstvu pred sklenitvijo zaveze k vlaganju v sklad. Nekateri vlagatelji lahko zahtevajo tudi spremno pismo (oz. ločeni sporazum med investorjem in skladom) za obravnavanje negospodarskih regulativnih ali pravnih vprašanj, značilnih za investitorje (Stone, 2009, str. 15).

Zagotavljanje sredstev je običajno ciljno usmerjeno, včasih pa se začne izključno z memorandumom o prodaji omejenemu krogu povabljenih investorjev. Družba za upravljanje zasebnega kapitala bo presodila, ali je ciljna velikost sklada primerna za ciljne naložbene priložnosti. Primer za to predstavlja družba, ki pravi, da je specializirana za sklepanje transakcij, ki zahtevajo 25-100 milijonov USD kapitala na investicijo, in lahko usmeri 750 milijonov USD za sklad za približno dokončanje 7-10 transakcij, preden bo morala iti k vlagateljem po več kapitala (Snow, 2007, str. 7).

2.8.2 Investiranje

Proces investiranja se nanaša na medsebojno sodelovanje med investorji zasebnega kapitala in podjetniki, ki jih financirajo. Medsebojna razmerja so predstavljena skozi ogrodje, ki želi razumeti dejanja investorjev zasebnega kapitala preko dveh dimenzij. Prva dimenzija se nanaša na specifične spremembe, ki mlada podjetja in podjetja v prestrukturiranju pripeljejo do investorjev zasebnega kapitala. Druga dimenzija pa opisuje, kako konkurenčna situacija, s katero se sooča družba za upravljanje zasebnega kapitala, določa njeno medsebojno sodelovanje s podjetji in njenim portfeljem (Lerner et al., 2005, str. 137).

Investicijski proces poteka v določenem zaporedju. Proces je prikazan v Tabeli 3.

⁶ Multiplikator denarja (angl. *money multiple*) je število, ki predstavlja, kolikokrat je sklad zmožen povečati začetni ustanovitveni kapital.

Tabela 3: Investicijski proces

Dostop do naložbenih priložnosti⁷ (začetek)	Lastniški sklad je zmožen pridobiti priložnosti iz svojega mreženja.
Selekcija	Predhodna analiza priložnosti, narejena s strani vodstva in podpore tehničnega odbora. Zlato pravilo ⁸ pravi, da bo skozi začetnih 100 investicijskih predlogov le 10 preživelo čez fazo selekcije.
Vrednotenje in skrbni pregled	V poštev pridejo tri različne aktivnosti: srečanje s podjetnikom in upravljavci, uporaba finančnih in strateških tehnik ter dejavnosti skrbnega nadzora.
Prenos cennitve	Prenos cennitve je sestavljen iz preoblikovanja prejšnjega vrednotenja in aktivnosti skrbnega pregleda v cennitev znotraj procesa, ki ga izbere zasebni investitor po pravilih Basel II.
Pogajanje (sklepanje posla)	Lastniški sklad mora »prodati« vrednotenje podjetnika v tekmovanju (ali sodelovanju) z drugimi investitorji.
Odločitev za investiranje denarja	Pogajanje vodi do končne cene.
Oblikovanje pogodbe	Proces se konča s tremi ključnimi odločitvami: načrtovanje, profil odgovornosti in dogovor.

Vir: S. Caselli, *Private Equity and Venture Capital in Europe*, 2010, str. 137.

Težave, na katere lahko naletijo podjetja pri iskanju tradicionalnih finančnih virov, lahko razdelimo v štiri kategorije: negotovost, asimetrija informacij (angl. *information asymmetry*), neopredmetena osnovna sredstva ter tržni pogoji. Negotovost vpliva na pripravljenost investorjev po prispevanju kapitala, želje ponudnikov za odobritev kredita in odločitve upravljalcev podjetja. Prav tako ima velik vpliv na čas investicij. Podjetja, ki razpolagajo z opredmetenimi osnovnimi sredstvi (angl. *tangible assets*), lažje pridobijo zunanje financiranje v želenih pogojih kot podjetja, ki imajo neopredmetena osnovna sredstva. Veliko vlogo igrajo tudi pogoji na trgu, kjer se lahko dramatično spreminja tako ponudba kapitala s strani javnih investorjev in cena, pri kateri je kapital dostopen, kot tudi narava produktov iz razloga premikov intenzivnosti konkurence s tekmeci ali narave kupcev (Lerner et al., 2005, str. 138-139).

Poleg zgoraj omenjenega so v procesu investiranja pomembne tudi tri vrste okoliščin, ki močno vplivajo na oblikovanje strategije (Lerner et al., 2005, str. 139-140):

- V nekaterih primerih so dejanja v prejšnjih ciklih zagotovljenih sredstev popolnoma oblikovala investicije zasebnega kapitala. Primer za to predstavlja družba za upravljanje zasebnega kapitala, ki se lahko zaveže investiranju v določene dejavnosti ali stopnje razvoja podjetja v času, ko se zagotavljajo sredstva za sklad, in je zato posledično neodločna, da bi se oddaljila od določenega načrta.
- Naslednjo okoliščino predstavlja zanimanje glede zagotavljanja sredstev za poznejše sklade, ki so kritični. Dejstvo, da bo družba za upravljanje zasebnega kapitala kmalu na trgu z novim

⁷ Dostop do naložbenih priložnosti (angl. *deal flow*) je stopnja, pri kateri so s strani finančnikov, kot npr. investicijskih bančnikov in vlagateljev v tvegani kapital, prejeti poslovni predlogi in nagovori k investiciji.

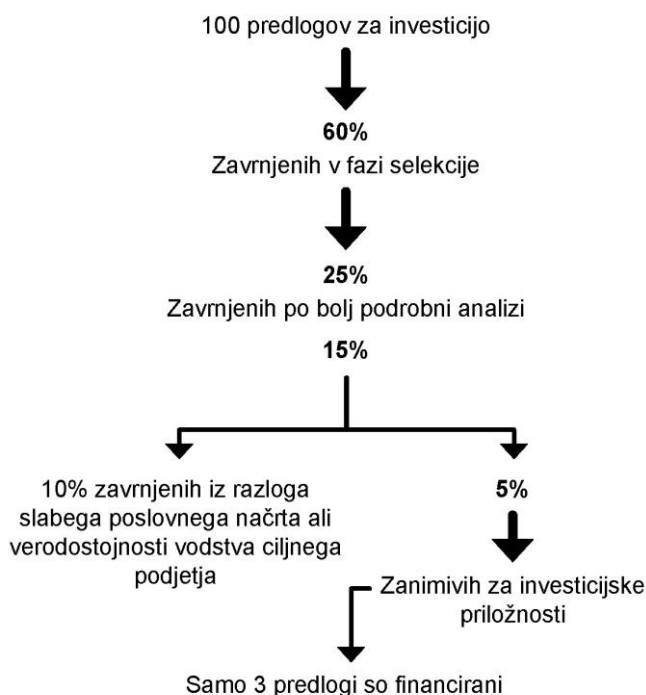
⁸ Zlato pravilo (angl. *golden rule*) je predstavljeno na Sliki 8.

skladom, lahko partnerje pripravi do tega, da refinancirajo problematični portfelj podjetja, v želji, da se izognejo odpisu dvomljivih terjatev (angl. *write-off*), ki lahko pri potencialnih investitorjih sproži vprašanja o uspešnosti.

- Zadnja okoliščina pa se nanaša na skrbi o uspešnosti podjetja v prepričevanju prvovrstnih podjetnikov, da je izbira kapitala zelo pomembna. V svojih začetkih delovanja so imele namreč družbe za upravljanje zasebnega kapitala premoč v trgovanju s podjetniki, saj je obstajalo malo alternativ tveganemu kapitalu. Nato se je začelo obdobje sodelovanja družb za upravljanje zasebnega kapitala pri istih transakcijah oz. sindikatu. Današnja situacija se je popolnoma spremenila. Dejavnost zasebnega kapitala se je močno razširila, kar pomeni, da se družbe za upravljanje zasebnega kapitala borijo z močno konkurenco (s poslovnimi angeli, investicijskimi bankami in ostalimi), poleg tega pa je nastal trend dramatičnega povečanja obsega ponudbe storitev, ki jih nudijo družbe za upravljanje zasebnega kapitala, ter njihove vidnosti med podjetniki.

Slika 8 prikazuje zlato pravilo, ki je del selekcije v investicijskem procesu.

Slika 8: Zlato pravilo



Vir: S. Caselli, *Private Equity and Venture Capital in Europe*, 2010, str. 137.

Pri procesu financiranja je pomembno omeniti tudi možnost strategije sindikata. Ustanovitelj spozna drugega investitorja z lastniškim kapitalom in ustanovi sindikat. S tem se poveča sama moč investicije, medtem ko so prednosti in slabosti delitve tveganj različne.

V nekaterih primerih (v povprečju pri 30 %) se skladi zasebnega kapitala združijo in oblikujejo »finančni sindikat« za namen investiranja. To se zgodi, če so tveganja prevelika ali pa je znesek

zahtevanega kapitala precej visok. V takšnem primeru eden od skladov predstavlja skupino v sindikatovih pogajanjih s podjetnikom. Takšen predstavnik v času trajanja mandata vodi pogajanja s partnerji (EVCA, 2007, str. 10).

Banka, ki organizira sindikat, se imenuje prireditelj (angl. *arranger*) in je izbrana v skladu s svojim statusom, posebnostmi, vrsto in odprto licitacijo (angl. *open bidding*). Finančna struktura se lahko jamči v celoti, delno ali po najboljših močeh. Banke, ki sodelujejo v sindikatu, dobijo upravljavsko provizijo, provizijo za rezervacijo sredstev (angl. *commitment fee*), agentsko provizijo (angl. *agency fee*) in obračunane obresti. Po tem, ko je sindikat organiziran, se začne komunikacija glede finančnega trga in delovanja podrobnosti (Caselli, 2010, str. 139-140).

2.8.3 Izhod iz investicije

Tretji korak v procesu/ciklu zasebnega kapitala predstavlja izhod investorjev zasebnega kapitala iz investicije. Uspešni izhodi so kritični za zagotovitev privlačnih donosov za investitorje in nato tudi za zagotovitev dodatnega kapitala. Vendar pa lahko oziri investorjev zasebnega kapitala glede izhoda iz investicije in njihovega obnašanja med samim izhodnim procesom včasih vodijo do mnogih težav za podjetnike (Lerner et al., 2005, str. 349).

Tipičen sklad zasebnega kapitala je običajno likvidiran po prvem desetletju (možno je tudi podaljšanje za nekaj let). Če torej investor zasebnega kapitala ne more predvideti, ali bo podjetje dovolj zrelo za prodajo svojega deleža širši javnosti (angl. *to take public*) ali prodajo na koncu desetletja, ne bo želel investirati v takšno podjetje. Če bi bilo pri vseh vrstah in času investicije enako lahko izstopiti, to ne bi predstavljalo težave. Vendar pa je interes v določenih tehnologijah s strani javnih investorjev glavna tema širšega dometa. V preteklih letih so se npr. pojavili in izginili »vroči trgi izdaje novih delnic« (angl. *hot issue markets*) za računalniški hardware, biotehnologijo, multimedije in internetna podjetja. Vprašanja glede možnosti izhoda iz investicije so vodila do preveč transakcij zasebnega kapitala, ki so jih prevzele te »vroče« dejavnosti. Istočasno pa je bil nezadosten kapital lahko namenjen dejavnostim, ki niso bila v središču zanimanja (Lerner et al., 2005, str. 350).

Izhod iz investicije zasebnega kapitala vključuje raznolik razpon udeležencev. Investorji zasebnega kapitala iz investicije najuspešneje izstopijo s prodajo svojega deleža širši javnosti. Pri prvi javni ponudbi delnic je vključenih veliko udeležencev. Poleg investorjev zasebnega kapitala so tu prisotni še investicijska banka, ki prevzame ponudbo (angl. *underwrites the offering*), institucionalni in individualni investitorji, ki odobrijo nakup delnic (in jih običajno nato hitro prodajo po ponudbi za nakup), ter stranke, ki končajo z nakupom delnic (Lerner et al., 2005, str. 350).

Obstaja več strategij, na podlagi katerih lahko investor izstopi iz investicije (EVCA, 2007, str. 33):

- prodaja večjih deležev tretjim osebam (angl. *trade sale*):

Prodaja večjih deležev tretjim osebam se pojavi, ko investitor zasebnega kapitala proda svoj delež delniškim družbam ali npr. industrijskim delničarjem. Ta strategija izhoda se pogosto uporablja na evropskih trgih. Temelji na industrijskem odnosu med investitorjem zasebnega kapitala, kupcem in podjetjem, ki je financirano s tveganim kapitalom (angl. *venture backed company*). Prodajo večjih deležev tretjim osebam je mogoče doseči z javnim razpisom ali zasebnimi pogajanja med strankami (Caselli, 2010, str. 161).

Prodaja večjih deležev tretjim osebam je najbolj razširjena vrsta izhodne strategije. Velika in majhna podjetja se velikokrat medsebojno dopolnjujejo in zveza med njimi dovoljuje enemu od njih, da zavaruje svojo strateško prednost ali dopolni svojo poslovno aktivnost. Kupec zato pogosto želi plačati premijo za prevzem komplementarnega poslovanja (EVCA, 2007, str. 33).

Prodaja je dogovorjena zasebno in zato sta kupec in prodajalec manj občutljiva na zunanji pritisk kotiranja na borzi. Transakcijo je pogosto priporočljivo zadržati kot skrivnost, ker si lahko stranke, dobavitelji in zaposleni prodajo razlagajo negativno. Takšni negativni signali postanejo še močnejši, če pogajanja o prodaji propadejo (EVCA, 2007, str. 33).

Obstaja več pogojev za uresničitev donosne prodaje večjih deležev tretjim osebam (Caselli, 2010, str. 162):

- investitorji zasebnega kapitala imajo močno mrežo odnosov, v katerih najdejo potencialnega kupca;
 - če obstoječi delničarji izstopijo istočasno kot investitor zasebnega kapitala, lahko kupec pridobi večino in ima popoln nadzor nad podjetjem;
 - obstoječi delničarji se strinjajo z združitvijo z drugo delniško družbo;
 - pogajanja s potencialnimi kupci je mogoče razviti na enaki ravni ugleda in moči.
-
- podjetniški ali upravljavski odkup (angl. *entrepreneur or management team repurchase*):

Odkup se pojavi, ko investitor zasebnega kapitala proda svoj delež obstoječim delničarjem v delniški družbi ali njihovim predstavnikom. Alternativa odkupu je priložnost za podporo in razvoj poslovanja, ko delničarji ne želijo zapustiti podjetja. Caselli (2010, str. 162) našteva klasične primere, ki vodijo v odkup:

- delničarji so začeli vpeljevati delovanje tveganega kapitala za zbiranje sredstev za razvoj poslovne ideje (financiranje semenske stopnje), razvoj poslovanja (financiranje zagonske stopnje) ali rast podjetja (razvojno financiranje – angl. *development financing*);
- delničarji upravljajo preobrat vodstva (angl. *corporate turnaround*);
- delničarji prenesejo lastništvo na druge ljudi.

Odkup podjetja s strani upravljalvske ekipe postaja vedno bolj uspešen kot izhodna strategija. Je zelo privlačen izhod tako za investicijskega upravljalvca kot za vodstvo podjetja, če lahko podjetje zagotovi redne denarne tokove in mobilizira zadostna posojila (EVCA, 2007, str. 34).

Donosen odkup je mogoče doseči, ko želijo delničarji imeti podjetje v lasti, imajo denar za odkup delnic in imajo jasen problem preobrata ali nasledstva (Caselli, 2010, str. 162).

- prodaja drugim investitorjem zasebnega kapitala:

Ta vrsta izhoda iz investicije sestoji iz prodaj deležev drugim skladom tveganega ali zasebnega kapitala. Omogoča nadaljnji razvoj in rast podjetja. V preteklosti je bila strategija bolj razširjena in je omogočala sekundarni odkup (angl. *secondary buyout*). Strategija je bila prav tako v uporabi, ko je investitor, ki je bil specializiran za določeno stopnjo v življenjskem ciklu ciljnega podjetja, prodal udeležbo družbeniku, ki je bil specializiran v drugi stopnji življenjskega cikla podjetja (iz semenske v zagonsko stopnjo, iz zagonske v širitveno stopnjo, itd.) (Caselli, 2010, str. 162-163).

Finančni investitor lahko proda svoj delež drugemu investitorju, ko je podjetje doseglo stopnjo razvoja, ki je bila prvotno določena kot preudarna, ali ko trenutni razvoj podjetja ne ustreza več investicijskim kriterijem prvotnega sklada. To se lahko prav tako zgodi, če finančna podpora, ki je bila določena za razvoj podjetja, preseže zmožnost sklada. Ta strategija ima prednost, da omogoči izhod iz investicije, ko ekipa ne želi prodaje večjih deležev tretjim osebam ali kotiranja na borzi (EVCA, 2007, str. 34).

Tipične prodaje med investitorji zasebnega kapitala vključujejo (Caselli, 2010, str. 163):

- finančnik semenske stopnje proda svoj delež finančniku zagonske stopnje za »zagon motorja«;
 - finančnik zagonske stopnje proda svoj delež finančniku širitvene stopnje za ohranitev rasti;
 - finančnik širitvene stopnje proda svoj delež finančniku nadomestne stopnje za pridobitev razvoja, preobrat ali prvo javno ponudbo delnic;
 - finančnik stopnje slabih dolgov (redkeje) proda svoj delež finančniku nadomestne stopnje za končanje dela prestrukturiranja.
- likvidacija:

Likvidacija je običajno vključena v dezinvestiranje in devalvacijo udeležbe kot posledica izgube denarja, ki ni povezana s prenosom premoženja. Likvidacija se razlikuje od drugih izhodnih strategij, ker zmanjšuje ali odpravlja posebna sredstva v bilanci stanja. Investitorji se odločijo odpisati dogovor, če sta delež in podjetje nesposobna proizvesti vrednost v prihodnosti. Tipična likvidacija se pojavi, ko (Caselli, 2010, str. 164):

- investitor zasebnega kapitala prosi sodišče, naj razjasni, da podjetje ne izpolnjuje svojih pogodbenih obveznosti;
- upniki zaprosijo sodišče, naj začne s postopkom stečaja;
- se investitor lastniškega kapitala z delničarji pogaja o zaprtju podjetja, pri čemer se odločijo pregledati sredstva podjetja; to je zelo pogosto pri podjetjih v semenski in zagonski stopnji.

Pred odločitvijo za likvidacijo, se mora vlagatelj v tvegani kapital prepričati, da so izpolnjeni naslednji pogoji za realizacijo donosne dezinvesticije (Caselli, 2010, str. 164):

- brez možnosti, da bi podjetje lahko v prihodnosti ustvarjalo dobiček;
- sredstva podjetja, ki je financirano s tveganim kapitalom, so lahko prodana na trgu z zadovoljivimi rezultati;
- stroški likvidacije so brezpredmetni s kratkoročnim upravljanjem;
- socialni vpliv likvidacije je nepomemben in ne ustvarja negativnih posledic za investitorja.

Ta izhodna strategija je najmanj zaželena in se pojavi, ko napor in trud vodstva podjetja ter investorjev, da bi podjetje ohranili, niso bili uspešni (EVCA, 2007, str. 35).

- prva javna ponudba delnic (angl. *initial public offering*):

Ko investitor zasebnega kapitala proda svoj delež preko borze, se takšna strategija izhoda imenuje prva javna ponudba delnic. Takšna vrsta dezinvesticije je zanimiva z vidika ugleda in ekonomske donosnosti. Prva javna ponudba delnic je zapletena, še posebno za MSP, in je upoštevana v dolgoročni strategiji po tem, ko je ciljno podjetje doseglo ustrezno raven razvoja in delovnega staža. Investitor zasebnega kapitala je močno vključen v takšen proces, kjer deluje kot univerzalni svetovalec ali upravljaec. Naslednji primeri so najbolj tipične kategorije prodaje prve javne ponudbe delnic (Caselli, 2010, str. 164-165):

- investitor zasebnega kapitala vodi prvo javno ponudbo delnic in prodaja njegovih delnic je zapisana v dokumentu o predstavitvi poslovnega modela (angl. *info memorandum*); to je slab signal, vendar pomaga nadzirati izhodno ceno;
- investitor zasebnega kapitala vodi prvo javno ponudbo delnic in proda svoj delež na začetku pogajanj (z uporabo učinka podcenitve – angl. *under pricing effect*); ta možnost najverjetneje maksimira izhodno ceno skozi podcenitev;
- investitor zasebnega kapitala vodi prvo javno ponudbo delnic in proda kasneje, čez določeno dobo, z ali brez vezave⁹. To je dober signal za trg, vendar pa se investitor zasebnega kapitala sooča s tveganjem drseče izstopne vrednosti.

Čeprav ima kotiranje na borzi sloves najbolj pompoznega izhoda, je vendar daleč od tega, da bi predstavljal najbolj uporabljeno strategijo izhoda. Če želi podjetje vedeti, ali je pripravljeno na kotiranje na borzi, si mora za to postaviti nekaj vprašanj. Je dovolj veliko za izpolnitev investicijskih pogojev, celo na lokalnih borzah? Ali posluje v ugodni panogi? Ali lahko pokaže zgodovino dosežkov in uspehov? In, najbolj pomembno, ali se je pripravljeno soočiti s pomembnimi spremembami v kulturi in upravljanju podjetja (EVCA, 2007, str. 34)?

Donosno prvo javno ponudbo delnic je mogoče izvesti na ugodnem borznem trgu, če podjetje izpolnjuje zahtevana merila za uvrstitev na borzo (angl. *listing*). Uspešna rešitev lahko postane,

⁹ Nedostopnost sredstev za določeno obdobje (angl. *lock up provision*) je dogovor med strankama, ki prepoveduje izhod strank s prodajo njunih kvot tretjim strankam ravno pred prvo javno ponudbo delnic.

ko podjetje, ki je financirano s tveganim kapitalom, povečuje svoj profil v finančni skupnosti in skrbni pregled prinaša zadovoljive rezultate. Za uspešno prvo javno ponudbo je potrebno, da korporativno vodstvo, upravljavci in celotna organizacija podjetja kažejo pozitiven odnos za soočenje z življenjem po prvi javni ponudbi delnic z obstoječimi delničarji (Caselli, 2010, str. 165).

Kotiranje na borzi bi se moralo ujemati z resnično željo podjetja po bolj dinamičnem dolgoročnem poslovanju in imetju koristi z možnostmi za rast, ki jih ponuja borzni trg. Zato mora biti lastniški delež, vložen na trg, dovolj velik, da zagotovi likvidnost – nagrada za poziv trgu. Kotiranje ne pomeni konca, temveč začetek dolgega procesa razvoja (EVCA, 2007, str. 34).

Skupni stroški kotiranja so visoki, ocenjeni na 10-12 % ponujenega zneska na trgu. Le-ti niso sestavljeni le iz priprave na kotiranje in plačila vstopa na trg, temveč tudi iz zahtev po objavi in širjenju informacij: odnosi z investitorji, finančna komunikacija ter provizije, plačane odvetnikom in svetovalcem, za učinkovito upravljanje finančnih informacij (EVCA, 2007, str. 35).

Poleg tega, da konkurenčna strategija predstavlja dejavnik pri uspehu prve javne ponudbe delnic, lahko podjetja, ki artikulirajo bolj celovito strategijo, ki vključuje in ne zanemara poslovno družbenega delovanja, uspejo bolje v prvi javni ponudbi delnic na trgu, ki bo podprl širši pristop k uspešnosti (Schneider & Valenti, 2010, str. 91).

2.9 Alternativa zasebnemu kapitalu

Kot navaja EVCA (2007, str. 8), obstaja več alternativ zasebnemu kapitalu:

- samofinanciranje:

Samofinanciranje (lastno, s strani prijateljev, družine ali poslovnih angelov) je lahko relativno enostavno in hitro, vendar je redko dolgoročna rešitev za rast poslovanja. Osebni odnosi lahko postanejo zapleteni s poslovanjem in skupni delničarji redko igrajo efektivno vlogo v podpori podjetnikov.

Po drugi strani pa lahko profesionalni investitorji dajo v obtok pomemben kapitalski posel, podprejo rast in pomagajo podjetniku, vendar je proces lahko dolg in pomeni odrekanje večji količini kapitala v podjetju.

- dolg:

Kot upniki podjetja posojilodajalci zahtevajo jamstvo – bodisi osebno jamstvo bodisi jamstvo podjetja. Podjetja z nekaj ali brez sredstev ali podjetniki, ki so globoko vpleteni v projekt, bodo težko ali pa sploh ne bodo zmogli dati takšnega jamstva. Kakorkoli, posojilo nima nobenega vpliva na delniško strukturo podjetja in posojilodajalec ne bo posegel v vodenje podjetja.

