

*UNIVERZA V LJUBLJANI*  
*EKONOMSKA FAKULTETA*

DIPLOMSKO DELO

**TVEGANI KAPITAL V MALIH IN SREDNJIH PODJETJIH**

Ljubljana, september 2003

LENKA GRADIŠAR

## IZJAVA

Študentka LENKA GRADIŠAR izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. MARKA JAKLIČA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

Ljubljana, september 2003

Podpis:

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 TVEGANI KAPITAL</b> .....	<b>2</b>
1.1 VIRI FINANCIRANJA PODJETIJ .....	2
1.2 OPREDELITEV TVEGANEGA KAPITALA.....	5
1.3 ZNAČILNOSTI TVEGANEGA KAPITALA IN TRGA TVEGANEGA KAPITALA.....	6
1.4 TVEGANI KAPITAL SKOZI ČAS.....	8
<b>2 TVEGANI KAPITAL IN EVROPA</b> .....	<b>10</b>
<b>3 OKOLJE ZA TVEGANI KAPITAL V SLOVENIJI</b> .....	<b>15</b>
3.1 RAZISKAVA PRIJAZNOSTI FINANČNEGA OKOLJA ZA MSP .....	16
3.2 PONUDBA TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI.....	18
3.3 GLAVNI PROBLEMI RAZVOJA TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI.....	22
3.3.1 <i>Nepripravna pravna ureditev tveganega kapitala</i> .....	24
3.3.2 <i>Tveganemu kapitalu nenaklonjen davčni sistem</i> .....	25
3.3.3 <i>Neustrezne izstopne možnosti</i> .....	26
3.3.4 <i>Pridobivanje investicij v sklade tveganega kapitala</i> .....	27
3.3.5 <i>Administracija ob nastanku podjetij in ob vlaganju tveganega kapitala</i> .....	28
3.3.6 <i>Podjetniška nenaklonjenost tveganju v Sloveniji</i> .....	29
3.3.7 <i>Premajhne ambicije slovenskih podjetnikov</i> .....	29
3.4 MOŽNI UKREPI DRŽAVE ZA IZBOLJŠAVO FINANČNEGA OKOLJA ZA MSP .....	30
<b>4 PRIMER PODJETJA DAISY TECHNOLOGIES</b> .....	<b>33</b>
4.1 SPLOŠNA PREDSTAVITEV PODJETJA .....	33
4.2 FINANČNA ANALIZA PODJETJA .....	34
4.3 PRIHODNOST PODJETJA .....	37
<b>SKLEP</b> .....	<b>39</b>

## Uvod

Mala in srednje velika podjetja se v svojem začetnem obdobju srečujejo z raznovrstnimi težavami. Ena od temeljnih težav je zbiranje sredstev oziroma financiranje podjetja. Kot alternativna rešitev te težave se je v zadnjem času pojavil tvegani kapital. Tvegani kapital je ena od oblik lastniškega kapitala, ki ga je mogoče pridobiti v zameno za lastniški delež v podjetju. Podjetniki lahko pridobijo tvegani kapital v za ta namen oblikovanih skladih tveganega kapitala ali pa prepričajo bogatega posameznika, neformalnega investitorja, da vloži v njihovo podjetje. Sama beseda tvegani kapital izhaja iz značilnosti te vrste kapitala, da nastopa v največji meri v začetni fazi podjetja, ko je tveganje propada še največje. Zato ga srečujemo predvsem v hitro rastočih in visoko tehnoloških podjetjih, kjer so dobički ob izstopu iz podjetja zelo visoki. Tvegani kapital zapolnjuje vrzel med začetnim stanjem podjetja, ko se podjetniki v pretežni meri financirajo z lastnimi prihranki, in stabilnim stanjem podjetja, ko že lahko posežejo po raznih posojilih.

Namen diplomske naloge je raziskati, ali je Slovenija zanimiva za razvoj tveganega kapitala in v kolikšni meri je v Sloveniji le-ta že razvit. Zanima me predvsem, s kakšnimi problemi se srečujejo mala in srednje velika podjetja, ki se v Sloveniji že financirajo s tveganim kapitalom. Dokazati želim, da slovenski prostor glede na ostalo Evropo še ni dorasel tveganemu kapitalu.

V prvem poglavju predstavim, med kakšnimi viri financiranja lahko malo in srednje veliko podjetje v Sloveniji in drugje izbira. Obstajata dve temeljni vrsti virov financiranja, dolžniško in lastniško financiranje. Pri tem poudarim lastniške vire financiranja, katerih del je tudi tvegani kapital. Kaj je tvegani kapital in kakšne so njegove značilnosti, opredelim v nadaljevanju.

Začetki tveganega kapitala so bili v zibelki podjetništva, v ZDA. V nadaljevanju prvega poglavja povem, kako je prišlo do razvoja tveganega kapitala v ZDA in kdo so bili njegovi začetniki. V Evropi smo se s tveganim kapitalom srečali kasneje kot v ZDA. Vseeno se je industrija tveganega kapitala hitro razvila. V tretjem poglavju prikažem stanje tveganega kapitala v Evropi in podam njegove temeljne značilnosti na tem področju. Pri tem izpostavim glavni dve evropski državi glede na razvitost tveganega kapitala, VB in Nemčijo.

Temu poglavju sledi pregled razvoja tveganega kapitala v Sloveniji. V poglavju najprej ugotovim, da je Slovenija zanimiva za razvoj tveganega kapitala in da se je zato le-ta v Sloveniji v neki meri že razvil. V nadaljevanju predstavim začetke tveganega kapitala pri nas in njegovo razvitost v Sloveniji dandanes. Nato iščem razloge, zakaj se tvegani kapital tako počasi razvija. Razloge najdem predvsem v okolju, ki obdaja naša podjetja, jih opredelim in podam tudi možne rešitve.

V zadnjem poglavju pa predstavim slovensko podjetje, ki je uporabilo tvegani kapital kot vir financiranja svojega nastanka. Gre za visoko tehnološko in hitro rastoče podjetje Daisy

Technologies. Svoje izsledke o poslovanju tega podjetja, v katerem sem tudi sama nekaj časa delala, podajam v tem poglavju in poskušam tudi napovedati možne ovire, ki čakajo ne samo to podjetje, temveč vsa podjetja, ki se financirajo s tveganim kapitalom, v bližnji prihodnosti.

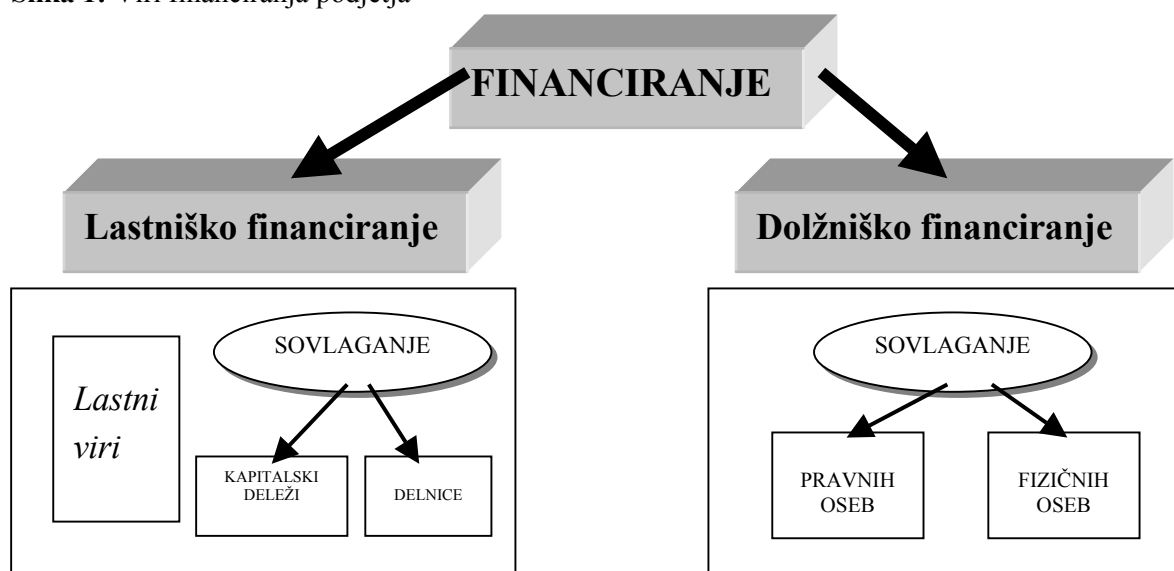
## 1 Tvegani kapital

### 1.1 Viri financiranja podjetij

Eden ključnih problemov podjetniškega začetka oziroma zagona novega podjetja je prav pomanjkanje kapitala. Klasično podjetnik prešteje svoje prihranke – nekaj mu morda lahko posodijo še sorodniki in prijatelji – in zagonski kapital je ponavadi zagotovljen. Višina potrebnega zagonskega kapitala je od panoge do panoge različna, zato je težko posploševati, ali je za začetek novega podjetja potrebnih milijon, 10 milijonov, 100 milijonov tolarjev ali celo več. Podjetje se lahko tudi zadolži, da bi zagotovilo zadostne vire za svoj posel (Vadnjal, 2003a).

Za financiranje podjetniškega začetka in kasnejšega poslovanja podjetje izbira med različnimi viri. Pinterič (2000, str. 8) meni, da je vir financiranja v veliki meri odvisen od tega, koliko sredstev podjetnik potrebuje in kdaj. Podjetnik se lahko torej odloča glede na obdobje, v katerem je njegovo podjetje, in glede na višino sredstev, ki jih potrebuje, med različnimi viri financiranja. V osnovi vire financiranja delimo na dolžniške in lastniške vire financiranja, kar nam prikazuje tudi spodnja slika:

Slika 1: Viri financiranja podjetja



Vir: Logar et al., 1996, str. 16.

Na podlagi slike lahko vidimo, da so viri lastniškega financiranja lastna sredstva podjetnika in sredstva drugih sovlagateljev, ki so lahko v podjetje vložena v obliki kapitalskih deležev ali v

obliki delnic. Vlagatelju kapitala dajejo pravico do lastništva podjetja. Kadar pa si podjetnik izposodi od pravnih in/ali fizičnih oseb, govorimo o dolžniškem financiranju.

Pri **dolžniškem financiranju** se med podjetnikom in posojilodajalcem, ki je lahko pravna ali fizična oseba, vzpostavi dolžniško-upniško razmerje. Razmerje temelji na podjetnikovi obveznosti vračila posojila in posojilodajalčevi terjatvi po vračilu posojila, povečanega za vrednost obresti. Temeljna elementa dolžniškega financiranja sta vnaprej določena doba vračila in obrestna mera. Od teh dveh elementov je odvisen strošek financiranja za podjetje in s tem tudi donos za posojilodajalca. Do donosa pa seveda pride le v primeru, če dolжник svojo obveznost lahko poravnava. V primeru stečaja pa so upniku na voljo le razpoložljiva sredstva ter pravica do odločanja v kasnejših operacijah. Zato se kreditodajalec skuša zavarovati na različne načine. Najpogostejši način je vpisovanje hipotek na premoženje. Takšna oblika financiranja ne prinaša ponudniku kapitala možnosti do poseganja v upravljanje podjetja (Žugelj et al., 2001, str. 28).

Dolžniško financiranje je najbolj razširjen način zagotavljanja finančnih sredstev, ki jih potrebuje podjetje. Prednosti se kažejo v bolj ali manj znani ceni izposojenih sredstev in v relativno dobri institucionalni urejenosti takšnega financiranja. Urejenost financiranja se kaže v obširni državni regulativi in množici ekonomskih subjektov, ki delujejo na tem področju (banke, hranilnice, zavarovalnice, zadnje čase tudi pokojninski skladi itd.). Podjetniki se radi poslužujejo dolžniškega financiranja tudi zato, ker jim ni potrebno prepustiti lastništva in nadzora nad podjetjem. Poleg tega pa jim dolžniško financiranje omogoča, da zamaknejo plačilo v prihodnost. Vendar pa ima dolžniško financiranje eno bistvenih pomanjkljivosti, in sicer mora podjetje sproti skrbeti za vračanje glavnice in plačilo obresti (Žugelj et al., 2001, str. 28). Poleg tega se odplačevanje dolga ne zaključi ne glede na rezultate podjetja (Antončič, 2002).

Kadar se podjetnik odloči za vlogo sredstev v podjetje v obliki kapitalskega deleža ali delnic govorimo o **lastniškem financiranju** poslovanja podjetja. Lastniški kapital je dolgoročni vir financiranja nekega podjetja. Gre torej za sredstva, ki, poenostavljeno rečeno, pridejo in ostanejo v podjetju. Te vrste kapital je ključen za ustanovitev podjetja, ko pa je podjetje ustanovljeno, lastniški kapital prevzema največje tveganje v zvezi s poslovanjem podjetja. Začetni kapital, potreben za začetek poslovanja, zagotovi običajno podjetnik sam ali s pomočjo družine. Takšna oblika pridobitve lastniškega kapitala v večini primerov podjetnika najbolj vzpodbuja k doseganju čim večjega uspeha podjetja. V kasnejših fazah razvoja podjetja pa se podjetniki zelo malo odločajo za lastniški kapital, saj morajo biti v zameno za lastniški kapital pripravljeni prepustiti del lastništva in nadzora.

Vire lastniškega financiranja lahko delimo na vire začetnega in nadaljnjega lastniškega financiranja. Viri začetnega lastniškega financiranja so podjetnik ali podjetniški tim, družina ali sorodniki, prijatelji, poslovni angeli, špekulanti in podjetja tveganega kapitala. Viri nadaljnjega lastniškega financiranja pa so lahko vsi viri začetnega lastniškega financiranja ter investicijski skladi, privatna ponudba delnic in javni razpis delnic (Antončič, 2002).

V zadnjem času v podjetniško bolj razvitih in razgibanih okoljih lastniški kapital že najdemo v različnih fazah življenjskega cikla podjetja. Lahko je: zagonski kapital, kapital za rast, kapital za odcepitev ali pripojitev, kapital za preobrat ali prestrukturiranje podjetja v težavah (Vadnjal, 2000, str. 21). V takšnih podjetjih se že zavedajo pglavitne prednosti lastniškega kapitala pred dolžniškim. V tem primeru ni potrebno zastaviti sredstev in plačilo investitorju je povezano z dobičkom podjetja (Antončič, 2002).

Podjetje se mora odločiti, katerega od virov financiranja bo izbralo. Za pravilno odločanje pa mora poznati razliko med viroma. Zato bom v nadaljevanju opisala **razliko med dolžniškim in lastniškim kapitalom** na primeru odnosa, ki nastane med banko in podjetjem, kajti ena od glavnih oblik financiranja poslovanja podjetja še vedno ostajajo bančni krediti. Kreditodajalec ima s tem, ko posodi sredstva, zakonsko pravico, da za posojeni znesek zasluži obresti in dobi povrnjeno glavnico na glede na uspeh ali neuspeh podjetniškega projekta, v katerem so bila sredstva vpletena. Vlagatelji lastniškega kapitala pa dobijo sredstva povrnjena le v primeru rasti in dobičkonosnosti podjetja. V primeru propada takega podjetja to seveda pomeni izgubo za vlagatelja. Iz tega sklepamo, da lastniški kapital za razliko od dolžniškega kapitala s seboj nosi proporcionalni del podjetniškega tveganja (Vadnjal, 2000, str. 21). Kreditodajalec ima torej zakonsko priznane pravice do obresti in poplačila glavnice. Poleg tega si večkrat izbori tudi posebno zavarovanje kredita: ponavadi s sredstvi podjetja (nepremičnine, stroji), če pa podjetje teh sredstev nima, si pribori zastavno pravico na podjetnikovo osebno premoženje. V najslabšem primeru lahko podjetnik ostane na cesti brez vsega. Vlagatelji lastniškega kapitala pa ne morejo zahtevati nobenih jamstev. Skupaj s podjetniki si delijo tveganje neuspeha. V primeru uspeha so po drugi strani nagrajeni s kapitalskim dobičkom, ki ga dosežejo z različnimi oblikami izstopa iz podjetja. Lahko svoj delež prodajo podjetniku ali managementu podjetja, drugemu vlagatelju, lahko se proda celotno podjetje ali pa gre podjetje z delnicami na borzo (Vadnjal, 2000, str. 22). Zadnja možnost izhoda je v Sloveniji še zelo nerazvita, kar je eden od razlogov, da lastniški kapital (tvegani kapital) ni v večji meri zastopan v slovenskih podjetjih.

Ni podjetja, ki bi v svoji kapitalski strukturi imelo samo lastniški ali samo dolžniški kapital. V realnosti torej vsako podjetje kombinira lastniški in dolžniški kapital, kajti optimalni donos na naložbo prinese lahko le optimalna zadolženost. Le-ta pa je poleg kapitalske strukture odvisna tudi od raznih parametrov okolja, v katerem podjetje deluje (Vadnjal, 2000, str. 22).

Optimalni delež lastniškega kapitala v celotnih virih financiranja podjetja je v največji meri odvisen od poslovne dejavnosti podjetja. Mlada podjetja, ki poslujejo v hitro rastočih panogah, naj bi poslovanje financirala skoraj izključno z lastniškim kapitalom, dolžniški kapital pa naj bi pomembnejšo vlogo odigral šele v poznejših fazah razvoja podjetja (Kleindienst, 2000, str. 47). Za mlada in hitro rastoča podjetja je največkrat značilno, da ne morejo priti do dolžniškega kapitala zaradi slabih bonitet ali pa se zavedajo, da jim visoko poslovno tveganje dopušča le minimalno zadolženost. Takšna podjetja tako potrebujejo čim več lastniškega kapitala v svoji kapitalski strukturi. Ker je večina podjetij premajhnih, da bi

zbrala lastniški kapital na borzi, se zatekajo k neformalnim metodam njegovega zbiranja. Lastniški kapital, ki priteka v podjetja na takšen način, označimo kot tvegani kapital. Tvegani zato, ker posamezniki in ustanove, ki ta kapital ponujajo, tvegajo več kot v primeru, da bi ga vložili v delnice že uveljavljenih podjetij na borzi. Po eni strani zato, ker je poslovno tveganje teh podjetij v povprečju višje kot pri podjetjih, katerih delnice so uvrščene na borzo, v marsičem pa tudi zato, ker je vlaganje v lastniški kapital na borzi precej bolj nadzorovano in samo po sebi manj tvegano kot vlaganje v manj znana podjetja (Kleindienst, 2000, str. 51).

