

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**SKLADI TVEGANEGA KAPITALA KOT VIR
FINANCIRANJA PODJETIJ**

LJUBLJANA, junij 2006

SIMON GULJA

IZJAVA

Študent Simon Gulja izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Mitje Čoka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	STRUKTURA KAPITALA V PODJETJU	2
2.1	Dolžniški kapital	3
2.1.1	Formalni dolžniški kapital	4
2.1.2	Neformalni dolžniški kapital	5
2.2	Lastniški kapital	6
2.2.1	Tvegani kapital	7
3	OPREDELITEV TVEGANEGA KAPITALA	7
3.1	Zgodovina tveganega kapitala	9
3.2	Značilnosti tveganega kapitala	11
3.3	sedem investicijskih stopenj tveganega kapitala	11
4	SKLADI TVEGANEGA KAPITALA	16
4.1	Organizacijske oblike skladov tveganega kapitala	17
5	ZBIRANJE SREDSTEV V SKLAD TVEGANEGA KAPITALA	18
5.1	Postopek zbiranja sredstev v sklad tveganega kapitala	19
5.2	Različni motivi investitorjev v sklade tveganega kapitala	19
5.3	dejavniki investiranja skladov tveganega kapitala	20
5.4	Prednosti financiranja podjetja s strani skladov tveganega kapitala	20
5.5	Investitorji v sklade tveganega kapitala	22
6	SKLADI TVEGANEGA KAPITALA V ZDA IN EVROPI	22
6.1	Skladi tveganega kapitala v ZDA	23
6.2	Skladi tveganega kapitala v Evropi	25
7	SKLADI TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI	27
7.1	Ponudba tveganega kapitala v Sloveniji	28
7.1.1	Svetovalna družba za investicijska vlaganja d.o.o.	29
7.1.2	Horizonte Venture Managment d.o.o.	30
7.1.3	Aktiva ventures – sklad za tvegane naložbe	31
7.1.4	Prophetes d.d.	31
7.1.5	KD Group d.d.	32
7.1.6	Razvojni sklad za podporo gospodarstvu	32
7.1.7	SLEVCA	33
7.2	Ovire za razvoj skladov tveganega kapitala v Sloveniji	34
7.2.1	Neprimerna pravna ureditev panoge tveganega kapitala	34
7.2.2	Tveganemu kapitalu nenaklonjen davčni sistem	35
7.2.3	Problemi pri pridobivanju investicij v sklade tveganega kapitala	36
7.2.4	Administracija ob ustanovitvi podjetja ter vlaganju tveganega kapitala	36

7.2.5	Neustrezne izstopne možnosti.....	36
7.3	Možne rešitve problemov razvoja skladov tveganega kapitala	38
8	SKLEP.....	40
	LITERATURA	42
	VIRI.....	43

1 UVOD

Za financiranje poslovanja in rasti potrebuje podjetje sredstva, ki jih lahko pridobi pri različnih virih. Vire financiranja podjetja lahko v grobem razdelimo na dolžniške in lastniške. Med dolžniške vire štejemo predvsem sredstva, izposojena pri bankah in drugih finančnih institucijah, ki so lahko različnih ročnosti, med lastniške vire pa štejemo predvsem lastna sredstva podjetnika ter ostalih družbenikov. Eden izmed lastniških virov sredstev je tudi tvegani kapital. Diplomaska naloga je namenjena predstavitvi skladov tveganega kapitala kot enemu izmed virov financiranja podjetja.

Izraz tvegani kapital nam pove, da gre za relativno tvegane naložbe. Sredstva skladov tveganega kapitala tako lahko opredelimo kot lastniški kapital zasebnih in investicijskih podjetij z zaposlenimi strokovnjaki, investiran v mlada, hitro rastoča in spreminjajoča se podjetja s potencialom, da se razvijejo v uspešna regionalna in globalna podjetja. Glavni cilj investitorjev so dolgoročni kapitalski dobički, ki poplačajo tveganje, zato investitorji pogosto aktivno sodelujejo pri vodenju podjetja ter s svojim znanjem in poznanstvi velikokrat pomagajo podjetniku.

Začetki investicij tveganega kapitala segajo v leta po drugi svetovni vojni, ko je prihajalo do velikih tehnoloških inovacij ter novih produktov, ki pa so se razvijali počasneje kot bi se lahko, predvsem zaradi pomanjkanja kapitala v podjetjih. Velik razcvet pa so skladi tveganega kapitala doživeli v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Rast in pomen investicij tveganega kapitala se nadaljuje še danes.

Za nemoteno delovanje skladi tveganega kapitala potrebujejo sredstva, ki jih pridobijo od investitorjev. Da bi skladi tveganega kapitala privabili sredstva v sklad morajo izpolnjevati določena pričakovanja investitorjev. Ti vlagajo zaradi različnih motivov, med katerimi prevladuje profitni motiv, ki pa ni edini.