Za primerjavo: investitor zasebnega kapitala, ki prinese lastniški kapital, ne zahteva plačila obresti in je takšen subjekt tveganj podjetja kot katerikoli drug delničar in bo imel dobiček le, če podjetje raste. Investitor zasebnega kapitala ima posebne nadzorne pravice v povezavi s tem, kako je podjetje upravljano. Ko podjetnik išče investitorja zasebnega kapitala, išče dolgoročen odnos, da bi mu pomagal v naslednjih stopnjah življenjskega cikla njegovega podjetja.

- pridobitev kapitala s pomočjo kotiranja na borzi:

Investicija zasebnega kapitala je srednjeročna do dolgoročna investicija, ki ne zagotavlja enake likvidnosti kot kotiranje na borzi (angl. *stock market flotation*) in ki zaveže investitorja bližje k podjetju. Investicija je bolj zanesljiva, ker je manj občutljiva na zunanja gospodarska nihanja. Zaprta struktura sklada zasebnega kapitala upravljavcem sklada preprečuje prezgodnji izhod in okrepi dolgoročno obvezo sklada v podjetju, v katerega investira.

Po drugi strani pa kotiranje na borzi zahteva, da je podjetje že doseglo določeno raven dejavnosti, prav tako kot redno javno poročanje in nadzor s strani borznih regulatorjev.

3 POMEN SKLADOV ZASEBNEGA KAPITALA

Zasebni kapital je uveljavljeno finančno premoženje. Skladi zasebnega kapitala so investirali stotine milijonov USD v sedemdesetih letih. Vendar pa se je obseg od takrat znatno povečal. Razvoj zasebnega kapitala je šel skozi ponavljajoče stopnje pospeška. V osemdesetih letih je doživel prvi razcvet v odkupih z visokim vzvodom, skupaj z razširjenimi visoko donosnimi podjetniškimi obveznicami. Od sredine devetdesetih let je val nove ekonomije (angl. *new economy wave*) sprožil hitro rast investicij tveganega kapitala. Ko je mehurček nove ekonomije v letu 2000 počil, so se tudi investicije tveganega kapitala sesedle, saj je bil prihodnji potencial novoustanovljenih podjetij gledan z večjim nezaupanjem (Meyer, 2012, str. 8).

Naslednja prelomnica je prišla leta 2002. Takrat so prednost prevzele predvsem investicije odkupa. Zaradi cenejših pogojev financiranja, močnega svetovnega gospodarstva in zasičenosti sredstev, je lov za boljšimi donosi vodil do vse bolj tveganih investicij, značilnih z visokimi nakupnimi cenami in vzvodi, kot tudi z lažjimi kreditnimi pogoji (zavezami). Ta razcvet je trajal do poletja 2007. Strmo dvigajoče premije za posojila s finančnim vzvodom so zadušile dostop do naložbenih priložnosti poslovanja in prinesle čas razcveta h koncu (Meyer, 2009, str. 2).

Od jeseni leta 2008 je na koncu finančna kriza pahnila realno gospodarstvo v globoko recesijo. To lahko povzroči težave še posebej za odkupe z visokim vzvodom, ki se se izvedli v poznejšem času faze razcveta. Kapitalska osnova je po definiciji tanjša in kakršnekoli izgube zato bolj ogrožajo njeno kapitalsko storitev. Posledično so verjetni odpisi vrednosti (angl. *write downs*) za zagotovljen lastniški kapital ali dolžniško financiranje (Meyer, 2012, str. 8).

Čeprav je bil sodobni zasebni kapital ameriški fenomen v osemdesetih letih, je njegova hitra rast v Evropi v devetdesetih letih sprožila primerjave med obema regijama (Manigart et al.; Bottazzi

et al. V Kukla, 2011, str. 34). Kljub njegovi hitri rasti v Evropi so bili prirastki novih vsot zagotovljenega kapitala relativno manjši kot prirastki novih vsot v ZDA. Obrazložitev je bila neprepričljiva. Nekateri so trdili, da je Evropi bolj primanjkovalo ponudbe sredstev, kot je bilo nizko povpraševanje po kapitalu, medtem ko so drugi trdili, da je imel evropski trg zasebnega kapitala večje pomanjkanje človeških kot finančnih virov. Dodatni dokazi so utemeljili zadnje stališče, in sicer, da zgodnje evropske družbe za upravljanje zasebnega kapitala na splošno zagotavljajo več sredstev kot svetovanja glede na njihove vrstnike v ZDA, in da je njihova glavna sposobnost strukturiranje nastanka podjetij, nasprotno intenzivnemu monitoringu človeškega kapitala (Bottazzi et al. V Kukla, 2011, str. 34). Druge študije o regionalni heterogenosti sektorja zasebnega kapitala so razkrile, da je uporaba razmerij zasebnega kapitala kot metode vrednotenja bolj pomembna v Evropi v primerjavi z ZDA, da je »koga poznaš« in »kdo si« bolj pomembno v gospodarstvih, ki temeljijo na mreženju, kot v gospodarstvih, ki temeljijo na trgu, ter da se investitorji v državah z bolj zreli trgi zasebnega kapitala bolj zanašajo na lastna poročila in zmogljivosti kot na pomoč zunanjih svetovalcev (Manigart et al. V Kukla, 2011, str. 34). Če povzamemo, trenutno velja splošno soglasje, da je področje zasebnega kapitala zelo raznoliko po posameznih regijah (Manigart et al.; Bottazzi et al.; Fleming. V Kukla, 2011, str. 34).

V tridesetih letih pred trenutno finančno krizo, je sektor zasebnega kapitala dosegel opazen uspeh v privabljanju investicij in zagotavljanju visokih donosov. Poleg tega ta uspeh na splošno odraža močan zapis opravljenih storitev, ki so visoko cenjene na trgu. Veliko teh storitev bi se lahko izkazalo za zelo koristne pri spodbujanju morebitnega okrevanja gospodarstva, vključno z njegovim uspehom v prepoznavanju podjetij, da bi podjetja s spremembami lahko dosegla večje dobičke, pridobila nov kapital, nasvete in strokovno znanje, novo upravljanje, notranjo reorganizacijo in strateške pridobitve ali prodaje, ki povečujejo prodajo teh podjetij in zaposlenosti (Shapiro, 2009, str. 2).

Popov in Roosenboom (2009, str. 31-32) identificirata vpliv investicij zasebnega in tveganega kapitala na splošno ter financiranja novoustanovljenih podjetij zlasti na podjetništvo. Stopnja vključitve v naravno visoko-vstopne panoge in panoge, ki so intenzivne na področju raziskav in razvoja, je značilno višja v državah z večjim obsegom investicij zasebnega kapitala glede na BDP, kar še posebej velja za manjša podjetja. Vpliv zasebnega kapitala je prav tako večji v državah z boljšim sodnim sistemom in manjšim deležem sive ekonomije (angl. *informal economy*). Takšen rezultat je tudi logičen, saj bi, v kolikor je zasebni kapital namenjen panogam, ki močno temeljijo na neopredmetenih sredstvih (kot so intelektualna lastnina, licence in patenti), moral biti njegov vpliv bolj izrazit v državah, kjer so donosi na omenjena neopredmetena sredstva bolj varovani s pravnim sistemom. Rezultati omenjene raziskave kažejo, da ima zasebni kapital na splošno in zlasti tvegani kapital pozitiven vpliv na potencialno pridobitev novih idej na trg v obliki novih podjetij. Investicije zasebnega kapitala ustvarjajo vrednost s spodbujanjem podjetniške aktivnosti v gospodarstvu.

Gabrič (2009, str. 227) pove, da je natančnejša analiza EVCA pokazala, da so skoraj vse družbe, podprte s tveganim kapitalom, pokazale znatno rast števila zaposlenih. 92 % vseh družb je

namreč povečalo število zaposlenih v povprečju za več kot 25 % na leto. 17 % s tveganim kapitalom podprtih družb pa je letno povprečno več kot podvojilo število zaposlenih, večina družb pa je na letni stopnji povečala število zaposlenih v višini med 50 % in 100 %.

Cressy (2010, str. 315) trdi, da obstajajo tako teoretični kot tudi empirični argumenti, da so podjetja, ki so financirana z zasebnim kapitalom (angl. *private equity backed companies*), bolj uspešna v primerjavi s tistimi podjetji, ki niso financirana s strani zasebnega kapitala. Jensen (v Cressy, 2010, str. 315) zasebni kapital v času nove oblike ekonomskih organizacij predstavi kot rešitelja kapitalističnega sistema. V tistem času je bila ameriška ekonomija dominirana s strani večjih podjetij, katerih napredek je bil, po mnenju Jensen-a, postavljen v neugoden položaj zaradi konflikta interesov med lastniki in upravljavci. Domnevna superiorna upravljavška struktura podjetij, ki so financirana s strani zasebnega kapitala, je bila vidna kot rešitev problema ločitve lastništva in nadzora v javnih korporacijah. Za Jensen-a je bila takšna nova poslovna oblika glasnik revolucije v smislu, na kakšen način bi bila podjetja lahko upravljana. Discipliniran mehanizem vključenega dolga v primeru odkupa z vzvodom je predstavil pomembno dejstvo, pri čemer so bili apetiti upravljavcev za nedobičkonosne projekte, ki niso nič manj zviševali njihovih plač in prestiža, zmanjšani. Monitoring takšnega upravljanja s strani strokovnih zunanjih investorjev in neznaten delež lastniških delnic, ki so bile ponujene v odkupu, je prav tako zagotovilo uvrstitev interesov delničarjev in upravljavcev, ki so se pod tradicionalno obliko upravljanja pomembno razhajali. Kasnejše empirične raziskave v ZDA in Združenem kraljestvu so predlagale, da se (vsaj na kratek rok) uspešnost odkupljenih podjetij (angl. *bought-out companies*) vsekakor izboljšuje kot rezultat spremembe organizacijske oblike. To trditev imenujemo Jensen-ova hipoteza (Cressy, 2010, str. 315).

Zasebni kapital je v zadnjem času požel velike nagrade. Masulis in Thomas (2009, str. 219) sta mnenja, da enega izmed glavnih razlogov za uspeh predstavljajo prednosti korporativnega upravljanja zasebnega kapitala v primerjavi z upravljanjem javnih korporacij. Razvoj in trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti je znatno oslabilo upravljanje javnih korporacij in ustvarilo potrebo po bolj natančnem nadzoru upravljanja. Model zasebnega kapitala prinaša ravno te prednosti in omogoča korporacijam boljše upravljanje s kreiranjem večjega bogastva za investitorje. Axelson, Stromberg in Weisbach (2009, str. 1550) trdijo, da so skladi zasebnega kapitala pomembni za gospodarstvo in odgovorni za ogromno količino naložb v gospodarstvu.

V zadnjih letih je naraslo zanimanje za vlogo investicij zasebnega kapitala v financiranje malih novih podjetij. Medtem ko banke pogosto niso naklonjene za financiranje takšnih podjetij zaradi velike negotovosti, informacijske asimetrije in agencijskih stroškov, so investitorji zasebnega kapitala specializirani za premagovanje teh težav z uporabo postopnega financiranja, zasebnega sklepanja pogodb in aktivnega monitoringa. Zaradi omenjenih edinstvenih lastnosti je bolj verjetno, da bodo podjetja v zgodnji stopnji in tehnološka podjetja financirana s strani investorjev zasebnega kapitala kot s strani bank (Popov & Roosenboom, 2009, str. 5).

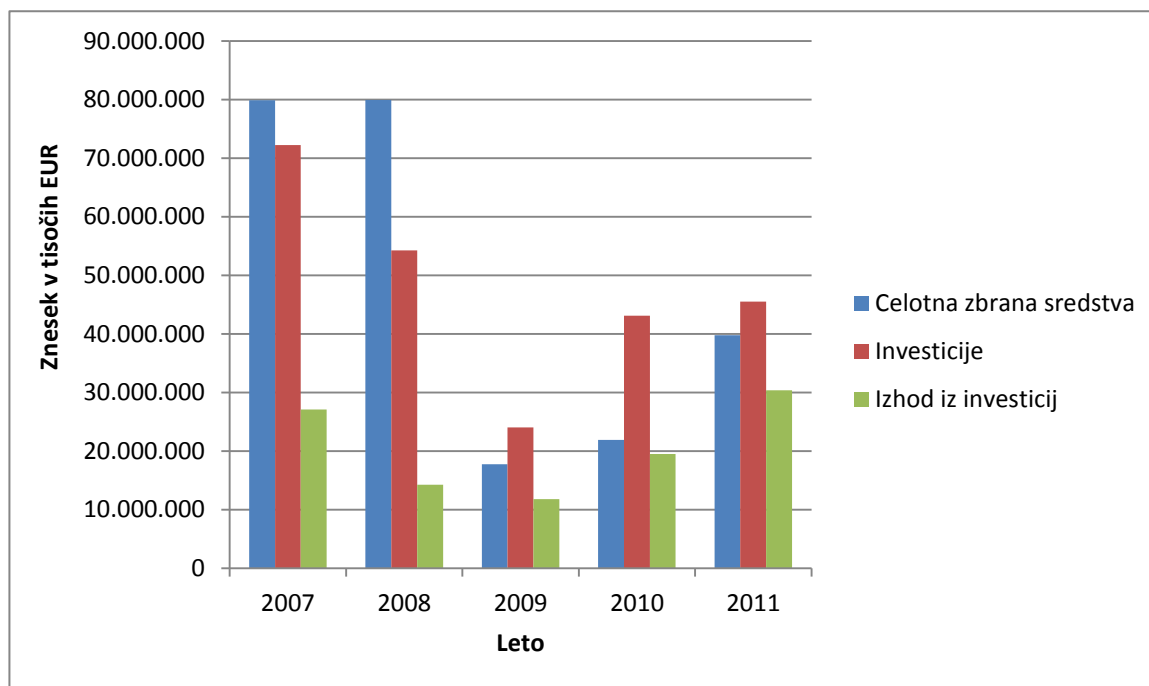
Medtem ko so prejšnje študije pokazale, da predpisi, ki jih podjetje potrebuje za izpolnitev registracije kot družba z omejeno odgovornostjo, pojasnijo velik del variacij, je omenjena študija

pokazala, da je zasebni lastniški kapital tudi zelo pomemben dejavnik vstopa podjetja, kjer obstajajo vstopne ovire (Popov & Roosenboom, 2009, str. 5).

V nadaljevanju so predstavljena nekatera statistična dejstva, ki potrjujejo večji pomen skladov zasebnega kapitala. Glede na podatke EVCA (2012, str. 3), so se skupna zbrana sredstva v letu 2011 povečala za 80 % na 40 milijard EUR v primerjavi s prejšnjim letom.

Slika 9 prikazuje celotna zbrana sredstva zasebnega kapitala, obseg investicij in izhod iz investicij v Evropi med letoma 2007 in 2011. Investicije so ostale stabilne pri višini 46 milijard EUR s 6 % povečanjem od leta 2010. Odkup in širitveni kapital predstavljata 91 % celotnega vloženega zneska. Kot navaja EVCA (2012, str. 3), je v letu 2011 več kot 4.800 podjetij v Evropi prejelo investicije, od katerih so MSP obračunala 85 % povprečne investicije na podjetje v višini 3 milijone EUR. Več kot 60 % teh investicij lahko pripišemo tveganemu kapitalu.

Slika 9: Celotna zbrana sredstva zasebnega kapitala, obseg investicij in izhod iz investicij v Evropi med letoma 2007 in 2011

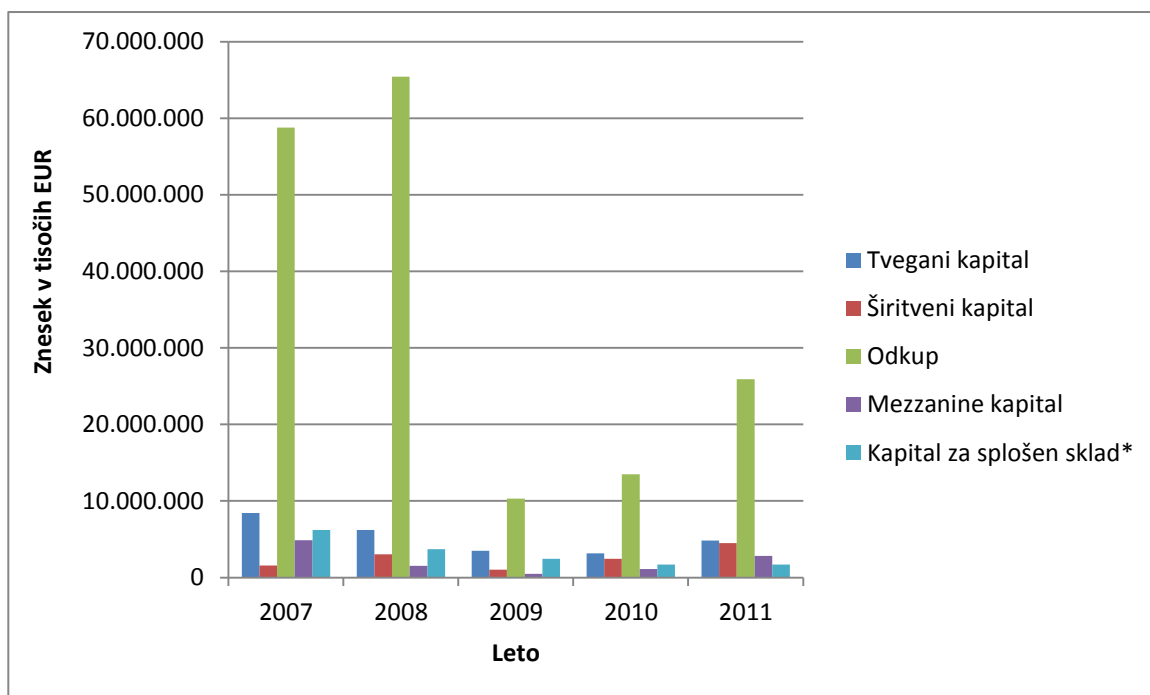


Vir: EVCA, Yearbook, 2012.

V letu 2011 je bilo za 30 milijard EUR izhodov iz investicij, kar v primerjavi z letom pred tem kaže na 50 % povečanje in skoraj doseže vrhunec iz leta 2006. To povečanje je bilo sproženo s strani segmenta odkupa in širitvenega kapitala, kar predstavlja 92 % celotnega zneska. Najbolj želeni strategiji izhoda sta bili prodaja večjih deležev tretjim osebam in sekundarne prodaje (angl. *secondary sales*), skupaj sta predstavljal več kot 60 % tržnega deleža glede na znesek izhodov iz investicij.

Tvegani kapital je k celotnemu povečanju skupnih zbranih sredstev v letu 2011 v primerjavi z letom 2010 prispeval s svojim 50 % povečanjem. Segment odkupa in širitvenega kapitala se je povečal za skoraj 100 % v primerjavi z letom 2010 in dodal za 30 milijard EUR. Več kot polovica zneska odkupa je prišla iz naslova pokojninskih skladov, bank in skladov skladov. Slika 10 prikazuje zbrana sredstva zasebnega kapitala v Evropi med letoma 2007 in 2011 glede na osredotočenost na posamezno stopnjo podjetja, ki jo sklad financira.

Slika 10: Zbrana sredstva zasebnega kapitala v Evropi med letoma 2007 in 2011 glede na osredotočenost na posamezno stopnjo podjetja, ki jo sklad financira

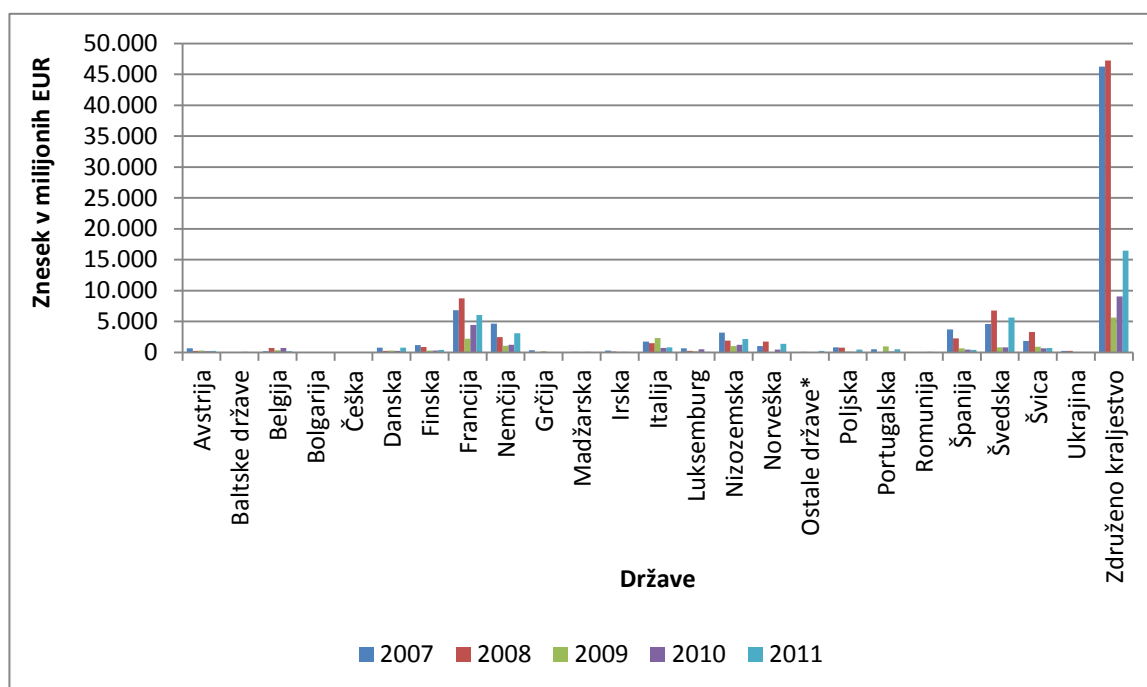


Legenda: *Splošen sklad (angl. *generalist fund*) je sklad bodisi s poudarkom investiranja v vse stopnje investicij zasebnega kapitala bodisi s širokim področjem investicijske dejavnosti.

Vir: EVCA, Yearbook, 2012.

Slika 11 prikazuje celotna zbrana sredstva zasebnega kapitala v Evropi med letoma 2007 in 2011 glede na posamezno evropsko državo. Daleč najvišji znesek zbranih sredstev zasebnega kapitala v letu 2011 je bil zbran v Združenem kraljestvu (znašal je 16,5 milijarde EUR), sledijo Francija s 6 milijardami EUR, Švedska s 5,6 milijarde EUR, Nemčija s 3,1 milijarde EUR, Nizozemska z 2,2 milijarde EUR ter Norveška z 1,4 milijarde EUR. Zneski pri ostalih državah so pod milijardo EUR.

Slika 11: Zbrana sredstva zasebnega kapitala v Evropi med letoma 2007 in 2011 glede na posamezno evropsko državo



Legenda: *Ostale države centralno-vzhodne Evrope vsebujejo države bivše Jugoslavije in Slovaško.

Vir: EVCA, Yearbook, 2012.

Analiza sektorja zasebnega kapitala kaže, da se je v teku treh ciklov sektor tržne niše razvil v bolj zrel segment v univerzumu upravljanja investicij, ki vključuje rastočo raznolikost tradicionalnih in netradicionalnih dejavnosti zasebnega kapitala, ki se prekriva na področju investicijskega bančništva in dejavnosti upravljanja premoženja (Kukla, 2011, str. 26).

Evropska dolžniška kriza očitno že nekaj časa obvladuje razvoj v evropski panogi zasebnega lastniškega kapitala. V času krize so se dolžniški trgi zaostri in gospodarska dejavnost se je sesedla, kar bo verjetno okrnilo investicije zasebnega kapitala, znižalo finančni vzvod, vendar pa tudi ponudilo nekatere priložnosti za investitorje zasebnega kapitala. Povišana naklonjenost tveganju lahko dodeli premijo tistim investitorjem, ki želijo nositi nekaj tveganja (Meyer, 2012, str. 1).

V dobrih časih sredstva zasebnega kapitala zbirajo velike količine denarja od investitorjev, ki lahko kasneje težko vlagajo denar – to je pojav, v literaturi znan kot »lov denarja na posel« (angl. *money chasing deals*). Konkurenca med družbami za upravljanje zasebnega kapitala, ki se financirajo v zadostnem obsegu, vodi do prevzemnih cen in znižuje donose. Poleg tega je v uspešnih časih zagotavljanje sredstev lažje za šibkejše sklade zasebnega kapitala. To znižuje povprečno kakovost delujočih skladov zasebnega kapitala. Zaradi tega je zelo močna negativna

korelacija med obveznostmi do skladov zasebnega kapitala in kasnejšimi donosi skladov iz prvega leta aktivnosti¹⁰ (Harris, Jenkinson & Kaplan. V Meyer, 2012, str. 5).