V diplomski nalogi sem se osredotočila na mlada podjetja v Sloveniji in njihove probleme pri zbiranju sredstev za ustanovitev in nadaljnje poslovanje. V Evropi in Sloveniji je tvegani kapital šele v zadnjem času postal pomemben vir financiranja za mala podjetja. Zato se v nadaljevanju diplomske naloge posvečam le temu. V naslednjem poglavju bom tako definirala, kaj je tvegani kapital, in opredelila njegove značilnosti in oblike pojavljanja.

## **1.2 Opredelitev tveganega kapitala**

Tvegani kapital (angleško: venture capital) je ena od oblik trajno vloženega premoženja v podjetje in ga štejemo k lastniškemu kapitalu. Angleška beseda nam pove, da gre za drzno dejanje, če se nekdo odloči, da vложи svoje premoženje v podjetje na takšen način. Za to obliko kapitala je namreč značilno, da vstopa predvsem v zgodnjih fazah razvoja podjetja, ko je tveganje propada podjetja največje.

Definicijo tveganega kapitala lahko razberemo iz definicije vlagatelja tveganega kapitala, kjer je tvegani kapital definiran kot lastniški kapital zasebnih in investicijskih podjetij z zaposlenimi strokovnjaki, investiran v mlada, hitro rastoča in spreminjajoča se zasebna podjetja s potencialom, da se razvijejo v uspešna regionalna in globalna podjetja. Glavni cilj investitorjev je dolgoročni kapitalski dobiček, ki poplača prejeto tveganje, zato investitorji zelo pogosto aktivno sodelujejo pri vodenju podjetja in pomagajo podjetnikom z znanjem in poznanstvi (EVCA Yearbook, 2002, str. 11). Tvegani kapital različni avtorji različno opredeljujejo predvsem zaradi njegovega širokega spektra dejavnosti na področju financiranja podjetij. Perez (1986, str. 6) opredeljuje tvegani kapital kot investicijo v novo podjetje ali nov posel z namenom financiranja nove ideje v zvezi z razvojem novega proizvoda ali storitve, za kar podjetnik navadno nima dovolj finančnih sredstev. Alternativni viri financiranja, kot je tvegani kapital, so se namreč razvili kot posledica potrebe podjetij, ki v zgodnji fazi rasti in razvoja potrebujejo takšen obseg kapitala, ki pogosto presega njihova lastna razpoložljiva sredstva in njihovo sposobnost financiranja in odplačevanja dragih bančnih posojil. Poleg tega bančna posojila lahko dobijo predvsem podjetja z dobro boniteto, kar pomeni, da imajo visoko sposobnost vračanja posojila. To pa ponavadi niso podjetja, ki denar najbolj potrebujejo. Najdemo pa tudi druge definicije. Tajnikar na primer (1997, str. 130) pravi, da je tvegani kapital poseben vir kapitala, ki ga štejemo med trajni kapital in ima lastnosti, ki ga delno ločijo od drugih oblik trajnega kapitala. Tvegani kapital lahko nadomešča, lahko pa dopolnjuje bančni kapital, lastniški trajni kapital in tudi državne podpore pri nastajanju novih proizvodov, uvajanju novih tehnologij, visoke tehnologije in nastajanju nove zaposlenosti, in



sicer zlasti v rastočem poslu. Tvegani kapital je torej oblika lastniškega financiranja ustanovitve podjetja, njegovega tekočega poslovanja in zlasti rasti (Bygrave, 1992, str. 16) ter je eden zelo zanimivih virov financiranja malih in srednje velikih inovativnih podjetij.

V osnovi pa se definicije med seboj ne razlikujejo. Dejstvo je, da je tvegani kapital vir lastniškega financiranja, da investiranje v obliki tveganega kapitala zahteva določene izkušnje ter da nagrado za investiranje tveganega kapitala predstavljajo tvegani dobički. Na drugi strani pa lahko financiranje tveganega kapitala prinaša z vidika podjetnika možno izgubo nadzora nad podjetjem. Financerji tveganega kapitala niso zainteresirani za investiranje, ki sloni na motivih usode, upanja ali dobrodelnih namenov, temveč je njihov motiv dobiček. Čeprav se nekatere njihove investicije zdijo neobetavne, predstavljajo ostale investicije uresničitev njihovega osnovnega motiva. Pri tveganemu kapitalu se pričakuje velik kapitalski dobiček ob sicer visokem tveganju. Velja pravilo 2 : 6 : 2, kar pomeni, da se od desetih naložb tveganega kapitala običajno izkažeta dve kot izjemno donosni, dve kot čista izguba, šest pa jih ostane povprečnih. V tesni povezavi s tem pravilom je drugo pravilo, in sicer da investitor običajno pričakuje povprečno letno donosnost štirideset odstotkov. Ta visoka donosnost se realizira šele potem, ko investitor proda svojo udeležbo v podjetju, ki ga je financiral. Praviloma namreč vrsto let ni nobenega dobička (Žugelj et al., 2001, str. 42).

### 1.3 Značilnosti tveganega kapitala in trga tveganega kapitala

Tvegani kapital lahko opredelimo s štirimi značilnostmi (Bovaird, 1991, str. 3):

- Je **trajen**: financer vlaga v podjetje, ne da bi želel povračilo; pridobitveni motiv, zaradi katerega vlaga tvegani kapital, je, da ob pravem času odproda svoj delež po vrednosti večji od vloženega (ustvari kapitalski dobiček), lahko pa se zadovolji tudi z nadaljnjim lastništvom, če naložba postane zelo ugodna (delež v dobičku).
- Nudi **pomoč pri upravljanju**: financerji tveganega kapitala podjetnikom tudi pomagajo pri managementu podjetja, da bi bilo le-to čim bolj uspešnejše.
- **Višji donos**: financerji tveganega kapitala pričakujejo višji donos kot pri posojanju; pričakovani donosi so med 30–50 %, izhajajo pa predvsem iz kapitalskega dobička.
- **Visoka stopnja potrpežljivosti**: tvegani kapital je tudi t. i. potrpežljivi kapital; je tisti, ki ne pričakuje takojšnjih donosov, ampak računa na uspeh v daljšem roku (od 2 do 7 let).

Trg tveganega kapitala lahko razdelimo na **neformalni trg** tveganega kapitala, ki ga predstavljajo neformalni investitorji, in **formalni trg** tveganega kapitala, ki ga predstavljajo skladi tveganega kapitala.

**Skladi tveganega kapitala** so izredno ozko specializirane finančne institucije. Njihovo delovanje je povsem specifično in se zaradi narave vlaganja močno razlikuje od delovanja drugih finančnih institucij. Razlika se kaže v tem, da gre pri tveganemu kapitalu za neposredne lastniške naložbe v podjetja, medtem ko ostali finančni subjekti nalagajo svoja sredstva v podjetje prek različnih finančnih instrumentov (Žugelj, 2001, str. 7).

Poznamo več vrst skladov tveganega kapitala. Garner (1994, str. 57 – 61) loči naslednje oblike skladov:

- Zasebno partnerstvo: managerji sklada, navadno nekdanji uspešni podjetniki, zberejo lastna sredstva in jih investirajo v mlada obetajoča podjetja (Žugelj, 2001, str. 50).
- Javni sklad tveganega kapitala: so organizirani kot delniške družbe in zbirajo denar z razpisom delnic sklada.
- Korporacijski skladi tveganega kapitala delujejo pod okriljem večje korporacije, ki z uporabo tega mehanizma išče strateške povezave z manjšimi razvojno orientiranimi podjetji.
- Skladi investicijskih bank združujejo lastniške naložbe in dolgoročna posojila ter se največkrat ukvarjajo z večjimi podjetji, ki se pripravljajo na javno ponudbo delnic oz. na prevzem ali združitve z drugim podjetjem (Žugelj, 2001, str. 50).
- Državni in paradržavni skladi tveganega kapitala: so skladi, ki jih vzpodbujajo in sofinancirajo države same, čeprav je njihovo upravljanje največkrat v zasebnih rokah.

Glavni investitorji v sklade tveganega kapitala so pokojninski skladi, zavarovalnice, podjetja, vladne agencije, banke, privatni investitorji in skladi skladov (posebna oblika skladov, ki investira sredstva v več različnih skladov tveganega kapitala, ki se nahajajo v njihovem portfelju).

**Neformalni trg tveganega kapitala** dejansko predstavlja nevidna skupina investitorjev, ki išče investicijske priložnosti za lastniško vlaganje sredstev v različne vrste podjetij. Ponavadi gre za dobro izobražene posameznike srednjih let, ki imajo bogate poslovne izkušnje in obsežno neto premoženje. V literaturi so znani tudi pod bajeslovnim imenom poslovni angeli. To so premožni posamezniki, ki so pripravljene nekaj svojega kapitala investirati v dobre podjetniške projekte, hkrati pa so z določenimi poslovnimi znanji in izkušnjami pripravljene malemu in pogosto mlademu podjetju še dodatno pomagati pri vsakodnevnih odločitvah. Njihovih vlog ne smemo razumeti kot pomoč, dobrodelni prispevek ali sponzorstvo za nek projekt, ampak je to partnerstvo. Gre torej za vlaganje, kjer si partnerja delita dobiček, če projekt uspe, ali izgubo, če ta propade (Vadnjal et al., 2003b).

Ponavadi investirajo sami ali pa v majhnih skupinah, odvisno od velikosti investicije, tveganja itd. Njihova motiviranost je različna. Značilno zanje je, da težijo predvsem k investiranju na lokalni ravni, največkrat v panogo v kateri že imajo izkušnje. Na njihovo odločitev za investicijo ne vplivata toliko rast ter interna stopnja donosa, temveč dajejo večji poudarek na osebno ustreznost in složnost s podjetnikom. Sodelovanje med investitorjem in podjetnikom je ponavadi zelo aktivno (Žugelj, 2001, str. 26). Tako so medsebojni odnosi izrednega pomena. Pomembno je tudi, da ima podjetnik jasno strategijo izhoda, saj njihov delež postane likviden šele ob izhodu. Investicije poslovnih angelov se ponavadi gibljejo med 10.000 in 50.000 ameriških dolarjev (Timmons, 1990, str. 24). To so precej majhne investicije. Vendar je možnost, da kasneje, ko podjetje raste, ponovno vložijo. Poslovni angeli nastopajo navadno brez posrednika in neposredno vložijo v podjetje ali pa so organizirani v mreže poslovnih angelov, ki ponavadi delujejo v okviru ene države. Njihov glavni cilj je

vzpostaviti stalno ponudbo in povpraševanje po neformalnem tveganem kapitalu (Vadnjal et al., 2003b).

Neformalni tvegani kapital je eden najpomembnejših virov financiranja malih in srednje velikih podjetij, kot se je izkazalo v ZDA. V ZDA je več kot 250.000 poslovnih angelov, od tega je 100.000 aktivnih. Le-ti letno investirajo med 5 do 10 milijard dolarjev v 20.000 do 30.000 podjetij (Timmons, 1990, str. 438). Bučar (1995, str. 9) meni, da bodo neformalni investitorji pomemben vir finančnih sredstev predvsem v državah v tranziciji, kjer se še posebej pojavlja pomanjkanje kapitala.

Poslovni angeli so na trgu tveganega kapitala pomembni predvsem zato, ker predstavljajo vir financiranja v začetni fazi razvoja in rasti podjetja. Investirati v podjetje v njegovi začetni fazi pomeni namreč veliko tveganje. Včasih angeli investirajo, še preden pride do komercializacije produkta ali storitve. Neformalni tvegani kapital torej največkrat nastopa v t. i. prvem investicijskem krogu, ko podjetje še nima lastnega proizvoda, ki pomaga podjetju priti do drugega investicijskega kroga, ko naj bi podjetje že pričelo z lastno podajo. Pri razvoju podjetja pa ne pomagajo le na finančnem področju, temveč tudi s svojimi izkušnjami in specifičnimi znanji.

**Industrija tveganega kapitala** je danes v razvitih državah zrela in zelo formalizirana. Do formalizacije je prišlo večinoma s samoregulacijo (EVCA- European Venture Capital Association). Vendar je jasno, da lahko pravna regulativa, ki se nanaša na to področje, to industrijo pospešuje ali zavira. V ZDA je dobila zagon, ko je zakonodaja omogočila, da zavarovalnice, pokojninski skladi in druge institucije lahko vložijo v sklade tveganega kapitala, in ko so uzakonili nizko obdavčitev kapitalskih dobičkov. Kako se je tvegani kapital razvil skozi čas v ZDA, bom razložila v nadaljevanju. EU, ki vse več pozornosti namenja razvoju hitro rastočih podjetij, je šele začela razvijati ugodno regulativo.

## 1.4 Tvegani kapital skozi čas

Ideja tveganega kapitala ni nova. Tvegani kapitalisti tako velikokrat primerjajo začetek tveganega kapitala z zgodbo o Krištofu Kolumbu iz 15. stoletja. Kolumbova želja je bila doseči Indijo. Toda njegova nora ideja ni našla razumevanja pri portugalskem kralju, ki ga ni hotel financirati. Medtem ko je španska kraljica Isabella našla posluh za malega radovedneža oz. podjetnika in se odločila, da investira v njegovo potovanje. Pot je Kolumba namesto proti vzhodu zanesla proti zahodu in je tako nevede odkril Ameriko. S tem sta se Isabella, kot glavna pobudnica potovanja, in Krištof Kolumb za vedno zapisala v človeško zgodovino (Indianinfole, 2003).

Moderni koncept tveganega kapitala se je pričel formirati šele po drugi svetovni vojni. Prvi trije "tvegani kapitalisti" so bili (Indianinfole, 2003):

- American research and development corporation (v nadaljevanju ARD), ki je bila ustanovljena leta 1946. Njen ustanovitelj je bil general Georges Dorotit. Pogosto ga

pojmujejo za "očeta tveganega kapitala". Ime je pridobil predvsem zaradi svojih, za tisti čas "čudnih", predavanj na Harvardski poslovni šoli o pomenu tveganega kapitala. Največji uspeh ARD je bilo podjetje Digital Equipment.

- J. H. Whitney & Co. je bila ustanovljena leta 1946. Eden glavnih ustanoviteljev je bil Jock Whitney. Njen glavni hit proizvod je bil "Minute Maid juice".
- Rockefeller family, predvsem L. S. Rockefellerja bi lahko imenovali za prvega poslovnega angela. Bil je prvi, ki je vložil neformalni tvegani kapital v podjetje American Airlines.

Po drugi svetovni vojni je torej nova oblika financiranja trajnega kapitala – tvegani kapital – doživela svoj razcvet. Bil je čas velikih tehnoloških inovacij, predvsem produktov, ki so služili v večji meri vojaškemu namenom. V 50. letih je ameriška vlada hotela še dodatno pospešiti razvoj tehnologij, ki so obetale velike zasluge. Leta 1957 je tako Federal Reserve System izvedel študijo, katere zaključek je bil, da je pomanjkanje tveganega kapitala ena glavnih ovir za hitrejši razvoj malih podjetij. Leta 1958 je bil sprejet "Small business Investment company program". SBIC so privatna investicijska podjetja, ki so sklenila partnerstvo z državo. S svojim lastnim kapitalom in posojili, pridobljenimi od države SBIC, pomagajo drugim mladim podjetjem z investicijami tveganega kapitala. Z državno protekcijo v davčni obravnavi in ugodnimi državnimi posojili za premostitev so bila takšna podjetja jedro organizirane industrije tveganega kapitala (Morris, 1992, str. 8). V naslednjih štirih letih je v programu delovalo okrog 600 malih naložbenih podjetij.

Veliko novih podjetij je bilo ustanovljeno v poznih šestdesetih in zgodnjih sedemdesetih letih. Financiranje je prihajalo s strani institucionalnih investitorjev, kot so zavarovalnice, pokojninski skladi in bančni trusti, ter tudi od bogatih posameznikov in družin. Vsi so si namreč obetali visoke zasluge kot nagrado za visoko tveganje. Največji uspeh v tistem času je doživelo podjetje Digital Equipment, ki je leta 1968 stopilo na borzo in realiziralo 101-odstotno donosnost na investicijo (ROI) za podjetje ARD. To je vložek v vrednosti 60.000 ameriških dolarjev pretvorilo v 400 milijonov ameriških dolarjev vredno investicijo in s tem ustvarilo velikanski kapital, ki je bil na voljo skladom tveganega kapitala (Morris, 1992, str. 8).

V letih 1974 – 1975 je nastopila recesija, ki je dosegla svoj vrh z ustavitvijo vseh financiranj preko pokojninskih skladov po nalogu ameriškega kongresa. Od takrat naprej je šlo lahko le še na bolje. Osemdeseta leta so bila zopet v znaku razcveta industrije tveganega kapitala. Leta 1978 se je namreč s sprejetjem kar nekaj regulativnih pravil klima za tvegane kapitaliste izboljšala. Tako se je na primer davčna stopnja zmanjšala z 49,5 % na 28 %, preklicali so prepoved investiranja pokojninskih skladov v podjetja s tveganim kapitalom itd. V tem času so zaslovela podjetja kot Federal Express in Apple Computer. Leta 1980 so skladi tveganega kapitala zbrali in investirali 600 milijonov ameriških dolarjev. Ta kapital je po investicijah do konca leta 1987 narasel na 4 bilijone ameriških dolarjev. Šele zlom borze 19. oktobra je ustavil kotacije novih podjetij in s tem tudi rast industrije tveganega kapitala. V letu 1988 je delež investicij v sklade tveganega kapitala upadel kar za 30 %. Investitorji so postali

previdni. Posledica previdnosti je bil precejšen upad števila novih podjetij, leta 1988 kar za 50 % (Morris, 1992, str. 9).