Panoga skladov tveganega kapitala je najbolj razvita v Združenih državah Amerike, ki so nekakšna domovina tveganega kapitala. ZDA so tudi danes med vodilnimi državami na svetu po investicijah skladov tveganega kapitala, ki jih merimo kot odstotek vrednosti od BDP-ja države. Evropske države po tem kriteriju nekoliko zaostajajo. Skladi tveganega kapitala so eden glavnih virov financiranja mladih, visoko tehnoloških podjetij, ki so gonilo gospodarske rasti. Dejstvo, da so ti skladi v Evropi slabše razviti, je eden izmed razlogov zaostajanja rasti evropskega gospodarstva za rastjo ameriškega gospodarstva.

V Sloveniji skladi tveganega kapitala po razvoju zaostajajo tudi za evropskimi razmerami. Slovenija je po nekaterih raziskavah celo na zadnjem mestu med razvitimi državami po investicijah tveganega kapitala. Le-te znašajo vsega 0,009 odstotka BDP.

V diplomski nalogi bom najprej predstavil različne vrste kapitala, ki jih ima podjetje na voljo za financiranje svoje dejavnosti. Nato bom opredelil tvegani kapital, kot eno izmed možnosti financiranja poslovanja, predstavil zgodovino razvoja ter njegove značilnosti. Posebna oblika tveganega kapitala so skladi tveganega kapitala. Organizacijske oblike skladov tveganega kapitala, zbiranje sredstev v sklade, investitorje ter prednosti in slabosti financiranja s kapitalom skladov tveganega kapitala bom predstavil v četrtem in petem poglavju. V drugem delu naloge bom povedal več o stanju na trgu skladov tveganega kapitala v ZDA, Evropi in Sloveniji, ter podrobneje predstavil ponudbo tveganega kapitala v Sloveniji. V zadnjem delu diplomske naloge pa se bom dotaknil še ovir za razvoj skladov tveganega kapitala v Sloveniji, ter predstavil možne rešitve problemov razvoja skladov tveganega kapitala.

2 STRUKTURA KAPITALA V PODJETJU

Pri uspešnem oziroma neuspešnem poslovanju podjetja ima veliko vlogo tudi izbira optimalne strukture kapitala v podjetju. Na izbiro optimalne strukture kapitala pa vplivajo različni dejavniki, ki jih lahko razdelimo v dve skupini.

Prva skupina dejavnikov optimalne strukture kapitala so (Brown, 1999, str. 253-255) *zastavljeni cilji podjetja*. Le-ti se izoblikujejo in spreminjajo na podlagi interesov lastnikov, dolžnikov, menedžerjev in zaposlenih v podjetju. V tržnem in finančno razvitem gospodarstvu je temeljni cilj lastnikov maksimiranje tržne vrednosti podjetja, torej maksimiranje cene delnice ali deleža, če ne gre za delniško družbo. Druga skupina dejavnikov, ki vplivajo na strukturo kapitala v podjetju, pa so *finančni dejavniki*. Pod pojmom finančni dejavniki razumemo predvsem dostop do različnih finančnih virov ter poslovno in finančno tveganje podjetja.

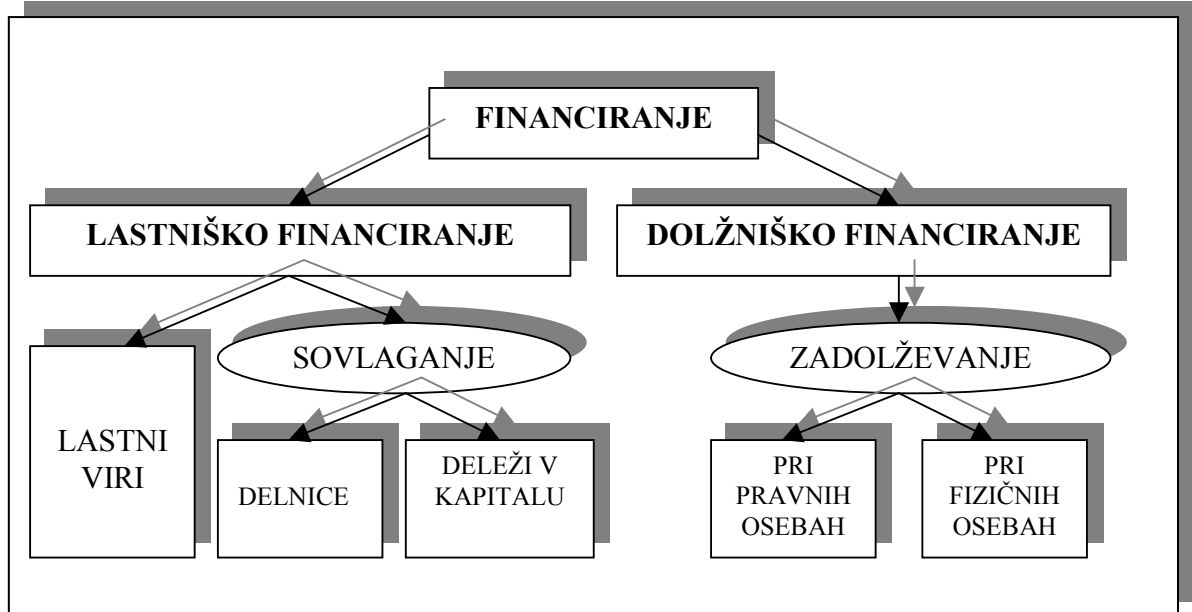
Podjetja lahko svoje poslovanje financirajo s sredstvi, ki jih v grobem razdelimo v dve skupini:

- Lastniški kapital: to so lahko lastna sredstva podjetnika, zadržani dobički, zasebne naložbe, zaprta prodaja, javna prodaja, odprodaja dela ali celotnega posla.
 - pod financiranje z lastniškim kapitalom lahko uvrstimo tudi financiranje s tveganim kapitalom. Za to vrsto vlaganja se največkrat odločijo bogati posamezniki, tako imenovani »poslovni angeli« (angl. business angels) ali pa institucionalna združenja, kot so skladi tveganega kapitala.
- Dolžniški kapital:
 - formalni dolžniški kapital: to so finančna sredstva bank ali nebančnih finančnih institucij ter sredstva ministrstev in državnih skladov, sredstva

občin in občinskih skladov ter zakup-leasing. Ta sredstva lahko razdelimo na kratkoročna (lombardni krediti, faktoring), srednjeročna (fortfetiranje) ali dolgoročna (hipotekarni krediti).

- o neformalni dolžniški kapital: finančna sredstva družine, prijateljev in znancev ter poslovnih partnerjev, kreditne kartice in sivi trg.

Slika 1: Viri financiranja podjetja



Vir: Weston, Brigham, E. F., 1993, str. 226.

V praksi ni podjetja, ki bi svoje poslovanje financiralo izključno z eno izmed oblik financiranja, torej bi uporabljalo samo lastniški ali samo dolžniški kapital. Vsa podjetja kombinirajo lastniški in dolžniški kapital. Le optimalna kombinacija financiranja lahko podjetju prinese optimalni donos na naložbo (Vadnjak, 2000, str. 22).

2.1 DOLŽNIŠKI KAPITAL

Podjetje za poslovanje potrebuje finančna sredstva, ki si jih lahko izposodi od drugih ekonomskih subjektov. Z izposojjo denarnih sredstev se med posojilojemalcem in posojilodajalcem vzpostavi dolžniško-upniško razmerje. To razmerje se konča po izteku dobe, za katero si je dolžnik izposodil sredstva od upnika, oziroma ko dolžnik upniku sredstva s pripadajočimi obrestmi povrne. Pri dolžniškem financiranju se morata upnik in dolžnik poleg višine posojila ter časa, za katerega se sredstva izposojajo, dogovoriti tudi o ceni izposoje finančnih sredstev, to je o obrestni meri. Pri tej vrsti financiranja upnik navadno ne posega v upravljanje podjetja, v katerega je vložil svoja sredstva. Namesto poseganja v upravljanje podjetja skuša upnik svojo naložbo zavarovati z vpisovanjem hipotek na premoženje dolžnika (Žugelj et al., 2001, str. 28). Upniku bo naložba prinesla

dobiček le, če dolžnik svoje obveznosti poravnava. V primeru da dolžnik svojih obveznosti ni sposoben poravnati, upnik na podlagi vpisanih hipotek dobi pravico razpolaganja s premoženjem dolžnika.

V okviru financiranja podjetja lahko dolžniški kapital razdelimo v dve skupini, in sicer formalni in neformalni dolžniški kapital.

2.1.1 Formalni dolžniški kapital

Najbolj pogosta oblika formalnega dolžniškega kapitala so različna bančna posojila, ki so lahko:

- kratkoročna (lombardni krediti, faktoring),
- srednjeročna (fortfetiranje) ali
- dolgoročna (hipotekarni krediti).

Lombardni krediti so kratkoročni krediti in služijo financiranju kratkoročnih poslov. Izdani so na podlagi zastave vrednostnih papirjev, blaga ali nekaterih premičnin (avtomobilov, zlata ipd.). Znesek odobrenega kredita je največkrat med 60 in 80 odstotkov zastavljene vrednosti. Za financiranje kratkoročnih poslov se uporablja tudi faktoring. Pri tej obliki kratkoročnega financiranja gre za predčasni odkup terjatev podjetja s strani faktorja (banka ali drugo finančno podjetje) po diskontirani vrednosti. Finančna institucija torej za odkupljene terjatve plača manj, kot je njihova vrednost, vendar pa prevzame tveganje neplačila terjatev s strani dolžnika.