Makroekonomske in dolžniške razmere na trgu kažejo umirjeno investicijsko dejavnost skladov zasebnega kapitala v letu 2012. Evropske investicije zasebnega kapitala v letu 2012 bodo po vsej verjetnosti 8-17 % nižje kot napoved za leto 2011, čeprav bo veliko odvisno od upravljanja evropske dolžniške krize. Zgodovinski podatki kažejo, da obdobja z nizko rastjo in počasnim zagotavljanjem sredstev – kot je vidno v Evropi v tem trenutku – težijo, da bi za prva leta aktivnosti zasebnega kapitala zagotovila močne donose. To velja tudi v primerjavi z investicijami v javni kapital. Vendar pa lahko presežek nevpoklicanega kapitala in potencialna konkurenca s strani bogatih strateških kupcev takšen učinek trenutno zniža, kar pomeni, da bi bila učinkovitost zasebnega kapitala v danem primeru nekoliko nižja, kot to predlagajo zgodovinske izkušnje (Meyer, 2012, str. 8).

4 SKLADI ZASEBNEGA KAPITALA V SLOVENIJI

Začetek dejavnosti skladov tveganega in zasebnega kapitala v Sloveniji sega v leto 1994, ko so v Sloveniji nastali skladi, ki so bili spodbujeni s strani multilateralnih institucij. Prvi tak sklad je bil Horizonte Slovenian Enterprise Fund (v nadaljevanju HSEF), ki ga je upravljala svetovalna družba Horizonte Venture Management s sedežem na Dunaju. Sponzorji tega sklada so bile nekatere multilateralne institucije. Horizonte Venture Management je bila tudi ena prvih upravljaljskih družb skladov tveganega kapitala v regiji jugovzhodne Evrope. V istem obdobju (v letu 1994/1995) je v Sloveniji nastal tudi sklad zasebnega kapitala Slovenian Development Capital Fund (v nadaljevanju SDCF), ki ga je upravljala družba Slovenian Fund Management. Sponzorji tega sklada so bile multilateralne institucije USAID, IFC in EBRD. Sredstva skladov HSEF in SDCF so bila v celoti investirana v slovenska podjetja in predstavljata uspešen začetek dejavnosti tveganega in zasebnega kapitala v Sloveniji. Nadaljnji razvoj dejavnosti finančnih vlagateljev pa je bil tako v Sloveniji kot širše v regiji jugovzhodne Evrope dokaj počasen in v precejšnji meri tudi manj uspešen (Poljšak, 2011).

Da bi spodbudila razvoj trga lastniškega kapitala, je že leta 2001 Evropska komisija določila splošno politiko, ki bo spodbujala tvegani kapital v Evropski skupnosti. Izrazila je skrb glede prevelike odvisnosti podjetij Evropske skupnosti od dolžniškega financiranja ter poudarila možnosti za odpiranje novih delovnih mest, ki bi jih prineslo povečanje trgov tveganega kapitala. Komisija je podala mnenje, da nekaterim podjetjem na določenih stopnjah njihovega razvoja lahko bolje služi lastniško ali kvazi lastniško financiranje kakor samo financiranje s posojili, glede na stroške servisiranja dolgov in naravo posojilodajalcev, ki se raje izogibajo tveganjem (Državna pomoč in tvegani kapital, Ur. l. EU, št. 2001/C 235/03).

¹⁰ Prvo leto aktivnosti (angl. *vintage year*) je leto, v katerem je prvi priliv investiranega kapitala izročen projektu ali podjetju. To pomeni, ko je lastniški kapital prispevan s strani tveganega kapitala, sklada zasebnega kapitala ali družbe, ki vpokliče denar od svojih investorjev.

Tabela 4 prikazuje seznam glavnih investorjev, ki so preko svojih skladov tveganega oz. zasebnega kapitala investirali v zasebne družbe v Sloveniji ali drugje v regiji jugovzhodne Evrope. Kot navaja Poljšak (2011), je večina naštetih upravljavcev do danes upravljala le po en sklad (izjema je Horizonte Venture Management, ki je upravljavec več skladov v jugovzhodni Evropi). Razloge za to gre iskati tako v nezmožnosti pridobiti ustrezne finančne zaveze za nove sklade, slabših rezultatih pri upravljanju prvega sklada (rezultati upravljanja prvega sklada so ponavadi ključnega pomena za pridobivanje finančnih zavez za nadaljnje sklade), kot tudi neustreznem vstopu v lastništvo podjetij iz časovnega vidika, saj so bila vrednotenja podjetij po letu 2005 v primerjavi z današnjimi vrednostmi izredno visoka, posledično pa so izhodi iz teh naložb nemogoči ali predstavljajo velike izgube.

Tabela 4: Seznam skladov tveganega/zasebnega kapitala in njihovih sponzorjev

Investitor/Sklad	Upravljaivec sklada	Sponzor sklada	Prvo leto aktivnosti (angl. <i>vintage year</i>)
Aktiva Ventures	Aktiva Ventures	Aktiva Group	2001
Horizonte Slovenian Enterprise Fund (HSEF)	Horizonte Venture Management	EBRD, Hypo Bank Alpe Adria	1994
KD Private Equity	KD Asset Management	KD Group	2006
New Europe Tech 1	Eagle Ventures	Abanka Vipra	2008
NLB interni sklad tveganega kapitala	NLB	NLB	2002
P&S East Growth Luxembourg	P&S Capital	P&S Capital	2006
Poteza Adriatic Fund (PAF)	Poteza Partners	Poteza Group	2003
Poteza Innovation & Growth Fund (PIGF)	Poteza Ventures	Poteza Group	2007
Prvi sklad DTK	RSG Kapital	Gospodarska zbornica Slovenije	2006
Slovenian Development Capital Fund (SDCF)	Slovenian Fund Management (SFM)	EBRD, IFC, USAID	1995

Vir: J. Poljšak, Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji, 2011.

Slovenija je v različnih primerjalnih analizah glede poslovnega okolja za delovanje skladov tveganega kapitala na repu evropskih držav. Vlada Republike Slovenije je zato v letu 2006 pripravila program ukrepov, ki bi izboljšali stanje na tem področju. Konec leta 2006 je bil sprejet nov paket davčnih zakonov, v katerih se prvič omenjajo davčne olajšave za naložbe tveganega kapitala, če se izvajajo preko pooblaščenih družb tveganega kapitala (Pfeifer, 2008, str. 3). Davčne olajšave lahko zasledimo na dveh ravneh: tako na ravni naložb investorjev v družbe tveganega kapitala (ki so lahko pravne ali fizične osebe), kot tudi na ravni naložb družb tveganega kapitala v izbrana podjetja.

V letu 2007 pa je bil z namenom spodbude lastniškega financiranja sprejet tudi Zakon o družbah tveganega kapitala (Ur. l. RS, št. 92/2007, 57/2009-ZDTK-A, v nadaljevanju ZDTK). Slovenski

podjetniški sklad (v nadaljevanju SPS) je v okviru Javnega razpisa za kapitalske naložbe RS v zasebne družbe tveganega kapitala odprl linijo za lastniško financiranje MSP za obdobje 2010-2013, s sredstvi v višini 33,99 milijona EUR. Sklad je že v letu 2011 odobril zadnjo naložbo, kar kaže na veliko povpraševanje po lastniškem financiranju. Sredstva razpisa so bila s tem porabljena (Lastniško financiranje, 2011). Z omenjenim razpisom je bil sicer narejen pomemben korak k spodbudi rasti podjetij z lastniškimi viri financiranja, vendar pa so bili zneski razpisa majhni, poleg tega pa je bil razpis namenjen le za MSP in ne za podjetja vseh velikosti.

Med vlagatelje tveganega kapitala spadajo tudi družbe tveganega kapitala. Glede na podatke Ministrstva za gospodarski razvoj in tehnologijo, je trenutno v Sloveniji registriranih deset aktivnih družb tveganega kapitala. Vse družbe do pravno-organizacijsko oblikovane kot družbe tveganega kapitala in delujejo v skladu z ZDTK. Seznam je prikazan v Tabeli 5.

Tabela 5: Seznam aktivnih družb tveganega kapitala v Sloveniji

Naziv družbe tveganega kapitala	Naziv družbe za upravljanje	Datum pridobitve statusa družbe tveganega kapitala
Prvi sklad, družba tveganega kapitala, d.o.o.	RSG Kapital, upravljanje tveganega kapitala, d.o.o.	11.12.2007
Sklad tveganega kapitala Taxgroup, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Taxgroup finančne storitve, d.o.o.	20.01.2010
DTK Murka, družba tveganega kapitala, d.o.o.	UD-upravljalvska družba, d.o.o.	29.03.2010
META Ingenium, družba tveganega kapitala, d.o.o.	META GROUP, družba za inovacije in razvoj podjetništva, d.o.o.	29.03.2010
Metuzalem, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Pro Contus, d.o.o.	26.05.2010
Sklad poslovnih angelov, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Venturelab, d.o.o.	28.05.2010
Vzpon, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Horizonte Venture Management, d.o.o.	12.08.2010
STH Ventures, družba tveganega kapitala, d.o.o.	S.T. Hammer, d.o.o.	12.08.2010
SCS, družba tveganega kapitala, d.o.o.	MPE, družba za svetovanje in storitve, d.o.o.	12.10.2010
P.E.N. Prva energijska naložba, družba tveganega kapitala d.o.o.	K 8, Informacijske rešitve d.o.o.	21.06.2011

Vir: Register družb tveganega kapitala, 2012.

V okviru Javnega razpisa za kapitalske naložbe RS v zasebne družbe tveganega kapitala, ki je bil že omenjen v poglavju, je bilo izbranih naslednjih šest družb tveganega kapitala, v katere je država vstopila kot družbenica (Koman, 2012, str. 54 in 58):

- Prvi sklad, družba tveganega kapitala, d.o.o., Tehnološki park 21, Ljubljana (kapital: 18,6 milijona EUR);
- DTK Murka, družba tveganega kapitala, d.o.o., Slomškova 8, Ljubljana (kapital: 8 milijonov EUR);

- META Ingenium, družba tveganega kapitala, d.o.o., Teslova 30, Ljubljana (kapital: 10 milijonov EUR);
- SCS, družba tveganega kapitala, d.o.o., Rečiška 11, Bled (kapital: 5 milijonov EUR);
- STH Ventures, družba tveganega kapitala, d.o.o., Zalaznikova 24, Ljubljana (kapital: 7,5 milijona EUR);
- P.E.N., Prva energijska naložba, družba tveganega kapitala, d.o.o., Tehnološki park 20, Ljubljana (kapital: 14,69 milijona EUR).

Izbran je bil tudi Sklad poslovnih angelov, družba tveganega kapitala, d.o.o., Železna cesta 18, Ljubljana, a je pozneje odstopil. SPS je razpisal 33,99 milijona EUR evropskega in proračunskega denarja, še približno enkrat toliko pa so morale prispevati družbe same. Od naštetih šestih družb sta dve že izvedli prve naložbe. V DTK Murki so sredstva vložili v podjetje Media lab MSP, Prvi sklad pa je investirал v podjetja OBS, TMG-BMC, Connet, ShoutEm, TAB Systems, Celtra in Novitim. Trenutno je v skladih, v katere je vstopila država, prostih še okoli 51 milijonov EUR. Tabela 6 prikazuje opredelitev investicijske dejavnosti družb tveganega kapitala.

Tabela 6: Opredelitev investicijske dejavnosti družb tveganega kapitala

Investitor	Industrija vlaganja	Regija	Faza investiranja	Status
Sklad poslovnih angelov DTK	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + JV Evropa	semenska faza	investicijsko obdobje
Sklad tveganega kapitala Taxgroup DTK	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + JV Evropa	semenska / faza rasti	investicijsko obdobje
DTK Murka DTK	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + JV Evropa	semenska / faza rasti	investicijsko obdobje
META Ingenium DTK	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + JV Evropa	semenska / faza rasti	investicijsko obdobje
Vzpon DTK	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + JV Evropa	semenska / faza rasti	investicijsko obdobje
SCS DTK	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + JV Evropa	semenska / faza rasti	investicijsko obdobje
STH Ventures DTK	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + JV Evropa	semenska / faza rasti	investicijsko obdobje
SDCF DTK	neopredeljeno (generalist)	JV Evropa	semenska / faza rasti	investicijsko obdobje
P.E.N prva energijska naložba DTK	energija	Slovenija + JV Evropa	semenska / faza rasti	investicijsko obdobje

Vir: J. Poljšak, Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji, 2011.

Obstoječe slovenske družbe tveganega kapitala druga drugi ne predstavljajo neposredne konkurence, saj imajo različne strategije. Medtem ko vse družbe tveganega kapitala poudarjajo pomen velikosti trga za uspešnost posameznega podjetja, pri tem npr. Meta Ingenium omogoča sinergije z dostopom do italijanskih skladov, RSG Kapital, ki upravlja družbo tveganega kapitala Prvi sklad, pa usmerja svoje delovanje na območje jugovzhodne Evrope. Pri DTK Murka so

posebej poudarili, da ne ponujajo semenskega kapitala, temveč vstopajo v nova podjetja kot družbeniki. Posebnost Sklada poslovnih angelov pa je to, da zasebni kapital prihaja v znatni meri od posameznih, uspešnih podjetnikov (poslovnih angelov) (Spodbude slovenskih družb tveganega kapitala za podjetja – Podjetno inovativna Slovenija 2011, 2012).

Konec maja 2011 so predstavniki slovenskih družb tveganega kapitala in njihovih družb upravljavk ustanovili Združenje ponudnikov tveganega kapitala, gospodarsko interesno združenje, ki bo delovalo kot nacionalna organizacija tveganega kapitala v Sloveniji. Namen združenja je oblikovati skupne interese in jih predstavljati pristojnim ministrstvom, izmenjava in prenos znanj ter izkušenj med člani združenja, sodelovanje na projektih, primerjava s sorodnimi institucijami v razvitih okoljih ter skupna promocija (RSG Kapital je član in prvi zastopnik novoustanovljenega Združenja ponudnikov tveganega kapitala, 2012).

Poleg omenjenih družb v Sloveniji deluje tudi nekaj skladov zasebnega kapitala. Skladi tveganega kapitala vlagajo v podjetja z visokim potencialom rasti, nato pa čez nekaj let prodajo lastniški kapital nekomu drugemu, po možnosti za nekajkrat višji znesek. Skladi tveganega kapitala v Sloveniji so Alpe Adria Venture Fond, Aktiva Ventures, Prophetes, Kmečka družba, Sklad tveganega kapitala Nove Ljubljanske banke in Horizonte Venture Management. Dobri skladi podjetjem, v katera vlagajo, zagotavljajo tudi stalno strokovno podporo pri poslovanju. V podjetja pogosto »pripeljejo« vsaj še toliko denarja od drugih vlagateljev (posameznikov, ustanov), kot ga sama vložijo (Razpisi in viri financiranja, 2012). Število in zneski vlaganj skladov so majhni, predvsem zaradi neugodnega davčnega okolja ter slabih izstopnih možnosti.

Skladi tveganega kapitala pa so povsem formalni vir financiranja. Tako kot velja za večino ostalih skladov, ima taka organizacija svoje investitorje, ki so v tem primeru običajno finančne in pokojninske institucije, banke, zavarovalnice, bogati posamezniki in drugi. Sklad ima določeno velikost, pri nas običajno med 30 in 40 milijoni EUR, v tujini pa so velikosti skladov še bistveno večje. Višina sklada se porazdeli na določeno število investicij (Koncept lastniškega financiranja in tveganega kapitala, 2012).

Investitor tveganega kapitala je pripravljen sprejeti visoko tveganje, celo do te mere, da če podjetje propade, ne pričakuje nobenih zavarovanj s strani podjetnika, želi pa biti udeležen pri žetju glavne nagrade, če podjetju uspe. Ime lastniško financiranje torej izhaja iz dejstva, da investitor postane solastnik podjetja (Koncept lastniškega financiranja in tveganega kapitala, 2012).

Vsak sklad tveganega kapitala ima tudi profesionalne upravljavce, katerih naloga je, da identificirajo primerne naložbe in upravljajo s sredstvi sklada. Upravljalci sklada so običajno izkušeni poslovneži, ki dobro poznajo panogo, v kateri deluje investirano podjetje. Cilj upravljavcev je maksimiranje vrednosti podjetja. Pri tem ima upravljavec precejšen vpliv na podjetje, predvsem na njegovo strategijo in zaposlovanje ključnih ljudi. Skladi tveganega kapitala investirajo običajno zneske od 500.000 EUR pa do nekaj milijonov EUR, prav tako pa ima vsak sklad specifično lastno naložbeno politiko, ki določa, v katere panoge sklad vlaga, v

kakšna podjetja (stopnja rasti, prihodki) ipd. Poleg denarja, ki ga investirajo v podjetje, podjetnikom pogosto pomagajo s pravnimi in finančnimi znanji, svojo mrežo strokovnjakov in drugih posameznikov, ki lahko pomagajo pri rasti podjetja (Rizični kapital, 2012).

Kot navaja Pfeifer (2008, str. 9), je izbira najprimernejšega vira lastniškega kapitala odvisna od stopnje razvoja podjetja (stopnje življenjskega ciklusa podjetja) ali namenov, za katere podjetje potrebuje lastniški kapital. Kapital, potreben za začetek poslovanja, običajno zagotovi podjetnik sam. V naslednjih razvojnih stopnjah pa so možne različne oblike in kombinacije virov lastniškega financiranja podjetij.

Ponudniki lastniških virov so eni izmed redkih investorjev, ki so pripravljeni prevzeti veliko tveganje, vendar pa je zato koncept pridobivanja teh virov povsem edinstven. Temeljne predpostavke koncepta lastniškega financiranja so, da je zaradi večjega tveganja in nizke likvidnosti pričakovan bistveno večji donos. Največji donos v podjetništvu pa se ne ustvarja na obrestnih merah, temveč na lastništvu. Lastništvo nad določeno entiteto, ki vključuje intelektualno lastnino, produkte, stranke, ljudi, procese, blagovno znamko ipd. ima neprimerno večjo vrednost, kot obrestna mera. Seveda, če podjetje uspešno posluje na trgu (Koncept lastniškega financiranja in tveganega kapitala, 2012).

Skladi zasebnega kapitala, ki so v zadnjem desetletju postali eni izmed najpomembnejših akterjev na kapitalskih trgih, vse bolj intenzivno iščejo nove panoge, v katere bi razširili svoje poslovanje. Več kot polovica skladov zasebnega kapitala že za letošnje leto načrtuje razširitev poslovanja najmanj v en nov sektor, pri čemer vstopajo tudi v panoge, ki so bile v zadnjih letih »rezervirane« za strateške investitorje (Polanič, 2010).

Skladi zasebnega kapitala se pri svojih investicijah ozirajo predvsem za družbami iz sektorja podpornih storitev za podjetja, infrastrukture, logistike in zdravstva, ki imajo bolj stabilen in predvidljiv denarni tok. Po drugi strani pa je pričakovati umik oz. zmanjšanje zanimanja za družbe iz sektorja trajnih dobrin (avtomobili, bela tehnika, pohištvo), saj investitorji ocenjujejo, da bo ta sektor potreboval najdaljši čas za okrevanje (Polanič, 2010).

V Sloveniji se ni razvil trg lastniških oblik financiranja razvoja MSP. V zadnjih desetih letih je v Sloveniji delovalo nekaj (predvsem tujih) skladov tveganega kapitala. Rezultati dela teh skladov so minimalni, zato je Vlada Republike Slovenije pripravila program ukrepov, ki bi izboljšali stanje na tem področju. Slovenija mora graditi svoj gospodarski razvoj predvsem na malih podjetjih, s potencialom hitre rasti. Takšna podjetja pa potrebujejo kapital, ki ga lahko ponudijo skladi tveganega kapitala. V Sloveniji obstajajo finančne institucije, ki imajo kapital, da takšne oblike finančnih produktov lahko ponudijo (Pfeifer, 2008, str. 4).

V Sloveniji deluje kar nekaj podpornih institucij za podjetništvo, ki pa med seboj niso neposredno povezane. V kolikor bi se le-te med seboj povezale, bi svoje produkte lahko trgu ponudile na način, s katerim bi zapolnile tržno vrzel na področju lastniškega financiranja,

podjetjem pa bi ponudile bolj celovit spekter ponudbe financiranja s kapitalom. Med najpomembnejše podporne institucije spadajo:

- SID banka;
- SPS;
- Javna agencija RS za podjetništvo in tuje investicije (v nadaljevanju JAPTI);
- Tehnološka agencija Slovenije (v nadaljevanju TIA) in
- Ekološki sklad RS (v nadaljevanju Eko sklad).

Kot je predstavljeno v poglavju, v Sloveniji na področju lastniškega financiranja obstaja mreža poslovnih angelov, medtem ko med skladi zasebnega kapitala obstajajo le skladi tveganega kapitala (ne pa tudi druge vrste skladov), pa še ti so prisotni le v manjšini. To kaže na podhranjenost slovenskega trga lastniškega kapitala s skladi za različne stopnje v življenjskem ciklu podjetij (skladi z namenom financiranja nadomestitve kapitala, odkupa, restrukturiranja itd.), ki so v tujini razširjeni v precej večjem obsegu. Kot je navedeno zgoraj, obstaja v Sloveniji kar nekaj podpornih institucij za podjetništvo, vendar pa le-te med seboj niso povezane in spadajo pod različna ministrstva, kar bi lahko navedli kot razlog, zakaj omenjene institucije podjetem ne nudijo celovite ponudbe na področju financiranja s kapitalom.

5 OVIRE ZA RAZVOJ SKLADA ZASEBNEGA KAPITALA

Tržna neučinkovitost je ekonomski pojem, ki opisuje situacijo, ko na določenem trgu količina, po kateri povprašujejo kupci, ni enaka količini, ki jo zagotovijo ponudniki. Taka situacija je neposredna posledica pomanjkanja ekonomsko idealnih dejavnikov, ki preprečujejo ravnotežje (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2007, str. 52).

Tržna vrzel in tržne nepravilnosti so ene izmed razlogov za uveljavitev in delovanje razvojnih finančnih institucij, zlasti na področju bančništva. Tržna nepravilnost je splošen izraz za opisovanje situacij, v katerih tržni rezultati niso Pareto učinkoviti. Tržne nepopolnosti zagotavljajo razlog za intervencijo vlade (Market failure, 2012). Dufour (2008, str. 2) tržno nepravilnost opredeli kot situacijo, v kateri se (idealizirano) trg ravnovesnega modela pojavi kot neučinkovit, zato je lahko blaginja nekaterih gospodarskih subjektov izboljšana brez zmanjšanja blaginje drugih. Pojem tržne nepopolnosti je povezan s temeljnim načinom razlikovanja med učinkovitostjo in problemom kapitala.

V osnovi lahko tržno vrzel najbolj preprosto opredelimo kot razliko med obstoječo ponudbo in (realnim) potencialnim povpraševanjem na trgu (Claessens & Tzioumis. V Rašković, 2010, str. 90). Do le-te prihaja zaradi asimetrij informacij, neracionalnih ekonomskih subjektov, nepopolne konkurence, agentskih stroškov, vstopnih in izstopnih ovir ter drugih »kršitev« predpostavk »popolnih trgov« neoklasične ekonomije. V osnovi se tako lahko generična tržna vrzel na trgu pojavlja predvsem zaradi naslednjih razlogov (Rašković & Mörec. V Rašković, 2010, str. 90):

- neustrezne ravni kakovostne ponudbe;
- neobstoječe ponudbe;

- neprimerne ponudbe (z vidika kakovosti);
- prenaplhnjenega povpraševanja ali celo
- neprimerne strukture (kakovosti) povpraševanja.

GAP analiza vrzeli financiranja rasti in razvoja MSP v Sloveniji, ki je bila s strani Evropskega investicijskega sklada izvedena v letu 2008, je pokazala naslednje izsledke (Vlada RS, 2009, str. 7):

- rastoča podjetja z visokim deležem raziskav in razvoja ne izkazujejo niti pozitivnega finančnega toka niti močnih bilanc niti nimajo opredmetenih stalnih sredstev, ki bi jih lahko založila kot jamstvo za posojila;
- rastoča MSP potrebujejo nove rešitve za financiranje rasti in razvoja ter za spodbujanje podjetništva in inovacij.

Vrzel financiranja je prisotna v EU in precej poudarjena tudi v Sloveniji:

- mikro podjetja so obravnavana enako kot zasebniki, ki jemljejo potrošniške kredite ter se njihova rast pogosto ustavi, ko se izčrpajo privatni in družinski viri financiranja;
- MSP so podkapitalizirana in težko pridobivajo financiranje po preveč konzervativnih pogojih;
- manjka tudi tveganega kapitala za rast in razvoj malih podjetij v srednje velika ter iz srednje velikih v velika podjetja.

Mörec in Rašković (2012, str. 51-52) trdita, da so njune analize pokazale ne samo močno poglobljanje vrzeli na področju financiranja MSP v Sloveniji, temveč tudi okorelo delovanje bančnega sektorja pri reševanju finančnih težav slovenskega gospodarstva. Trenutna gospodarska in finančna kriza ni le izpostavila nepravilnosti pri delovanju finančnega trga, temveč tudi močno potencirala neučinkovitost močno razdrobljenega podpornega okolja.