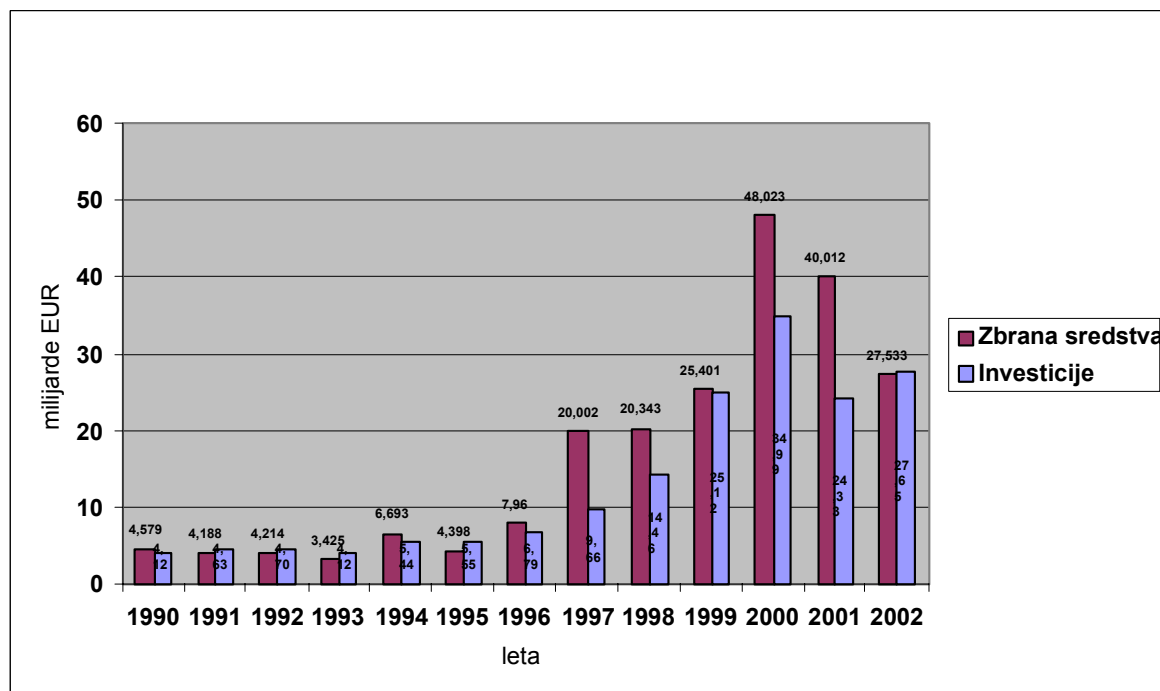
V devetdesetih letih je industrija tveganega kapitala še vedno nadaljevala svojo neprekinjeno rast. Tako je bilo leta 1998 zbranih 25 bilijonov ameriških dolarjev kapitala, od tega je bilo kar 16 bilijonov vloženega predvsem v domača podjetja v vseh sektorjih s poudarkom na informacijski tehnologiji (Indianinfo, 2003).

## 2 Tvegani kapital in Evropa

Ker bo Slovenija kmalu vstopila v EU, je za poslovanje izjemno koristno poznavanje vloge tveganega kapitala v okviru evropskih držav. V **Evropi** se je tvegani kapital pojavil kasneje kot v ZDA. V bistvu so ga Američani po uspehih doma prinesli tudi v druge dele sveta. Kar nekaj časa je tvegani kapital potreboval, da se je razvil tudi v Evropi. Glavni vzrok je bilo še nepripravljeno okolje. Toda s časom se je to pričelo spreminjati. Prvi zelo uspešni posli so prepričali tudi druge investitorje, da je tvegani kapital zanimiv vir financiranja. Ljudje (poslovneži) so tako postajali vedno bolj ambiciozni in pripravljeni sprejeti tveganje. Svoja sredstva so zato vedno večkrat alocirali v lastniški kapital. Anketa o atraktivnih načinih investiranja celo pravi, da danes kar 42 % vseh vprašanih britanskih poslovnežev trdi, da je investiranje v tvegani kapital najatraktivnejši način investiranja (EVCA Yearbook 2002, str. 12 – 13). Z leti so se izboljšale tudi možnosti izstopa investicij. Prej so tvegani kapitalisti za izhod uporabljali predvsem lokalne trge. Dandanes za izstop uporabljajo predvsem borzo vrednostnih papirjev, kot je Euronext. Velik vpliv na hitrejši razvoj tveganega kapitala ima tudi globalizacija. Zaenkrat je trg tveganega kapitala v Evropi še vedno segmentiran nacionalno. Vendar je v interesu EU, da bi se meje čim prej izbrisale. To pa zna zelo zanimivo vplivati na razvoj tveganega kapitala v Evropi. S tem se bo trg tveganega kapitala razširil, konkurenca se bo povečala, portfelj skladov tveganega kapitala se bo razširil na tuje investitorje, a najpomembnejše je, da bodo s tem podjetja dobila veliko večjo možnost izbire sredstev tveganega kapitala.

Tvegani kapital se je pričel v Evropi razvijati v osemdesetih letih. Okoli leta devetdeset pa je sledila hitra rast, ki je dosegla vrhunec leta 2000, kot lahko vidimo na spodnji sliki.

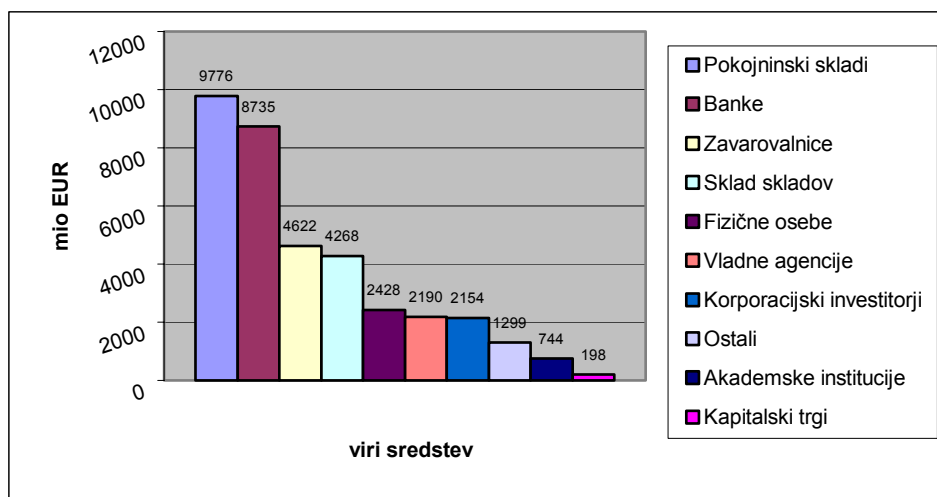
**Slika 2:** Zbrana in investirana sredstva v letih 1990 – 2002 v Evropi



Vir: EVCA, 2003.

Sorazmerno z večanjem zbranih sredstev se je povečevalo tudi število investicij v podjetja, tako je bilo v letu 2000 zbranih kar 48,023 milijarde EUR in investiranih 34,986 milijarde EUR sredstev (EVCA, Yearbook 2002, str. 53). Po tem se je rast pričela umirjati. V letu 2001 je bilo tako zbranih 20 % manj sredstev kot v prejšnjem letu. Največji razlog je seveda v gospodarski krizi, ki je po 11. septembru zajela ZDA in Evropo, nekaj pa tudi v sami stabilizaciji rasti tveganega kapitala, kar nam dokazujejo tudi podatki za leto 2002, ki kažejo stabilizacijo zbranih sredstev in investicij na približno 27 milijardah EUR.

**Slika 3:** Viri sredstev tveganega kapitala v Evropi glede na investitorje v letu 2001



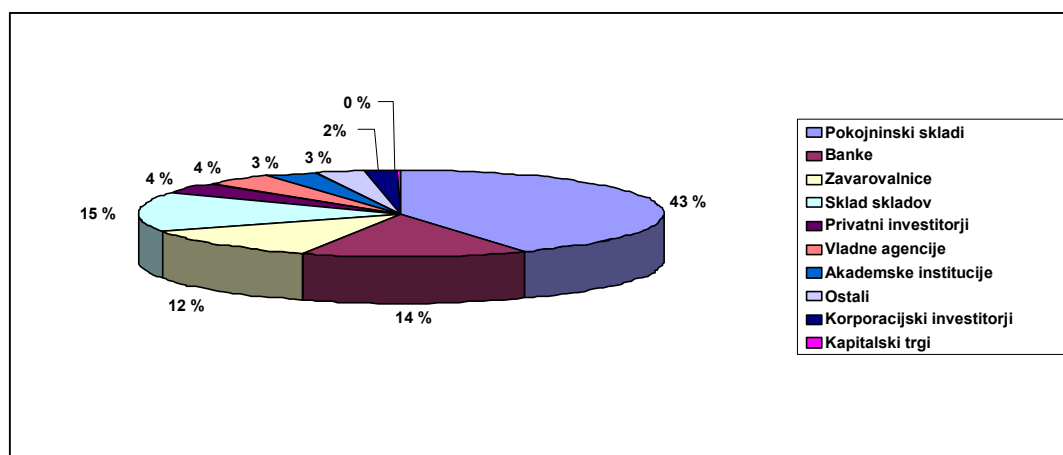
Vir: EVCA Yearbook, 2002, str. 69.

Če pogledamo strukturo virov sredstev skladov tveganega kapitala v Evropi v letu 2001, ki nam jo prikazuje slika 3, lahko vidimo, da največji delež sredstev predstavljajo pokojninski skladi. V letu 2001 je njihov delež sredstev v skladih tveganega kapitala znašal 26,8 %. Takoj za njimi sledijo banke s 24 % in zavarovalnice z 12,7-odstotnim deležem (EVCA 2002 Yearbook, str. 47).

Največji trg tveganega kapitala v Evropi predstavlja **Velika Britanija**, ki ima tudi najdaljšo tradicijo tržnega gospodarstva in razvitih finančnih trgov. Tako je v letu 2001 britanski trg tveganega kapitala predstavljal kar 28 % celotnega evropskega trga tveganega kapitala in investicije tveganega kapitala 19 % celotnih investicij tveganega kapitala v Evropi (EVCA 2002 Yearbook, str. 265). Velika Britanija je v zadnjih letih postala središče vseevropskega zbiranja tveganega kapitala, saj se v Veliki Britaniji zbere več kot 50 % vsega tveganega kapitala v Evropi. Sledita ji Francija (14,4 %) in Nemčija (9,7 %), ki pa imata občutno manjše deleže zbranega tveganega kapitala (EVCA Yearbook, 2002, str. 67).

Čeprav Velika Britanija predstavlja največji trg tveganega kapitala v Evropi in so v Evropi največji vlagatelji v sklade tveganega kapitala pokojninski skladi, lahko pričakujemo, da so glavni vlagatelji v britanske sklade tveganega kapitala pokojninski skladi. Njihovi vložki predstavljajo kar 42 % vseh vlog (slika 4). Za njimi sledijo skladi skladov s 15 % deležem, banke s 13,9 % in zavarovalnice z 11,8 % deležem v tveganem kapitalu Velike Britanije. Ostali investitorji, fizične osebe, akademске institucije in vladne agencije so manjši investitorji, čeprav vsako leto povečujejo znesek investiranih sredstev v tvegane sklade (EVCA 2002 Yearbook, str. 265).

**Slika 4:** Zbrani tvegani kapital glede na vrsto investitorja v letu 2001 (v %)



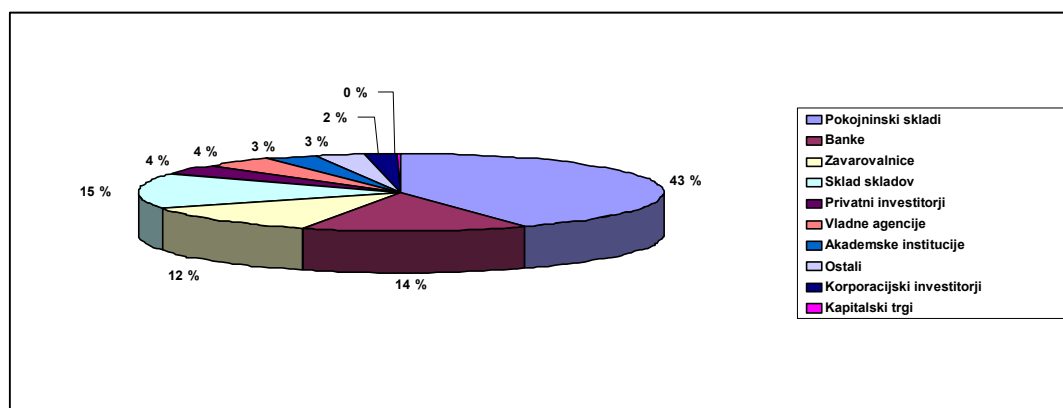
Vir: EVCA Yearbook, 2002, str. 271.

Največja prednost Velike Britanije pri hitrem razvoju tveganega kapitala je bila v tem, da je imel tvegani kapital že od vsega začetka močno politično podporo. To pomeni, da je bila klima za razvoj tveganega kapitala v Veliki Britaniji ves čas izjemno dobra. Tako se na primer podjetniški in osebni davki, kot glavna ovira za hiter razvoj tveganega kapitala, progresivno zmanjšujejo v zadnjih 20 letih. Najvišja davčna stopnja na osebni dohodek je trenutno 40 %, kar pomeni, da je enako kot pri kapitalskih dobičkih. Davčna stopnja je trenutno najvišja v Evropi, vendar je pričakovati bistveno zmanjšanje v prihodnosti. Zavedati se moramo, da ima Velika Britanija veliko število različnih oblik skladov, ki prinašajo različne davčne olajšave, in to je vzrok, da je ta država vodilna na področju tveganega kapitala. Država pa poleg tega ves čas nudi podporo tehnološkemu sektorju, kjer je največje povpraševanje po takšnem viru financiranja in spodbuja večja podjetja, naj vlagajo lastniški kapital v mala in hitro rastoča podjetja. Vlaganje država pospešuje tako, da imajo velika podjetja ob vložku v mala podjetja 1-odstotno davčno olajšavo na investicije (EVCA 2002 Yearbook, str. 268).

Letos Velika Britanija vpeljuje novo shemo, ki bo še pospešila investicije večjih podjetij v hitro rastoča mala podjetja. Po novem bodo tako neobdavčeni vsi donosi, doseženi s prodajo delnic po petih letih. To pa je izjemno pomembno za investicije tveganega kapitala, saj so le-te po naravi dolgoročne in zato investitorji pričakujejo dobičke šele v roku od 5 do 10 let, seveda odvisno od tega, v kateri fazi je podjetje, ko vložijo tvegani kapital. Nadalje lahko investitor v letu izdaje delnic uveljavlja zmanjšanje davčnih obveznosti v višini 20 odstotkov celotne vrednosti investicije, investirano podjetje mora biti neodvisno ter večino posla mora opraviti znotraj Velike Britanije (EVCA 2002 Yearbook, str. 268).



**Slika 5:** Zbrani tvegani kapital glede na vrsto investitorja v Veliki Britaniji v letu 2002 (v %)

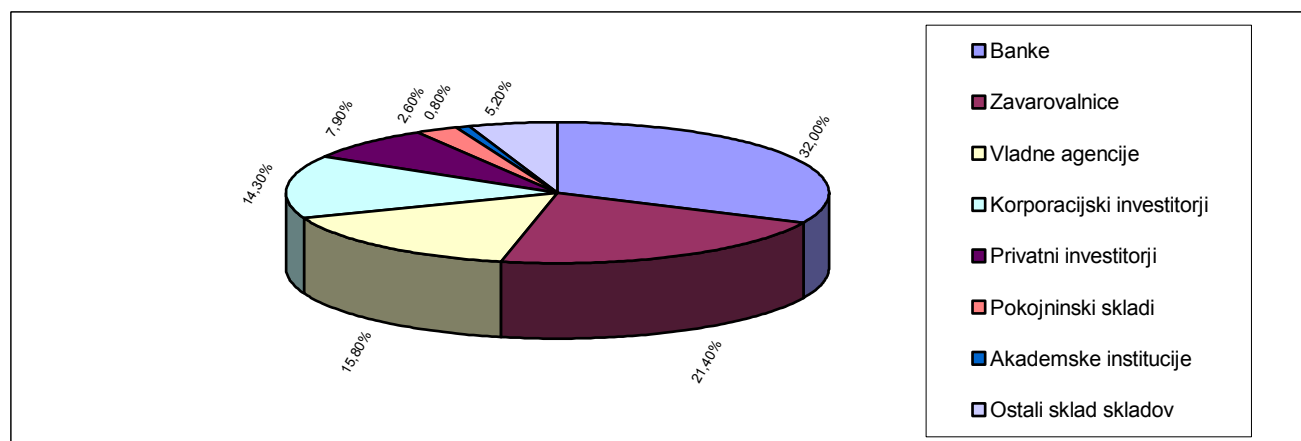


Vir: EVCA Yearbook, 2002, str. 271.

Pokojninski skladi predstavljajo največji delež sredstev v skladih VB, Danske in Irske (EVCA 2002 Yearbook, str. 70). Visok delež gre pripisati močnemu vplivu Amerike na te tri države. Ameriški pokojninski skladi namreč zelo intenzivno vstopajo v VB, iz VB pa potem še v druge države Evrope. V VB tako ameriški investitorji vložijo kar 71 % celotnih sredstev skladov (EVCA 2002 Yearbook, str. 265). Prav zaradi velikega vpliva ameriških investitorjev na stanje tveganega kapitala v VB le-te ne moremo primerjati z ostalimi evropskimi državami. Ostale evropske države se od VB razlikujejo predvsem v tem, da glavni vir sredstev v skladih tveganega kapitala ne predstavljajo pokojninski skladi, ampak banke in zavarovalnice.

Če pogledamo **Nemčijo**, ki ima druga najhitreje rastoč trg tveganega kapitala v Evropi, saj so v letu 2001 zbrali 10,3 milijarde evrov sredstev, ugotovimo, da investicije nemških bank predstavljajo 32 % (slika 6) vseh zbranih sredstev nemških skladov. Te so že vrsto let največji investitor v sklade tveganega kapitala, saj je večina skladov organiziranih kot podružnica bank. Vloženim sredstvom bank pa sledijo zavarovalnice z 21-odstotnim deležem v vseh zbranih sredstvih skladov (EVCA Yearbook 2002, str. 146).

**Slika 6:** Zbrani tvegani kapital glede na vrsto investitorja v Nemčiji v letu 2001 (v %)



Vir: EVCA Yearbook 2002, str. 146.

O skupnem okolju za razvoj tveganega kapitala v Evropi ne moremo govoriti. Evropa je še vedno nacionalno usmerjena, zato govorimo o različnem davčnem in fiskalnem okolju v različnih državah Evrope. V Nemčiji je bila leta 2000 ustanovljena posebna shema, imenovana Technology Participation Society – TBG, ki vzpodbuja investicije tveganega kapitala tako, da za vsak investiran evro v malo tehnološko podjetje investiciji doda še en evro. Hkrati so uvedli tudi zavarovanje investicij, da v primeru, če podjetje propade, dobi investitor del investicije povrnjene (EVCA Yearbook 2002, str. 145). Še vedno pa ni jasno opredeljena stopnja obdavčenosti investorjev ter donosnosti skladov.