Fortfetiranje je srednjeročna oblika formalnega dolžniškega financiranja. Je zelo podobna faktoringu, le da v tem primeru banka ali druga finančna institucija od podjetja odkupi srednjeročne terjatve, ki jih ima podjetje do svojih kupcev. To so največkrat srednjeročni komercialni krediti, ki jih je podjetje izdalo kupcem. Podjetje terjatve prenese na banko (cedira), ta pa podjetju nakaže sredstva, zmanjšanja obresti in provizijo.

Za financiranje dolgoročnih poslov se poleg navadnih bančnih posojil uporabljajo hipotekarni krediti. To so krediti, ki so za vračilo zavarovani s tržno vrednostjo nepremičnine. Zastavljena vrednost nepremičnine (hipoteka) se vpiše v zemljiško knjigo in je posojilojemalec ne sme prodati ali kako drugače odtujiti pred vračilom kredita banki. Kredit ponavadi znaša od 50 do 70 odstotkov tržne vrednosti zastavljene nepremičnine.

Kot je razvidno iz opisa posameznih vrst kreditov, je uporaba določene vrste ročnosti kredita odvisna predvsem od ročnosti obveznosti, ki jo s tem kreditom financiramo.

Poleg bančnih posojil uvrščamo v skupino formalnega dolžniškega kapitala tudi sredstva, izposojena pri finančnih posrednikih, kateri si denar izposojajo pri najrazličnejših virih,

nato pa ga naprej posojajo posameznikom in podjetjem (Tajnikar, 1997, str. 120). Stroške svojega poslovanja pokrivajo z obrestno maržo, torej razliko med obrestno mero, po kateri si izposojajo, in obrestno mero po kateri posojajo. Ta finančna podjetja največkrat financirajo posle, katerih banke ne morejo ali nočejo financirati, to pa so največkrat tvegani posli.

2.1.2 Neformalni dolžniški kapital

Glavni neformalni viri dolžniškega financiranja so:

- družina, prijatelji in znanci,
- poslovni partnerji (dobavitelji, kupci, strateški partnerji, mreže podjetij),
- kreditne kartice,
- sivi trg.

Neformalni viri dolžniškega financiranja so v primerjavi s formalnim dolžniškim kapitalom cenejši, saj družinski člani, prijatelji in znanci ponavadi ne zahtevajo plačila obresti na izposojeni kapital, če pa že, so te manjše kot na primer pri bančnem posojilu. Prav tako pa je tudi postopek odobritve krajši kot pri formalnih virih.

Neformalno dolžniško financiranje s strani poslovnih partnerjev je lahko financiranje strateškega partnerja. Povezovanje s strateškim partnerjem je smiselno, ko podjetju primanjkuje denarja ali časa za izgradnjo določenih virov, ki so nujno potrebni za ohranitev konkurenčnosti podjetja. Tako se podjetja med seboj dopolnjujejo. Poleg strateških partnerjev je zelo pomemben vir neformalnega dolžniškega financiranja, predvsem kratkoročnega, tudi financiranje s strani kupcev in dobaviteljev. Podjetje lahko z nihanjem obveznosti do dobaviteljev vpliva na svojo likvidnost in financiranje proizvodnje. Takšna vrsta financiranja pa je mogoča le, ko so dobavitelji pripravljeni zaradi določenega motiva sprejeti večje terjatve do kupcev. Pri financiranju s strani kupcev pa gre predvsem za financiranje na osnovi avansov kupcev.

Kreditiranje na osnovi kreditnih kartic je danes zelo pogost način financiranja v smislu odloga plačila blaga in storitev.

Podjetja lahko kapital pridobijo tudi na sivem trgu. Tu gre predvsem za različne oblike dolžniškega financiranja na osnovi pokojnin, osebnega dohodka ter na osnovi zastave ali hipoteke.

Pogosto je neformalni dolžniški kapital poleg lastnih sredstev edini vir financiranja, ki je podjetniku pri ustanavljanju novega podjetja na voljo. Hkrati pa gre omeniti, da je financiranje na podlagi kreditnih kartic ter na osnovi neformalnega dolžniškega

financiranja po obsegu zelo omejeno in ni primerno za zbiranje večjega obsega kapitala, ki je velikokrat potreben za financiranje poslovanja podjetja.