Slovenija ima slabo razvit trg kapitala glede na primerljivo razvite države, glede na relativno dobro razvitost domačega bančnega sektorja pa je kapitalski trg v velikem razvojnem zaostanku in domači finančni sistem je izrazito neuravnotežen (Simoneti, 2010, str. 4). Za ožvitev kapitalskega trga je potreben celovit pristop in močna politična podpora. Le na ta način bomo slovenskim podjetjem in bankam omogočili dostop do prepotrebnih dolgoročnih virov financiranja, kar bo dalo trdno podlago za njihovo nadaljnjo rast in razvoj v razmerah, ki so nastale po finančno-gospodarski krizi (Vesnaver, 2010, str. 191).

Tuji investitorji kot glavne ovire za investiranje oz. za svoje poslovanje v Sloveniji vidijo v visokih davkih, plačilni nedisciplini, visokih stroških delovne sile, neučinkovitem sodnem sistemu, težavami pri odpuščanju zaposlenih, majhnosti slovenskega trga in nerazpoložljivosti ustrezno usposobljene delovne sile (Mrak, Rojec & Simoneti, 2010, str. 86).

Razvoj tveganega kapitala zavira več dejavnikov (Glas, 2001):

- šibka podjetniška kultura, ki ni naklonjena zunanjim vlagateljem;
- neustrezna zakonska regulativa, zlasti omejitve za institucionalne vlagatelje;
- pomanjkanje možnosti za dobre naložbe, saj so dinamična podjetja maloštevilna;

- pomanjkanje davčnih spodbud;
- težave pri zbiranju kapitala, saj ni veliko premožnih varčevalcev;
- problemi z možnostmi izstopa tveganega kapitala;
- olastninjena podjetja se niso dovolj odprla za zunanji kapital, za možnosti menedžerskega odkupa ali izločitve enot.

Glavne ovire so v kompatibilnosti strateških partnerjev. Različno je, če podjetji sodelujeta na pogodbeni ravni ali če se povežeta tudi kapitalsko. Tukaj se izrazijo nekompatibilnosti pri viziji skupnega razvoja in pri načinu vodenja skupnega podjetja. Pri takšnem povezovanju je velikokrat ovira uprava prevzetega podjetja, saj se del ekipe vedno poslovi, dodaja Matjaž Peterman (Petavs, 2011a).

EVCA je v letu 2006 opravila raziskavo, katere namen je bil primerjati pravna okolja v posameznih evropskih državah v zvezi s spodbujanjem razvoja zasebnega lastniškega in tveganega kapitala. Raziskava je pokazala, da je pravno okolje v Sloveniji za spodbujanje investicij zasebnega lastniškega kapitala sila neugodno. Slovenija se je namreč v tej raziskavi uvrstila na predzadnje mesto med vsemi primerjanimi državami (25 primerjanih držav). Primernost davčnega sistema določene države je eden najpomembnejših dejavnikov, ki vpliva na konkurenčnost pravnega okolja določene države v zvezi z naložbami zasebnega lastniškega kapitala (Gabrič, 2008, str. 1720-1721).

V zvezi z družbami tveganega kapitala je bila dosežena delna davčna transparentnost (ničelna davčna stopnja v zvezi z naložbami tveganega kapitala). Kljub temu je težko napovedati, kako se bodo obravnavane rešitve v zvezi z družbami tveganega kapitala uveljavile v praksi. Problematično bi lahko bilo predvsem razmerje med davčnimi olajšavami za naložbe tveganega kapitala prek družb tveganega kapitala in omejitvami, ki so jih deležne družbe tveganega kapitala. Če upoštevamo analizirane omejitve, je zadostnost davčnih ugodnosti negotova. Glede na uzakonjeno zunanje upravljanje družb tveganega kapitala (7. člen ZDTK) in posledično dejstvo, da bodo te delovale kot nekakšni skladi, se postavlja vprašanje, zakaj je bila uzakonjena ničelna davčna stopnja za družbe tveganega kapitala le v zvezi z naložbami tveganega kapitala in ne v zvezi s celotnimi prihodki, kot to velja za investicijske sklade po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Za to ni utemeljenih razlogov, zato bi bilo smotno razmisliti o razširitvi ničelne davčne stopnje na celotno delovanje družb tveganega kapitala (Gabrič, 2008, str. 1741-1742).

Številni slovenski podjetniki po pogovorih s slovenskimi skladi opazajo, da – verjetno zato, ker je denarja za naložbe pri nas toliko manj – investitorji preveč pazijo na svoj denar, zato so pogajanja o vstopu dolgotrajnejša, podjetnikom ne zaupajo in včasih prestrogo izbirajo, komu dati denar, pogosto pa so tudi kakšni pogoji ali mejniki, ki jih mora sprejeti podjetnik, rigidnejši in bolj neživljenjski kot denimo v ZDA (Koman, 2012, str. 57).

Glas (2001) razloži dejstvo, zakaj so ZDA vodilne pri tveganem kapitalu. Včasih so namreč dejstvo, da je tvegani kapital izredno močan v ZDA in Združenem kraljestvu, pripisovali »kulturi

lastniškega kapitala«. Novejše raziskave kažejo, da je šlo predvsem za to, da je država podprla to finančno sredstvo s primerno regulativo in davčno politiko. Američani so razvili partnersko organizacijo družb za upravljanje skladov, ki je menedžerjem omogočila, da so bili nagrajeni po poslovnem učinku s paketi delnic. Tako so med letoma 1969 in 1975 v ZDA ustanovili 29 partnerstev, ki so pridobila 376 milijonov USD.

Mikuž, direktor RSG Kapital, družbe za upravljanje tveganega kapitala, pove, da trg skladov tveganega kapitala trenutno še ni urejen, prihaja nov zakon, ki naj bi bil sprejet še letos in je korak v pravo smer, je pa vsaj nekaj let prepozen. Skladi, ki imajo v Sloveniji že neko tradicijo, npr. Poteza, KD, Horizonte, so ustanovljeni in registrirani na Nizozemskem. Ti svojega domicila ne bodo spreminjali. Skladov, ki so ustanovljeni in registrirani v Sloveniji, pa je izjemno malo. Mikuž predvideva, da bo zaradi novega zakona ustanovljenih precej novih družb, a se boji, da bodo ustanovljene projektno, predvsem zato, ker bodo podvržene zelo ugodnemu davčnemu statusu. Za vse projekte s tveganim kapitalom, ki so opredeljeni kot projekti, kjer se ne odkupuje deleža v podjetju od obstoječega lastnika, temveč se kapital povečuje z dokapitalizacijo, ne bo kapitalskega dobička. Mikuž meni, da je nov zakon korak v pravo smer, a da za Slovenijo ni dovolj, da tukaj zadrži domače sklade. Morali bi narediti kaj takega, kot so naredili v Luksemburgu ali na Nizozemskem. Slovenija bi morala biti tujim skladom prijazno območje. Tuji skladi bi morali prihajati k nam in ustanavljati svoje družbe. Če to počnejo na Cipru, bi lahko tudi pri nas. Svoje strateške lege v središču Evrope ne znamo izkoristiti. Če bi bili tuji skladi ustanovljeni pri nas, bi lahko od kapitala, ki bi bil tukaj, živela lokalna podjetja, v katera bi se ta kapital investiral, ter tudi veliko drugih. Četudi bi skladi plačevali le osnovne dajatve, bi ta denar ostajal pri nas, zdaj pa gre recimo na Nizozemsko (Slovenija svoje strateške lege v Evropi ne zna izkoristiti, 2012).

Mikuž je mnenja, da podjetij, ki so vredna 10 milijonov EUR, ni lahko prodati, sploh iz Slovenije. Imamo nerazvit kapitalski trg. Za RSG Kapital to ni tako velika težava, saj se pojavlja na začetku podjetniškega cikla, še preden podjetje doseže točko preloma. Težava bi bila, če bi podjetja prodajali na stopnji ekspanzije, kot to počnejo skladi zasebnega kapitala. Ti prodajajo podjetja strateškemu partnerjem ali preko borzne kotacije. Pri nas v Sloveniji borznih kotacij skoraj ni, strateškega partnerja pa je zelo težko najti. Primeren bi bil eden ali morda dva, ki pa manjša podjetja raje prevzemajo že na zgodnejši stopnji, saj so pozneje veliko dražja. Torej je pot le tujina, a je prodaja v tujino zelo težka (Slovenija svoje strateške lege v Evropi ne zna izkoristiti, 2012).

Slovenija že zaradi majhnosti ni preveč zanimiva za sklade zasebnega kapitala, saj ti za posamezno investicijo običajno namenijo najmanj 15 milijonov EUR, v povprečju pa nad 50 milijonov EUR. Sklade zasebnega kapitala odvrača od naložb v Sloveniji tudi neurejen način upravljanja podjetij, saj želijo še pred vstopom v naložbo jasno vedeti, kakšne so njihove pravice in obveznosti. Eden od pogojev za vstop, ki ga postavijo skladi zasebnega kapitala, je tudi pogodba o soupravljanju s preostalimi lastniki, kar pa v več primerih onemogoči Zakon o prevzemih. Že če se en lastnik v nejavni družbi, ki ima več kot 4 milijone EUR kapitala ali 250 delničarjev, ne strinja s sklenitvijo pogodbe o soupravljanju, bi moral namreč sklad zasebnega

kapitala ob nakupu več kot 25 % družbe objaviti prevzemno ponudbo. Vlogo skladov zasebnega kapitala bi v Sloveniji sicer lahko prevzeli tudi številni holdingi, ki so nastali s privatizacijo. Vendar pa imajo ti veliko bremen iz preteklosti, zaradi česar si dodatnih tveganj ne morejo privoščiti, saj je njihovo poslovanje že zdaj preveč tvegano. Poleg tega privatizacijski holdingi večinoma sploh nimajo ustreznih kadrov, ki bi lahko vodili projekte, kot jih prevzemajo skladi zasebnega kapitala (Polanič, 2010).

Groh, Liechtenstein in Lieser (2011, str. 202) Slovenijo glede globalne privlačnosti držav za globalni zasebni in tvegani kapital uvrščajo na 45. mesto izmed 80 držav. Kot slabost je za Slovenijo navedeno zelo omejeno število skladov zasebnega in tveganega kapitala, neugodna davčna zakonodaja in pravni nadzor ter omejeno število potencialnih večjih investitorjev. Med prednosti pa prištevajo eno izmed najmočnejših ekonomij centralne in vzhodne Evrope, visoko potrebo po financiranju ter neobstojevalutnega tveganja zaradi članstva v evroobmočju. SWOT analiza privlačnosti Slovenije za investicije tveganega in zasebnega kapitala je prikazana v Tabeli 7.

Groh et al. (2011, str. 202) kot pregled prikazane SWOT analize za Slovenijo podajo sklepne ugotovitve:

- majhno število transakcij, pomanjkanje urejenega okvira;
- težave pri dostopu do tradicionalnega bančnega financiranja in pomanjkanje izkušenj v prestrukturiranju bo povečalo povpraševanje po dejavnosti tveganega in zasebnega kapitala;
- novoustanovljena podjetja kažejo posebno rast in globalni doseg podcenjenih priložnosti družbam za upravljanje zasebnega kapitala.

Tabela 7: SWOT analiza privlačnosti Slovenije za investicije tveganega in zasebnega kapitala

Prednosti: • ena izmed najmočnejših ekonomij centralne in vzhodne Evrope; • visoko povpraševanje po financiranju; • članica evroobmočja – neobstojevalutnega tveganja zaradi članstva v evroobmočju.	Slabosti: • zelo omejeno število lokalnih skladov tveganega in zasebnega kapitala ter transakcij v preteklosti; • neugodna davčna zakonodaja in pravni nadzor za investicije tveganega in zasebnega kapitala; • omejeno število potencialnih velikih investicij.
Priložnosti: • splošno nerazvit trg tveganega in zasebnega kapitala pripravlja prostor za nove udeležence na trgu; • povečano povpraševanje po kapitalskih injekcijah; • potencial za udeležbo v privatizaciji številnih podjetij, ki so v lasti države.	Nevarnosti: • pravni in poslovni pogoji ne podpirajo dinamičnega sektorja MSP z zapletenim procesom pridobitve dovoljenja in registracije ter investicijskimi ovirami; • pomanjkanje zrelosti pri sklepanju poslov, počasni pravni proces in nerazvit kapitalski trg.

Vir: A. Groh, H. Liechtenstein & K. Lieser, *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2011*, 2011, str. 202.

Farag, Hommel, Witt in Wright (2004, str. 276-279) se v raziskavi osredotočijo na trge tveganega in zasebnega kapitala na Madžarskem, Češkem in Poljskem in jih primerjajo z nemškim trgom. Iz raziskave z vzorcem 68 družb za upravljanje zasebnega kapitala v tranzicijskih državah so odkrili številne dejavnike, ki ovirajo razvijajoče trge pri doseganju izbranih primerjav. Avtorji se strinjajo, da je očitna glavna ovira pomanjkanje talentiranih ljudi za upravljanje podjetij, ki so financirana z zasebnim kapitalom, tako kot je kvaliteta upravljanja uvrščena visoko kot razlog za investicijski neuspeh. Ta ugotovitev je konsistentna tudi z ugotovitvami Bliss-a (1999, str. 253-254), ki opisuje model tveganega kapitala na Poljskem. V svojem delu navaja, da se družbe za upravljanje zasebnega kapitala v prehodu iz planskega v tržno gospodarstvo soočajo s pogoji, ki so precej drugačni od tistih v razvitih državah. To vključuje visoko inflacijo in posojilne stopnje, pomanjkanje usposobljenih upravljavcev, nerazvite kapitalske trge in šibek bančni sektor.

Kot navaja Bliss (1999, str. 254), raziskava med drugim prinaša zaključke glede prilagojene celote investicijskih meril, ki odražajo nekatere unikatne težave vlagateljev v tvegani kapital, ko vrednotijo posle v tranzicijskih gospodarstvih. Identificiranih je bilo kar nekaj razlik med njihovimi merili in tistimi, ki jih uporabljajo vlagatelji v tvegani kapital v razvitih državah. Ti vključujejo naslednje:

- povečano tveganje vpliva vlade;
- težave zaradi nepreizkušenega pravnega sistema;
- alternativne metode ocenjevanja vodstvenih sposobnosti;
- nerazumna pričakovanja s strani podjetnika;
- zmanjšan izbor izhodnih strategij in
- morebitni negativni vpliv visoke inflacije.

V splošnem lahko ugotovimo, da je problem v Sloveniji tako na strani investitorjev v tovrstne sklade (pomanjkanje kapitala, vlagatelji so neustrezno poučeni o naravi in značilnostih investicij v sklade tveganega/zasebnega kapitala), kot tudi na strani upravljavcev skladov (pomanjkanje ustreznih kadrov za vodenje skladov tveganega kapitala, slabi rezultati dosedanjih upravljavcev, neustrezen izbor pravega časa za investicije). V zadnjem času je sicer opaziti porast izključno skladov tveganega kapitala, ki so pripravljeni vložiti maksimalno 2 milijona EUR na investicijo. Investicije v podjetja v zgodnejši stopnji predstavljajo v primerjavi z investicijami v podjetja v razvoju ali že razvita podjetja večje tveganje, saj je izhod še toliko bolj negotov. V tem trenutku v Sloveniji ne obstaja sklad tveganega oz. zasebnega kapitala, ki bi aktivno iskal investicije v rang 2-10 milijonov EUR (Poljšak, 2011).

V Tabeli 8 je prikazana identifikacija problemov pri družbah tveganega in zasebnega kapitala v Sloveniji.

Tabela 8: Identifikacija problemov pri družbah tveganega in zasebnega kapitala v Sloveniji

Identifikacija problema	Komentar
Zbiranje finančnih zavez	V Sloveniji ni na voljo dovolj kapitala za uspešen razvoj tveganega in zasebnega kapitala
Čas investicij	Večina investicij je bila izvedenih v času visokih vrednotenj
Nepoučeni vlagatelji	Vlagatelji ne poznajo značilnosti skladov tveganega in zasebnega kapitala ter prednosti in slabosti tovrstnih investicij
Nerazvit trg	Malo možnosti za prodajo na borzi, rešitev je v kotacijah v tujini, vendar so za to potrebna globalna podjetja
Znanje in izkušnje upraviteljev skladov	V Sloveniji so le redki upravljalci skladov, ki se lahko pohvalijo z uspešno izvedenimi izhodi/prodajami podjetij
Faza investicij	Večina skladov investira v zgodnje faze podjetij, pri katerih je izhod še toliko bolj otežen
Višina investicij	Velika večina investicij še aktivnih skladov tveganega kapitala se giblje v zneskih do maksimalno 2 milijona EUR, kar bi lahko pomenilo pomanjkanje nabora ustreznih investicij za posamezne sklade ter nezmožnost izvedbe investicij v družbe za namen obsežnejše rasti podjetja

Vir: J. Poljšak, Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji, 2011.

6 VLOGA RAZVOJNIH BANK PRI VZPOSTAVITVI MEHANIZMOV ZAGOTAVLJANJA LASTNIŠKIH VIROV FINANCIRANJA

Poznamo več vrst razvojnih institucij, ki so predstavljene v nadaljevanju, v splošnem pa ločimo: multilateralne, regionalne in nacionalne razvojne banke.

Multilateralne razvojne banke so institucije, ki zagotavljajo finančno podporo in strokovno svetovanje za gospodarske in družbene razvojne dejavnosti v državah v razvoju. Izraz multilateralne razvojne banke se običajno nanaša na skupino Svetovne banke in štiri naslednje regionalne razvojne banke (Affiliates, 2012):

- Afriško razvojno banko;
- Azijsko razvojno banko;
- Evropsko banko za obnovo in razvoj (v nadaljevanju EBRD);
- Skupino Medameriške razvojne banke.

Nelson (2012, str. 1) multilateralne razvojne banke opredeli kot internacionalne institucije, ki zagotavljajo finančno pomoč, običajno v obliki posojil in donacij, za države v razvoju, za spodbujanje gospodarskega in socialnega razvoja.

Nekatere druge banke in skladi, ki posojajo denar državam v razvoju, so prav tako opredeljene kot mednarodne ustanove za razvoj, in so pogosto združene v drugih multilateralnih finančnih institucijah. Od multilateralnih razvojnih bank se razlikujejo v tem, da imajo ožjo lastniško/člansko strukturo in se osredotočajo na posebna področja ali dejavnosti. Med njimi so (Affiliates, 2012):

- Evropska komisija in Evropska investicijska banka (v nadaljevanju EIB);
- Mednarodni sklad za razvoj kmetijstva;
- Islamska razvojna banka;
- Nordijski razvojni sklad in Nordijska investicijska banka;
- Sklad OPEC za mednarodni razvoj.

Schmit, Gheeraert, Denuit in Warny (2011, str. 59-60) uvedejo pojem pan-evropske multilateralne razvojne banke in v ta sklop uvrstijo EIB, Razvojno banko Sveta Evrope (CEB), EBRD in Črnomorsko banko za trgovino in razvoj (BSTDB).

Poleg multilateralnih razvojnih bank in multilateralnih razvojnih institucij obstajajo tudi subregionalne banke, med njimi so Razvojna banka Latinske Amerike, Karibska razvojna banka, Centralna ameriška banka za gospodarsko povezovanje, Vzhodnoafriška razvojna banka in Zahodnoafriška razvojna banka (Affiliates, 2012).

Poleg vseh omejenih obstajajo tudi nacionalne razvojne banke, ki igrajo veliko vlogo pri razvoju gospodarstev in ukrepanju na področju tržnih vrzeli. V kontinentalni Evropi s prevladujočim bančnim sistemom ločimo predvsem med štirimi osnovnimi oblikami razvojnih finančnih institucij, in sicer (Dolinar. V Rašković, 2010, str. 93):

- nacionalne razvojne banke – kot osrednje, bančno delujoče razvojne finančne institucije;
- razvojni skladi – ti predstavljajo samo ločen račun znotraj katere izmed drugih državnih institucij (npr. Ministrstvo za finance, Centralna banka, državne agencije ipd.) in so prav tako zelo pogosti;
- razvojne finančne družbe – te so lahko tudi v zasebni lasti, vendar delujejo kot družbe in ne kot banke. Pogosto ponujajo različne oblike financiranja (npr. skladi tveganega kapitala, angelski investitorji ipd.) in so manj pogoste;
- ravna nebančna podjetja, v katerih se razvojne finančne institucije pojavljajo v omejeni obliki: mednje uvrščamo npr. izvozne kreditne agencije, ki ponujajo predvsem zavarovanje izvoznih poslov in investicij v tujino pred političnimi in drugimi nekomercialnimi tveganji ter delno tudi pred določenimi izbranimi komercialnimi tveganji.

V nadaljevanju sta izpostavljeni vlogi dveh nacionalnih razvojnih bank: nemške razvojne banke Kreditanstalt für Wiederaufbau (v nadaljevanju KfW) in madžarske razvojne banke Hungarian Development Bank ter njuna vloga pri vzpostavljanju zasebnega kapitala.

Bessler, Holler in Seim (2010, str. 512) opisujejo razvoj trga tveganega in zasebnega kapitala v Nemčiji. Od konca devetdesetih let je Nemčija predstavljala vzor bančno-dominiranega

univerzalnega bančnega sistema, kjer so bančna posojila predstavljala primarni vir financiranja. Z začetkom »nove dobe gospodarstva« in vzpostavitvijo novega delniškega tržnega segmenta, imenovanega »Neuer Markt«, za hitro rastoča in tehnološka podjetja na nemški borzi v letu 1997, je tvegani kapital dosegel precejšnje povečanje v Nemčiji v smislu povečanih sredstev in investicijskih priložnosti, še posebno v nova in inovativna podjetja.

Do leta 1996 so glavne investitorje v tvegani kapital predstavljale komercialne banke, v letu 1995 so le-te zagotovile 320 milijonov EUR sredstev. Med letoma 1997 in 2000, v obdobju nove gospodarske evforije, so na trg nemškega kapitala vstopili tudi drugi investitorji. Povečalo se je število institucionalnih investicij, kot npr. s strani zavarovalnic in pokojninskih skladov, ki so tradicionalno glavni dobavitelji tveganega kapitala v bolj tržno orientiranih finančnih sistemih, kot ZDA in Združenem kraljestvu. Od leta 1997 do 2000 se je delež zagotovljenih sredstev v tvegani kapital s strani zavarovalnic povzpел z 10 % na 17 %, če upoštevamo celotni znesek zagotovljenih sredstev s strani vseh institucionalnih investitorjev. S prepoznavanjem pomembnosti financiranja novoustanovljenih podjetij in inovacij za gospodarsko rast v Nemčiji, se je relativni delež državnih agencij povečal s 5 % na 16 %. Razvojna banka KfW v veliko programih sodeluje v sindikatu investicij in kot soinvestitor, ki deluje po načelu prostega strelca (angl. *free-rider*) na sposobnostih pregleda posla bolj izkušenih družb za upravljanje tveganega kapitala. V obdobju od 2004 do 2007 so pritoki sredstev tveganega kapitala zrasli iz 1,983 milijona EUR na 4,170 milijona EUR. To je približno 50 % več kot v letu 2006, vendar pa še vedno 1 milijardo EUR manj, kot na vrhu »novega gospodarstva« v letu 2000. V letu 2007 so večino sredstev za tvegani kapital zagotovile zavarovalnice s 24 % celotnih zagotovljenih sredstev, sledile so banke in pokojninski skladi, vsak z 20 % ter javne in državne agencije s 12 %, kot npr. banka v državni lasti KfW (Bessler et al., 2010, str. 518-520).

Statistika zagotovljenih sredstev za tvegani kapital v Nemčiji od devetdesetih let do 2007 kaže na strukturne spremembe. Medtem, ko so banke sredi devetdesetih let prispevale skoraj 60 % vseh novih sredstev, so v letu 2007 prispevale le še 20 %. Ta padec je bil kompenziran s porastom sredstev, ki jih zagotavljajo zavarovalnice, vladne agencije in pokojninski skladi (Bessler et al., 2010, str. 520).

Z mednarodne perspektive so zgodovinske stopnje sindiciranja v Nemčiji precej visoke s skoraj 50 % transakcij, ki vsebujejo več kot eno družbo za upravljanje tveganega kapitala. Delež sindiciranja je iz 60 % v letu 2006 padel na samo 15 % v letu 2007. Medtem ko je visok delež sindiciranih poslov skladen s financiranjem večjih investicij v poznejših stopnjah, kar predstavlja primer nemškega trga tveganega kapitala, je velik delež poslov sofinanciran s programi, ki jih podpira vlada. To lahko pokaže na nizko raven specializacije nemških družb za upravljanje tveganega kapitala, ki jih sili k skupnemu delu z bolj izkušenimi investitorji (Bessler et al., 2010, str. 530).