Vsaka država v Evropi zaenkrat vodi svojo politiko do tveganega kapitala. Vendar je uvedba evra močno pripomogla k harmonizaciji pogojev na finančnih trgih. In takšna pozitivna izkušnja tudi spodbuja harmonizacijo med državami na drugih področjih poslovanja. Harmonizacija na področju tveganega kapitala bi pomenila nov razmah. Skladi tveganega kapitala bodo zatem lažje širili področje svojega poslovanja po celi Evropi in lahko pričakujemo, da se zbiranje sredstev ne bo več odvijalo nacionalno, ampak bo postalo mednarodno (Yli-Renko, Hay, 1999, str. 76). To bi pomenilo veliko lažje zbiranje sredstev in obenem veliko večjo ponudbo sredstev. Iz tega lahko zaključim, da na področju tveganega kapitala v Evropi, predvsem v smeri globalizacije in harmonizacije finančnih trgov, vidim še veliko možnosti za razvoj tveganega kapitala.

### **3 Okolje za tvegani kapital v Sloveniji**

Slovenija je leta 1991 končno pridobila svojo samostojnost. Mlada država je z odcepitvijo od nekdanjih jugoslovanskih republik končno lahko zaživela svojo ekonomsko neodvisnost, kar se je takoj pokazalo v izboljšanju rezultatov različnih ekonomskih indikatorjev. Kot primer je Slovenija leta 2002 dosegla 3,2-odstotno rast BDP-ja.

Osamosvojitve Slovenije in sprejem nove slovenske zakonodaje sta med drugim omogočila razvoj podjetništva v Sloveniji. Razpad jugoslovanskega trga je povzročil propad mnogo slovenskih podjetij, ki so bili vezani na te trge. Posledica tega je, da je veliko ljudi ostalo brez zaposlitve in mnogi med njimi so se takrat odločili za samostojno pot. Ob ustanavljanju novih podjetij in med poslovanjem so naleteli na veliko ovir. Največja med njimi je zbir potrebnih sredstev za financiranje ustanovitve in poslovanja podjetja. Mala in srednje velika hitro rastoča podjetja se financirajo na različne načine in eden od alternativnih načinov financiranja malih in srednjih podjetij je tvegani kapital.

Za tvegane kapitaliste je bila Slovenija zanimiva predvsem z dveh strani. Kot prvo je bila Slovenija polna starih "dinozavrskih" podjetij. Vendar so "dinozavska" podjetja vsebovala zdrave dele, ki bi se v okviru starega podjetja hitro zadušila. Ti zdravi deli so zato nujno potrebovali denar za odcepitev od starega podjetja in preoblikovanje v manjše novo podjetje. Le tako so lahko zagotovili svoj nadaljnji razvoj dejavnosti. Kot drugo pa so tvegani kapitalisti vedeli, da bodo naša mlada podjetja za preživetje in rast potrebovala lastniški

kapital. Ti dve možnosti sta dali tveganim kapitalistom priložnost za nastop na slovenskem trgu.

Slovenija je znana po visokem odstotku izobraženega prebivalstva. Na področju tehničnih znanosti, ki je ena od glavnih dejavnosti, v kateri je tvegani kapital prisoten, smo Slovenci vedno izstopali. Naše univerze in inštituti so kljub pomanjkanju sredstev večkrat dokazali svoje sposobnosti. Izobrazbena struktura slovenskega prebivalstva je še dodatno pritegnila tvegane kapitaliste v Slovenijo.

Tvegane kapitaliste so v Slovenijo pritegnili privatizacijski proces, prestrukturiranje obstoječih podjetij, rast in razvoj dinamičnih malih podjetij in močni potencial izobraženega prebivalstva. Sedaj beležimo nekaj skladov tveganega kapitala in tudi poslovni angeli niso več neznanka za slovenski prostor. Čeprav je Slovenija privlačna dežela za tvegani kapital, je izjemno zaprta za pretoke kapitala zaradi omejevanje regulative. Zato je razvoj tveganega kapitala v Sloveniji počasnejši, kot bi lahko bil. Slab vpliv okolja na razvoj tveganega kapitala potrjuje tudi raziskava o prijaznosti finančnega okolja za MSP, ki jo vsako leto izvede GEM (Global entrepreneurship monitor).

### **3.1 Raziskava prijaznosti finančnega okolja za MSP**

Raziskovalci GEM (Global Entrepreneurship Monitor) že četrto leto zapored ugotavljajo, da Evropa oziroma nekatere države še prav posebej v razvitosti in prijaznosti finančnega okolja za mala in srednja podjetja zaostajajo za ZDA. Pa vendar pri nekaterih evropskih državah opažajo pomembno napredovanje na lestvici. Tako je v zadnjih letih največji napredek pri razvoju finančnega okolja naredila Nizozemska, sledijo pa skandinavske države.

V Sloveniji so bili ekspertni ocenjevalci GEM še prav posebej kritični do finančnega okolja podjetij. Tako so na vprašanja:

1. ali je v Sloveniji na razpolago dovolj lastniških virov financiranja za nova in rastoča podjetja,
2. ali je v Sloveniji dovolj dolžniških virov financiranja ter
3. ali je na razpolago dovolj državnih subvencij oziroma finančnih spodbud za nova in rastoča podjetja,

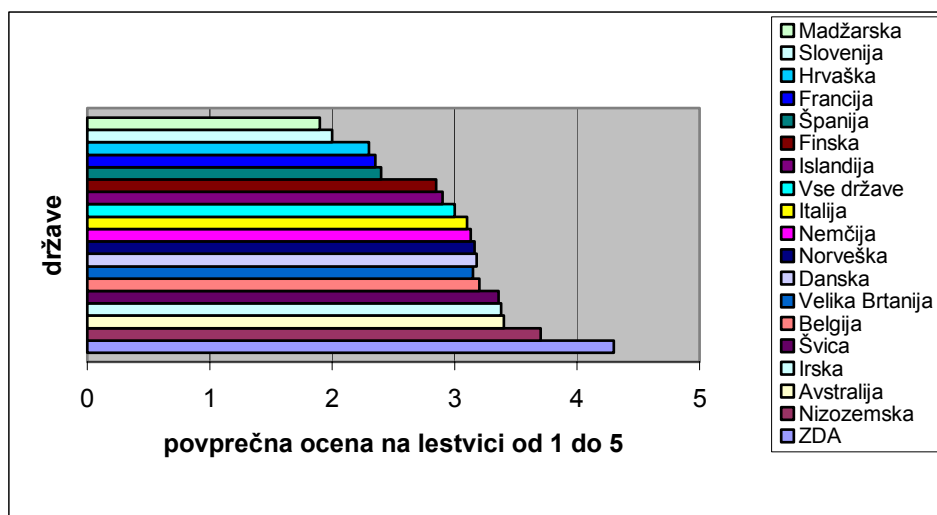
odgovarjali kritično, tako da se je med 35 državami Slovenija uvrstila na 31. mesto. (Pšeničny et al., 2002, str. 19).

Še bolj kritičnejša je ocena, povezana z vprašanji,

4. ali so v Sloveniji zasebniki, ki niso tudi ustanovitelji podjetja, pomemben vir financiranja za nova in rastoča podjetja,
5. ali so rizični kapitalisti v Sloveniji pomemben vir financiranja in podpore za nova in rastoča podjetja ter
6. ali je v Sloveniji začetna ponudba delnic pomemben vir kapitala za nova in rastoča podjetja.

Na sliki 7, ki nam prikazuje oceno finančnega okolja na lestvici od 1 do 5, lahko vidimo, da Slovenija zaostaja za povprečjem držav, vključenih v GEM, za celo točko na skali od 0 do 5 in je s povprečno vrednostjo odgovorov pod 2 na predzadnjem mestu (pred Madžarsko). Največ točk so po pričakovanju dosegle ZDA, ki so presegle mejo 4 točk. Presenetljivo je Velika Britanija šele na 7. mestu.

**Slika 7:** Ocena finančnega okolja (tvegani kapital, poslovni angeli, izdaja delnic)



Vir: Pšeničny et al., 2002, str. 19.

Slovenija se je glede na raziskavo najslabše odrezala pri pogostosti začetne ponudbe delnic kot vira kapitala za nova in rastoča podjetja ter pri financiranju ustanovitve in rasti prek zasebnikov, ki niso tudi ustanovitelji podjetja (tako imenovani poslovni angeli) (Pšeničny et al., 2002, str. 19).

Glede na raziskavo se podjetja v Sloveniji financirajo predvsem z lastnimi viri ustanoviteljev, pozneje pa z njihovimi dodatnimi vlaganji in zadržanimi dobički na eni strani ter z najemanjem bančnih posojil na drugi. Takšen način financiranja predvsem rasti podjetja je po eni strani povezan z mentaliteto slovenskih podjetnikov, ki ne želijo v lastniško strukturo svojih podjetij vključevati solastnikov, pa tudi ne profesionalnih sovlagateljev, po drugi strani pa tudi s še vedno sorazmerno majhno ponudbo lastniškega kapitala poslovnih angelov ter skladov tveganega kapitala (Pšeničny et al., 2002, str. 19).

Iz rezultatov raziskave lahko ugotovimo, da finančno okolje v Sloveniji ni prijazno do tveganega kapitala. K tej oceni delno prispeva ta slaba ponudba tveganega kapitala in mentaliteta slovenskih podjetnikov, ki v svoji kapitalski strukturi ne želijo imeti lastniškega kapitala. Vseeno pa v Sloveniji tvegani kapital že obstaja, kar nam prikazuje tudi ponudba tveganega kapitala v Sloveniji, ki jo predstavljam v nadaljevanju.

### 3.2 Ponudba tveganega kapitala v Sloveniji

Prvi poskusi ustanovitve **skladov tveganega kapitala** v Sloveniji so bil s strani naših bank. Prvi sklad tveganega kapitala v Sloveniji je bil ustanovljen leta 1989 s strani A banke. Vendar se je kmalu izkazal za neuspešnega. Drugega je ustanovila Nova Ljubljanska banka leta 1991, Sklad za razvoj malega gospodarstva. Tudi ta ni dočakal srečnega konca. Nekaj investicij je bilo poplačanih za nazaj, nekaj pa so jih odpisali. Potem se je zvrstilo še nekaj poskusov s strani države, ki pa prav tako niso bili uspešni. Pri tem naj omenim tehnološki razvojni sklad, ki pa ni dolgo deloval (Penca, 2002, str. 18).

O pravem začetku tveganega kapitala pri nas lahko govorimo šele s prihodom sklada Horizonte Venture Management, ki je leta 1994 v Sloveniji ustanovilo svojo podružnico Horizonte Management Group. Horizonte Venture Management je eden vodilnih srednjeevropskih skladov za tvegani kapital. Sklad je stopil na slovenski trg z osmimi milijoni evrov sredstev. Sredstva je pridobil predvsem od tujih bank, zavarovalnic in pokojninskih skladov. Sklad še vedno deluje in je eden izmed najuspešnejših v Sloveniji (Penca, 2002, str. 18). Zaenkrat so investirali v kar dvanajst podjetij, predvsem v visoko tehnološka oziroma biotehnološka podjetja (Educell, BIA Separation). Leta 2000 so zaključili prvo investicijo v Sloveniji v portfeljsko podjetje Bofex, trgovsko verigo skupine Merkur. V lanskem letu je pod njihovim vodstvom nastal nov sklad, imenovan Alpe Adria Fund. Vendar zbiranje sredstev še ni zaključeno, saj je v tem trenutku zbranih že 20 milijonov EUR. Obsegal naj bi volumen 45 – 60 milijonov EUR (Slavnič, 2003, str. 3). Svoje področje delovanja nameravajo pri Horizontu s pomočjo tega sklada razširiti tudi v sosednjo državo Hrvaško, v letošnjem letu pa so uspešno investirali v podjetje GA, d. d. (Slavnič, Penca, 2001).

Leta 1995 je bil ustanovljen sklad tveganega kapitala Slovenian Fund Management (v nadaljevanju SFM), da bi zagotovil dolgoročni kapital slovenskemu privatnemu sektorju. Velika večina njegovih sredstev, dvajset milijonov evrov, je bila zagotovljena prek tujih bank. Tretjino so vložili domači investitorji, slovenski banki NLB (Nova ljubljanska banka) in SKB (Slovenska kreditna banka). SFM je za razliko od Horizonta pasiven vlagatelj, kar pomeni, da se ne vpleta v poslovanje podjetja. Zanimanje kaže predvsem za velika in srednja slovenska podjetja, ki se ukvarjajo s farmacevtsko, kemično in z mesnopredelovalno dejavnostjo. Vlagali so v Vina Brežice, Juteks, MIP itd. V letošnjem letu nameravajo ustanoviti nov sklad (Second Slovenian Found) v vrednosti 50 milijonov EUR. Vlagali bodo v hitro razvijajoča se podjetja z nakupom lastniških deležev. Sklad bi ostal lastnik od pet do sedem let (Slavnič, 2002, str. 3). Istega leta je bila ustanovljena tudi Slovenska razvojna družba. Ustanovili sta jo Evropska banka za obnovo in razvoj in Slovenska razvojna družba, da bi omogočili slovenskim podjetjem v procesu prestrukturiranja možnost dostopa do tujih strokovnjakov. A na žalost družba ni dolgo delovala. Njen edini projekt, v katerega so investirali, je bilo podjetje Metalflex.

Družba Prophetes je svoj sklad v višini 600 tisoč evrov izoblikovala konec leta 1999. Tokrat so bila vsa sredstva pridobljena s strani slovenskih investitorjev. Gre za izjemno majhen in zato ne tako zelo znan sklad, ki investira predvsem v inovacijske projekte, ki jim zagotavlja kapital in znanje. Njihov moto je "smartness of money", saj podpirajo predvsem projekte, v katere je potrebno investirati veliko znanja, a na koncu jim le to zagotavlja največjo dodano vrednost. Del njihovih sredstev je namenjen tudi lastnemu delovanju.

Eden pomembnejših skladov za razvoj slovenskega kapitala je Aktiva Ventures, ki je bil ustanovljen leta 2000. Aktiva Ventures je prvi in edini sklad tveganega kapitala v Sloveniji, ki je namenjen izključno naložbam v visoko tehnološka podjetja. Prednost dajejo predvsem telekomunikacijam, informacijski tehnologiji, internetu in biotehnologiji. Ustanovitelji sklada so Aktiva Group in partnerji iz Italije, Švice in Izraela. Sklad naj bi deloval v mednarodnem okviru, avtorizirani kapital sklada pa je 100 milijonov mark, od tega je bilo 30 milijonov mark namenjenih slovenskemu prostoru (Penca, 2002, str. 18 – 19). V prvem letu delovanja so investirali v več kot 10 obetavnih tujih podjetij, v Sloveniji pa je bila ob koncu 2001 izpeljana prva naložba v visoko tehnološko podjetje Daisy Technologies. Skupaj z ameriškim strateškim partnerjem so vložili 2 milijona USD (Slavnič, 2002, str. 3). Aktiva Ventures v letu 2002 v Sloveniji ni investirala. V lanskem letu so bili namreč preveč aktivno vključeni v pomoč podjetjem, v katera so že investirali v letu 2001. Imajo pa še vedno pripravljenih 41 mio EUR za nadaljnje investicije v Slovenijo (Slavnič, 2002, str. 12 – 13). Lanskoletno delovanje sklada pokaže, kako zahtevno je vložiti tako imenovani "pametni" kapital.

Največje pozitivno presenečenje v letu 2002 je bila NLB, d. d., ki je znotraj banke ustanovila nov sklad tveganega kapitala in ga zaprla v višini 10,2 milijona EUR (Slavnič, 2002, str. 12 – 13). V letošnjem letu so tudi že investirali, vendar je bila to tudi edina investicija. V tem vidim pozitivni vpliv na prihodnost tveganega kapitala, saj bodo uspešne investicije pripomogle k temu, da bo za bančni sektor tvegani kapital postal veliko bolj zanimiv. V Sloveniji je bančni sektor močno razvit in večje zaupanje le-tega bi pomenilo velik premik za tvegani kapital.

Vseh pet delujočih skladov, Horizonte, Aktiva, Group, Kmečka družba, Prophetes in Ventures management, se je skupaj s Pospeševalnim centrom za malo gospodarstvo septembra 2001 povežalo in ustanovilo **Sekcijo slovenskega tveganega kapitala – SLEVCA**. V SLEVCO je od letošnjega leta naprej vključen tudi sklad tveganega kapitala Nove Ljubljanske banke. Osnovni namen njene ustanovitve je vzpodbuda razvoja trga tveganega kapitala v Sloveniji. V skladu s tem SLEVCA vzpodbuja promocijo, raziskovanje in analiziranje trga tveganega kapitala v Sloveniji ter omogoča stike in dialog z ustvarjalci javne politike, raziskovalnimi institucijami, univerzami, gospodarskimi združenji in drugimi sorodnimi institucijami (Vadnjal et al., 2003).

SLEVCA je članica Evropskega združenja za tvegani kapital (EVCA), s katerim stalno sodeluje. Skupaj z njim pripravlja razne seminarje na temo tveganega kapitala v Evropi in

Sloveniji. Poleg tega mora vsako leto pripraviti poročilo o stanju tveganega kapitala v Sloveniji. To poročilo skupaj s poročili vseh držav članic EVCE izide v letnem zborniku.

Predsednik SLEVCE je dr. Matej Penca. Sekcija ima polnopravne in pridružene člane. Polnopravno članstvo je odprto predvsem za posameznike in podjetja, ki nastopijo kot ponudniki tveganega kapitala. Pridružene člane sekcije pa sestavljajo predstavniki institucij, ki lahko pomembno vplivajo na razvoj tveganega kapitala. Mednje uvrščamo banke, organizacije za razvoj kapitala, borze, svetovalce, finančne posrednike, borzne posrednike, pokojninske sklade, zavarovalnice, zasebnike in državne institucije (Vadnjal et al., 2003).

Z delom so v sekciji pričeli takoj po ustanovitvi. Tako so po razgovorih z državo dosegli, da je Javni sklad za razvoj malega gospodarstva podjetjem s tveganim kapitalom omogočil določene ugodnosti. Prav tako se v letu 2001 lahko pohvalijo z izdajo prve slovenske knjige o tveganem kapitalu. Spomladi leta 2002 je zažvela tudi njihova spletna stran, poleg tega pa so zavzeto sodelovali pri raziskavah. Največji odmev je dosegla raziskava prof. Glasa z Ekonomske fakultete o financiranju malih in srednjih podjetij v Sloveniji, zaživel pa je tudi prvi časopis o tveganem kapitalu SLEVCA. V letu 2002 je potekalo kar nekaj seminarjev na temo tveganega kapitala s pomočjo SLEVCE; pomagali so namreč pri soorganizaciji Četrte okrogle mize o financiranju malih in srednjih podjetij na Bledu in izvedli Dneve tveganega kapitala in Podjetniškega foruma (Vadnjal, 2002, str. 2).