2.2 LASTNIŠKI KAPITAL

Ne glede na različne možnosti financiranja ustanovitve in rasti podjetja pa le ta ne more obstajati brez prihrankov, ki jih vanj vložijo njegovi lastniki. To je lastniški kapital. Podjetje mora imeti lastniški kapital od vsega začetka, saj morajo lastniki za začetek poslovanja v podjetje vložiti svoje prihranke tako, da prevzamejo največ tveganja v zvezi s poslovanjem podjetja. Največkrat se lastniški kapital smatra kot denar, ki ga v podjetje vložijo delničarji ali družbeniki, če v primeru podjetja ne gre za delniško družbo. Lastniški kapital pa je lahko naložen tudi v nedenarni obliki, na primer v obliki zemljišča, zgradbe ali opreme.

Poleg kapitala, ki ga ob ustanovitvi v podjetje vložijo lastniki, pa je z večanjem obsega poslovanja potreben dodatni lastniški kapital. Tega največkrat prispevajo obstoječi lastniki v obliki dela dobička, ki se ne izplača lastnikom, ampak se naloži v podjetje, ali pa v obliki novega, zunanjega lastniškega kapitala. Pri tem lahko obstoječi lastniki nov zunanji kapital prispevajo v obliki povečanja vlog družbenikov, oziroma pri delniški družbi z nakupom nove izdaje delnic. Pri odprtih delniških družbah lahko novo izdane delnice kupijo tudi novi lastniki.

Določeni viri lastniškega kapitala so odvisni od faze razvoja, v kateri se nahaja podjetje. Kateri viri lastniškega kapitala so najprimernejši v posamezni fazi razvoja podjetja, nam prikazuje spodnja razpredelnica.

Tabela 1: Faze razvoja podjetja in najpomembnejši viri lastniškega financiranja

Faza razvoja podjetja	Najpomembnejši vir lastniškega financiranja
I. organiziranje in načrtovanje	lastni in neformalni viri
II. podjetje je ustanovljeno: proizvod in/ali storitve, pripravljene na proizvodnjo	finančne institucije visoko tveganega kapitala in neformalni viri
III. pretekli podatki o poslovanju	tudi nekatere druge finančne institucije
IV. faza bistvene širitve	možnost prodaje lastniških vrednostnih papirjev
V. zrelo in trdno podjetje	zadržani dobički in odprte prodaje

Vir: Mramor, 1993, str. 251.

2.2.1 Tvegani kapital

Tvegani kapital je posebna oblika financiranja podjetja. Lahko ga uvrstimo v skupino lastniškega kapitala, vendar pa se po določenih lastnostih razlikuje od lastniškega kapitala. V okviru skupine tveganega kapitala poznamo neformalni tvegani kapital, v katerega lahko uvrstimo predvsem poslovne angele, in formalni tvegani kapital, v katerega spadajo skladi tveganega kapitala.

3 OPREDELITEV TVEGANEGA KAPITALA

Tvegani kapital (angleško: venture capital) je oblika trajno vložnega premoženja v podjetje, zato ga uvrščamo v skupino lastniškega kapitala (Ribnikar, 1991, str. 198). Za to obliko kapitala je značilno, da nastopa skoraj izključno v zgodnjih fazah razvoja podjetja, ko je možnost propada oziroma neuspeha podjetja največja. Tako je tudi tveganje za vlagatelja, da svojih sredstev ne bo oplemenitil ali jih sploh ne bo dobil povrnjenih, največje.

Tvegani kapital različni avtorji opredeljujejo na več načinov, in sicer zaradi širokega spektra dejavnosti tveganega kapitala na področju financiranja podjetja, vendar pa se v osnovi definicije ne razlikujejo. Tako Perez (1986, str.6) tvegani kapital opredeljuje kot naložbo v novo podjetje ali nov posel z namenom financiranja nove ideje v zvezi z razvojem novega proizvoda ali storitve, za kar pa podjetnik nima dovolj lastnih finančnih sredstev. Tajnikar (1997, str.130) pravi, da je tvegani kapital posebna oblika kapitala, ki ga lahko uvrstimo v skupino trajnega kapitala, hkrati pa ima določene značilnosti, po katerih se razlikuje od ostalih oblik trajnega kapitala. Tvegani kapital lahko nadomešča ali samo dopolnjuje bančna posojila, lastniški kapital ali razne oblike državne podpore pri uvajanju novih proizvodov, tehnologij ter nastajanju nove zaposlenosti na področju visoke tehnologije in zlasti v rastočem poslu, ko je potreba po svežem kapitalu največja.

Evropsko združenje tveganega kapitala (EVCA¹) kot najpomembnejše, krovno združenje tveganega kapitala v evropskem prostoru opredeljuje tvegani kapital kot lastniški kapital zasebnih in investicijskih podjetij z zaposlenimi strokovnjaki, investiran v mlada in hitro rastoča in spreminjajoča se podjetja s potencialom, da se razvijejo v uspešna regionalna in globalna podjetja (EVCA Annual Report 2003, str. 5-7). Glavni cilj investorjev je dolgoročni kapitalski dobiček, ki poplača tveganje, zato investitorji pogosto aktivno sodelujejo pri vodenju podjetja in s svojim znanjem in poznanstvi velikokrat pomagajo podjetniku.