Tudi Konecsny in Havay (2011, str. 162-163) navajata, da je nemška vlada odigrala ključno vlogo pri razvoju in okrepitvi nemškega trga tveganega kapitala predvsem sredi devetdesetih let. Javne intervencije so bile implementirane predvsem z neposrednim financiranjem v različnih

smereh, kot npr. zagotavljanje garancij, refinanciranje posojil in podrejena posojila. Najpomembnejša udeleženca teh programov sta bili javni instituciji KfW in Deutsche Ausgleichbank (DtA). Od združitve obeh bank v letu 2003 KfW deluje kot pravni naslednik. Glavna pristojnost KfW se nanaša na zagotavljanje javnih garancij in refinanciranje posojil, posebno za MSP. Čeprav je vloga banke pri tveganem kapitalu močno upadla, njena podrejena institucija Mittelstandsbank še vedno skrbi za naložbe. Le-ta ponuja finančne storitve preko različnih programov za podjetja s prihodki pod 50 milijonov EUR. Znotraj okvira programa »ERP Participation Programme«, banka lahko odobri posojila za refinanciranje 1 milijona EUR za zasebne investitorje, ki želijo investirati v podjetja v zgodnji stopnji. Poleg obdobja od 10 do 15 let, so pogoji teh posojil bolj ugodni od tržnih pogojev. Prejemnik kapitala lahko zaprosi za financiranje preko družb za upravljanje zasebnega kapitala, le-te kot lastniški investitorji zaprosijo za refinanciranje pred zaključkom naložbenega sporazuma na svoji banki. Znotraj programa »ERP Participation Programme« je Mittelstandsbank v nemško gospodarstvo v letih 2009 in 2010 alocirala 66 in 90 milijonov EUR s pomočjo zasebnih investorjev (KfW, 2010, str. 45).

Glede na celotno regijo centralne in vzhodne Evrope ima Madžarska enega najbolj razvitih trgov zasebnega kapitala. Če upoštevamo investicije tveganega kapitala kot odstotek BDP v letih 2007 in 2008, so podatki na Madžarskem presegli, v letu 2009 pa skoraj dosegli povprečje ravni centralne in vzhodne Evrope. V letu 2007 je bila letna vrednost investicij 491 milijonov EUR, kar se je nekoliko zmanjšalo na 477 milijonov EUR v letu 2008, in nato zmanjšalo za več kot polovico na 214 milijonov EUR v letu 2009. Zmanjševanje vrednosti investicij odraža negativne učinke gospodarske recesije v letih 2008 in 2009 (Konecsny & Havay, 2011, str. 164).

Z namenom omilitve pomanjkanja kapitala v zgodnji stopnji podjetij je madžarska vlada intervenirala na trg zasebnega kapitala. Glavne oblike politik so bili neposredni ukrepi, usmerjeni na posle z vrednostjo pod 2,5 milijona EUR. Sredi prvega desetletja 21. stoletja je delež javno podprtih kapitalskih investicij, namenjenih zgodnji stopnji zasebnega kapitala, presegel tako vrednost kot tudi število zasebno podprtih poslov za isto investicijsko stopnjo (Karsai. V Konecsny in Havay, 2011, str. 165). Osrednja institucija vladno koordiniranih programov tveganega kapitala je bila v javni lasti, in sicer nacionalna razvojna banka Hungarian Development Bank, ki je prevzela neposredne investicije do 2005-2006. Trenutno po nekaj organizacijskih spremembah obstaja več specializiranih javnih investicijskih družb in skladov, ki se ukvarjajo z izvajanjem financiranja tveganega kapitala (Konecsny & Havay, 2011, str. 165).

Program JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises) je nastal kot pobuda Evropske unije, s katerim bi povečali možnost bolj učinkovite javne intervencije na trgu tveganega kapitala. Madžarska je prav tako oznanila svojo namero za sodelovanje v programu, katerega cilj je ustvariti možnost javno-zasebnih skupnih investicij v MSP v zgodnji ali širitveni stopnji z velikim potencialom rasti z oblikovanjem (delne) skupnosti zavezanega imetja sredstev. Znesek za program, alociran s strani Evropske unije, je blizu 116,7 milijona EUR, vendar je k temu znesku potrebno prišteti še dodatnih 30 % s strani zasebnih investorjev. Pričakovano je, da naj bi znesek celotnega zbranega kapitala dosegel 166,7 milijona EUR (HVCA. V Konecsny

& Havay, 2011, str. 165). JEREMIE, pod imenom »Novi program tveganega kapitala na Madžarskem«, je bil ustanovljen oktobra 2009, ko je bilo izbranih 8 zmagovalnih družb za upravljanje zasebnega kapitala. V letu 2007 je za ustrezno dodelitev zneskov iz naslova strukturnih skladov madžarska vlada ustanovila Venture Finance Hungary Plc., ki je imel prav tako nalogo zgraditi močno sodelovanje z upravljavci zasebnih skladov. Realizirani sta bili dve obliki sodelovanja: prva se je imenovala skupni sklad (angl. *joint fund*), druga pa t. i. »so-investicije«. Skupni sklad je lahko madžarsko registriran sklad tveganega kapitala z največjo ročnostjo 10 let. Do 70 % sredstev kapitala je zagotovljenih s strani Venture Finance Hungary Plc. (najmanj 2,6 milijona EUR in največ 18,5 milijona EUR), preostali del zagotovijo zasebni vlagatelji. Glede na pogoje programa lahko več skupnih skladov deluje hkrati, vendar pa lahko poleg njih obstaja le en »so-investicijski sklad«. So-investicijski sklad je neodvisen sklad tveganega kapitala z največjo ročnostjo 10 let in je povsem v lasti Venture Finance Hungary Plc. Kot »zastavni sklad« izvaja investicije z zasebnimi investitorji do 70 % skupnega zneska, potrebnega za vsak projekt posebej (Konecsny & Havay, 2011, str. 166-167).

Kljub temu, da je bila vloga obeh nacionalnih razvojnih bank ključna le pri razvoju tveganega kapitala in ne tudi ostalih vrstah zasebnega kapitala, je pomembno predvsem dejstvo, da sta državi z razvojnima bankama intervenirali na področje tržne vrzeli ter podjetjem ponudili potreben kapital za nadaljnji razvoj.

Poleg tveganega kapitala razvojne banke danes ponujajo velik izbor različnih produktov zasebnega kapitala. V nadaljevanju je s svojo pestro ponudbo zopet predstavljena nemška razvojna banka KfW.

KfW banka je nemška nacionalna razvojna banka, ustanovljena je bila leta 1948 kot del Marshallovega plana. Danes je KfW banka v lasti Zvezne republike Nemčije v višini 80 % ter v lasti nemških pokrajin v višini 20 %. Z bilančno vsoto več kot 450 milijard EUR je KfW ena izmed treh največjih nemških bank. Kot banka brez mreže poslovalnic ali potrošniških depozitov KfW refinancira svojo posojilno dejavnost skoraj izključno na mednarodnih kapitalskih trgih. V letu 2011 je bilo teh več kot 79 milijard EUR (KfW, 2012, str. 2-3).

Podružnice KfW banke so naslednje (Mission Statement and Guiding Principles, 2012):

- KfW Privatkundenbank;
- KfW Mittelstandsbank;
- KfW Kommunalbank;
- KfW IPEX-Bank;
- KfW Entwicklungsbank in DEG.

KfW Mittelstandsbank financira MSP z namenom krepitve nemškega gospodarstva. Financiranje novoustanovljenih podjetij in MSP je poslovno področje z največjim obsegom posojil. Poleg tega omogoča MSP, da investirajo v rast in okrepitev njihovega poslovanja. Posebni programi so na voljo za financiranje inovacij s tehnološkimi podjetji ter za okoljsko zaščito, uporabo

obnovljivih virov energije in povečanje energetske učinkovitosti v podjetjih (Mission Statement and Guiding Principles, 2012).

Medtem ko KfW Privatkundenbank deluje na poslovnem področju, ki zajema promocijske sheme za pomoč pri nakupu stanovanj in izobrazbi, KfW Kommunalbank financira komunalno in socialno infrastrukturo. KfW IPEX-Banka je odgovorna za poslovno področje mednarodnih projektov in izvoznih financ. KfW Entwicklungsbank in DEG podpirata oblikovanje infrastrukture, varstvo okolja in podnebja, ter pobude zasebnega sektorja in investicij kot gonilne sile trajnostnega razvoja (Mission Statement and Guiding Principles, 2012).

Najpomembnejša izmed navedenih podružnic KfW je KfW Mittelstandsbank, ki deluje z namenom pomoči in spodbujanja podjetništva v Nemčiji. Njene oblike pomoči so naslednje: posojila, mezzanine financiranje in kapitalske investicije. Poleg naštetega sta njeni nalogi tudi podajanje informacij in svetovanje podjetnikom (Duve, 2007, str. 22).

»ERP Capital for Start-Ups« je namenjen ustanoviteljem podjetij, samozaposlenim strokovnjakom in malim podjetjem, ki so na trgu aktivna manj kot 3 leta in nimajo dovolj kapitala. Program je namenjen za ustanovitev ali prevzem podjetja, za nakup deleža v podjetju, za konsolidacijo podjetja v prvih 3 letih. Če povzamemo, je program namenjen osnovnim sredstvom in obratnemu kapitalu ter stroškom uvedbe na trg. Na voljo je podrejeno posojilo (angl. *subordinated loan*) za dobo 15 let in najvišjo vsoto 500.000 EUR. Vendar pa mora imeti posojilojemalec minimalen znesek kapitala (v vzhodni Nemčiji in Berlinu minimalen znesek kapitala znaša 10 %, v zahodni Nemčiji pa 15 % celotne investicijske vsote). Podrejeno posojilo ima 7-letni moratorij. Obrestna mera je subvencionirana prvih 10 let, od katerih so prva 3 leta subvencionirana v večji meri. Prednost podrejenega posojila je v tem, da krepi kapitalsko osnovo in utira pot do dolžniškega kapitala, ki je prav tako potreben za financiranje novoustanovljenih podjetij ali investicije na kapitalski osnovi (Business start-ups, 2012).

Za majhna, mlada in inovativna podjetja ter podjetja, ki temeljijo na tehnologiji, ki niso starejša od 10 let in ki izpolnjujejo merila za MSP Evropske komisije, je pri KfW na voljo »ERP Start-up Fund«. Omenjeni produkt izvaja lastniško financiranje samo v zgodnji stopnji za MSP, ki temeljijo na tehnologiji s partnerstvom glavnih investorjev. Samo polovica zahtevanega zneska je lahko financirana s strani sklada, v skladu s pogoji, ki jih opredeli zasebni investitor. KfW Mittelstandsbank sprosti kapital za podjetja s pomočjo nemškega Zveznega ministrstva za gospodarstvo in tehnologijo. KfW vstopi v to udeležbo, ki v večini primerov ne vključuje KfW, ob predpostavki dela upravljanja podjetja. Predpogoj je, da vsaj še nek drug investitor (vodilni investitor) prav tako istočasno vstopi v udeležbo. Udeležba KfW in vodilnega investitorja je predmet enakih finančnih pogojev (lat. *pari passu*). Podjetja lahko prejmejo kapitalske vloške pod naslednjimi pogoji: razvoj novih ali bistveno izboljšanih izdelkov, procesov ali storitev in/ali njihova predstavitev na trgu. Razvoj mora temeljiti na raziskavah in razvoju, ki jih je podjetje razvilo samo. Vodilni investitor bo svetoval in podpiral na tehnologiji temelječe podjetje v vseh gospodarskih in finančnih zadevah. Ponuditi bo moral upravljavsko znanje in izkušnje, tržno podporo ter zagotoviti dodatno financiranje. Kot vodilni investitorji so primerni kapitalska

investicijska podjetja, podjetja in poslovni angeli. Vodilni investitor nadzoruje upravljanje in razvoj tehnološkega podjetja. V zameno prejme plačilo s strani KfW (Equity capital, 2012). V letu 2009 je investiran znesek s strani sklada znašal 71 milijonov EUR, kar se je v letu 2010 povečalo na 80 milijonov EUR (KfW, 2010, str. 45)

»Turnaround consulting« ali svetovanje pri preobratu/prestrukturiranju je namenjeno MSP v gospodarskih težavah s pozitivno poslovno napovedjo. Svetovanje nudi nasvete za izboljšanje in ponovno vzpostavitev zmogljivosti in konkurenčnosti podjetja. KfW financira zunanega svetovalca za preobrat (največ do višine 8.000 EUR) in nato prejme do 75 % nepovratnih sredstev povrnjenih s strani Evropske unije (Business expansion and consolidation, 2012).

Podoben program kot turnaround consulting je tudi program »Round table« ali okrogla miza, ki uporablja nepovratna sredstva nemškega Zveznega ministrstva za gospodarstvo in tehnologijo. Program je namenjen MSP s sedežem v Nemčiji, ki so v težavah zaradi nepričakovanih gospodarskih gibanj kljub temu, da so njihovi tržni obeti dobri. Podjetja imajo možnost za dodelitev izbranih svetovalcev (projektnih nadzornikov), ki opravijo pregled podjetja, da bi ugotovili pomanjkljivosti in predlagali rešitve. Projektni nadzorniki prejmejo provizijo, ki pokrije stroške nastanitve, hrane, fotokopij, telefona ipd. (Business expansion and consolidation, 2012).

Kot lahko vidimo, KfW ponuja nabor instrumentov, ki omogočajo financiranje skozi celoten cikel podjetja. S tem so zapolnjene skoraj vse vrzeli pri financiranju MSP.

Primer produkta, ki je želel zapolniti vrzel skladov zasebnega kapitala, predstavlja tudi sklad z mezzanine kapitalom, ustanovljen s strani Japonske nacionalne razvojne banke (Development Bank of Japan, v nadaljevanju DBJ). DBJ se je povezala s Sumitomo Mitsui Banking Corporation (v nadaljevanju SMBC) za ustanovitev poslovnega sklada z mezzanine kapitalom, ki posluje s takšnimi transakcijami, kot so prednostne delnice in podrejen dolg do podjetij. Mezzanine financiranje sestoji predvsem iz prednostnih delnic in podrejenih posojil, in kot takih, pozicioniranih med visokimi posojili in lastniškim kapitalom. Medtem ko obstaja potreba po takšnem financiranju, pa je število ponudnikov kapitala v takšnih okoliščinah omejeno. DBJ je UDS Mezzanine Fund ustanovila z namenom ureditve sredstev poslovnega mezzanine kapitala in se zavezala k izgradnji trga mezzanine financiranja. DBJ upravlja sklad ter vodi transakcije, ki so opredeljene s široko mrežo, osredotočeno na stranke SMBC. Sklad zagotavlja podporo za nemoteno financiranje poslovnih strank, s čimer se lahko zmanjša investicijska vrzel skladov zasebnega kapitala in bančnih posojil (Case Study: UDS Mezzanine Fund, 2012).

Kot meni Jelić (2011), je kriza pokazala velik značaj razvojnih bank po svetu. V kriznih okoliščinah morajo razvojne banke pomagati gospodarstvu, ker je to njihov cilj. Azijska regionalna razvojna banka (Asian Development Bank, v nadaljevanju ADB) prikazuje prilagoditev krizni situaciji na trgu z dvema skladoma za preobrat/prestrukturiranje. ADB predstavlja dva sklada za preobrat oz. prestrukturiranje. Pri skladu ADM Maculus sklad, LP (v

nadaljevanju Maculus I) je bila ADB glavni investitor in je prispevala 20 milijonov USD od celotne vrednosti sklada, ki je v letu 2004 obsegal 138 milijonov USD (ADB, 2011, str. 1).

Sklad Maculus I je vlagal predvsem v kapitalsko strukturo (vrednostne papirje, posojila, lastniški kapital ali druga sredstva) potencialno uspešnih podjetij, ki kotirajo ali ne kotirajo na borzi, ki so v finančnih težavah zaradi prevelikega dolga oz. neustrezne kapitalske in finančne strukture in predstavljajo tveganje za stečaj. S pomočjo sklada je ADB zagotovila finančno podporo za izbrana podjetja v stiski in bančnemu sektorju v Aziji (ADM Maculus Fund LP, 2012).

Ključni cilji sklada so bili (ADM Maculus Fund LP, 2012):

- mobilizirati tuje prilive kapitala potencialno uspešnim podjetjem po vsej Aziji, ki se trenutno srečujejo s finančnimi težavami;
- pospeševati finančno prestrukturiranje in sanacijo teh družb, zato da bi
 - optimizirali svoja sredstva in uporabo kapitala,
 - ponovno oživili rast podjetij in povečali konkurenčnost,
 - povečali dobičkonosnost, zaposlovanje in dobro počutje zaposlenih, ter
 - uvedli najboljše industrijske, upravljaljske, okoljske in poslovne prakse upravljanja v vsej regiji;
- doseči demonstracijski učinek, saj bodo imele transakcije sklada multiplikacijski učinek z ustanovitvijo najboljše ponovljive prakse modelov prestrukturiranja, primernih za trge v razvoju v državah članicah ADB in
- posredno pomagati pri prestrukturiranju družbe zadevnih sektorjev bančništva.

Kapital za sklad Maculus I je bil investiran relativno hitro, zato je ADB leta 2005 ustanovila naslednik sklada in sicer sklad ADM Maculus Fund II L.P. (v nadaljevanju Maculus II). Omenjeni sklad je bil ustanovljen kot komanditna družba s 5-letno dobo z možnostjo podaljšanja za največ 2 enoletni obdobji. Zavezujoče obdobje (angl. *commitment period*) sklada je bilo v prvih 3 letih ali drugače določenem roku s strani svetovalnega odbora. V primeru, če je bilo pridobljeno soglasje s strani svetovalnega odbora, je bil Maculus II omejen pri izpostavljenosti zagotovljenega kapitala do največ 15 % v kateremkoli podjetju in ne več kot 35 % v eni državi (ADB, 2011, str. 1).

Kriteriji za investiranje sklada Maculus II so bili enaki kot pri skladu Maculus I. Pri podjetjih, ki jih je sklad podprl, je obstajala nevarnost stečaja, v kolikor podjetja ne bi bila finančno prestrukturirana. Pred izvedbo takšnih investicij je bilo potrebno s strani družbe za upravljanje zasebnega kapitala in upravljavca investicij preveriti (po najboljšem možnem vedenju), da naložbena priložnost ni na seznamu prepovedanih dejavnosti (ADB, 2005, str. 3 in 7).

Podjetje Asia Debt Management Hong Kong Limited (v nadaljevanju ADM) je investicijski upravljevec sklada Maculus II in je do sedaj imel veliko preteklih poslovnih dosežkov in izkušenj pri investiranju v finančni stiski/prestrukturiranju. Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1996 kot svetovalec pri strukturiranih financah in je leta 1998 postalo registrirani svetovalec za investicije. ADM je v lasti ustanoviteljev in direktorjev. ADM Maculus Investments II Limited

je družba za upravljanje zasebnega kapitala, ki je odgovorna za upravljanje sklada Maculus II. Upravičena je do upravljaljske provizije v višini 2 % letnih kapitalskih zavez v času investicijskega obdobja in nato 2 % na leto prilagojenega kapitalskega prispevka investorjev (ADB, 2011, str. 1).

Kot pravi ADB, bi brez kapitalne podpore in znanja o prestrukturiranju sklada Maculus II, nekatera podjetja šla v stečaj ali finančno stisko in/ali prenehala delovati ali se soočila z razširjeno stagnacijo. To bi občutno znižalo stopnje zaposlenosti, prihodke, povpraševanje po vložkih, plačane davke, obresti in plačila posojil (ADB, 2011, str. 5).

Posredno Maculus II obravnava pomanjkljivosti bančne dejavnosti v Aziji. Poslovno strukturiranje je ključnega pomena za ponovno vzpostavitev zdravega bančnega sektorja v ciljnih državah, kot v primeru Republike Koreje po finančni krizi leta 1997. Ranljivost bančnega sistema in gospodarstva je posledica hitre rasti, ki je prehitela vzpostavitev trdne regulacije, gradnjo institucionalnih zmogljivosti in oblikovanje trdnih načel upravljanja podjetij (ADB, 2005, str. 9).

Pridobljene izkušnje s skladom Maculus I kažejo, da je za preprečitev situacije finančne stiske in za omogočanje razumnega prestrukturiranja potrebnih več dejavnikov (ADB, 2005, str. 10-11):

- stabilen in zanesljiv pravni sistem in regulativni okvir, s posebnim poudarkom na stečajnem pravu;
- vodstvo podjetja znotraj parametrov in omejenega poslovnega okolja, kot ga določijo posojilodajalci;
- močno poslovno upravljanje družb, ki zagotavlja nadzor za preprečevanje upravljaljskih odločitev, ki postavljajo podjetja v nevarnost (npr. netrajnostni načrti širitve, podprti s posojili, ki niso korelirani z dejanskim denarjem).

7 VLOGA SID BANKE

SID banka je bila leta 1992 ustanovljena kot Slovenska izvozna družba, d.d., Ljubljana z namenom zavarovanja in financiranja izvoza slovenskih podjetij. Kot SID banka predstavlja nosilno družbo Skupine SID banka, ki organizacijam ponuja širok spekter storitev za spodbujanje konkurenčnosti v mednarodnem gospodarskem sodelovanju (Predstavitev SID banke, 2012).

Poslanstvo SID banke se glasi: »Razvijamo, opravljamo in spodbujamo finančnemu trgu dopolnilne ter dolgoročne finančne storitve za trajnostni razvoj Slovenije«, njena vizija pa je biti osrednja javna finančna institucija, ki bo s celostno ponudbo finančnemu trgu dopolnilnih storitev pomemben dejavnik rasti slovenskega gospodarstva. Z inštrumenti dolgoročnega financiranja in zavarovanja SID banka spodbuja izkoriščanje priložnosti slovenskega gospodarstva v mednarodnem gospodarskem in razvojnem sodelovanju. Njena osnovna usmeritev je biti dopolnilec finančnemu trgu (na področjih, ki jih finančni trg ne pokriva in imajo razvojno komponento) (Predstavitev SID banke, 2012).

Razvojne finančne institucije so sistemsko prikazane skozi enoten proces aktivnosti, ki jih ponazarja okvir petih A-jev, in sicer (Bruck. V Rašković, 2010, str. 95):

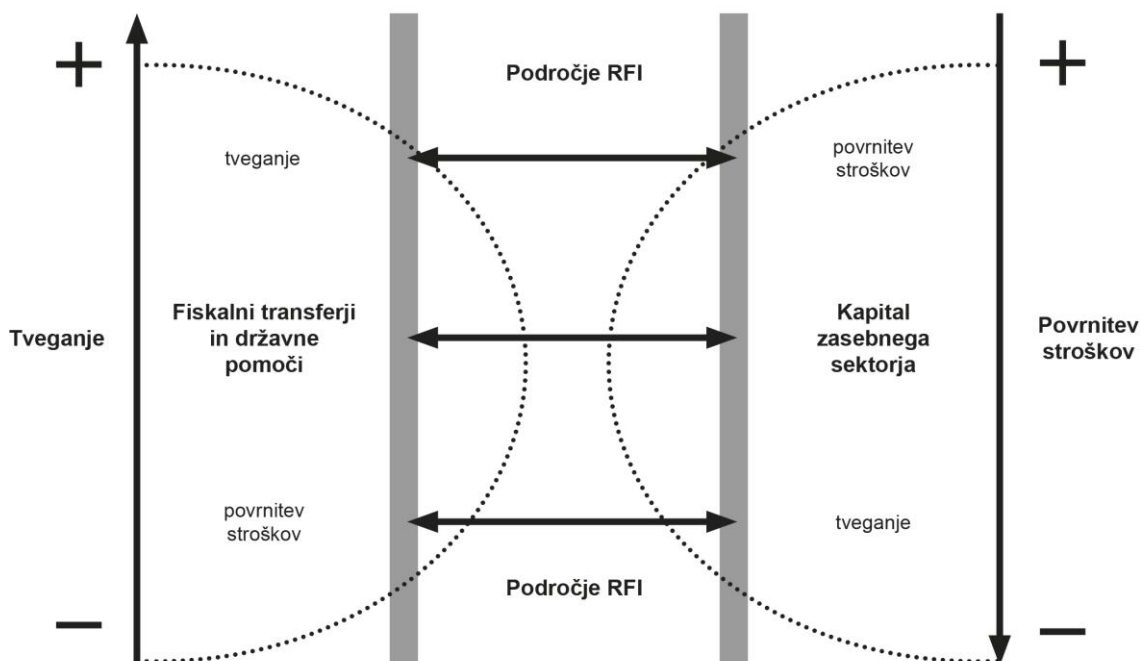
- 1. korak: ocenjevanje (angl. *appraise*) ekonomskih in družbenih učinkov potencialnih projektov za financiranje.
- 2. korak: spremljanje (angl. *accompany*) investorjev in družbeno koristnih projektov na dolgi rok z dolgoročnimi viri financiranja.
- 3. korak: pomoč (angl. *assist*) sektorjem in industrijam, ki so nujne oz. pomembne za socio-ekonomski razvoj.
- 4. korak: privabljanje (angl. *attract*) investorjev skozi vlogo katalizatorja pri financiranju projektov.
- 5. korak: olajšanje (angl. *alleviate*) negativnih učinkov finančnih kriz skozi ciklično financiranje in ponujanje financiranja tudi v obdobjih ekonomskih upočasnitev in preko povezovanja posameznih manjših (regionalnih) finančnih institucij.