Eden glavnih ciljev je pripraviti strokovno podlago za vzpodbuditev postopka zakonskih sprememb in izboljšati pogoje investiranja. S tem bi omogočili boljše okolje za razvoj tveganega kapitala v Sloveniji. Pri tem mislim predvsem na davčne olajšave, a o tem več v nadaljevanju.

V letu 2003 SLEVCA namerava predstaviti možnosti financiranja s tveganim kapitalom neposredno vsaj 50 podjetnikom in preko ostalih oblik promocije vsaj 1000 podjetnikom. Povečati želi število članov, vključenih v sekcijo, na 30, od tega deset polnopravnih, kar pomeni ustanovitev vsaj petih novih skladov tveganega kapitala. Poleg tega pa želi usposobiti 100 podjetnikov, bančnih sodelavcev in svetovalcev za področje tveganega kapitala (Vadnjal et al., 2003).

Vendar v Sloveniji nismo dejavni le na področju formalnega tveganega kapitala, ampak tudi neformalnega. V okviru Pospeševalnega centra za malo gospodarstvo od leta 2001 deluje **Klub poslovnih angelov**. Njegov glavni cilj je vzpostaviti stalno ponudbo in povpraševanje neformalnega tveganega kapitala. V prvem letu se je klub posvečal predvsem promociji. Leta 2002 je bilo v klub vključenih 22 poslovnih angelov, 66 podjetniških projektov, opravljenih 22 sestankov in kar je najpomembnejše, pozitivna zaključitev 4 poslov: distribucija kave, nepremičnine, črna luknja in vitraži (Vadnjal, 2002a, str. 19).

**Tabela 1:** Aktivnost kluba poslovnih angelov do konca oktobra 2002 v Sloveniji

Število poslovnih angelov	17
Povprečna vrednost investicije	26.000 EUR (od 15.000 do 50.000 EUR)
Število prošenj za financiranje	50
Povprečna vrednost potrebnih sredstev	85.000 EUR (od 25.000 do 500.000 EUR)
Število organiziranih sestankov	23
Število sklenjenih poslov	4

Vir: Vadnjal, 2002a, str. 19.

**Tabela 2:** Študije primerov

Primer	Zgodba
<b>Distribucija kave</b>	Mož, ki je prodajal in distribuiral kavo za precej novo italijansko podjetje, je dobil priložnost od lastnika podjetja za prevzem. Potreboval je 15.000 EUR za nakup osnovne opreme. Poslovni angel, ki je že imel izkušnje s tega področja, mu je pomagal z investicijo. Dogovorila sta se za 50-odstotno lastništvo novega podjetja.
<b>Nepremičnine</b>	Dva podjetnika sta zbrala denar za nakup zemlje, na kateri naj bi kasneje gradili stanovanjsko zgradbo, delo pa naj bi plačali kasnejši kupci stanovanj. Podjetnika si bosta po zaključku projekta izplačala dobiček in novo podjetje zapustila.
<b>Črna škatla</b>	Študent elektrotehnike je izumil črno škatlo za osebne računalnike. Sklenil je pogodbo s poslovnim angelom za investicijo v njegov projekt. Kasneje se je pogodba preoblikovala tako, da ima študent sedaj možnost zaposlitve v podjetju.
<b>Vitraž</b>	Dva od treh partnerjev mladega podjetja sta želela izplačati tretjega. Zato sta potrebovala 20.000 EUR. Poslovni angel tokrat ni investiral, ampak posodil denar za nedoločen čas. Poleg tega je poslovni angel zaposlen v velikem gradbenem podjetju, preko katerega lahko nudi pomoč mlademu podjetju pri vstopu na nove trge.

Vir: Vadnjal, 2002a, str. 19.

Danes klub poslovnih angelov združuje podatke o 17 poslovnih angelih, ki želijo investirati zneske med 15 in 50 tisoč EUR v ambiciozne podjetniške projekte. Klub predvsem organizira sestanke med poslovnimi angeli in podjetniki z namenom, da se med njimi začnejo pogajanja o investiranju (Vadnjal, 2002a, str. 19).

V letu 2002 je bilo v Sloveniji zbranih 30,2 milijona EUR s strani privatnih investorjev in skladov tveganega kapitala, kar pomeni kar 19,8 milijona EUR manj kot v prejšnjem letu\*. V prejšnjem letu je bilo zabeleženih kar 6 poslov, letos pa le eden. Iz tega lahko sklepamo, da so v letošnjem letu skladi iskali bolj ali manj izhode kot pa nove investicije. V letu 2002 beležimo tudi investicije neformalnih investorjev – poslovnih angelov v višini 800.000 EUR (Slavnič, 2002, str. 12 – 13).

Edini projekt investicije tveganega kapitala v Sloveniji, ki je uspel, je bila investicija sklada tveganega kapitala Horizonte in NLB v podjetje GA, d. d. Podjetje se ukvarja s prodajo

\* Glej prilogo številka 1.



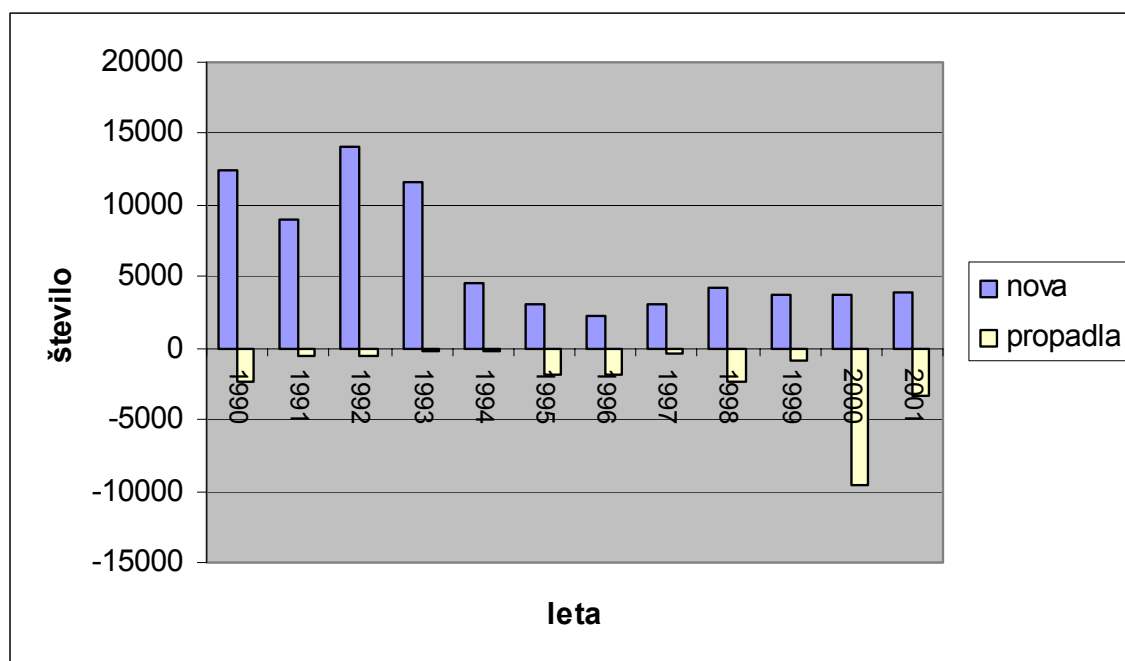
gospodinjskih aparatov na obroke. Denar je bil namenjen financiranju hitre rasti prodaje in širjenja na nove trge. Sklada sta oktobra 2002 dokapitalizirala podjetje z 1,6 milijonov evrov v zameno za 40-odstotni lastniški delež (Pinterič, 2002, str. 3). Takšni uspešni posli so t. i. znanilci pomladi na nekem področju. Na podlagi njihovega uspeha se bo vedno več podjetnikov odločalo za tvegani kapital. Kljub temu pa je bil to le en uspešen posel v letu 2002, v primerjavi z lanskimi šestimi, kar priča o dejstvu, da se slovenski tvegani kapitalisti srečujejo z vedno večjimi razvojnimi problemi.

### **3.3 Glavni problemi razvoja tveganega kapitala v Sloveniji**

Slovenska panoga formalnega tveganega kapitala je na začetku svojega razvoja, toda v Sloveniji deluje že kar nekaj skladov tveganega kapitala, ki so pri svojem delovanju že naleteli na razne probleme. Kot nam je potrdila raziskava GEM o prijaznosti finančnega okolja za MSP, je glavni problem razvoja tveganega kapitala v Sloveniji, da slovenski podjetniki in slovensko okolje še niso pripravljene na tvegani kapital.

Samostojnost Slovenije je dobro vplivala na razmah slovenskega podjetništva po letu 1991. To lahko vidimo na sliki 8, ki nam prikazuje število novoustanovljenih podjetij v Sloveniji od 1991 do 2001. Glede na sliko je leta 1992 število novoustanovljenih podjetij doseglo svoj maksimum. V naslednjih letih pa se je število drastično zmanjševalo, kar nakazuje na marsikatero probleme s katerimi se srečujejo mlada podjetja. Skupaj s številom novoustanovljenih podjetij nam slika prikazuje tudi število propadlih podjetij, kjer pa opazimo ravno obratno sliko kot pri novoustanovljenih. Število propadlih podjetij se od leta 1991 naprej povečuje in v letu 2000 doseže svoj vrh v zadnjem desetletju. Zaskrbljujoče je dejstvo, da je bilo v letu 2000 že več propadlih kot novoustanovljenih podjetij.

**Slika 8:** Število novoustanovljenih in propadlih podjetij od leta 1990 do leta 2001



Vir: Tomanič Vidovič, 2002, str. 11.

Razvoj tveganega kapitala temelji na mladih, hitro rastočih, ponavadi visoko tehnoloških podjetjih. Ključno za vlogo tveganega kapitala v podjetje je njegova pričakovana eksponentna rast. Takšno rast lahko dosežejo le mlada in fleksibilna podjetja, število le-teh pa je v Sloveniji še vedno manjše kot v razvitih državah in se glede na zgornjo sliko še zmanjšuje.

Mala in srednje velika slovenska podjetja se ob nastajanju poleg ekonomskih, institucionalnih in administrativnih ovir srečujejo predvsem z omejenimi možnostmi pridobitve finančnih sredstev. Velika večina finančnih institucij, ki v Sloveniji ustvarjajo ponudbo kapitala, ni prilagojena mlademu podjetju, ki potrebuje začetni kapital za svoj razvoj. Nekaj podjetij pa se vendarle ustanovi, a zanje so bančna posojila še vedno najbolj uporabljeno finančno sredstvo za ustanovitev. Za mnoga mala podjetja predstavljajo bančna posojila poleg lastnih celo edini vir financiranja.

Večje število razlogov, zakaj tvegani kapital ni večkrat uporabljen kot vir financiranja, izhaja iz neprimerne okolja za razvoj tveganega kapitala. Mednje sodijo:

1. neprimerna pravna ureditev tveganega kapitala,
2. nenaklonjen davčni sistem tveganemu kapitalu,
3. pridobivanje investicij v sklade tveganega kapitala,
4. administracija ob nastanku podjetij in ob vlaganju tveganega kapitala,
5. težak izhod skladov tveganega kapitala iz podjetja zaradi nerazvitosti slovenske borze—neustrezne izstopne možnosti.

Nekaj razlogov pa je poleg okolja potrebno iskati tudi pri podjetnikih samih, torej na strani povpraševanja po finančnih sredstvih. Za slovenske podjetnike je značilno, da ne znajo

izkoristiti tistega, kar imajo na razpolago. Do tega pride predvsem zaradi pomanjkanja informacij, neznanja in strahu slovenskih podjetnikov, kako dobro predstaviti svojo dejavnost zainteresiranim investitorjem. To pomeni, da četudi vedo, da obstaja možnost financiranja s tveganim kapitalom, je zaradi neznanja in strahu ne uporabijo. Razloga sta:

1. podjetniška nenaklonjenost tveganju v Sloveniji,
2. premajhne ambicije slovenskih podjetnikov.

### **3.3.1 Neprimerna pravna ureditev tveganega kapitala**

V slovenski zakonodaji in delovanju slovenskega pravnega sistema se še vedno kažejo ostanki socialistične miselnosti, saj nista ne zakonodaja in ne pravni sistem ravno naklonjena naložbam in razvoju. Pravni okvir, ki dovoljuje urejen cikel naložb je bil v Sloveniji sicer sprejet. To področje ureja Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93,...,6/99), sestavljen v skladu z nemško in avstrijsko zakonodajo. Poleg tega je državni zbor sprejel tudi zakonodajo na področju prisilne poravnave, stečaja in likvidacije (Uradni list RS, št. 67/93,...,52/99). Velja pa tudi zakonodaja na področju investicijskih skladov in družb za njihovo upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94,...,26/99). Pred kratkim pa so bili sprejeti še zakon o prevzemih, zakon o finančnem poslovanju (Uradni list RS, št. 54/99), zakon o davku na dodano vrednost in zakon o finančnih transakcijah s tujino (Žugelj et al., 2001, str. 147). Niti eden od teh zakonov se specifično ne ukvarja s tveganim kapitalom, a vendar vsi skupaj predstavljajo pravni temelj za delovanje skladov tveganega kapitala v Sloveniji. Skladi tveganega kapitala v Sloveniji se zaradi tega pri vsakodnevnem poslovanju srečujejo z resnimi operativnimi težavami. Največje se pojavljajo pri interpretaciji zakonov in njihovem praktičnem izvajanju, kajti zakoni so oblikovani za investicijske sklade in družbe (Kaučič, Vilfan, 2000, str. 30). Nenehno spreminjajoča se in nejasno sestavljena zakonodaja povzroča resne probleme tudi malim dinamičnim podjetjem, ki ne zaposlujejo pravnih strokovnjakov (Penca, 1996, str. 26).

V Sloveniji manjka generator pozitivne klime, ki bi v vladnih krogih spodbudil reševanje tega vprašanja. Največja ovira, ki se pojavlja, je nepoznavanje mehanizmov delovanja tveganega kapitala in njegovega vpliva na narodno gospodarstvo, s katerim se v preteklosti družba ni nikoli srečevala. Tako se naši strokovnjaki ne znajo pravilno lotiti reševanja tega problema. Ministrstvo za gospodarstvo in vlada morata predvsem poskrbeti, da bo zakonodaja enostavna, univerzalna in primerna za tržno naravnani sektor malega gospodarstva. Zato bi bilo smiselno ustanoviti Urad za deregulacijo, ki bi skrbel za zaščito interesov malega gospodarstva. Pri vsem tem se najbolj zanašamo na Pospeševalni center za malo gospodarstvo, ki že pripravlja načrte, kako spremeniti zakonodajo, in je s problemom tveganega kapitala pri nas dobro seznanjen.

### 3.3.2 Tveganemu kapitalu nenaklonjen davčni sistem

V Sloveniji se skladi tveganega kapitala v skladu z Zakonom o davku od dobička pravnih oseb obdavčujejo kot davčni zavezanci (pravne osebe) po stopnji davka od dobička, ki znaša 25 % (Žugelj et al., 2001, str. 147). Omenjeni zakon ne vključuje nobenih posebnih določil za naložbe skladov tveganega kapitala. Edino davčno olajšavo za naložbe navedenih skladov je mogoče uveljavljati v skladu z 41. členom Zakona o davku na dobiček pravnih oseb, po katerem je skladu tveganega kapitala kot davčnemu zavezancu, ki oblikuje investicijske rezerve, priznana davčna olajšava v višini oblikovanih rezerv, vendar največ v višini 10 % davčne osnove (Žugelj, 2002, str. 9).

Naslednja, 3. tabela nam prikazuje obdavčitev skladov tveganega kapitala v izbranih evropskih državah. Lahko vidimo, da se različnost obdavčitve davka od dobička v evropskih državah ne odraža zgolj v različnih višinah davčnih stopenj, ampak se stopnja obdavčitve davka od dobička giblje različno ob vpeljavi vrste olajšav in oprostitev. Tako imajo v VB 30-odstotno stopnjo davka na dobiček, a imajo uvedene posebne davčne olajšave za sklade tveganega kapitala in mala ter srednja podjetja. V Franciji je stopnja davka na dobiček višja kot v VB, a investicije tveganega kapitala vzpodbujajo z davčno olajšavo. Na Nizozemskem se je država bolj osredotočila na pomoč podjetjem v zagonu in zato vsem podjetjem, ki vlagajo vanja, omogoča davčne olajšave. Posebnost Nizozemske je, da so skladi organizirani kot delniške družbe in zato njihovi kapitalski dobički, ki jih iz svojih naložb ustvarijo, niso obdavčeni (Kranjec, 2001, str. 2).

**Tabela 3:** Obdavčitev skladov tveganega kapitala v izbranih državah Evrope — primerjava davčnih določb

	<b>VB</b>	<b>FRA</b>	<b>ITA</b>	<b>ŠPA</b>	<b>BEL</b>	<b>NIZ</b>
<b>Stopnja davka od dobička</b>	30 % (zmanjša na 20 % za MSP)	38 %	27 % do 37 % + 4,7 % lokalni davek	35 %	40,17 % znižano stopnjo za MSP	35 %
<b>Davčne olajšave za posamezne investitorje</b>	Investicijske sheme za podjetje in sklade tveganega kapitala	Določene investicijske olajšave za tvegani kapital	Ni posebnih odločb	Ni posebnih odločb	Ni posebnih odločb	Davčne olajšave za naložbe v podjetja v zagonu

Vir: Žugelj, 2002, str. 9.

To nam dokazuje, da bo slovenska davčna zakonodaja v prihodnje morala resno razmisliti o proučitvi katere od evropskih rešitev, ki bi jo lahko v bližnji prihodnosti uvedla v Sloveniji. V slovenski davčni zakonodaji ni uvedenih spodbud (olajšav in oprostitev), ki jih lahko najdemo v drugih državah, niti na strani podjetij niti na strani skladov tveganega kapitala. Že pred nekaj leti so bile ukinjene davčne oprostitve za novoustanovljena podjetja. Slovenska davčna zakonodaja tudi ne predpisuje davčnih olajšav za podjetja in fizične osebe v primeru vlaganja

v sklade tveganega kapitala. Za nekatere institucionalne investitorje (npr. zavarovalnice in pokojninske sklade) pa naložbe sploh niso zakonsko predvidene. Le-ti v tujini zagotavljajo glavni vir sredstev skladov tveganega kapitala. V slovenskih davčnih predpisih prav tako ni predvidena možnost oprostitve davka na dobiček za podjetja, ki izvajajo dejavnost investiranja tveganega kapitala (Žugelj, 2002, str. 9).