¹ EVCA je angleška kratica za European Private Equity & Venture Capital Association.

Vahčič (v Žugelj et al., 2001, str. 3) pravi, da ima slovenski izraz tvegani kapital, kot ga uporabljamo v Sloveniji, ožji in širši pomen. Tvegani kapital v ožjem pomenu označuje proces vlaganja formalnih skladov tveganega kapitala, v širšem pomenu pa vključuje tudi neformalno zasebno vlaganje bogatih posameznikov – poslovnih angelov.

V slovenski strokovni literaturi je pojem tvegani kapital poleg izrazov visoko tvegani kapital, rizični kapital in riskantni kapital verjetno največkrat uporabljen prevod angleškega izraza »venture capital«. Tuja literatura pa dosledno loči uporabo pojmov rizični kapital (angl. risk capital) in tvegani kapital (angl. venture capital).

Kljub nekoliko drugačnim opredelitvam tveganega kapitala pa so si različni avtorji v veliki meri enotni pri opredelitvah naslednjih pojmov:

1. *Rizični kapital* (angl. risk capital) za razliko od tveganega kapitala v širšem pomenu zajema tudi *delniški trg*, ki ga podjetja pridobijo s ponudbo svojih delnic na trgih vrednostnih papirjev.
2. *Tvegani kapital v širšem pomenu* (angl. private equity) zajema naložbe v nekotirajoča podjetja in pomeni obliko financiranja podjetij z lastnimi vložki skozi razvojne faze podjetja, ki se financira na ta način. Zajema tako naložbe fizičnih kot tudi pravnih oseb med katere spadajo so tudi naložbe skladov tveganega kapitala.

Zasebne naložbe fizičnih oseb vključujejo vlaganja bogatih posameznikov, t.i. poslovnih angelov. Gre za trajno (dolgoročno) obliko financiranja poslov s strani bogatih posameznikov, ki so na podlagi izkušenj in interesov pripravljene svoja finančna sredstva vlagati v tvegane naložbe, v mlada, hitro rastoča in inovativna ter na tehnologiji temelječa podjetja, in sicer tako, da postanejo njihovi delničarji oz. družbeniki.

Zasebne naložbe pravnih oseb skupaj s kapitalom menedžmenta in bank vključujejo vlaganja v že obstoječe pravne osebe. V Evropi potekajo tovrstna vlaganja preko posebej v ta namen ustanovljenih kapitalskih družb, investicijskih družb tveganega kapitala. Tu gre največkrat za zunanje, včasih pa tudi notranje odkupe podjetij.

3. *Tvegani kapital v ožjem pomenu* (angl. venture capital) vključuje zgolj *naložbe skladov tveganega kapitala* v mlada, perspektivna in hitro rastoča podjetja ali pa v podjetja, temelječa na visoki tehnologiji, v začetni ali zgodnji fazi razvoja. Naložbe v podjetja v začetni, zgodnji in razvojni fazi pa so tudi najbolj tvegane, ker sta nadaljnja rast in razvoj zelo negotova. Naložbe v takšna podjetja lahko označimo za tvegano dejanje. Iz tega izhaja tudi izraz tvegani kapital.

4. Naložbe poslovnih angelov predstavljajo neformalno, naložbe skladov tveganega kapitala pa formalno obliko naložb tveganega kapitala.

Na kratko bi torej lahko dejali, da je tvegani kapital oblika lastniškega financiranja poslovanja, najpomembnejše pa rasti podjetja (Bygrave, Timmons, 1992, str. 16) ter tako eden najbolj zanimivih virov financiranja majhnih in rastočih podjetij.

3.1 ZGODOVINA TVEGANEGA KAPITALA

Za začetek tveganega kapitala bi lahko označili odpravo Krištofa Kolumba v Indijo. Njegova ideja je pri takratnem portugalskem kralju naletela na gluha ušesa in njegovega podviga ni hotel financirati. Vendar pa je Kolumb naletel na posluh pri španski kraljici Isabelli, ki je bila pripravljena financirati njegovo potovanje. Kolumb je kasneje namesto v Indijo pripotoval v Ameriko, vendar pa se je za vedno zapisal v zgodovino, z njim pa prav tako pobudnica potovanja, španska kraljica Isabella. Lahko bi jo označili za tvegano kapitalistko, saj je svoja sredstva vložila v odpravo, ki je bila izredno tvegana (Indianinfoline, 2005).

Začetki modernega koncepta investicij tveganega kapitala v svetu pa segajo šele v čas po drugi svetovni vojni. Prvi korak je predstavljala ustanovitev »American Research and Development Corp« (ARD) v Bostonu leta 1946. Ustanovitelj ARD-ja je bil general Georges Doriot. Pogosto ga pojmujemo za očeta tveganega kapitala. V istem času je bilo ustanovljeno še podjetje J. H. Whitney & Co. Prav tako se je v tem času družina Rockefeller odločila, da vloži svoja sredstva v podjetje America Airlines. Tako lahko družino Rockefeller pojmujemo kot prvega poslovnega angela (Indianinfoline, 2005).