Razvojne finančne institucije predstavljajo nekakšne katalizatorje razvoja, ki spodbujajo in dopolnjujejo razvoj finančnega sektorja, zagotavljajo dolgoročne finančne vire, privabljajo zasebne vire kapitala ter spodbujajo in podpirajo razvoj MSP (Bruck. V Rašković, 2010, str. 92).

Razvojno financiranje predstavlja posebno področje znotraj finančnega sektorja, ki se razteza med delovanjem zasebnega finančnega sektorja na eni strani ter državnimi transferji in državnim financiranjem na drugi strani. Temeljno poslanstvo razvojnega financiranja je tako usmerjeno predvsem v dopolnjevanje tržnega delovanja zasebnega finančnega sektorja v svoji temeljni alokacijski vlogi. Pri tem je njegovo delovanje usmerjeno zlasti v odpravljanje oz. zapolnjevanje tržnih vrzeli, tržnih nepravilnosti in odpravljanje asimetrij (npr. asimetrij informacij). Hoffmann (1998, str. 106) opredeljuje razvojno financiranje kot »skupek finančnih tokov, večinoma kapitalske narave, ki vključujejo vlaganja v razvojne projekte oz. posle v dejavnostih, ki ustvarjajo dohodke in so bodisi zasebne bodisi javne narave in ki temeljijo na načelih ekonomske dobičkonosnosti ter polne povrnitve stroškov«. Področje razvojnega financiranja je usmerjeno predvsem v dolgoročne in/ali nekoliko bolj tvegane projekte, ki pa so na podlagi določene pomoči (npr. cenejši viri financiranja, daljša ročnost sredstev, dodatna poročila in garancije ipd.) sposobni na daljši rok ustvariti dovolj dohodkov za povrnitev vseh stroškov in imajo tako potencialne družbene koristi (eksternalije).

V nadaljevanju Slika 12 prikazuje razvojno vrzel na finančnem trgu, ki se pojavi pogosto pri bolj dolgoročnih ter nekoliko bolj tveganih, a pomembnih razvojnih projektih, ki imajo lahko pomembne pozitivne družbene eksternalije. Poleg tega prikazuje tudi področje delovanja razvojnega financiranja in razvojnih finančnih institucij (Rašković, 2010, str. 88).

Slika 12: Prikaz vsebinskega področja delovanja razvojnega financiranja in razvojno finančnih institucij



Legenda: *RFI je kratica, ki pomeni razvojno finančne institucije.

Vir: Prirejeno po Musasike, 2004, str. 3. V M. Rašković, *Ekonomsko-pravni vidiki na področju razvojnega financiranja gospodarstva v Sloveniji: pregled in analiza ZSIRB, 2010, str. 89.*

SID banka ponuja širok spekter storitev za spodbujanje konkurenčnosti v mednarodnem gospodarskem sodelovanju, Jaklič (2012) pa meni, da bi bilo treba njeno razvojno vlogo še bolj razširiti z ustreznimi viri financiranja. Zgledi iz tujine nakazujejo možnosti, kot so upravljanje sredstev države, preusmeritev določenih davkov, investicije državnih skladov, dokapitalizacije, proračunska sredstva, depoziti javnega sektorja, izdajanje lastnih vrednostnih papirjev. To je nekaj možnosti, ki jih tuje razvojne banke uporabljajo za financiranje poleg zunanjega zadolževanja. Država bi morala končno zagotoviti sodelovanje vseh finančno spodbujevalnih institucij v okviru razvojno spodbujevalne platforme (SID banka, SPS, TIA, JAPT, Eko sklad, Stanovanjski sklad), kar bi omogočilo uspešnejše in racionalnejše delovanje vseh ter predvsem več sredstev za inovativna podjetja prek povezave povratnih in nepovratnih sredstev.

V Sloveniji moramo nujno vzpostaviti infrastrukturno okolje, ki bo spodbujalo pridobivanje lastniškega kapitala tudi za sveže podjetniške podvige (angl. *start-up capital* oz. *venture capital*). Odločilno inkubatorsko vlogo na tem področju morajo odigrati razvojne institucije – SID banka, SPS, JAPT, TIA, Eko sklad idr. S tem bomo v srednjeročnem obdobju (5-10 let) prišli do delujočega primarnega trga kapitala, ki bo ustvarjal nove nacionalne šampinjone, in sicer take, ki so od politike neodvisni in z njo obremenjeni samo do mere, v kateri ta kreira institucionalni okvir in infrastrukturne pogoje uspešnega, globalno usmerjenega poslovanja in spodbujanja dodane vrednosti. Tukaj bo sicer domača naloga naporna, saj uspehov iz preteklih let nimamo

veliko za pokazati. Področje pa je zelo močno povezano s splošnim poslovnim okoljem, za katerega pa moramo žal ugotoviti, da je v veliki meri neperspektivno (Berk Skok, 2010, str. 51).

Pomembno področje, na katerem so v Sloveniji nujne spremembe, je področje finančnih oblik, ki omogočajo specifične mehanizme pridobivanja finančnih virov za poslovanje in z druge strani upravljanja teh naložb ter specifično izpostavljenost vlagateljev – potrebni so t. i. neharmonizirani skladi. Z včlanitvijo v Evropsko unijo je namreč Slovenija v svoj pravni red prevzela ureditev UCITS direktive, ki predstavlja največji in izjemno pomemben segment varčevanja najširših množic. Po drugi strani pa je zatrla razvoj vseh drugih oblik, ki po direktivi niso mogoče. Države EU imajo denimo vzporedno z UCITS ureditvijo tudi razvite najrazličnejše sklade za posebne namene. Tako imajo npr. sklade zasebnega kapitala (angl. *private equity funds*), ki vključujejo različne podvrste zasebnega kapitala (naložbene politike), kot npr. sklade tveganega kapitala (angl. *venture capital funds*), sklade hibridnega lastniškega kapitala (angl. *mezzanine funds*), sklade, ki vlagajo v družbe v finančnih težavah in so namenjeni prestrukturiranju (angl. *distressed debt*), hedge sklade in sklade upravljanih terminskih pogodb (angl. *managed futures funds*), in nenazadnje nepremičninske sklade (angl. *real estate funds*) (Berk Skok, 2010, str. 51).

Vzporedno UCITS ureditvi bi bilo torej potrebno vzpostaviti ureditev posebnih oblik skladov in jim dopustiti prosto oblikovanje naložbenih politik, za potrebe zaščite malih nepoučenih vlagateljev pa regulirati samo režim prodaje (javna ali privatna ponudba). Te posebne oblike skladov bi njihovi upravljalci seveda lahko tudi uvrstili na organiziran borzni trg. S tem bi tudi dosegli, da bi sicer nelikvidne naložbe posredno postale likvidne, še preden so te uradno samostojno uvrščene na organiziran trg. Te alternativne oblike skladov so izjemnega pomena za razvoj podjetništva in robustne gospodarske rasti v prihodnje. Njihov razmah pomeni tudi doseganje višje stopnje decentralizacije upravljanja družb in s tem zmanjšanje moči politike v gospodarstvu. Nepremičninski skladi in skladi podjetij v finančnih težavah bi lahko v trenutnih gospodarskih razmerah igrali pomembno vlogo pri stabilizaciji tako realnega kot finančnega sektorja (Berk Skok, 2010, str. 51-52).

Zasebni kapital lahko igra pomembno vlogo v času recesije in oživljanju gospodarstva. Ta vloga izhaja iz osnovne dejavnosti, ki prinaša visoke donose med obdobjem poceni financiranja in bogate rasti. Ko recesija poveča pritisk na več podjetij in odkrije področja slabosti ter neuspešnosti, lahko strokovno znanje zasebnega kapitala s poudarkom na investicijskih, organizacijskih in strateških spremembah, kjer lahko dosežejo najbolj pozitivne rezultate, prepreči, da bi nekatera podjetja šla v stečaj in pomaga prestrukturirati druga podjetja, ki bi drugače propadla v teh tveganih časih (Shapiro, 2009, str. 2).

Glede na to, da je v Sloveniji trg tveganega kapitala delno že podrt s strani SPS (čeprav bi bilo tudi na tem področju potrebnih več sredstev tveganega kapitala, saj potreba po tem obstaja – dokaz za to je razpis SPS za obdobje 2011-2013, kjer so sredstva pošla že v prvem letu razpisa), bi bilo smiselno, da bi SID banka razvoj slovenskega trga zasebnega kapitala podprla z drugimi skladi zasebnega kapitala.

Achleitner, Metzger, Reiner in Tchouvakhina (2010, str. 78) trdijo, da trajne ponudbene vrzeli podobno kot v preteklosti videvamo predvsem pri financiranju investicij v zgodnji stopnji in s tem pri višjih specifičnih tveganjih ter majhnih investicijskih zneskih. Poleg tega udeleženci na trgu opažajo (novo) ponudbeno vrzel pri financiranju rasti. Te vrzeli se poskuša preseči s pomočjo razvojnih (pospeševalnih) programov v domeni Evropske unije, družb tveganega kapitala in drugih, s čimer bi prispevali tudi k razvoju gospodarstva. Več kot tri četrtine na donose osredotočenih ponudnikov tveganega kapitala uporablja kakšno izmed oblik pospeševalnih programov. Koristi teh programov družbe tveganega kapitala vidijo predvsem v zmanjševanju tveganj, res pa je tudi, da gre njihove učinke ovrednotiti glede na usmeritev posameznih družb tveganega kapitala. Dodatno ponudbeno vrzel najdemo pri financiranju za preobrat, kar lahko pripišemo rasti sanacijskih primerov kot posledici finančne krize.

Trenutne negotove gospodarske razmere so po mnenju poznavalcev razmer idealne prav za mezzanine sklade, ki v družbe nekoliko vstopajo prek zamenljivih obveznic. Če se poslovanje družbe izboljša oz. se družbi uspe uveljaviti na trgu, se mezzanine skladi odločijo za konverzijo obveznic v delnice, v nasprotnem primeru pa ostanejo upniki družbe, kar jim omogoča večjo zaščito svojega premoženja, v stečajni masi pa so poplačani pred lastniki. Mezzanine skladi sicer investirajo predvsem v manjše, bolj tvegane družbe, ki šele začenjajo poslovanje. Zaradi večjega prevzetega tveganja mezzanine skladi zahtevajo tudi večje donose. To pa je tudi ključni razlog, zakaj poskušajo družbe najprej izčrpati vse druge možnosti (najem posojil, izdaja obveznic, dokapitalizacija), preden se odločijo za finančno pomoč mezzanine skladov (Polanič, 2010).

Dokazi in podatki kažejo na to, da lahko sektor zasebnega kapitala igra konstruktivno in pozitivno vlogo v času sedanje recesije in začetnega okrevanja. V dobrih in slabih časih je osnovna dejavnost skladov zasebnega kapitala opredelitev podjetij z dolgoročnim potencialom za večjo produktivnost, prodajo in dobiček; zagotovitev kapitala za nakup teh podjetij; in vlaganje dodatnega kapitala, izboljšanje njihovih strategij in reorganizacija njihovega poslovanja za doseg višjih donosov. Javna politika bi morala podpirati te aktivnosti, še posebno med sedanjo krizo, in se vzdržati pri nalaganju dodatnih bremen, ki bi lahko ovirale te aktivnosti ali jih preusmeriti na druga gospodarstva (Shapiro, 2009, str. 11).

Achleitner et al. (2010, str. 78) so opravili raziskavo zasebnega lastniškega kapitala v Nemčiji v obdobju od 2007 do 2009 ter menijo, da lahko kot očitno posledico finančne krize navedemo rast investicij za preobrat (gre za podjetja, za katera se pričakuje, da bodo poslovala bolje, kot to verjame trg oz. družba za upravljanje zasebnega kapitala verjame, da je podjetje boljše, kot ga je ocenil trg). Tu se kaže s krizo pogojen večji delež podjetij, potrebnih sanacije. Družbe za upravljanje zasebnega kapitala so poskušale tudi proaktivno voditi njihova portfeljska podjetja, ki so se znašla v težjem eksistencialnem položaju (portfeljska podjetja so tista, ki spadajo v investicijski portfelj družb tveganega kapitala). Trud, ki so ga družbe tveganega kapitala vložile v upravljanje portfeljskih podjetij, lahko štejemo za soodgovornega pri večji previdnosti družb tveganega kapitala.

Podjetja, ki so podprta s skladi zasebnega kapitala, imajo lahko nižje stroške finančne stiske in stečaja v primerjavi s podjetji v javni lasti, saj imajo manj interesnih skupin in lahko pogosto delujejo hitreje v krizi. Akademsko literatura kaže na to, da so lahko prestrukturiranja, s katerimi se veliko podjetij sooči v času hude recesije, sprejeta bolj učinkovito v podjetjih, ki so financirana z zasebnim kapitalom, pogosto s pomočjo zamenjave dolga v kapital (angl. *debt-equity swap*). Sposobnost sklada, da zmanjša tveganje za neobvladljive likvidacije podjetij v portfelju, povečuje kreditno kvaliteto teh podjetij, izboljšuje njihove možnosti v resnem upadu, kot je sedANJI (Shapiro, 2009, str. 4).

Jaklič (2012) se strinja s tem, da je potrebna aktivnost pri sanaciji gospodarstev in reševanju delovnih mest, ki jih je še mogoče rešiti. Že leta 2009 bi morale banke in vlada oblikovati sklad za prestrukturiranje podjetij (angl. *work-out fund*), ki so se zaradi težav lastnikov ali lastne prezadolženosti znašla v težavah, a imajo še vedno dober tržni in razvojni potencial. Kljub temu pa Jaklič (2012) opozarja, da je SID banka kot državna razvojno-finančna institucija pod drobnogledom Evropske komisije. Usmerjanje SID banke v nekakšno »slabo« sanacijsko banko bi bilo izrazito razvojno škodljivo, saj bi pomenilo usmerjanje stran od njenih osnovnih dolgoročnih razvojnih usmeritev (Jaklič, 2012). Z omenjenim se strinjam, vendar pa bi bila usmeritev v povečanje ponudbe s skladi za preobrat/prestrukturiranje lahko le začasni ukrep, s katerim bi SID banka lahko pomagala gospodarstvu.

Kakor trdita Mörec in Rašković (2012, str. 51) samo povečevanje dostopnosti MSP do virov financiranja ne bi smelo vključevati le povečanega obsega temu namenjenih sredstev, temveč in predvsem zniževanje zahtev po jamstvih in poroštvi, odpravljanje administrativnih ovir ter bolj aktivno delovanje razvojnih finančnih institucij na tem področju.

Razvojne banke delujejo predvsem na področju zapolnjevanja tržnih vrzeli. Čeprav podpora financiranja podjetjem v težavah ni fokus razvojnih bank, pa menim, da je naloga prav razvojnih bank (v kolikor na tem področju obstaja tržna vrzel), da pomagajo podjetjem v finančnih težavah. Zato predlagam uvedbo sklada zasebnega kapitala, katerega fokus bi bil prestrukturiranje podjetij. Menim, da bi bilo smiselno, da SID banka postavi model le kot začasen ukrep in nato po določenem obdobju izstopi iz sklada ter ga prepusti trgu. Kljub uvedbi začasnega ukrepa pomoči podjetjem v težavah, lahko SID banka še vedno deluje s svojimi dosedanjimi razvojno usmerjenimi programi. Z omenjenim ukrepom SID banka ne bi pridobila na pomenu »slabe« banke, temveč bi le intervenirala na področje, ki trenutno podjetjem v težavah ne nudi financiranja.

Zavedati se moramo, da trenutno v Sloveniji obstaja pomanjkanje vseh vrst kapitala za lastniško financiranje podjetij. V najmanj ugodnem položaju so se znašla prezadolžena podjetja, ki ne morejo pridobiti dolžniškega financiranja. Ravno zaradi prezadolženosti podjetij, četudi načrtujejo izvedbo perspektivnih projektov, le-teh z nadaljnjimi viri ne morejo financirati. Tržna vrzel na področju zasebnega kapitala vsekakor obstaja, saj je tu delno podprt le trg tveganega kapitala (torej le v začetni stopnji rasti podjetja), medtem ko skladi zasebnega kapitala za podporo kasnejšim stopnjam rasti podjetij ne obstajajo.

Sklad zasebnega kapitala bi sicer lahko deloval v več stopnjah razvoja podjetja, saj tržna vrzel obstaja povsod, razen v začetni stopnji, kjer že delujejo nekateri skladi in družbe tveganega kapitala. Vendar pa glede na trenutno gospodarsko situacijo, kjer je potrebna aktivnost pri sanaciji podjetij in gospodarstva, menim, da bi bil sklad zasebnega kapitala za prestrukturiranje podjetij ključnega pomena pri reševanju podjetij, predvsem z namenom zniževanja finančnega vzvoda. Podoben sklad pri nas še ne obstaja, kljub temu, da je bila ustanovitev podobnega sklada s strani bank in vlade napovedana že za leto 2009.

S sredstvi iz sklada bi tako lahko pomagali podjetjem, ki so se zaradi prezadolženosti znašla v težavah, a imajo še vedno dober razvojni potencial in velik pomen za slovensko gospodarstvo (oz. bi za vse udeležence nastala večja škoda, če bi pustili, da podjetje propade). Kriterij za vključitev podjetij v sklad bi bil izbor podjetij, ki so zadolžena do te mere, ki jim onemogoča nadaljnje financiranje z dolgom. Hkrati pa bi bila to rastoča in tehnološko usmerjena podjetja, ki so v preteklosti s svojim delovanjem že generirala prihodke in dobiček, ki imajo »know-how«, so že pozicionirana na trgu in razvojno perspektivna. To bi bila inovativna podjetja z visoko dodano vrednostjo, ki sledijo trajnostnemu razvoju in potrebujejo svež kapital za nadaljnji razvoj. Takšna podjetja bi lahko z vstopom v sklad (in ravno iz razloga vstopa v sklad) tudi v prihodnje izkoriščala svoj potencial pri širjenju obsega poslovanja ter ustvarjanju dodane vrednosti z vstopom v nove nišne segmente.

Glavni namen sklada bi predstavljal dobiček, zato bi morala biti pričakovana donosnost sklada dovolj visoka. Z investiranjem v sklad bi bilo potrebno doseči povrnitev zneska vloženega kapitala, poleg tega pa tudi realizacijo dobička iz naslova uspešnosti poslovanja.

Glede na raziskavo, izvedeno s strani EIB v letu 2008, po kateri so najbolj podkapitalizirana podjetja prav MSP, in glede na eno izmed usmeritev SID banke, katere cilj je izboljšati okolje in dostop do financiranja za MSP (to je tudi cilj združenja NEFI, katerega članica je SID banka), predlagam, da se sklad zasebnega kapitala osredotoči na financiranje MSP. Poleg MSP, ki so ključna za konkurenčnost gospodarstva, se lahko dovolijo tudi izjeme (npr. financiranje velikih podjetij, kjer prevladuje predvsem dolžniško financiranje). Morda bi bilo smiselno preučiti tudi možnost ustanovitve dveh skladov zasebnega kapitala: enega za MSP in enega za velika podjetja. Dodaten pogoj bi bilo investiranje v podjetja, ki ne kotirajo na borzi.

Za model, ki bi ga postavila SID banka v obliki sklada zasebnega kapitala, predlagam značilnosti, ki so opisane v nadaljevanju. Ustanovitelj in pobudnik sklada zasebnega kapitala bi bila SID banka. Velikost sklada bi se oblikovala glede na potrebe podjetij po prestrukturiranju (koristno bi bilo predhodno narediti raziskavo o potrebah na trgu). SID banka bi lahko sklad zasebnega kapitala za namen prestrukturiranja podjetij ustanovila le kot začasen ukrep, sama pa investirala nekaj začetnih sredstev (za primerjavo: ADB je glede na celoten znesek sklada Maculus II investirala 14,5 % celotnega zneska oz. 20 milijonov EUR). Pri tem je potrebno opozoriti, da bo verjetno težko pridobiti interes ostalih investorjev za vplačilo v sklad. Ravno zato bi moral imeti sklad fokus v donosnosti. Strategija investorjev je predvsem stremeti k izhodu iz investicije, saj se šele tu realizirajo dobički, pridobljeni tekom investicije.

Za učinkovito delovanje sklada zasebnega kapitala bi bilo potrebno poiskati neodvisne visoko usposobljene upravljavce z znanji s področja podjetniških financ in določiti njihov način nagrajevanja oz. določenega dobička, ki bi ga sklad ustvaril. Ker pri nas podoben sklad za prestrukturiranje trenutno ne obstaja, bi lahko nastal problem pridobitve kadra s tako specifičnim znanjem. To bi bilo mogoče rešiti s pridobitvijo oz. »uvozom« strokovnjakov iz tega področja iz tujine. Najbolj smiselno bi bilo, če bi bil upravljavec sklada tuj sklad zasebnega kapitala z istonamensko naložbeno politiko, saj imajo tovrstni skladi v tujini znanje in izkušnje za upravljanje skladov za prestrukturiranje. Upravljavec bi hkrati lahko prispeval tudi velik del sredstev sklada.

Pred samim začetkom investiranja bi bilo seveda potrebno opraviti skrbni pregled poslovanja ter oceniti tveganje, ki je prisotno, da se podjetje kapitalsko okrepi in začne ponovno rasti. S tem bi bil opravljen tudi proces presojanja naložb, v katerem bi bila izbrana le podjetja, ki imajo ob prestrukturiranju in finančni podpori še predispozicijo za okrevanje in nadaljnjo rast ter doseganje dobičkonosnosti in konkurenčnosti. Trajanje investicij bi bilo lahko določeno delno fleksibilno, primer za to predstavlja sklad Maculus II, kjer je bil sklad ustanovljen za 5-letno obdobje z možnostjo podaljšanja za največ 2 leti. Velik del sredstev sklada bi lahko prispeval tuj sklad zasebnega kapitala (ki bi bil hkrati tudi upravljavec), ostalo pa institucionalni investitorji (banke, zavarovalnice, pokojninski skladi). Možne strategije izhoda iz investicij bi prav tako morale biti že vnaprej jasno opredeljene, pri čemer bi glede na možne strategije izhoda iz investicije, obravnavane v magistrskem delu, v primeru uporabe lastniškega kapitala prišli v poštev predvsem prodaja drugim investitorjem zasebnega kapitala (lahko tudi prvotnim delničarjem) in prva javna ponudba delnic; v primeru uporabe mezzanine kapitala pa ponovni odkup delnic s strani podjetja.

Glede mehanizma vstopa menim, da bi bili ustrezni strategiji tako financiranje z mezzanine kapitalom, kot tudi z lastniškim kapitalom.

Mezzanine kapital dopolnjuje tržno ponudbo predvsem dolžniškega financiranja in hkrati predstavlja lažji prehod na lastniške oblike financiranja. Poleg tega zapolnjuje vrzel med obema vrstama financiranja (dolžniškim in lastniškim), saj je v primeru stečaja mezzanine kapital podrejen dolžniškemu kapitalu in nadrejen lastniškemu kapitalu. Financiranje z mezzanine kapitalom predstavlja mnoge prednosti, med drugim tudi možnost zamenjave v delnice podjetja, s čimer se mezzanine kapital pretvori v udeležbo v lastniškem kapitalu. Je cenejši vir od lastniškega kapitala, povečuje kapitalske donose ter zagotavlja dodaten vir kvazi-kapitalskih sredstev v finančni strukturi podjetja. Da bi podjetja lahko pridobila mezzanine kapital, morajo pokazati pretekle dosežke in rezultate v svoji panogi ter plan širitve poslovanja. Poleg omenjenega zaupanje investitorjev mezzanine kapitala poveča ugled podjetja. Zaradi navedenega se tudi drugi investitorji lažje odločijo za investicijo v takšno podjetje. Pomislek v primeru financiranja z mezzanine kapitalom predstavlja pomanjkanje upravljanja, saj v primeru dosedanjega neustreznega vodstva podjetja ne bi bilo možno vplivati na potrebno spremembo upravljanja. Pomanjkljivost mezzanine kapitala je tudi nerazumevanje delovanja le-tega, zato bi bila podjetnikom in institucionalnim investitorjem potrebna nazorna predstavitev instrumenta.

V primerjavi z mezzanine kapitalom lastniški kapital sicer predstavlja bolj tvegano obliko financiranja, vendar hkrati tudi bolj donosno in privlačno za investitorje. Lastniški kapital za podjetje predstavlja trajen vir financiranja. Pri tej obliki je z vstopom investorjev v lastništvo podjetja (v primerjavi z mezzanine kapitalom) možen vpliv na upravljanje, kar bi bilo koristno predvsem za podjetja z dosedanjim neustreznim vodstvom. S povečevanjem vloška kapitala, ki ga priskrbijo upravljavci in investitorji, se povečuje tudi nadzor nad podjetjem in s tem koristi od povečevanja same vrednosti podjetja.