Skladi tveganega kapitala so z davčnega vidika še posebej zanimivi, ker je zanje za razliko od drugih pravnih oseb značilno več vrst naložb (Kranjec, 2001, str. 1). Vlagatelji vlagajo v sklad, ta pa v podjetja. Dobiček se ne ustvari takoj, ko pa se razdeli med prvotne vlagatelje, lahko pride do večkratne obdavčitve, saj so vlagatelji in podjetja, v katere vlagajo, lahko tudi iz različnih držav. V vsaki od teh držav pa velja drugačna davčna politika. Pri naložbah skladov, ki vlagajo v različnih državah, so zato zelo pomembni meddržavni sporazumi o preprečevanju dvojnega obdavčevanja, vendar jih Slovenija za zdaj še ni sklenila z vsemi državami. To pa zelo omejuje delovanje naših skladov, saj imajo s tem omejene možnosti vlaganja in tudi omejene možnosti pridobitve sredstev.

Slovenski skladi, ki so v večinski lasti tujih investitorjev, so zaradi tako postavljenega davčnega sistema raje izbrali off-shore način investicijskega delovanja lastnih skladov tveganega kapitala, kar je velik minus za naše gospodarstvo. Za rešitev tovrstnega izogibanja plačevanja davkov na slovenskih tleh bi bila najučinkovitejša rešitev privabljanja vlagateljev z davčnimi olajšavami, kot jih poznajo v drugih državah. To so neobdavčeni ali manj obdavčeni kapitalski dobički, kar pomeni odpravo dvakratnega obdavčevanja. Druga alternativa je tudi različna davčna stopnja, ki bi bila odvisna od časovnega trajanja naložbe (Pinterič, 2000, str. 59).

S tako postavljenim davčnim sistemom slovenska podjetja niso pripravljena vlagati v sklade ali dopustiti, da bi skladi vlagali vanje. Prav tako se tujim vlagateljem naši skladi zaradi slabo postavljenega davčnega sistema zdijo veliko manj zanimivi. V tujih državah pa je prav ugoden davčni sistem mehanizem, ki spodbudi investitorje, da se odločijo in del sredstev namenijo vlaganju v sklade tveganega kapitala, saj jim davčne ugodnosti nadomestijo višje tveganje. Slab davčni sistem je eden glavnih razlogov, da se v Sloveniji tvegani kapital ne razvija tako hitro, kot bi hoteli. Že z majhnimi spodbudami bi država na tem področju lahko naredila čudeže v pospeševanju razvoja tveganega kapitala.

### **3.3.3 Neustrezne izstopne možnosti**

Sklad tveganega kapitala se o investiciji v določeno podjetje odloča na podlagi različnih kriterijev. Eden pomembnejših kriterijev je izstopna možnost, ki jo mora podjetje opredeliti v finančnem planu, s katerim se ob iskanju investicije skladu tveganega kapitala predstavi. Tvegani kapitalist šele ob izstopu iz podjetja dobi povrnjeno investicijo in morebiten dobiček, v vmesnem času pa ostaja denar vezan v podjetju. Logično je, da vsakega kapitalista zanima, kakšne so njegove možnosti vsaj delne povrnitve investicije. Če so možnosti izstopa slabe, se

marsikateri sklad tveganega kapitala ne bo odločil za investicijo. S tem bi si še povečali tveganost že tako tvegane naložbe.

Najbolj priljubljena načina izstopa iz podjetja za vlagatelje tveganega kapitala po svetu sta uvrstitev podjetja na borzo in s tem javna prodaja delnic ter odprodaja deleža strateškemu partnerju oziroma finančnemu investitorju (Žugelj et al., 2001, str. 147). Zaradi nerazvitosti finančnega sistema in finančnih trgov v Sloveniji lahko pričakujemo, da bodo prevzemi in združitve glavni načini dezinvestiranja slovenskih skladov tveganega kapitala (Kaučič, Vilfan, 2000, str. 31).

Eden glavnih razlogov za nerazvitost finančnega sistema je nerazvitost slovenske borze. Ljubljanska borza je šele na začetku svojega razvoja in zato zaenkrat še ne predstavlja pomembne izhodne možnosti za investicije tveganega kapitala. Problem je v tem, da slovenska rastoča podjetja za zdaj na borzi še nimajo pravega mesta. To dokazuje primer Jurija Schollmayerja, ki je poskusil financirati svoje podjetje Bofex s pomočjo izdaje delnic. Izračunali so, da bi moral promet z njihovimi delnicami, če bi želeli priti do denarja za hitro rast, znašati 4 % vsega borznega prometa. To pa je povsem nemogoča ugotovitev. Mlado podjetje, ki bi za možnost izstopa tveganega kapitalista navedlo Ljubljansko borzo, ne bi pridobilo investicije tveganega kapitalista. Ljubljanska borza dobro deluje za zrela velika podjetja, kot so Mercator, Lek in Krka. Mlada podjetja imajo zaenkrat še zelo omejene možnosti kotiranja na borzi.

Slovenski skladi tveganega kapitala bodo zaenkrat investirali v podjetja, ki imajo strateške partnerje ali visoke možnosti združitve/prevzema z drugimi podjetji. Toda izstopne možnosti se bodo s sprejemom Slovenije v EU izboljšale. Povečal se bo trg za prevzeme in združitve z večjimi mednarodnimi podjetji in odprla se bo možna alternativa izstopa preko javne ponudbe portfeljskih podjetij na novo dostopnih trgih vrednostnih papirjev (npr. EASDAQ) (Žugelj et al., 2001, str. 147). Vse to bo slovenskim podjetjem prineslo nove možnosti, s katerimi bodo lahko prepričali sklade tveganega kapitala naj, vložijo vanje.

### **3.3.4 Pridobivanje investicij v sklade tveganega kapitala**

Kot pomemben ali celo primaren vir sredstev, zbranih v skladih tveganega kapitala, se v ZDA in Veliki Britaniji\* pojavljajo pokojninski skladi. Če pogledamo tabelo 4, vidimo, da so v letu 1999 v ZDA pokojninski skladi predstavljali 60 % vseh zbranih sredstev v skladih tveganega kapitala. Za njimi z 12 % investiranih sredstev v sklade tveganega kapitala sledijo velike korporacije in z 11 % zavarovalnice. V večini evropskih držav, izjema je Velika Britanija, imajo banke najmočnejšo gospodarsko vlogo. To nam kaže tudi tabela 4, iz katere lahko vidimo, da so banke najmočnejši vlagatelji v sklade tveganega kapitala v Evropi v letu 1999. Sredstva bank predstavljajo 29 % vseh sredstev tveganega kapitala. Nadaljnja sredstva pa v višini 18 % vseh sredstev zagotovijo pokojninski skladi.

---

\* Glej tudi sliko 4.

**Tabela 4:** Tipični investitorji v sklade tveganega kapitala v letu 1999

Viri sredstev	ZDA	Evropa
Korporacije	12 %	9,5 %
Banke	5 %	29,1 %
Zavarovalnice	5 %	13,2 %
Pokojninski skladi	60 %	18,7 %
Tuji investitorji	1 %	
Zasebniki	11 %	6,2 %
Vzajemni skladi	6 %	
Državne agencije		4,7 %
Reinvestirani kapitalski dobički		7,3 %
Drugo		11,3 %
<b>SKUPAJ</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

Vir: Penca, 2002, str. 19.

Problem v Sloveniji je povezan z nerazvitostjo slovenskega finančnega sistema. Tipi institucionalnih investitorjev, ki so v drugih državah med najpomembnejšimi vlagatelji v sklade tveganega kapitala, se pri nas še niso dobro razvili. Privatni pokojninski skladi in zavarovalni skladi še nimajo zadovoljive količine kapitala in ne jasne naložbene politike, najbolj pa tem institucijam vlaganje onemogočajo zakonski predpisi. Le-ti dovoljujejo naložbe v državne vrednostne papirje, obveznice in delnice podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, ter naložbe v nepremičnine (Žugelj, 2001a, str. 18). Slovenski zakoni zavarovalnicam, pokojninskim skladom in investicijskim skladom predpisuje samo kakovostne naložbe. V tujini pa so prav zavarovalnice in pokojninski skladi najmočnejši vlagatelji, kar nam tudi dokazujejo podatki v zgornji tabeli.

Iz tega lahko zaključimo, da je v Sloveniji potrebno ustvariti pogoje, da bodo tudi naši institucionalni investitorji lahko investirali. Spremeniti bi bilo potrebno zakonodajo na področju investicij pokojninskih skladov in skladov življenjskega zavarovanja. To je zelo pomembno, saj ti viri predstavljajo glavnino investicijskih sredstev skladov tveganega kapitala v ZDA in Evropi.

### 3.3.5 Administracija ob nastanku podjetij in ob vlaganju tveganega kapitala

Veliko podjetij kot razlog za težko delovanje navaja tudi administracijske zaplete, ki jih morajo rešiti v času ustanovitve in poslovanja podjetja. Registracijski postopki so za nova podjetja še posebej počasni in zapleteni. Pri vložitvi tveganega kapitala v podjetje je nujna sprememba organizacijske strukture iz samostojnega podjetnika posameznika v družbo z omejeno odgovornostjo ali delniško družbo. Pri tem se spremeni tudi lastniška struktura podjetja. Vse to pa zahteva dobršno mero potrpežljivosti, časa in denarja s strani podjetnika in sklada tveganega kapitala. Država bi z boljšo organizacijo administrativnih služb lahko veliko pripomogla k lažji in predvsem cenejši ustanovitvi novih podjetij in investiranju tveganega kapitala vanje. Predlog je, da bi država v obliki pomoči krila administrativne stroške skladom tveganega kapitala ob njihovi naložbi v mlado podjetje in s tem spodbujala podjetništvo.

### 3.3.6 Podjetniška nenaklonjenost tveganju v Sloveniji

O pozitivni naklonjenosti oziroma nenaklonjenosti tveganju v določeni državi govorimo, kadar se njeni državljani ne bojijo postati podjetniki in ustanoviti podjetja. Pri ustanavljanju podjetja podjetnik uporablja različne vire financiranja, med drugim tudi alternativne vire, kot je tvegani kapital. Iz tega lahko sklepamo, da se pozitivna naklonjenost tveganju odraža tudi v večji uporabi različnih virov financiranja, kot je tvegani kapital. Raziskava Global Entrepreneurship Monitor je pokazala, da je razlika med ZDA in EU glede naklonjenosti tveganju velika. V ZDA kar 2/3 ljudi razmišlja o tveganem kapitalu kot možnem viru financiranja njihovega mladega podjetja, medtem ko v EU o tem premišljuje le 1/2 vprašanih. Poleg tega v EU kar 45 % vprašanih trdi, da posameznik ne bi smel ustanoviti podjetja, če je realno tveganje, da podjetje lahko v bližnji prihodnosti propade. V ZDA se s tem strinja le 27 % vprašanih (Tomanič Vidovič, 2002, str. 10).

Podjetniška nenaklonjenost tveganju v EU seveda povzroča bolj počasen razvoj podjetništva v EU in posledično tudi bolj počasen razvoj tveganega kapitala. V EU torej obstaja strah pred alternativnimi viri tveganja. Seveda se Slovenija v tem primeru ne razlikuje od EU, kar lahko sklepamo na podlagi rezultatov primerjave dveh raziskav o gazelah na vzorcu 100 slovenskih podjetij (Podjetnik, november 1999) in na podlagi seznama 500 najhitreje rastočih slovenskih podjetij (Gospodarski vestnik), ki ju je izvedel Vilijem Pšeničny. Na podlagi raziskav je ugotovil, da imajo slovenske gazele dvakrat boljšo strukturo kapitala kot ostala hitro rastoča podjetja. Gazele imajo tako med viri financiranja v povprečju le več kot polovico lastnega kapitala, druga hitro rastoča podjetja pa še manj. V normalnem podjetju pa bi morala biti optimalna struktura 80 % lastniškega in 20 % dolžniškega kapitala (Kaučič, Vilfan, 2000, str. 29). Rezultati raziskav prikazujejo zelo slabo strukturo kapitala v slovenskih podjetjih. Iz raziskave lahko sklepamo, da slovenska podjetja ne uporabljajo dovolj lastniškega kapitala in s tem tudi tveganega kapitala za financiranje poslovanja.

Za slovenske podjetnike je značilno, da se ob ustanovitvi podjetja najprej financirajo z lastnim kapitalom. Kasneje pa se financirajo predvsem prek dolžniškega kapitala. Za tvegani kapital kot vir financiranja se v večji meri ne odločajo. Ugotavljamo, da imajo naši podjetniki strah pred tveganim kapitalom, ker je lastniški. Lastniški kapital pomeni, da morajo v zameno zanj ponuditi lastniški delež. S tem pa podjetnik izgublja na moči, saj pridobi solastnika. Ne zavedajo pa se, da lahko z boljšo strukturo kapitala dosežejo optimalnejše financiranje podjetja in s tem tudi boljše poslovno uspešnost podjetja. Poleg tega je lastniški kapital veliko bolj fleksibilen in prinaša manjše finančno tveganje, zato je veliko bolj primeren za mlada in hitro rastoča podjetja kot dolžniški kapital.

### 3.3.7 Premajhne ambicije slovenskih podjetnikov

Ena od ključnih ovir, da tvegani kapital ne zaživi v večji meri, je vrtičkarska miselnost podjetnikov in splošna ležernost glede finančne prihodnosti. Pri nas podjetniki nimajo ambicij, da bi imeli podjetje, ki bo evropska ali svetovna uspešnica. Podjetniki so na splošno



zadovoljni, če jim podjetje krije uporabo avtomobila itd. To potrjujejo tudi vodilne osebe naših skladov tveganega kapitala, predvsem g. Pinterič od sklada Horizonte. Primož Kaučič in Jože Vilfan (2000, str. 30) prav tako pravita, da pri njih nimajo težav s pomanjkanjem kapitala in dobrih projektov, temveč z ljudmi in managementom podjetij, ki imajo premajhne ambicije glede prihodnosti podjetja.

Majhne ambicije naših podjetnikov se kažejo tudi v tem, da nihče v Sloveniji ne ustanovi podjetja zato, da bi ga kasneje nekdo kupil. V Ameriki je takšnih podjetij kar 70 %, pri nas pa o žetveni strategiji razmišlja le 10 % podjetnikov. Primož Kaučič in Jože Vilfan (2000, str.30) pravita, da je za naše podjetnike bolj značilna strategija preživetja, ki pa pomeni, da podjetnik deluje v glavnem bolj kratkoročno.

Vse kaže, da je naša družba še vedno pod vplivom socialistične miselnosti, ki je z veliko socialno varnostjo in dobrimi pokojninami povsem zatrla strah za finančno prihodnostjo in skrb za preživetje, s tem pa tudi motiv za uspeh. V Ameriki so ljudje ves čas v strahu za preživetje, za šolanje svojih otrok, da bi si lahko privoščili boljšo pokojnino itd. (Kaučič, Vilfan, 2000, str. 30).

Miselnost slovenskih podjetnikov se bo kmalu spremenila. Kapitalistična družba, v kateri živimo, nas bo prisilila, da jo spremenimo. Kmalu tudi v Sloveniji šolanje otrok ne bo več zastoj, pokojnina ni več zagotovljena s strani države itd. Vedno večja želja svoji družini zagotoviti boljši standard bo tudi naše podjetnike spremenila v dolgoročne.

### **3.4 Možni ukrepi države za izboljšavo finančnega okolja za MSP**

Država kot najmočnejši člen gospodarstva lahko največ pripomore k učinkovitim spremembam na področju izboljšave finančnega okolja podjetja. Država lahko s pravilnim pristopom naredi alternativni način financiranja, kot je tvegani kapital privlačnejši za mala podjetja.

Za izboljšanje stanja tveganega kapitala v Sloveniji bi bilo potrebno uvesti naslednje ukrepe:

1. Za spodbujanje investitorjev k vlaganju v sklade tveganega kapitala bi morala država sprejeti davčne olajšave na kapitalske dobičke skladov, saj so sedaj obdavčeni po Zakonu o dobičkih gospodarskih družb, ki poslujejo v okviru normalnih tržnih tveganj (Žugelj, 2002, str. 7).
2. Spremeniti bi bilo potrebno zakonodajo na področju investicij, pokojninskih skladov in skladov življenjskega zavarovanja. To je zelo pomembno, saj vemo, da sredstva iz teh virov predstavljajo glavnino investicijskih sredstev skladov tveganega kapitala v ZDA in Evropi (Penca, 1996, str. 14).
3. Pomembno je tudi, da k nam prenesemo dobro znane svetovne družbe za upravljanje skladov tveganega kapitala. Vlada bi morala zato promovirati tako obliko vlaganj tudi v svetovnih finančnih krogih (Penca, 1996, str. 14).

4. Primer pospeševanja interesa investitorjev za naložbe v sklade tveganega kapitala je tudi ameriški ali nemški način podpore. Obe vladi podpirata sklade tveganega kapitala tako, da jim odobrita kredite z zelo nizko obrestno mero in z moratorijem na odplačilo glavnice za življenjsko dobo sklada. S tem povečujejo finančni vzvod in donose privatnega kapitala, obenem pa plemenitijo javna sredstva, namenjena razvoju malega gospodarstva (Penca, 1996, str. 14).
5. Državna politika na tem področju je lahko tudi v obliki jamstev in garancij za investicije skladov tveganega kapitala. Jamstvo v določenem obsegu, na primer 50 % naložbe, je močan podporni mehanizem skladom tveganega kapitala. Tovrstna garancijska institucija bi v primeru, ko gre podjetje, v katerega je sklad investiral, v stečaj, skladu povrnila 50 % investicijskega vložka. Taka politika zmanjšuje tveganost investicij skladov tveganega kapitala in povečuje donosnost celotnega portfelja sklada (Žugelj, 2002, str. 7).

Državno pomoč je treba zagotoviti na treh nivojih (Žugelj, 2002, str. 7):

- pomoč vlagateljem,
- pomoč skladom ali drugim mehanizmom, preko katerih vzvod pomoči deluje, in
- pomoč podjetjem, v katera se vlaga.

Takšne državne pomoči navadno zajemajo naslednje oblike:

- ustanavljanje investicijskih skladov (torej skladov tveganega kapitala), v katerih se država pojavlja kot partner, vlagatelj ali udeleženec, četudi pod manj ugodnimi pogoji in z manjšimi prednostmi kot ostali vlagatelji;
- kritje dela administrativnih stroškov in stroškov upravljanja skladov tveganega kapitala;
- druge finančne instrumente, ki vsem vlagateljem tveganega kapitala (oziroma skladom tveganega kapitala) omogočajo zagotavljanje dodatnih naložbenih sredstev;
- garancije za vlagatelje tveganega kapitala (oziroma za sklade tveganega kapitala) ob njihovih izgubah, ustvarjenih pri naložbah, ali garancije za kredite, ki jih najemajo vlagatelji ali skladi za naložbe v tvegani kapital;
- davčne olajšave za naložbe tveganega kapitala.