Po drugi svetovni vojni je prihajalo do številnih tehnoloških inovacij in novih produktov, ki so se uporabljali predvsem v vojaške namene. Leta 1957 Federal Reserve System izvedel študijo, ki je pokazala, da je največja ovira pri ustanavljanju novih podjetij prav pomanjkanje kapitala.

»Small Business Investment Company Act« (SBIC), sprejet leta 1958, je predstavljal naslednji mejnik v procesu institucionalizacije investicij tveganega kapitala. Sprejetje SIBC-a je vodilo k ustanovitvi veliko novih naložbenih podjetij, ki so predstavljala nosilce financiranja novoustanovljenih podjetij. V letih od 1960 do 1962 je bilo ustanovljenih kar 585 takšnih podjetij. Ekspanzijo novih naložbenih podjetij so omogočala predvsem protekcija v davčni obravnavi ter ugodna posojila države takšnim podjetjem. Vendar pa zaradi prevelikih pričakovanj, kratkoročne investicijske naravnosti ter pomanjkanja izkušenj večina teh podjetij ni preživela, tista podjetja, ki so preživela to obdobje, pa danes predstavljajo jedro industrije tveganega kapitala (Morris, 1992, str. 8).

Veliko novih podjetij je bilo ustanovljenih s pomočjo tveganega kapitala v poznih šestdesetih in zgodnjih sedemdesetih letih. Podjetja so financirali tako institucionalni investitorji, kot so zavarovalnice, bančni trusti in pokojninski skladi, kot tudi bogati posamezniki in družine. Vsi ti investitorji so si obetali velike zasluške kot kompenzacijo za visoko tveganje. V tem času je bila najuspešnejša investicija ARD-ja v Digital Equipment Corp. (DEC), ki je bila zelo odmevna in zato s strani investitorjev zelo opazna. ARD je začetni vložek v višini 60.000 ameriških dolarjev pretvorila v več kot 400 milijonov ameriških dolarjev. S tem se je pojavil nov kapital, ki je bil na voljo skladom tveganega kapitala. Tako je s 450 milijoni ameriških dolarjev nastalo veliko novih skupin aktivnih investitorjev tveganega kapitala, ki pa so se morali soočiti s težavami dolgoročnega zasebnega investiranja ter tudi z recesijo, do katere je prišlo v letih 1974 in 1975. Obdobje srednjih sedemdesetih let je bilo tako obdobje učenja ter nabiranja izkušenj za investitorje tveganega kapitala, ki so s svojimi investicijami dosegali donose v povprečni višini 25 odstotkov na letni ravni (Morris, 1992, str. 8).

Za konec sedemdesetih let je bilo značilno pomanjkanje kapitala. Tako so investitorji tveganega kapitala razširili svoje aktivnosti prek svojih interesov in so tako investicije tveganega kapitala postale veliko bolj razpršene v smislu investiranja v več različnih panog ter podjetij. Z večjo razpršitvijo je prišlo do večje uravnoteženosti naložb v ročnosti, sprejemanju rizika ter tudi potencialnem dobičku. Kljub temu pa so mnoga podjetja ostala osredotočena na investiranje tveganega kapitala v tiste specifične panoge, kjer so imela največji uspeh (Morris, 1992, str. 8).

Šele v osemdesetih letih pa je prišlo do pravega razcveta na področju industrije tveganega kapitala, ki se je začel v Združenih Državah Amerike. Na razcvet tveganega kapitala so vplivali trije pomembni dejavniki. Prvi dejavnik so bili veliki dobički, ki so jih ustvarili skladi tveganega kapitala v sedemdesetih letih ter tako imeli na voljo velik kapital, ki so ga lahko vložili naprej. Velik doprinos k razcvetu skladov tveganega kapitala je pomenila sprememba zakonodaje na področju pokojninskih skladov, ki je le-tem omogočila vlaganje sredstev v podjetja s tveganim kapitalom. Zadnji dejavnik pa je bilo znižanje davkov na kapitalske dobičke, kar je tveganeemu kapitalu omogočilo večje donose na investicije.

Leta 1980 so skladi tveganega kapitala investirali 600 milijonov ameriških dolarjev sredstev, ki so bila leta 1987 vredna približno 4 milijarde ameriških dolarjev, velika večina teh investicij je bila realizirana v Združenih Državah Amerike. Z zlomom borze 19. oktobra 1987 je prišlo do upada investicij tveganega kapitala ter posledično do zmanjšanja števila novonastalih podjetij (Morris, 1992, str. 9). Devetdeseta leta so pomenila nadaljevanje rasti industrije tveganega kapitala.