Med razloge, zakaj večini slovenskih podjetij primanjkuje kapitala, spada med drugim tudi navezanost lastnikov na lastništvo podjetij, ker se jih veliko v zameno za pridobitev kapitala ni pripravljenih odpovedati prevzemu deleža v podjetju in posledično upravljanju podjetja. Nekatera podjetja skrbi tudi kasnejša nekompatibilnost med strateškimi partnerji pri nadaljnji viziji razvoja podjetja, zaradi katere lahko pride do menjave vodstva. Da se bodo tudi takšna podjetja odločila za pristop k sodelovanju pri skladu za prestrukturiranje, je potrebno podjetjem predstaviti celotne prednosti in koristi, ki izhajajo iz sklada, ter jih postaviti pred dejstvo, da sklad v trenutni situaciji predstavlja skoraj edino možnost financiranja in da imajo ob izstopu investorjev iz podjetja možnost ponovno odkupiti prevzeti delež podjetja. Glavna naloga investorjev oz. upravljavcev sklada je predvsem pridobiti čim več povpraševalcev po kapitalu.

Da bi lahko zgoraj opisani model sklada zasebnega kapitala v polnosti zaživel, bi bila najprej potrebna sprememba Zakona o Slovenski izvozni in razvojni banki (Ur. l. RS, št. 56/2008, 20/2009, v nadaljevanju ZSIRB), na podlagi katerega deluje SID banka. ZSIRB v 11. b členu omenja le tvegani kapital, ne pa zasebnega in sicer določa, da »SID banka deluje na segmentih tržne vrzeli, in sicer zlasti na področjih gospodarstva, s posebnim poudarkom na MSP, podjetništvu in tveganemu kapitalu, predvsem z namenom financiranja podjetniških projektov v vseh fazah razvoja...«.

Neugodnost za ustanovitev sklada zasebnega kapitala trenutno predstavlja davčni vidik, saj davčna zakonodaja skladom zasebnega kapitala ni naklonjena, le-ti so namreč obdavčeni z 20 % stopnjo obdavčitve (skladno z Zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb), torej enako kot vse ostale gospodarske družbe. V ZDTK je bila z namenom ureditve družb tveganega kapitala sicer določena ničelna davčna stopnja, vendar le v zvezi z naložbami tveganega kapitala, ne pa v zvezi s celotnimi prihodki. Za ostale sklade zasebnega kapitala ne obstaja posebna regulativa, zato njihovo področje ureja ZGD-1. Tudi raziskava, opravljena leta 2006 s strani EVCA, je pokazala, da je pravno okolje v Sloveniji za spodbujanje zasebnega lastniškega kapitala zelo neugodno. Da bi sklad zasebnega kapitala postal privlačen za investitorje, bi morala svoj interes s pravno regulacijo in davčnimi olajšavami pokazati država. V nasprotnem primeru je namreč bolj smiselna registracija sklada v tujini, v državah davčnih oaz.

Glede na to, da se je v trenutni gospodarski krizi pokazala neučinkovitost slovenskih podpornih institucij za podjetništvo, bi bilo ob ustanovitvi sklada zasebnega kapitala smiselno pretehtati razloge za sodelovanje s katero izmed institucij. Z večjo povezanostjo podpornih institucij bi namreč podjetjem lahko ponudili bolj celovit spekter ponudbe financiranja s kapitalom.

Menim, da je izbira sklada za prestrukturiranja prava, saj podjetja v finančnih težavah zelo težko dobijo sredstva iz več razlogov. Banke namreč niso pripravljene posojati denarja podjetjem, ki ne plačujejo redno svojih obveznosti, pri nas pa je plačilna nedisciplina zelo velika, v trenutni situaciji še toliko večja. Tuji vlagatelji s svojimi skladi niso pripravljeni vstopiti na slovenski trg, saj prevelike ovire predstavljajo visoki davki, neučinkovit sodni sistem in majhnost slovenskega trga. V kolikor bi se našli morebitni ponudniki kapitala (npr. poslovni angeli, čeprav le-ti ponavadi investirajo v novoustanovljena rastoča podjetja), pa bi za to zahtevali zelo visoko ceno.

Sklad za prestrukturiranje bi premostil tržno vrzel, ki se je še poglobila v obdobju finančne krize. Podjetjem bi sklad dal na razpolago svojo mrežo strokovnjakov s finančnimi znanji in aktivno sodeloval pri upravljanju podjetij v portfelju. Celotna filozofija sklada bi temeljila na povečanju dobičkov investorjev na srednji in dolgi rok, ob hkratni podpori podjetja za razdolžitev ter ponovno rast in razvoj. Najpomembnejša prednost oz. dodana vrednost sklada bi nedvomno bila povečanje učinkovitosti podjetij v portfelju, saj so skladi zasebnega kapitala znani kot neprizanesljivi upravljavci, ki optimizirajo poslovanje podjetij na področju zmanjševanja stroškov, racionalizacije poslovnega procesa, strateškega upravljanja itd. Ravno iz razloga izboljšanja učinkovitosti podjetij v portfelju pridobivajo skladi zasebnega kapitala vedno večjo vlogo pri upravljanju premoženja, poleg tega pa izboljšujejo tudi učinkovitost finančnih trgov.

Poleg učinkovitosti in visoke donosnosti bi bili cilji sklada tudi ponovna oživitev uspešnih podjetij s trenutnimi finančnimi težavami, povečanje konkurenčnosti in zaposlovanja. Sklad bi imel multiplikacijski učinek tudi na gospodarstvo, saj bi SID banka z ustanovitvijo sklada ostalim udeležencem na trgu pokazala nov produkt in dobro prakso (katero bi tudi sama lahko prevzela od drugih razvojnih bank in jo prilagodila na slovensko okolje), in po kateri bi se lahko zgledovali in jo posnemali tudi ostali udeleženci pri razvoju podobnih in novih produktov na področju zasebnega kapitala.

Prednosti, ki bi jih z ustanovitvijo sklada zasebnega kapitala za prestrukturiranje pridobili udeleženci, je veliko. Poleg povečanja dobička iz naslova naložbe za investitorje bi s skladom omogočili dostop do kapitala podjetjem, ki so prezadolžena in v finančnih težavah, vendar imajo ob ustrezni kapitalski podpori dobre obete za prihodnost. Perspektivnim podjetjem, ki bi brez bančnih posojil težko preživela, bi v trenutno nastalih razmerah omogočili obstoj. Sredstva iz sklada bi za podjetja pomenila znižanje zadolženosti in finančnega vzvoda, večjo zaposlenost, predvsem pa finančno podporo za ohranitev podjetij in njihovo ponovno rast v prihodnje. To bi posledično pomenilo tudi večjo finančno stabilnost in konkurenčnost ter imelo pozitiven vpliv na gospodarski razvoj. Poleg omenjenega bi sklad zasebnega kapitala pomenil tudi alternativo bančnim posojilom, hkrati pa bi nudil podporo bančnemu sektorju in gospodarstvu, saj bi se lahko banke posvetile financiranju »zdravih« podjetij, sklad pa bi financiral podjetja v težavah. Od vključitve podjetij v sklad (zaradi nadaljnjega delovanja podjetij) bi navsezadnje imela koristi tudi država, saj bi s tem pridobila več prihodkov države oz. več davkov.

SKLEP

Zasebni kapital pomeni naložbe zasebnega kapitala v lastniške deleže podjetij, ki ne kotirajo na borzi. Upravljavec zasebnega kapitala z naložbo ne zagotovi le finančnih sredstev, ki podjetju nadaljnje omogočijo rast in razvoj, temveč prispeva tudi svoje upravljaljske sposobnosti, izkušnje in kader. Z naložbo pridobi pomemben, navadno prevladujoč lastniški delež, s tem pa posledično odločilen vpliv na oblikovanje in izvajanje nadaljnje strategije podjetja. Skladi zasebnega kapitala so aktivno vključeni v upravljanje svojih investicij. Poleg tega predstavljajo posebno obliko finančnega posredništva, saj s svojim znanjem in izkušnjami omogočajo rast in razvoj podjetja ter mu dodajajo vrednost.

Kot je predstavljeno že v vsebini magistrskega dela, je v Sloveniji trg zasebnega kapitala zelo slabo razvit, za razvoj skladov zasebnega kapitala obstaja veliko ovir. Da bi razvoj zasebnega kapitala sploh zaživel, bi morala prvo potezo narediti država z ustrezno zakonodajo in davčnimi olajšavami. Podjetniški sektor in institucionalne investitorje, kot npr. banke, zavarovalnice in pokojninske sklade pa bi bilo potrebno seznaniti z novimi lastniškimi produkti financiranja ter v njih zbuditi zanimanje in zaupanje.

Tržna vrzel na področju zasebnega kapitala vsekakor obstaja, zato bi SID banka kot razvojna banka lahko intervenirala na tem segmentu. Primerjava s KfW pokaže, da lahko razvojne banke trgu ponudijo celoten spekter produktov za podjetja v različnih stopnjah življenjskega cikla. KfW tako predstavlja primer podporne institucije v enem. Prav nasprotno pa imamo v Sloveniji razdrobljeno poslovno okolje, kjer več podpornih institucij za podjetništvo deluje dokaj neusklajeno. Za doseg boljših rezultatov in celovitega razvoja produktov zasebnega kapitala bi bilo morda smiselno medsebojno sodelovanje in povezava podpornih institucij ali pa prenos vseh produktov zasebnega kapitala na eno institucijo, predlagam SID banko.

Predlagam, da SID banka pri razvoju produktov posveti pozornost skladom zasebnega kapitala, glede na trenutne razmere bi bila najbolj potrebna in ključna uvedba sklada za preobrat/prestrukturiranje. Zaradi razvoja finančne krize bi SID banka podjetjem in gospodarstvu lahko najbolj pomagala s skladom za preobrat, saj je vedno več podjetij na robu stečaja ali prisilne poravnave. Menim, da bi bila v trenutni situaciji ne le zaželjena, temveč tudi nujno potrebna aktivnejša vloga razvojnih bank na področju reševanja podjetij v težavah. Ciljna podjetja, ki bi jih sklad financiral, bi bila tista, ki so se zaradi prezadolženosti znašla v težavah, a imajo še vedno dober razvojni potencial in velik pomen za slovensko gospodarstvo.

Pri oblikovanju produkta sklada za preobrat bi lahko SID banka postopala podobno kot ADB pri skladih Maculus I in II, kjer je bila ADB ustanovitelj sklada in investitor (poleg ostalih investorjev), kot upravljavec pa je bilo odgovorno specializirano podjetje z veliko izkušnjami na področju prestrukturiranja podjetij. Ker v Sloveniji podoben sklad za prestrukturiranje še ne obstaja, bi lahko zaradi pomanjkanja izkušenj upravljavcev za to obliko skladov primerne kadre začasno uvozili iz tujine. Kot upravljavca sklada predlagam tuj sklad zasebnega kapitala, ki bi prispeval tudi velik del sredstev. SID banka bi lahko pri razvoju sklada zasebnega kapitala

sodelovala eno investicijsko obdobje le kot iniciator, s tem trgu pokazala pot dobre prakse in nato sklad zasebnega kapitala prepustila trgu. Z ustanovitvijo sklada zasebnega kapitala bi SID banka odpravila tržno vrzel in izpolnila svoje poslanstvo.

Prvi korak in ključno vlogo pri ustanovitvi sklada zasebnega kapitala (in s tem razvoja trga zasebnega kapitala) mora imeti država, ki naj sklad podpre s primerno regulativo in davčno politiko. Na ta način bo okolje primerno za ustanovitev skladov zasebnega kapitala, podjetjem pa bo omogočen dostop do tako potrebnih virov financiranja in nadaljnja rast, zaradi česar se bo njihova konkurenčnost povečala. Kot kažeta zgleda nemške in madžarske razvojne banke, ki sta predstavljena v magistrskem delu, sta omenjeni razvojni banki odigrali ključno vlogo pri razvoju in okrepitvi tveganega kapitala. To je imelo velik multiplikacijski učinek na gospodarstvo, s tem pa so bile zapolnjene tudi tržne vrzeli. Menim, da lahko v trenutni situaciji tudi SID banka ob podpori vlade ustrezno poseže na trg, ustanovi sklad zasebnega kapitala za prestrukturiranje in perspektivnim podjetjem ponudi kapital, ki ga podjetja potrebujejo.

LITERATURA IN VIRI

1. Achleitner, A. K., Metzger, G., Reiner, U., & Tchouvakhina, M. (2010, november). Beteiligungsmarkt nach der Krise – Optimistischer Ausblick aber Angebotslücke beim Wachstumskapital wird größer. *KfW – Research*. Najdeno 15. aprila 2012 na spletnem naslovu http://www.kfw.de/kfw/de/I/II/Download_Center/Fachthemen/Research/PDF-Dokumente_Sonderpublikationen/Beteiligungsmarkt_nach_der_Krise_-_Internet.pdf
2. ADB (2005, december). Proposed Equity Investment in the ADM Maculus Fund II L.P. *Report and Recommendation of the President to the Board of Directors*. Najdeno 15. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www2.adb.org/Documents/RRPs/REG/39918-REG-RRP.pdf>
3. ADB (2011, december). Regional: ADM Maculus Fund II L.P. *Extended Annual Review Report*. Najdeno 15. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www2.adb.org/Documents/XARRs/REG/39918-01-reg-xarr.pdf>
4. *ADM Maculus Fund LP*. Najdeno 4. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://pid.adb.org/pid/PsView.htm?projNo=37913&seqNo=01&typeCd=4>
5. *Affiliates*. Najdeno 16. junija 2012 na spletnem naslovu <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTABOUTUS/0,,contentMDK:20040612~menuPK:8336267~pagePK:51123644~piPK:329829~theSitePK:29708,00.html>
6. Axelson, U., Stromberg, P., & Weisbach, M. S. (2009). Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds. *Journal of Finance*, 64(4), 1549-1582.
7. Banka Slovenije (2011, maj). Poročilo o finančni stabilnosti. Najdeno 20. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?MapaId=285>
8. Bergmann, B., Christophers, H., Huss, M., & Zimmermann, H. (2010). Chapter 4: Listed Private Equity. V D. Cumming (ur.), *Private Equity. Fund Types, Risks and Returns, and Regulation* (str. 53-70). New Jersey: John Wiley & Sons.
9. Berk Skok, A. (2010). Poslovanje institucij trga kapitala in priložnosti za razvoj trga kapitala. V M. Simoneti (ur.), *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi* (str. 19-55). Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
10. Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2007). *Economics of Strategy*. Hoboken: John Wiley & Sons.
11. Bessler, W., Holler, J., & Seim, M. (2010). Chapter 22: Venture Capital and Private Equity in Germany. V D. Cumming (ur.), *Private Equity. Fund Types, Risks and Returns, and Regulation* (str. 511-553). New Jersey: John Wiley & Sons.
12. Bliss, R. T. (1999). A venture capital model for transitioning economies: The case of Poland. *Venture Capital*, 1(3), 241-257.
13. *Business expansion and consolidation*. Najdeno 9. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.kfw.de/kfw/en/Domestic_Promotion/Our_offers/Business_expansion_and_consolidation.jsp
14. *Business start-ups*. Najdeno 9. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.kfw.de/kfw/en/Domestic_Promotion/Our_offers/Business_start-ups.jsp
15. BVCA (2010). Guide to Private Equity. Najdeno 6. septembra 2012 na spletnem naslovu http://admin.bvca.co.uk/library/documents/Guide_to_Private_Equity.pdf

16. *Case Study: UDS Mezzanine Fund*. Najdeno 5. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.dbj.jp/en/solution/financial/capital/udsmf.html>
17. Caselli, S. (2010). *Private Equity and Venture Capital in Europe*. New York: Elsevier.
18. Cressy, R. (2010). Chapter 15: Employment, Wage, and Productivity Effects of Private Equity Transactions. V D. Cumming (ur.), *Private Equity. Fund Types, Risks and Returns, and Regulation* (str. 311-330). New Jersey: John Wiley & Sons.
19. Cunny, C. J., & Talmor, E. (2007). A theory of private equity turnarounds. *Journal of corporate finance*, 13(4), 629-646.
20. Damijan, P. J. (2010). Korporativno upravljanje, privatizacija in financiranje razvoja v Sloveniji po finančni krizi. V M. Simoneti (ur.), *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi* (str. 170-178). Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
21. DePonte, K. (2007). An overview of the private equity distressed debt and restructuring markets. Najdeno 7. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://probitaspartners.com/pdfs/Distressed+-+Overview.pdf>
22. Dominguez, J., & Bailey, B. D. (2008). Growth Capital: Investing in Rapid Growth, High Potential Companies. Najdeno 7. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.svb.com/publicationdetail.aspx?id=583>
23. Državna pomoč in tvegani kapital. *Uradni list Evropske unije* št. 2001/C 235/03. Najdeno 5. oktobra 2011 na spletnem naslovu [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:08:02:52001XC0821\(01\):SL:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:08:02:52001XC0821(01):SL:PDF)
24. Dufour, J. M. (2008). Market failure, inequality and redistribution. *Ethics and Economics*, 6(1), 1-9.
25. Duve, T. (2007). SME Financing in Germany KfW's Role. Najdeno 7. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&sqi=2&ved=0CFUQFjAC&url=http%3A%2F%2Fwww.alide.org.pe%2Fdownload%2Fseminarios%2FKfW_Alide%2FDownload%2F3_Thomas-Duve_KfW.pps&ei=Iof5T8izCY_P4QSfppyQBw&usg=AFQjCNEQcEwZjUF5fW5UYLo6ad3rXWjBvQ
26. *Equity capital*. Najdeno 9. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.kfw.de/kfw/en/Domestic_Promotion/Our_offers/Housing47068.jsp
27. *EVCA Yearbook*. Najdeno 6. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=6392>
28. EVCA. (2007). Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs. *An EVCA Special Paper*. Bruselj: EVCA. Najdeno 27. oktobra 2011 na spletnem naslovu http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVGuide.pdf
29. EVCA. (2012). Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe. *Yearbook 2012*. Najdeno 6. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf

30. *Expansion & Growth Capital*. Najdeno 6. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.ventures4growth.com/content.aspx?PageId=162>
31. Farag, H., Hommel, U., Witt, P., & Wright, M. (2004). Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies: A comparative analysis of Eastern European and German markets. *Venture Capital*, 6(4), 257-282.
32. *Faze rasti podjetja*. Najdeno 30. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.blazkos.com/faze-rasti-podjetja.php>
33. Fleming, G. (2010). Chapter 2: Institutional Investment in Private Equity: Motivations, Strategies, and Performance. V D. Cumming (ur.), *Private Equity. Fund Types, Risks and Returns, and Regulation* (str. 9-29). New Jersey: John Wiley & Sons.
34. Fraser-Sampson, G. (2007). *Private Equity as an Asset Class*. Chichester: John Wiley & Sons.
35. Gabrič, P. (2008, 20. december). Primerjalnopravni vidik obdavčitve naložb zasebnega lastniškega kapitala. *Podjetje in delo*, 8(34), 1718-1743.
36. Gabrič, P. (2009, december). Ekonomski pomen naložb zasebnega lastniškega kapitala. *LeXonomica – Revija za pravo in ekonomijo*, 1(2), 215-245.
37. Glas, M. (2001, 18. marec). Zakaj je vlaganje tveganega kapitala največ v ZDA? *Finance*. Najdeno 14. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/3583/Zakaj-je-vlaganje-tveganega-kapitala-najve%C4%8D-v-ZDA>
38. Groh, A., Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2011). The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2011. Najdeno 13. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.iese.edu/research/pdfs/ESTUDIO-143-E.pdf>
39. Hoffmann, L. S. (1998). *The Law and Business of International Project Finance*. London: Kluwer Law International.
40. Inštitut za raziskovanje podjetništva (2011). Vse kar morate vedeti o virih financiranja za zagon in razvoj podjetja. Najdeno 14. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.innovation2020.eu/Dokumenti/Koristni_nasveti/Vse%20kar%20morate%20vedeti%20o%20virih%20financiranja%20za%20zagon%20in%20razvoj%20podjetja_final.pdf
41. Ivanjko, Š., Kocbek, M., & Prelič, S. (2009). *Korporacijsko pravo*. Ljubljana: GV Založba.
42. Jaklič, M. (2012, 21. april). Kako v času fiskalne vzdržnosti spodbuditi rast in razvoj? *Sobotna priloga*. Najdeno 21. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/zgodbe/sobotnapriloga/kako-v-casu-fiskalne-vzdrznosti-spodbuditi-rast-in-razvoj.html>
43. Jelić, N. (2011, 13. december). Ova kriza pokazala je koliko je važan HBOR. Intervju: Anton Kovačev, predsednik Uprave HBOR-a. *Globus*. Najdeno 13. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://globus.jutarnji.hr/hrvatska/ova-kriza-pokazala-je-koliko-je-vazan-hbor>
44. Kahl, M., & School, A. (2001). Financial Distress As A Selection Mechanism: Performance and Survival From The Onset To The Resolution of Financial Distress. Najdeno 8. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.cepr.org.uk/meets/wkcn/5/567/papers/kahl.pdf>
45. KfW (2010). Letno poročilo KfW. Najdeno 15. aprila 2012 na spletnem naslovu http://www.kfw.de/kfw/en/I/II/Download_Center/Financial_Publications/Financial_publications/1_Geschaeftsberichte_E/20110610_Internet_KfW_GB10_EN.pdf

46. KfW (2012, april). An overview. Facts and figures. Najdeno 7. maja 2012 na spletnem naslovu
http://www.kfw.de/kfw/de/I/II/Download_Center/Fachthemen/Kompass_und_Imagebroschüre/KfW_An_overview_en.pdf
47. Klier, D. O. (2009). *Managing Diversified Portfolios: What Multi-Business Firms Can Learn from Private Equity*. Heidelberg: Physica – Verlag.
48. Koman, K. (2012, april). Lov na sveže milijone tveganega kapitala. *Manager*, (4), str. 53-58.
49. *Koncept lastniškega financiranja in tveganega kapitala*. Najdeno 14. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.blazkos.com/koncept-lastniskega-financiranja-in-tveganega-kapitala.php>
50. Konecsny, J., & Havay, D. (2011). The Importance of State's Role in the Hungarian Venture Capital Market. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 3(2), 159-168.
51. Korže, B. (2010). *Pravo družb in poslovno pravo*. Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije.
52. Kukla, D. (2011). *Competitive Strategy of Private Equity: Boundary of the Investment Firm* (doktorska disertacija). Najdeno 14. novembra 2011 na spletnem naslovu http://opus.kobv.de/tuberlin/volltexte/2011/2958/pdf/kukla_daniel.pdf
53. *Lastniško financiranje*. Najdeno 27. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.podjetniski-portal.si/index.php?mode=preview&i=187>
54. *Lastniško financiranje*. Najdeno 15. oktobra 2011 na spletnem naslovu http://www.podjetniskisklad.si/index.php?option=com_content&view=article&id=118&Itemid=12
55. Lerner, J., Hardyman, F., & Leamon, A. (2005). *Venture Capital and Private Equity. A Casebook*. New York: John Willey & Sons.
56. *Market failure*. Najdeno 7. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3254>
57. Marks, K. H., Robbins, L. E., Fernandez, G., & Funkhouser, J. P. (2005). *The Handbook of Financing Growth – Strategies and Capital Structure*. New Jersey: John Willey & Sons.
58. Mastnak, S. (2010). Gospodarsko-finančna kriza in možnosti za financiranje gospodarskih družb preko trga kapitala. V M. Simoneti (ur.), *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi* (str. 82-91). Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
59. Masulis, R. W., & Thomas, R. S. (2009). Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance. *University of Chicago Law Review*, 76(1), 219-259.
60. Meyer, T. M. (2009, 20. julija). Private Equity: Obituaries are premature. *Deutsche Bank Research*. Najdeno 14. aprila 2012 na spletnem naslovu http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000243822/Private+Equity%3A+Obituaries+are+premature.PDF
61. Meyer, T. M. (2012, 28. februar). Tight credit, low growth: How will private equity fare in Europe? *Deutsche Bank Research*. Najdeno 14. aprila 2012 na spletnem naslovu http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000285738/Tight+credit,+low+growth%3A++How+will+private+equity+fare+in+Europe%3F.PDF

62. *Mission Statement and Guiding Principles*. Najdeno 7. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.kfw.de/kfw/en/KfW_Group/About_KfW/Identity/Mission_Statement_and_Guiding_Principles/index.jsp
63. Mörec, B., & Rašković, M. (2012). Struktura kapitala podjetij v Sloveniji. *Bančni vestnik*, 61(1-2), 45-53.
64. Mrak, M., Rojec, M., & Simoneti, M. (2010). Plačilnobilančni in podjetniški vidiki kapitalskih prilivov v Slovenijo – Slabosti prevelike naslonitve na dolžniške vire v pogojih krize. Najdeno 6. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.mednarodni-odnosi.si/cmo/CIR/CIR6MrakRojecSimoneti.pdf>
65. Nelson, R. (2012). Multilateral Development Banks: Overview and Issues for Congress. Najdeno 8. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41170.pdf>
66. Petavs, S. (2011a, 8. marec). Manj svobode za večjo trdnost podjetja. *Finance*. Najdeno 8. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/305002/Manj-svobode-za-ve%C4%8Djo-trdnost-podjetja>
67. Petavs, S. (2011b, 29. november). Nasvet: Kdaj okorele banke ne bodo več potrebne. Kaj podjetjem poleg bančnih posojil še preostane pri iskanju svežega denarja? *Finance*. Najdeno 29. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/331816>
68. Pfeifer, B. (2008). Osnove lastniških oblik financiranja MSP in razvoj trga rizičnega in tveganega kapitala v Republiki Sloveniji. Najdeno 7. oktobra 2011 na spletnem naslovu http://www.imamidejo.si/resources/files/doc/Osnove_lastni_kih_oblik_financiranja_MSP.pdf
69. Polanič, M. (2010, 6. februar). Skladi zasebnega kapitala vstopajo v nove panoge in iščejo nove tarče. *Dnevnik*. Najdeno 12. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042335722
70. Polanič, M. (2012, 30. januar). Kapitalsko je podhranjeno že vsako peto slovensko podjetje. *Dnevnik*. Najdeno 30. januarja 2012 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042505909
71. Poljšak, J. (2011). *Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji* (interno gradivo). Ljubljana.
72. Popov, A., & Roosenboom, P. (2009). On the real effects of private equity investment. Evidence from new business creation. *European Central Bank*. Najdeno 19. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1078.pdf>
73. *Poslovni angeli Slovenije*. Najdeno 13. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.poslovniangeli.si/poslovni-angeli-slovenije/>
74. *Predstavitev SID banke*. Najdeno 29. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.sid.si/Predstavitev-SID-banke>
75. *Private equity investment*. Najdeno 6. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.llrcapital.com/equity-and-investment.asp>
76. *Private equity*. Najdeno 30. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.adveq.com/private-equity/market-view.html>
77. Rašković, M. (2010, junij). Ekonomsko-pravni vidiki na področju razvojnega financiranja gospodarstva v Sloveniji: pregled in analiza ZSIRB. *LeXonomica – Revija za pravo in ekonomijo*, 2(1), 85-109.