Država ne sme dopustiti, da se število novonastalih podjetij manjša in da vedno več novih podjetij propade. Zato mora poskrbeti, da bo trg finančnih sredstev čim bolj prirejen zahtevam malih podjetnikov. S tem ko bo vedno več novih malih podjetij, bo vedno več mladih podjetnikov, ki jim tvegani kapital ne bo več neznanka in se ga bodo v vedno večji meri posluževali. Torej država s tem, ko spodbuja mlado podjetništvo, posredno spodbuja tudi razvijanje tveganega kapitala.

Tega se država zaveda. Leta 2002 je bil tako sprejet državni razvojni program 2002—2006, katerega namen je povečati finančno podporo malim podjetnikom oziroma dostop malim podjetnikom do različnih vrst finančnih sredstev. Program (Tomanič Vidovič, 2002, str. 13):

- Izboljšati odnos med banko in malimi podjetji. Bančna posojila so še vedno osnovni način financiranja, zato mora država poskrbeti, da bodo le-ta čim boljše in tudi čim cenejše, kar pomeni ponujena posojila po nizkih obrestnih merah.
  - Vzpodbujati ponudbo tveganega kapitala za mala podjetja v začetni fazi njihovega razvoja in tudi v razvojni fazi podjetja. V to je vključeno:
    - o Da bo Slovenski razvojni sklad še naprej ponujal direktna posojila za start-up podjetja (mlado podjetje, financirano izključno s tveganim kapitalom). Poleg tega bo proces pridobivanja tega posojila olajšan in obrestna mera za posojila nižja.
    - o Ministrstvo je sklenilo povezavo z Evropskim investicijskim skladom, ki pridruženim članicam ponuja različne možnosti spodbujanja tveganega kapitala:
      - sklad tveganega kapitala za start-up podjetja,
      - sklad tveganega kapitala za podjetniške inkubatorje,
      - drugi načini spodbujanja semenskega kapitala.
- Pri tem bo pomembno povezovalno vlogo igral Slovenski razvojni sklad.
- V letu 2003 namerava ministrstvo izoblikovati posebna sredstva za visoko tehnološka podjetja, ki imajo visoko pričakovano rast in katerih inovacije nujno potrebujemo. Sredstva naj bi bila zbrana v posebnem skladu, ki naj bi se kasneje preoblikoval v sklad tveganega kapitala za visoko tehnološka podjetja.
  - Ministrstvo tudi namerava izboljšati okolje za razvoj tveganega kapitala v Sloveniji. Tukaj je njegov glavni akter SLEVCA. Skupaj s SLEVCO so tako že začeli potekati razgovori s finančnim in pravosodnim ministrstvom, da bi izboljšali pravno ureditev za tvegani kapital v Sloveniji. Imamo tudi že prve rezultate, saj so dosegli zmanjšanje administrativnih ovir.
  - Na podlagi davčne politike je ministrstvo že prejelo določene predloge za izboljšanje sedanjega davčnega sistema predvsem na področju davka na dobiček. Podjetja namreč težijo k temu, da bi se zmanjšala predpisana doba, v kateri plačuješ davek od dobička. Sedaj je ta doba dolga tri leta.

Tvegani kapital kot ena temeljnih gonilnih sil svetovne tehnološke industrije se počasi širi tudi v našo poslovno prakso, čeprav je industrija tveganega kapitala pri nas šele na začetku svojega razvoja. Naložbe tveganega kapitala v razvitih državah namreč dosegajo 1 % BDP-ja, pri nas pa smo še daleč od teh vrednosti. Vseeno se v zadnjem času o tveganem kapitalu v Sloveniji veliko govori in predvsem od države je odvisno ali bo znala postaviti prave temelje za razvoj tveganega kapitala v Sloveniji. Pri tem imam poleg promocije alternativnega vira financiranja—tveganega kapitala—v mislih razne oblike pomoči, od denarne do organizacije izobraževanj in pa oblikovanje pravilne zakonodaje. Zavedati se je potrebno, da je tvegani kapital v razvitih državah v zadnjem času postal glavni generator gospodarske rasti in zaenkrat imamo še vse možnosti, da postane tudi pri nas.

## 4 Primer podjetja Daisy Technologies

V diplomski nalogi bom predstavila praktični primer vloge tveganega kapitala v podjetje v Sloveniji. V tem podjetju sem tudi sama nekaj časa delala kot študentka. Tako sem imela dobro priložnost osebno spoznati poslovanje podjetja, ki se financira s tveganim kapitalom. V začetku bom podjetje Daisy Technologies predstavila, potem bom naredila finančno analizo investicije tveganega kapitala v podjetje in nazadnje poskusila predvideti, kakšni so lahko razlogi za prihodnji uspeh/neuspeh podjetja.

### 4.1 Splošna predstavitev podjetja

Podjetje Daisy Technologies je bilo ustanovljeno kot tehnološki start-up oktobra 2001. **Start-up** je podjetje, ki se ustanovi s tveganim kapitalom. Vloga kapitala v podjetje v njegovi začetni fazi pomeni vlagatelju izjemno visoko tveganje neuspeha. Zaradi visokega tveganja je investitor pripravljen investirati samo v visoko donosne projekte, ki v nekaj letih omogočajo večkratno povrnitev vloženega kapitala. Če bo podjetje poslovalo dobro, lahko vsi pričakujejo visoke donose, v nasprotnem primeru pa s propadom podjetja tvegani kapitalist in podjetnik izgubita ves vložek.

Investitorji so v Daisy Technologies opazili dovolj dobro idejo, da jim je odtehtala tveganje, in se odločili vložiti vanj. Začetni investicijski kapital je bil namenjen zagonu podjetja in predvsem razvojni fazi vse do izdelave končnega produkta. Podjetje se, kot je za start-up značilno, investira po krogih investicij. Za vsak krog je določeno, čemu nameni denar, ki ga dobi v posameznem krogu, in kaj mora narediti do izteka tega kroga. S pridobitvijo ustanovitvenega kapitala je podjetje zaključilo prvi investicijski krog. Podjetje mora v tem krogu pripeljati razvoj do končnega produkta.

Resursi in znanje, akumulirani v pravnem predhodniku, podjetju Digital Development, so zagotovili trdne temelje, na katerih se je podjetje Daisy Technologies uspešno razvilo. Decembra 2001 je podjetje zaključilo prvi krog investicij, v katerem je pridobilo \$1,75 mio. Poleg finančnih sredstev je pridobilo še pomembna strateška in investicijska partnerstva. Glavni investicijski partner je sklad tveganega kapitala Aktiva Ventures. Zelo pa je pomembna pridobitev tujega strateškega partnerja – nemškega podjetja Force computers, ki je hčerinsko podjetje ameriškega telekomunikacijskega giganta Solectrona. Za Force computers je investicija v Daisy zanimiva, ker ima le-ta specifična znanja in tehnologijo, ki je Force computers nima. Podjetje Daisy Technologies pa je s tem partnerstvom pridobilo marketing in prodajo svojih produktov, saj mu bo tuj partner v prvi fazi delovanja pomagal s prodorom na tuje trge, a Daisyjina blagovna znamka bo ostala zaščitena.

Podjetje je od ustanovitve dalje zelo hitro raslo, kar med drugim dokazuje podatek, da je konec leta 2001 zaposlovalo 15 ljudi, v naslednjem letu je zaposlilo še 15 novih in enako število študentov. Danes pa v podjetju dela 35 zaposlenih, 22 študentov in 3 pogodbeni

delavci, kar pomeni, da se je v letu in pol število vseh sodelavcev povečalo za štirikrat. Več kot 70 % zaposlenih dela na področju tehničnega razvoja, saj je to ključno področje. Vsak izmed inženirjev in ostalih zaposlenih ima 3 – 10 let delovnih izkušenj na področju razvoja programske opreme produktov, ki zahtevajo visoko stopnjo zanesljivosti delovanja. Študentje prihajajo z visokošolskih študijev elektrotehnične in računalniške fakultete in večina ima že kar nekaj praktičnih izkušenj s telekomunikacijami. Ti študentje so obravnavani enako kot zaposleni in jih po končanju študija čaka zaposlitev v podjetju.

V obdobju enega leta in pol, od ustanovitve do danes, je podjetje izdelalo prototip proizvoda in prve vzorce že poslalo potencialnim strankam. Pripravlja se tudi na prihajajoče sejme, kjer bodo prvič lahko predstavili svoj proizvod. Vodstvo predvideva, da bodo zadnji detajli zaključeni v naslednjih mesecih in da bo v drugi polovici leta že imelo prve lastne prihodke. Vendar pa samo lastni prihodki še nekaj časa ne bodo zadostovali.

Podjetje trenutno išče drugi krog investicij, v katerem namerava pridobiti 8 mio USD svežega kapitala. Prav tako trenutno poteka navezava strateškega partnerstva z velikim slovenskim telekomunikacijskim podjetjem. Do uresničitve svojih velikih ciljev in vstopa na borzo bo moralo pridobiti še nekaj krogov investicij.

Splošni podatki o podjetju:

<b>Število zaposlenih</b>	60 (vključeni študentje in pogodbeni)
<b>Sredstva (kapital)</b>	1,75 mio USD
<b>Prihodki</b>	še nima lastnih prihodkov
<b>Čisti dobiček</b>	ni še izgube in ne dobička
<b>Dejavnost</b>	telekomunikacije
<b>Število podjetij v dejavnosti</b>	v Sloveniji ni konkurence, v svetu 11 večjih podjetij
<b>Organizacijska oblika</b>	d. d.

## 4.2 Finančna analiza podjetja

Podjetje je decembra 2001 zaključilo prvi investicijski krog v višini 1,75 mio dolarjev. Glavni investitor je bil eden največjih skladov tveganega kapitala v Sloveniji Aktiva Ventures, ki je vložil sredstva v višini 1 mio dolarjev. Poleg sklada tveganega kapitala pa je podjetje za zaključitev prvega kroga investicij pridobilo še strateškega partnerja Force Computers. Le-ta je prispeval 0,75 mio dolarjev. Po zaključitvi prvega investicijskega kroga je bila lastniška sestava podjetja takšna, kot jo predstavlja spodnja tabela:

**Tabela 5:** Prikaz lastniške strukture v podjetju

<b>Delničarji</b>	<b>Delež</b>
<b>Ustanovitelji podjetja</b>	55,42 %
<b>Digital Development</b>	8,33 %
<b>Aktiva Ventures</b>	16,67 %
<b>Force Computers</b>	12,5 %
<b>ESOP</b>	7,08 %

Vir: Interno gradivo podjetja Daisy Technologies, Business plan, marec 2003.

Na podlagi tabele lahko vidimo, da so ustanovitelji navkljub precejšnjim vlogam tujega kapitala in s tem velikim pritiskom vlagateljev po čim večjem lastniškem deležu, uspeli obdržati večinski lastniški delež v podjetju in s tem nadzor nad vsemi pomembnimi odločitvami v podjetju. Drugi največji lastniški delež ima sklad tveganega kapitala Aktiva Ventures, 16,67 %. Takšen delež jim omogoča čim lažji nadzor nad svojim kapitalom v podjetju, pomaga pa jim tudi pri nujenju pomoči podjetju, saj so tako veliko bolj soudeleženi pri odločitvah v podjetju. Aktiva Ventures ima tudi enega člana v upravnem odboru podjetja.

V tabeli lahko tudi vidimo, da ima podjetje razvit **ESOP – Employee Stock Option Plan**, ki je zaenkrat še redkost v Sloveniji. ESOP pomeni, da lastniki del investicijskega kapitala namenijo opcijam, ki so rezervirane za zaposlene, študente in pogodbene sodelavce. Le-ti ob vsakem investicijskem krogu dobijo določeno število opcij, ki povečujejo pripadnost podjetju, in še večje prizadevanje, da podjetje uspe in se proda na borzi. Ko podjetje pride na borzo, imajo tisti, ki imajo opcije, prednostno pravico za nakup delnic, s čimer postanejo lastniki podjetja. Lahko pa delnice na koncu tudi prodajo in imajo od tega zaslužek.

Po zaključku prvega kroga investicije je podjetje zopet postavljeno pred nov izziv, in sicer zaključiti drugi investicijski krog v letu 2003. Podjetje potrebuje za zaključitev tega kroga investicijo v višini 6 – 8 mio dolarjev. Sredstva v naslednjem letu in pol podjetje potrebuje za:

- postavitev prodajnih kanalov po celem svetu,
- iskanje novih kadrov,
- nadaljnji razvoj produkta in za razvoj novih produktov ter
- delovni kapital.

Za iskanje kapitala je seveda potrebna temeljita finančna analiza dosedanjega stanja in pa realistična aproksimacija nadaljevanja poti podjetja. Aproksimacije potrebnih financ se lahko naredijo na več različnih načinov. V podjetju Daisy Technologies so za osnovo vzeli projekcije predvidene prodaje. Zaenkrat sicer podjetje še ni pričelo z lastno prodajo, vendar podjetju na tem področju pomaga strateški partner. Glede na pogodbo o strateškem partnerstvu bo Force Computers pomagal podjetju Daisy Technologies tržiti njegove proizvode in jih tudi prodajati preko lastnih prodajnih mrež. Kot lahko vidimo, je v spodnji tabeli prodaja ločena na tri dele. Rojalitete predstavljajo vrednost prodaje preko podjetja

Force Computers. Vrednost prodaje je podjetje Force ocenilo samo na podlagi že obstoječega seznama kupcev, ki so izrazili povpraševanje po produktu podjetja Daisy Technologies. Nekateri od teh kupcev so že zaprosili za dobavo vzorčnih modelov. Drugi del prodaje predstavlja direktna prodaja podjetja Daisy Technologies preko lastne prodajne mreže. V letu 2002 je podjetje prodalo nekaj vzorčnih proizvodov, ki so bili kupcem prodani za preizkušnjo. Toda tega še ne moremo pripisati "pravi" prodaji. Zadnji del prodaje predstavlja prodaja produkta Mini-Wow, ki ga v podjetju že razvijajo. Produkt naj bi prišel na trg v letu 2004.

**Tabela 6:** Projekcija izgube/dobička

Podatki so v EUR	2002	2003	2004	2005
<b>Rojalitete</b>		976.442	5.716.528	10.712.000
<b>Prodaja – Daisy</b>	82890	547.297	5.275.386	12.122.000
<b>Mini-WOW</b>			360.000	3.600.000
<b>Stroški prodaje</b>	-59.207	-320.880	-3.094.200	-7.515.000
<b>Kosmati dobiček</b>	23.683	1.202.859	9.170.728	18.919.000
<b>R&amp;R</b>	-1.203.627	-5.850.399	-3.610.367	-3.720.840
<b>Trženje in prodaja</b>	-138.915	-3.163.172	-2.933.735	-3.283.620
<b>Vodstvo in Administracija</b>	-284.217	-773.529	-1.164.118	-1.092.340
<b>Operativni stroški</b>	-45.712	-372.391	-922.641	-1.142.596
<b>Operativni dobiček</b>	-1.672.472	-7.159.491	-8.630.860	-9.239.400
<b>Operativni dobiček pred obrestmi in davki</b>	-1.648.833	-5.947.633	539.868	9.679.600

Vir: Interno gradivo podjetja Daisy Technologies, Business plan, marec 2003.

V tabeli pa niso prikazane le vrednosti prodaje, ampak tudi stroški. Stroške prodaje sestavljajo stroški materiala, proizvodnje in distribucije. Drugi stroški pa so razdeljeni na tri glavna stroškovna mesta v podjetju: raziskave in razvoj, trženje in prodaja ter vodstvo in administracija.

Finančni pregled poslovanja podjetja v letu 2002 in projekcije za nadaljnja tri leta lahko vidimo v spodnji tabeli:

**Tabela 7:** Projekcija dobičkonosnost podjetja do leta 2005

V mio EUR	2002	2003	2004	2005
<b>Prihodki</b>	0.1	1.5	12.3	26.4
<b>Stroški</b>	1.7	7.5	11.7	16.8
<b>Dobiček pred obrestmi in davki</b>	-1.6	-6.0	0.6	9.6
<b>Investicije</b>	1.7	8.0	0	0

Vir: Interno gradivo podjetja Daisy Technologies, Business plan, marec 2003.

Pri nadaljnjem poslovanju se podjetje močno zanaša na pomoč strateškega in investicijskega partnerja. To je tudi razlog precej optimističnim napovedim prihodnosti podjetja. Od Aktive Ventures se predvsem pričakuje pomoč pri poslovanju podjetja, ki je v podjetju trenutno zelo šibko. Glavni ustanovitelji so, kot je običajno v podjetju, strokovnjaki svoje stroke, ki pa se z izzivi, ki jih prinaša vodenje podjetja s tveganim kapitalom, ne bodo znali soočiti. Podjetje pričakuje pomoč tudi od dodatnega tveganega kapitala v drugem investicijskem krogu. V podjetju Daisy Technologies torej ne zasledimo premajhnih ambicij, ki so značilne za slovensko podjetništvo.

Za podjetje, ki se financira s tveganim kapitalom, je značilno, da predpostavi tudi izhod tveganega kapitala. Daisy Technologies predvideva ta izhod v letu 2006 z javno izdajo delnic ali pa s prodajo enemu od poslovnih partnerjev. Zaenkrat so za nakup zainteresirani Motorola, Intel, Siemens, Cisco, Alcatel in Hawlett-Packard. Za prikaz dobičkonosnosti za tveganega kapitalista je podjetje naročilo oceno vrednosti podjetja. Le-to je naredilo podjetje Interregnum plc. London. V svoji oceni je ocenjevalo predvsem štiri faktorje:

- kvaliteto in uravnoteženost kadrovske strukture;
- produkt in storitve, ki jih podjetje nudi;
- poslovne partnerje podjetja, ki jih podjetje lahko uporabi v poslovanju in
- moč imena podjetja.

Decembra 2001 je bilo podjetje ocenjeno na 6 milijonov dolarjev, septembra 2002 pa je vrednost podjetja narasla že na 13, 8 milijonov dolarjev. Iz tega vidimo, da se vlagateljem ob pozitivni prihodnosti splača vložiti. Ne vem le, kdo je pripravljen tvegati naložbo kapitala v podjetje, ki je še v začetni fazi svojega razvoja, in zato govorimo o precej tvegani investiciji.