78. *Razpisi in viri financiranja*. Najdeno 14. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.srce-slovenije.si/aktivni-podjetnik/razpisi-in-viri-financiranja>
79. *Register družb tveganega kapitala*. Najdeno 12. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.mgrt.gov.si/si/zakonodaja_in_dokumenti/podjetnistvo_in_konkurencnost/drugi_pomembni_dokumenti/register_druzbtveganega_kapitala/register_druzbtveganega_kapitala/
80. *Rizični kapital*. Najdeno 14. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.podjetniski-portal.si/index.php?mode=preview&i=188>
81. Robertson, J. (2009). Private Equity Funds. *New Political Economy*, 14(4), 545-555.
82. *RSG Kapital je član in prvi zastopnik novoustanovljenega Združenja ponudnikov tveganega kapitala*. Najdeno 14. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.rsg-capital.si/novice/novice-rsg-kapital/rsg-kapital-je-clan-in-prvi-zastopnik-novoustanovljenega-zdr>
83. Schmit, M., Gheeraert, L., Denuit, T., & Warny, C. (2011). Public financial institutions in Europe. Najdeno 8. januarja 2012 na spletnem naslovu http://www.adfiap.org/wp-content/uploads/2011/06/2011_03_28_Publ-Fin-Inst-in-Europe_Final.pdf
84. Schneider, M., & Valenti, A. (2010). The Effects of »Going Private« Using Private Equity: The Newly Private Corporation and the Dimensions of Corporate Performance. *Business & Society Review*, 115(1), 75-106.
85. Shapiro, R. J. (2009). The Role of the Private Equity Sector Promoting Economic Recovery. Najdeno 14. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.pegcc.org/wordpress/wp-content/uploads/pec_economic-recovery_032309a.pdf
86. Simoneti, M. (2010). *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
87. *Slovenija svoje strateške lege v Evropi ne zna izkoristiti* (2012, 10. april). Najdeno 12. junija 2012 na spletnem naslovu <http://zaposlitveni-portal-mojedelo.blogspot.com/2012/04/slovenija-svoje-strateske-lege-v-evropi.html>
88. Snow, D. (2007). Private equity: a brief overview. An introduction to the fundamentals of an expanding, global industry. Najdeno 4. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.peimedia.com/resources/PEI50/PEI%20Media's%20Private%20Equity%20-%20A%20Brief%20Overview.pdf>
89. *Spodbude slovenskih družb tveganega kapitala za podjetja – Podjetno inovativna Slovenija 2011*. Najdeno 12. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.iri.uni-lj.si/novice/?id=47>
90. Stone, H. M. (2009). Chapter 1: Five Key Steps to Raising Capital for Private Equity Funds. V H. M. Stone, G. C. Cockrell, D. Goldstein, S. Berger, M. K. Arora, J. T. Lillis & J. M. Naylor (ur.), *Raising Capital for Private Equity Funds: Leading Lawyers on Navigating Recent Fund Formation Trends, Understanding Legal and Contractual Hurdles, and Developing Creative Strategies for Raising Capital* (str. 7-26). Boston: Aspatore Books.
91. Šušteršič, J. (2010). Slovenski razvojni model in nerazvitost trga kapitala. V M. Simoneti (ur.), *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi* (str. 92-104). Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
92. Taylor, T. C. (2011, 22. marec). An Insight Into the Leveraged Buyout Process. Najdeno 6. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.findventure.com/guide-to-venture-capital/leveraged-buyout-definition/>

93. Usdin, S. D., & Bloom, N. M. (2012, 25. april). Identifying Signs a Company Is in Financial Distress. *The Legal Intelligencer*. Najdeno 14. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.flastergreenberg.com/media/article/380_Bloom_Usdin_Legal%20Intelligencer_20120425.pdf
94. Vesnaver, L. (2010). Privatizacija z javno prodajo delnic – Primer NKBM. V M. Simoneti (ur.), *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi* (str. 19-55). Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
95. Vlada RS (2009, 22. oktober). Poslovni načrt programa instrumentov finančnega inženiringa za MSP v Republiki Sloveniji – PIFI za obdobje 2009-2013. Najdeno 20. maja 2012 na spletnem [naslovu](http://www.mgrt.gov.si/si/zakonodaja_in_dokumenti/podjetnistvo_in_konkurencnost/drugi_pomembni_dokumenti/)
96. *What are private equity and venture capital?* Najdeno 6. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.bvca.co.uk/PEVCEExplained/features/WhatisPE>
97. Zakon o družbah tveganega kapitala. *Uradni list RS* št. 92/2007, 57/2009-ZDTK-A.
98. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 42/2006 (60/2006 popr.), 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009 *Odl. US*: U-I-268/06-35, 42/2009, 65/2009-UPB3, 83/2009 *Odl.US*: U-I-165/08-10, *Up*-1772/08-14, *Up*-379/09-8, 33/2011, 91/2011, 100/2011 *Skl.US*: U-I-311/11-5, 32/2012, 57/2012.
99. Zakon o Slovenski izvozni in razvojni banki. *Uradni list RS* št. 56/2008, 20/2009.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

<i>Priloga 1: Seznam skladov tveganega/zasebnega kapitala in njihovih sponzorjev</i>	<i>1</i>
<i>Priloga 2: Opredelitev investicijske dejavnosti skladov</i>	<i>1</i>
<i>Priloga 3: Status aktivnosti skladov in njihovi rezultati, merjeni v dosežkih pri izhodih iz naložb</i>	<i>2</i>
<i>Priloga 4: Pregled investicij posameznih skladov</i>	<i>3</i>
<i>Priloga 5: Predstavitev izbranih uspešnih investicij slovenskih skladov</i>	<i>4</i>
<i>Priloga 6: Predstavitev podjetij, ki so upravljali interni lastni sklad zasebnega kapitala.....</i>	<i>5</i>
<i>Priloga 7: Značilnosti in status aktivnosti zasebnih vlagateljev</i>	<i>5</i>
<i>Priloga 8: Slovar prevedenih izrazov.....</i>	<i>6</i>

Priloga 1: Seznam skladov tveganega/zasebnega kapitala in njihovih sponzorjev

Investitor/Sklad	Struktura sklada	Višina sredstev za vlaganje	Industrija vlaganja
Aktiva Ventures	B. V. Nizozemska	65 mio EUR	Visoka tehnologija
Horizonte Slovenian Enterprise Fund (HSEF)	GmbH Avstrija	8 mio EUR	Neopredeljeno (generalist)
KD Private Equity	B. V. Nizozemska	40 mio EUR	Neopredeljeno (generalist)
New Europe Tech 1	B. V. Nizozemska	10 mio EUR (prvotno predvideno 40 mio EUR)	Visoka tehnologija
NLB interni sklad tveganega kapitala	V skladu z bančno politiko naložb	10 mio EUR	Neopredeljeno (generalist)
P&S East Growth Luxembourg	SICAR Luxembourg	20-25 mio EUR	Neopredeljeno (generalist)
Poteza Adriatic Fund (PAF)	B. V. Nizozemska	66,5 mio EUR	Neopredeljeno (generalist)
Poteza Innovation & Growth Fund (PIGF)	B. V. Nizozemska	3 mio EUR (prvotno predvideno 33 mio EUR)	Neopredeljeno (generalist)
Prvi sklad DTK	Slovenska DTK	18,5 mio EUR	Visoka tehnologija, ICT
Slovenian Development Capital Fund (SDCF)	Guernsey	20 mio EUR	Neopredeljeno (generalist)

Vir: J. Poljšak, Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji, 2011.

Priloga 2: Opredelitev investicijske dejavnosti skladov

Investitor/Sklad	Regija	Faza investiranja	Višina investicij
Aktiva Ventures	Slovenija, JV Evropa, Izrael	faza rasti	< 2 mio EUR
Horizonte Slovenian Enterprise Fund (HSEF)	Slovenija	faza rasti	< 2 mio EUR
KD Private Equity	JV Evropa	faza rasti / odkup	3-10 mio EUR
New Europe Tech 1	Srednja in JV Evropa	semenska / faza rasti	< 2 mio EUR
NLB interni sklad tveganega kapitala	Slovenija	faza rasti	< 1 mio EUR
P&S East Growth Luxembourg	Bolgarija, Romunija, Ukrajina	faza rasti / odkup	<5 mio EUR
Poteza Adriatic Fund (PAF)	JV Evropa	faza rasti / odkup	5-10 mio EUR
Poteza Innovation & Growth Fund (PIGF)	Slovenija + JV Evropa	faza rasti	<1,5 mio EUR
Prvi sklad DTK	Slovenija + JV Evropa	semenska / faza rasti	< 2 mio EUR
Slovenian Development Capital Fund (SDCF)	Slovenija	faza rasti / odkup	< 2,5 mio USD

Vir: J. Poljšak, Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji, 2011.

Priloga 3: Status aktivnosti skladov in njihovi rezultati, merjeni v dosežkih pri izhodih iz naložb

Investitor/Sklad	Status sklada	Število investicij	Število izhodov	IRR
Aktiva Ventures	Neaktiven v Sloveniji	n/a (1 v Sloveniji)	n/a (0 v Sloveniji)	n/a
Horizonte Slovenian Enterprise Fund (HSEF)	Dezinvestiranje/ sklad zaprt	10	5	> 20 %
KD Private Equity	Sklad likvidiran	0	0	n/a
New Europe Tech 1	Neaktiven / dezinvestiranje	1	0	n/a
NLB interni sklad tveganega kapitala	Neaktiven / dezinvestiranje	2	0	n/a
P&S East Growth Luxembourg	Dezinvestiranje	5	0	n/a
Poteza Adriatic Fund (PAF)	Dezinvestiranje	8	2	n/a
Poteza Innovation & Growth Fund (PIGF)	Dezinvestiranje	2	0	n/a
Prvi sklad DTK	Investicijsko obdobje	7	0	n/a
Slovenian Development Capital Fund (SDCF)	Sklad zaprt	11	11	> 20 %

Vir: J. Poljšak, Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji, 2011.

Priloga 4: Pregled investicij posameznih skladov

Investitor/Sklad	Izbrane investicije	Izhod
Aktiva Ventures	Daisy Technologies (Slo)	Ne
Horizonte Slovenian Enterprise Fund (HSEF)	Keko Varicon (Slo)	Da
	Bofex (Slo)	Da
	GA, Gospodinjski Aparati (Slo)	Ne
	MKT Print (Slo)	Da
	Bia Separations (Slo)	Ne
KD Private Equity	/	/
New Europe Tech 1	Livecliq Inc. (Slo – ZDA)	Ne
NLB interni sklad tveganega kapitala	GA, Gospodinjski Aparati (Slo)	V teku
P&S East Growth Luxembourg	Powernet (Bul)	Ne
	Telepoint (Bul)	Ne
	Farmaplus (Rom)	Ne
	Fastlink (Rom)	Ne
	Industria Kommunikatsiy (Ukr)	Ne
Poteza Adriatic Fund (PAF)	Nova Banka (BiH)	Ne
	Postbank (BiH)	Ne
	Moldova Agroindbank (Mol)	Ne
	Akton (Slo)	Ne
	Magnavita (Srb)	Ne
	Gornji Grad (Hrv)	Da
	IBL (Slo)	Da
Poteza Innovation & Growth Fund (PIGF)	Pravi Klik (Hrv)	Ne
	Solvera Lynx (Slo)	Ne
Prvi sklad DTK	TMG-BMC (Slo)	Ne
	Connet (Slo)	Ne
	ShoutEm (Hrv)	Ne
	Tab systems (Slo)	Ne
	Celtra (Slo – ZDA)	Ne
	Novitim (Slo)	Ne
	Bia separations (Slo)	Ne
Slovenian Development Capital Fund (SDCF)	Lek (Slo)	Da
	Helios (Slo)	Da
	Kolinska (Slo)	Da
	Fructal (Slo)	Da
	Perutnina Ptuj (Slo)	Da
	Terme Olimia (Slo)	Da
	Juteks (Slo)	Da
	Trimo (Slo)	Da
	Vino Brežice (Slo)	Da
	Mip mesna industrija Primorske (Slo)	Da
	IPS (Slo)	Da

Vir: J. Poljšak, Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji, 2011.

Priloga 5: Predstavitev izbranih uspešnih investicij slovenskih skladov

Podjetje	Investitor (sklad)	Leto investicije	Delež	Manager	Dejavnost	Glavni dosežki	Izhod
Terme Olimia	SDCF	1996	14 %	Zdravko Počivalšek	Turizem, zdravje & SPA	Postal eden vodilnih ponudnikov SPA turizma v regiji	2003: prodaja strateškemu kupcu po ceni 2,5-kratnika investicije
Fructal	SDCF	1997	12 %	Cvetana Rijavec	Prehrambna industrija in pijača	Razvoj in utrditev blagovne znamke	2004: prodaja strateškemu kupcu po ceni 6-kratnika investicije
Trimo	SDCF	1996	14 %	Tatjana Fink	Jeklene konstrukcije in paneli	Postal glavni igralec v regiji JV Evrope v svoji dejavnosti	2003: prodaja managementu po ceni 4-kratnika investicije
Bofex	HSEF	1995	35 %	Jurij Schollmayer	Trgovina na drobno z elektronskimi napravami	Postal največje trgovsko podjetje z elektroniko v Sloveniji	1999: prodaja strateškemu kupcu po ceni 4,7-kratnika investicije
Keko Varicon	HSEF	1999	63 %	Zoran Živic	Proizvodnja elektronskih komponent za telekomunikacijsko in avtomobilsko industrijo	Rast prihodkov za 450 %, nagrada za najhitreje rastoče podjetje (gazela leta 2004)	2007: prodaja po ceni 4,3-kratnika investicije

Vir: J. Poljšak, Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji, 2011.

Priloga 6: Predstavitev podjetij, ki so upravljali interni lastni sklad zasebnega kapitala

Investitor	Upravljavec	Sponzor	Prvo leto aktivnosti	Pravno-organizacijska oblika
Poteza Skupina	Poteza Naložbe	Poteza Group	1999	d.o.o. (holding)
KD Group	KD Group / KD Kapital	KD Group	2001	d.o.o. (holding)
Prophetes	Prophetes	Zasebni kapital	1999	d.d. (holding)
Mohar Satler Investicije (MSIN)	MSIN	Zasebni kapital	2001	d.d. (holding)
Sivent	Sivent	Zasebni kapital	2002	d.d.
Aktiva Group	Aktiva Naložbe	Zasebni kapital	2002	d.d.

Vir: J. Poljšak, Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji, 2011.

Priloga 7: Značilnosti in status aktivnosti zasebnih vlagateljev

Investitor	Industrija vlaganja	Regija	Faza investiranja
Poteza Skupina	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + Srednja & JV Evropa	semenska faza / rast / odkup
KD Group	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + Srednja & JV Evropa	rast / odkup
Prophetes	inovativna podjetja v začetni fazi	Slovenija	semenska / faza rasti
Mohar Satler Investicije (MSIN)	neopredeljeno (generalist)	Slovenija	faza rasti / odkup
Sivent	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + JV Evropa	semenska / faza rasti
Aktiva Group	neopredeljeno (generalist)	Slovenija + JV Evropa	faza rasti / odkup

Vir: J. Poljšak, Pregled dejavnosti družb tveganega kapitala in zasebnega kapitala v Sloveniji, 2011.

Priloga 8: Slovar prevedenih izrazov

- agentska provizija (angl. *agency fee*)
- asimetrija informacij (angl. *information asymmetry*)
- ciljno podjetje (angl. *target company*)
- doba posedovanja (angl. *holding period*)
- dokument o predstavitvi poslovnega modela (angl. *info memorandum*)
- dolg v stiski (angl. *distressed debt*)
- določena mejna stopnja donosa (angl. *hurdle rate*)
- dolžniški kapital (angl. *loan capital*)
- donos na vložena sredstva (angl. *return on investment – ROI*)
- dostop do naložbenih priložnosti (angl. *deal flow*)
- družba za upravljanje tveganega kapitala (angl. *venture capital organization*)
- družba za upravljanje zasebnega kapitala (angl. *private equity firm*)
- državni premoženjski skladi (angl. *sovereign wealth funds*)
- financiranje finančne stiske (angl. *distressed financing*)
- financiranje prestrukturiranja (angl. *turnaround financing*)
- financiranje semenske stopnje (angl. *seed financing*)
- financiranje slabih dolgov (angl. *vulture financing*)
- financiranje širitve oz. rasti (angl. *growth financing*)
- financiranje zagonske stopnje (angl. *start-up financing*)
- finančno premoženje (angl. *asset class*)
- investiranje v sklade (angl. *fund investing*)
- investitorski odkup (angl. *investor buyout*)
- kazalnik finančnega vzvoda (angl. *debt to equity ratio*)
- komanditna družba (angl. *limited partnership*)
- komponenta, ki preko nakupnih bonov ali možnosti zamenjave v delnice zagotavlja pridobitev kapitalskih deležev v podjetju (angl. *equity kicker*)
- kotiranje na borzi (angl. *stock market flotation*)
- lov denarja na posel (angl. *money chasing deals*)
- memorandum o prodaji omejenemu krogu povabljenih investorjev (angl. *private placement memorandum*)
- mezzanine kapital (angl. *mezzanine capital*)
- multiplikator denarja (angl. *money multiple*)
- nadomestni kapital (angl. *replacement capital*)
- nadomestno financiranje (angl. *replacement financing*)
- naložbeni lizing (angl. *venture leasing*)
- navadna delnica (angl. *ordinary share*)
- navzkrižno investiranje skladov (angl. *cross-fund investing*)
- nedostopnost sredstev za določeno obdobje (angl. *lock up provision*)
- neodvisen sklad (angl. *independent fund*)

- neopredmetena osnovna sredstva (angl. *intangible assets*)
- neplačilo (angl. *default*)
- neposreden sklad zasebnega kapitala (angl. *direct private equity fund*)
- neposredno investiranje (angl. *direct investing*)
- nepremičninski sklad (angl. *real estate fund*)
- neto obratni kapital (angl. *net working capital*)
- notranja stopnja donosa (angl. *internal rate of return – IRR*)
- novoustanovljeno podjetje (angl. *start-up*)
- obvladujoča družba (angl. *holding company*)
- odkup z vzvodom (angl. *leverage buyout*).
- odkupljeno podjetje (angl. *bought-out company*)
- odpis dvomljivih terjatev (angl. *write-off*)
- odpis vrednosti (angl. *write down*)
- odprodaja investicije (angl. *divestment*)
- odprta licitacija (angl. *open bidding*)
- opredmetena osnovna sredstva (angl. *tangible assets*)
- osnovni kapital delniških družb (angl. *share capital*)
- podjetje, ki je financirano s tveganim kapitalom (angl. *venture backed company*)
- podjetje, ki je financirano z zasebnim kapitalom (angl. *private equity backed company*)
- podjetniški ali upravljavski odkup (angl. *entrepreneur or management team repurchase*)
- podrejen dolg (angl. *subordinated debt*)
- podrejeno posojilo (angl. *subordinated loan*)
- pogodba komanditne družbe (angl. *limited partnership agreement*)
- posebno specializirano podjetje (angl. *special purpose vehicle*)
- prednostna delnica (angl. *preference share*)
- prednostna navadna delnica (angl. *preferred ordinary share*)
- premajhen obseg naložb (angl. *under-investment*)
- preobrat vodstva (angl. *corporate turnaround*)
- prestrukturiranje oz. preobrat (angl. *turnaround*)
- prevzeti ponudbo (angl. *to underwrite the offering*)
- primarno investiranje v sklade (angl. *primary fund investing*)
- prireditelj (angl. *arranger*)
- prodaja večjih deležev tretjim osebam (angl. *trade sale*)
- prodati delež podjetja širši javnosti (angl. *to take public*)
- prosti strelec (angl. *free-rider*)
- provizija za rezervacijo sredstev (angl. *commitment fee*)
- provizija za uspešnost (angl. *performance fee*)
- prva javna ponudba delnic (angl. *initial public offering*)
- prvo leto aktivnosti (angl. *vintage year*)
- razširitveni oz. rastoči sklad (angl. *expansion fund*)
- razvojno financiranje (angl. *development financing*)

- sekundarna prodaja (angl. *secondary sale*)
- sekundarni odkup (angl. *secondary buyout*)
- sekundarno investiranje v sklade (angl. *secondary fund investing*)
- siva ekonomija (angl. *informal economy*)
- sklad odkupa z vzvodom (angl. *buyout fund*)
- sklad skladov (angl. *fund of funds*)
- sklad tveganega kapitala (angl. *venture capital fund*)
- sklad upravljanih terminskih pogodb (angl. *managed futures fund*)
- sklad z neomejenim časom delovanja (angl. *fund with an unlimited lifespan*)
- sklad z omejenim časom delovanja (angl. *fund with a limited lifespan*)
- sklad zasebnega kapitala (angl. *private equity fund*)
- sklad, namenjen vlaganju podjetja ustanovitelja (angl. *captive fund*)
- sklad, namenjen vlaganju podjetja ustanovitelja, ki sprejema tudi vloške zunanjih vlagateljev (angl. *semi-captive fund*)
- skrbni pregled (angl. *due dilligence*)
- skupni sklad (angl. *joint fund*)
- skupno vlaganje (angl. *joint venture*)
- so-investicija (angl. *co-investment*)
- splošen sklad (angl. *generalist fund*)
- sporazum za odkup (angl. *buy back agreement*)
- točka preloma (angl. *breakeven point*)
- tvegani kapital (angl. *venture capital*)
- učinek podcenitve (angl. *under pricing effect*)
- udeležba na dobičku (angl. *carried interest*)
- upravljavska provizija (angl. *management fee*)
- uvrstitev na borzo (angl. *listing*)
- val nove ekonomije (angl. *new economy wave*)
- vlagatelj v tvegani kapital (angl. *venture capitalist*)
- vlagatelj, ki prevzema velika tveganja (angl. *vulture investor*)
- vpoklican kapital (angl. *drawndown capital*)
- vroči trgi izdaje novih delnic (angl. *hot issue markets*)
- zagotavljanje sredstev (angl. *fundraising*)
- zagotovljen kapital (angl. *committed capital*)
- zamenjava dolga v kapital (angl. *debt-equity swap*)
- zamenljiv dolg (angl. *convertible debt*)
- zaneti in pozabi (angl. *fire and forget*)
- zaprt sklad (angl. *close-end fund*)
- zasebni kapital (angl. *private equity*)
- zasebni kapital, ki kotira na borzi (angl. *listed private equity*)
- zasebni kapital, ki ne kotira na borzi (angl. *unlisted private equity*)
- zavezujoče obdobje (angl. *commitment period*)

- zlato pravilo (angl. *golden rule*)
- znanje in izkušnje (angl. *know-how*)