### **4.3 Prihodnost podjetja**

Leto 2003 bo precejšnja preizkušnja za podjetje, saj mora zaključiti drugi investicijski krog. V primeru, da podjetje ne dobi novega denarja, to pomeni konec dobre ideje in konec poslovanja. Statistično največ podjetij propade med prvo in drugo fazo (kjer se nahaja Daisy Technologies prav zdaj), saj ne dobijo nove investicije ali organizacijsko niso kos hitremu razvoju in rasti podjetja. Zato so sedaj vsi naporji podjetja usmerjeni v pridobivanje novega kapitala, kar pa ni lahko. Podjetje se pri tem srečuje z ovirami tako znotraj kot zunaj podjetja.

#### **Zunanje ovire:**

- Kot so pokazale izkušnje pri pridobivanju prvega kroga investicij, je bilo kar nekaj negativnih odločitev potencialnih investorjev zaradi lokacije. Če bi bilo podjetje ustanovljeno v Ameriki ali Izraelu, bi investicijo dobili veliko lažje. Dokler pa smo v Sloveniji, veliko težje dobimo tuji tvegani kapital. Slovensko gospodarsko okolje je z vidika blagovnih tokov visoko odprto, zato pa je z vidika pretoka kapitala zaradi



omejevanje regulative eno najbolj zaprtih v Evropi. Predvsem je to zaradi toge zakonodaje (davčne, delovne ...), velike birokracije itd.

- Veliko oviro za podjetje pomeni tudi čas, ki ga bo podjetje potrebovalo za pridobivanje novega tveganega kapitala. Lahko se zgodi, da podjetju ne uspe dovolj hitro zaključiti novega investicijskega kroga in ga, še preden lahko nadaljuje s poslovanjem, prehiti že kdo od konkurence, ki financira ta produkt drugače. Telekomunikacijsko področje se namreč zelo hitro razvija.
- Možnosti kotacije slovenskega podjetja na svetovnih borzah so zelo majhne. To pomeni, da bo tvegani kapitalist izgubil način izstopa iz podjetja, izgubil možnost povrnitve kapitala, kar pa vsekakor ni privlačno za trenutne in bodoče investitorje v podjetje. Pri tem podjetje stavi na vstop Slovenije v EU. Takrat bodo za slovenska podjetja tuji borzni trgi veliko bolj dosegljivi.
- Največjo oviro za pridobitev novih finančnih sredstev predstavlja pomanjkanje subjektov v Sloveniji, ki lahko zagotovijo tvegani kapital. Gospodarsko okolje v Sloveniji je razmeroma majhno, kar pomeni, da imamo majhno število subjektov, suficitnih gospodarskih celic, ki lahko zagotovijo kapital. Problem je še toliko večji, ker je Slovenija zaprta pred vstopom tujih virov kapitala.

#### **Notranje ovire:**

- Vloga tveganega kapitala v podjetje avtomatično pomeni spremembo lastniških deležev v podjetju. Največkrat si tvegani kapitalist na podlagi lastniškega deleža izbere tudi mesto v upravi podjetja, saj ima ob velikem vložku željo po zastopanju lastnega interesa. Tudi v podjetju Daisy Technologies je Aktiva Ventures postavila člana uprave, ki skrbi za njen delež v podjetju. S tem pa je investitorju omogočeno, da uveljavlja svoje **zahteve**. Njihova moč pa se ne izraža le v trenutnem lastniškem deležu, ampak tudi v "bodočem", saj je podjetje odvisno od njihovega sedanjega in morebitnega bodočega denarja. Tako lahko investitor uveljavlja svoje zahteve, tako da jih npr. prisilijo, da delajo samo zanje ali da ne smejo postaviti lastne marketinške mreže ... Vendar pri tem Daisy Technologies računa na dejstvo, da tvegani kapitalist s tem, ko plemeniti svoj kapital, plemeniti tudi njihovega. Gre za obojestransko željo po uspehu.
- Podjetje od vlagateljev tveganega kapitala pričakuje predvsem pomoč pri vstopanju na nove trge, tržne informacije, razvoj proizvodov in storitev, management znanja, poslovne povezave in vključevanje v poslovna omrežja, pomoč pri pridobivanju usposobljenih kadrov in podobno. Za takšno pomoč so seveda potrebne mednarodne povezave ter usposobljeni svetovalci z mnogo izkušnjami pri nalaganju tako imenovanega tveganega kapitala. Le-teh pa si nekaj skladov, ki so delovali ali delujejo pri nas, še ni uspelo pridobiti ali izšolati (Pšeničny et al., 2002, str. 19). Podjetje skrbi usposobljenost sklada

Aktive Ventures, ampak sklad se je v letu in pol sodelovanja z njimi izkazal za zanesljivega partnerja.

Za konec pa le še nekaj nasvetov direktorja podjetja Daisy Technologies Kristjana Pečanca drugim slovenskim podjetjem, ki iščejo tvegani kapital (Kaučič, 2002, str. 43):

- "Mislim, da je najpomembnejše to, da si 100-odstotno prepričan v svoj izdelek. Niti enkrat samkrat ne smeš podvomiti v svoj uspeh. Samo tako lahko navdušenje prenašaš ne le na vlagatelje, ampak tudi na sodelavce, ki ti stojijo ob strani."
- "Če bi začel znova, bi že zgodaj poiskal svetovalca. Mi smo ga izbrali prepozno, ko je bilo pol stvari že dorečenih."
- "Zelo pomembno je izbrati dobre odvetnike. Žal pri nas nimamo specialnih odvetnikov za tovrstna vlaganja v podjetja. Odvetnike je treba najeti na začetku pogajanj s potencialnimi vlagatelji. Mi smo želeli varčevati, vendar se to ne splača."
- "Skrbno pripravite poslovni načrt, ker je to glavni dokument, ki usmerja podjetje. Poslovni načrt morate nenehno dopolnjevati. Mi smo ga sprva dopolnjevali vsak teden, zdaj ga na vsakih 30 dni. To zahtevajo vlagatelji ter tudi stroka, ki se hitro razvija. "

## Sklep

Tvegani kapital, ki se je v Evropi začel razvijati pred desetimi leti, je pred nekaj leti dosegel tudi Slovenijo. V zadnjem času se je pri nas ustanovilo že kar nekaj skladov tveganega kapitala, ki pa se pri svojem delovanju srečujejo z velikimi problemi, ker pri nas še nimamo postavljenih temeljev za razvoj tveganega kapitala. Najbolj pomembno je pravilno oblikovanje slovenske zakonodajne in davčne politike. Ti dve politiki sta pogoj nadaljnjega razvoja tveganega kapitala pri nas. Pri tem je potrebno upoštevati, da skladi tveganega kapitala niso enaki ostalim skladom, saj se njihovo delovanje močno razlikuje od delovanja ostalih. Zato pogojev za delovanje ostalih skladov ne moremo le razširiti še na sklade tveganega kapitala. Pri oblikovanju pravih politik bi se bilo najbolje zgledovati po ostalih državah Evrope. S pomočjo dobre zakonodaje in ustrezne davčne politike lahko naredimo tvegani kapital privlačnejši za naše podjetnike in s tem izboljšamo kapitalsko strukturo slovenskih podjetij. Obenem lahko s pravilno davčno politiko v Slovenijo pritegnemo tudi dodatni kapital, ki je zelo potreben za nadaljnji razvoj slovenskega podjetništva. Poleg tega, da je državo potrebno odpreti in jo narediti privlačno za tuje investitorje, moramo omogočiti tudi domačim potencialnim investitorjem, da lahko vložijo v sklade tveganega kapitala. Pri tem mislim predvsem na preoblikovanje slovenskih zakonov za zavarovalnice in pokojninske sklade. Takšni tipi investitorjev v tujini vložijo največji delež sredstev. Za preoblikovanje davčne in zakonodajne politike se pri nas močno zavzema Slovensko združenje za tvegani kapital, SLEVCA, ki v vladnih krogih zastopa interese tveganih kapitalistov in je že tudi predstavila prve predloge.

Podjetje Daisy Technologies je eno od redkih podjetij v Sloveniji, ki je za svoje financiranje uporabilo tvegani kapital. Podjetje je eden od prvih tehnoloških start-upov v Sloveniji. Na

primeru Daisy Technologies sem potrdila hipotezo, da slovenski prostor še ni dorasel tveganemu kapitalu. Največja zunanja ovira, s katero se podjetje srečuje, je namreč lokacija podjetja. Lastniki podjetja so uspeli premagati socialistično, vrtilkarsko miselnost slovenskih podjetij in se odločili za ambiciozen nastop na trgu s pomočjo tveganega kapitala. Sedaj pa so pred veliko možnostjo neuspeha predvsem zaradi nefleksibilnega okolja, v katerem se nahajajo.

Slovenska vlada bo morala bolj spodbuditi razvoj tveganega kapitala, saj je le-ta zelo pomemben za razvoj visoko tehnoloških podjetij pri nas. Na njih temelji naše bodoče gospodarstvo. Vseeno pa se kaže pozitivna prihodnost za naša podjetja s tveganim kapitalom in za tvegane kapitaliste, saj jim bo vstop v EU olajšal delovanje, kajti do harmonizacije pogojev poslovanja bo prišlo tudi na področju financiranja. Tako bodo imela naša podjetja enake možnosti razvoja kot ostala v EU.

## LITERATURA

1. Antončič Boštjan: Spletne strani Boštjana Antončiča: Financiranje podjetja: 6. predavanje. Ekonomska fakulteta. Ljubljana, 2002.  
[URL:[http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/antoncic/pnp\\_predavanje6.html](http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/antoncic/pnp_predavanje6.html)], 25. 3. 2003
2. Bovaird Chris: "What is Venture Capital ?" Stirling: University of Stirling, 1991. 29 str.
3. Bučar Branko: Tvegani kapital kot vir financiranja podjetij z visokim potencialom rasti. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 67 str.
4. Bygrave W.D., Timmons A. J.: Venture Capital at the Crossroads. Boston: Harvard Business School Press, 1992. 356 str.
5. Garner Daniel R. et al.: The Ernst & Joung Guide To Financing for Growth. New York: John Wiley & Sons, 1994. 361 str.
6. Kaučič Primož, Vilfan Jože: Kapital za donosnost ali za "asfalt". Podjetnik, Ljubljana, 2000, 5, str. 28 – 32.
7. Kaučič Primož: Kako sem prepričal vlagatelje. Podjetnik, Ljubljana, 2002, april, str. 42 – 43.
8. Kleindienst Robert: Kdo najbolj potrebuje lastniški kapital in zakaj? Podjetnik, Ljubljana, 2000, 4, str. 46 – 51.
9. Kranjec Samo: Naši skladi nimajo posebne pravne ureditve. Časnik Finance, Ljubljana, 14. 2. 2001, 3 str. [URL:<http://www.finance-on.net/print.php?id=2539&tip=1>]
10. Logar Jernej et al.: Viri financiranja za podjetnike. Glas Gospodarstva, Ljubljana, 1996, september, str. 16 – 220.
11. Morris Koloski J.: An Overview of the Venture Capital Industry. Schutt David, Grover-Lizzardi Judith, ed., Pratt's Guide to Venture Capital Sources. 16th Edition, 1992, str. 7 – 10.
12. Penca Primož: Nacionalni program privatnega lastniškega investiranja. Ljubljana: Euroinfo Correspondent Center, 1996. 37 str.
13. Penca Primož: The Development Trend of venture Capital in Slovenia. SLEVCA novice, Ljubljana, 2002, september, str. 18 – 19.

14. Perez Robert C.: Inside Venture Capital, Past, Present, and Future. New York: Praeger Publishers, 1986. 198 str.
15. Pinterič Marjana: Podjetje GA, d.d. SLEVCA Novice, Ljubljana, 2002, december, str. 3.
16. Pinterič Marjana: Upravljanje s portfeljskimi podjetji v skladu tveganega kapitala. Specialistično delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 103 str.
17. Pšeničny Viljem et al.: Global Entrepreneurship monitor: Slovenija 2002. Slovenski podjetniki se izogibajo tveganega kapitala. Časnik Finance, Ljubljana, 2002, 220, str. 17 – 20.
18. Slavnič Niko, Penca Primož: V Sloveniji okoli 100 milijonov evrov tveganega kapitala. Časnik Finance, Ljubljana, 24. 12. 2001.  
[URL: <http://www.finance-on.net/print.php?id=14380&tip=1>], 25. 3. 2002.
19. Slavnič Niko: Prvo poročilo o tveganem kapitalu v Sloveniji. Ljubljana, SLEVCA Novice, 2002, december, str. 12 – 14.
20. Slavnič Niko: Tvegani kapital: Kje do denarja v Sloveniji. 6 str. [URL: [http://www.24ur.com/naslovnica/gospodarstvo/20020307\\_2004739.php](http://www.24ur.com/naslovnica/gospodarstvo/20020307_2004739.php)], 9. 7. 2003.
21. Tajnikar Maks: Tvegano poslovanje. Knjiga o gazelah in rastočih poslih. Ljubljana: GEA College, 1997. 174 str.
22. Timmons Jeffrey A.: New Venture Creation: Entrepreneurship in 1990-s. 3rd Edition. Boston-Homewood, 1990. 677 str.
23. Vadnjal Jaka et al.: SLEVCA: Klub poslovnih angelov, 2003b  
[URL:<http://pcmg.si/page22/stran.php?ID=253>], 25. 3. 2003.
24. Vadnjal Jaka et al.: SLEVCA: Sekcija slovenskega tveganega kapitala, SLEVCA  
[URL:<http://www.pcmg.si/page2/stran.php?ID=252>], 25. 3. 2003.
25. Vadnjal Jaka: Lastniško financiranje: Številni naši podjetniki ne vidijo dlje od družinskega koncepta lastništva in ne vedo, kaj v resnici pomeni lastniško financiranje. Podjetnik, Ljubljana, 2000, 9, str. 21 – 24.
26. Vadnjal Jaka: Partner v dobrem in slabem. Revija obrtnik, Ljubljana, 1. januar 2003a  
[URL: [http://www.ozs.si/obrnik/rubrike/2003-01/denar\\_trg5.html](http://www.ozs.si/obrnik/rubrike/2003-01/denar_trg5.html)], 25. 3. 2003.
27. Vadnjal Jaka: Poslovni angeli v Sloveniji. SLEVCA Novice, Ljubljana, 2002a, december, str. 19.

28. Vadnjal Jaka: Uvodnik. SLEVCA novice, Ljubljana, 2002, december, str. 2.
29. Vidovič Tomanič Maja: Vloga države v razvoju tveganega kapitala. SLEVCA Novice, Ljubljana, 2002, september, str.10 – 13.
30. Yli-Renko Helena, Hayy Michael: The Major European Venture Capital markets. Bygrave William, ed., The Venture Capital Handbook, Velika Britanija: Prentice Hall, 1999, str. 25 – 77.
31. Žugelj Damjan: Davčni vplivi na razvoj skladov tveganega kapitala v Sloveniji še neznanka. SLEVCA Novice, Ljubljana, 2002, september, str.7 – 9.
32. Žugelj Damjan: Po denar v banko ali sklad tveganega kapitala. Finance, Ljubljana, 4. 12. 2001a, str. 18.
33. Žugelj Damjan: Tvegani kapital kot alternativni vir financiranja malih in srednje velikih podjetij s poudarkom na skladih tveganega kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 118 str.
34. Žugelj et al.: Tvegani kapital: Si upate tvegati? Ljubljana: Lisac&Lisac d.o.o., 2001. 176 str.

## **VIRI**

1. EVCA [URL: [www.evca.com](http://www.evca.com): Final Survey of Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity 2002], 1. 7. 2003, 6 str.
2. EVCA [URL: [www.evca.com](http://www.evca.com), 2000], 8. 4. 2003.
3. INDIANFOLINE [URL:<http://www.indiainfoline.com/bisc/veca/ch10.html>], 8. 4. 2003.
4. INDIANFOLINE [URL:<http://www.indiainfoline.com/bisc/veca/ch04.html>], 8. 4. 2003.
5. Interno gradivo podjetja Daisy Technologies.
6. NVCA [URL: [www.nvca.org](http://www.nvca.org) 2000], 8. 4. 2003.
7. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/93).
8. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 67/93, 6/94 in 54/99).
9. EVCA 2002 Yearbook. Europe: EVCA, June 2002. 312 str.
10. EVCA 2002 Yearbook. United Kingdom: EVCA, June 2002. 312 str.





## **PRILOGE**

Priloga 1: Zbrana sredstva v Sloveniji v letu 2001 in 2002

<b>Funds ( in EVR * 1,000 )</b>	<b>2001</b>		<b>2002</b>	
<b>PRIVATE EQUITY RAISED BY SOURCE</b>	Amount	%	Amount	%
<i>Independent Funds Raised in Year</i>	0,00	0%	20.000.000,00	66%
<i>Amount Raised by Captives</i>	50.000.000,00	100%	10.200.000,00	34%
<i>Subtotal New Funds Raised</i>	<b>50.000.000,00</b>	<b>100%</b>	<b>0,00</b>	<b>0%</b>
<b>Total Funds Raised</b>	<b>50.000.000,00</b>	<b>100%</b>	<b>30.200.000,00</b>	<b>100%</b>
<b>PRIVATE EQUITY RAISED BY TYPE OF INVESTOR</b>				
<i>Corporate Investors</i>	50.000.000,00	100%	0,00	0%
<i>Banks</i>	0,00	0%	30.200.000,00	100%
<b>Total Funds Raised</b>	<b>50.000.000,00</b>	<b>100%</b>	<b>30.200.000,00</b>	<b>100%</b>
<b>GEOGRAPHICAL BREAKDOWN OF PRIVATE EQUITY RAISED</b>				
<i>Domestic</i>	50.000.000,00	100%	30.200.000,00	100%
<b>Total Funds Raised</b>	<b>50.000.000,00</b>	<b>100%</b>	<b>30.200.000,00</b>	<b>100%</b>
<b>EXPECTED ALLOCATION OF FUNDS RAISED</b>				
<i>High-tech Early Stage</i>	25.000.000,00		0,00	0%
<i>Non High-tech Early Stage</i>	0,00		25.100.000,00	83%
<i>High-Tech Development</i>	25.000.000,00		0,00	0%
<i>Non High-Tech Development</i>	0,00		5.100.000,00	17%
<i>Venture Capital</i>	<b>50.000.000,00</b>		30.200.000,00	100%
<b>Total Funds Raised</b>	<b>50.000.000,00</b>		<b>30.200.000,00</b>	<b>100%</b>

Vir: Slavnič, 2002, str. 12.