3.2 ZNAČILNOSTI TVEGANEGA KAPITALA

Že v prejšnjem poglavju o opredelitvi tveganega kapitala smo lahko zasledil določene značilnosti, ki jih ima tvegani kapital. Bovaird (1991, str. 3) opredeljuje tvegani kapital s štirimi glavnimi značilnostmi:

- **je trajen:** investitor vlaga v podjetje, ne da bi želel povračilo; pridobitveni motiv, zaradi katerega vlaga tvegani kapital, je, da ob pravem času proda svoj delež po vrednost večji od vloženih sredstev (kapitalski dobiček), lahko pa se zadovolji tudi z nadaljnjim lastništvom, če naložba postane zelo ugodna (rast premoženja, delež v dobičku).
- **nudi pomoč pri upravljanju:** investitor tveganega kapitala s svojim znanjem in izkušnjami podjetnikom velikokrat pomaga pri upravljanju podjetja z namenom, da bi bilo le-to uspešnejše.
- **pričakuje višje donose:** investitor tveganega kapitala pričakuje višji donos kot pri posojanju; pričakovani donosi so med 30 in 50 odstotkov, izhajajo pa predvsem iz kapitalskega dobička.
- **je potrpežljiv kapital:** za tvegani kapital je značilna visoka stopnja potrpežljivosti. Investitor ne pričakuje takojšnjih donosov, ampak računa na uspeh v daljšem roku (od 2 do 7 let).

V Tabeli 2 vidimo glavne značilnosti financiranja podjetja s tveganim kapitalom ter omejitve, ki iz takšnega financiranja izhajajo.

Tabela 2: Značilnosti financiranja s tveganim kapitalom

Lastniško financiranje zagotavlja	Omejitve
▪ lastniški delež	▪ možna je izguba nadzora nad podjetjem
▪ ni plačila obresti	▪ zahteva se stroga finančna disciplina
▪ dodatno varnost za izkušene investitorje	▪ investitorju zagotavlja mesto v upravi
▪ kapitalske dobičke (na realizirano investicijo)	▪ nujna je delitev dobička (na realizirano investicijo)

Vir: Cordis, 2005.

3.3 SEDEM INVESTICIJSKIH STOPENJ TVEGANEGA KAPITALA

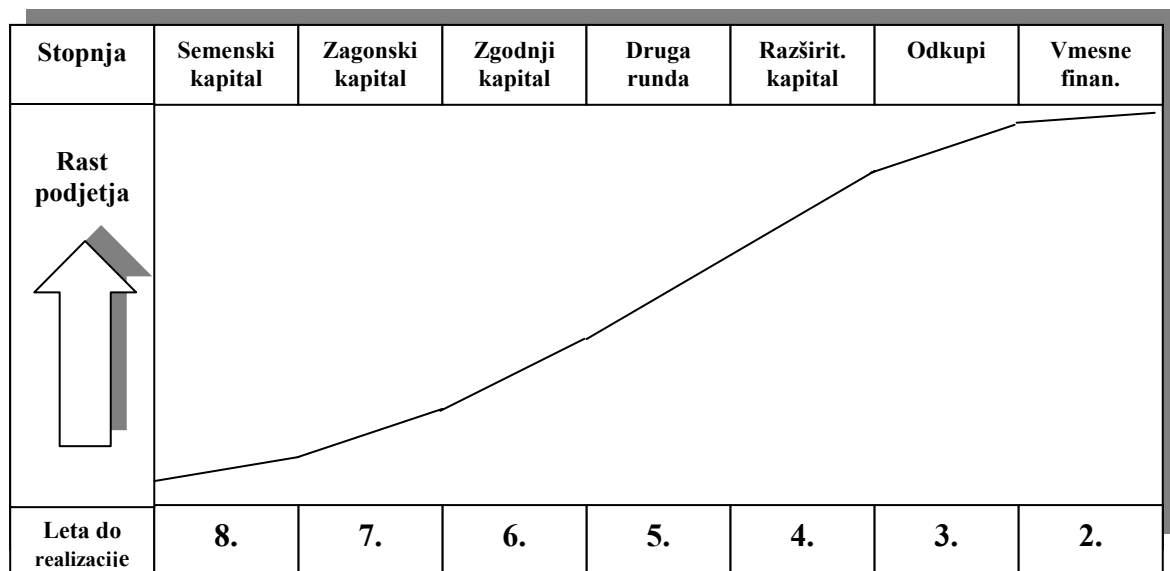
Investicije tveganega kapitala se pojavljajo v različnih fazah razvoja podjetja ter se delno ujemajo z življenjskim ciklom podjetja. Investicije tveganega kapitala se razlikujejo med seboj po doseženem razvoju podjetja, v katerega investiramo kapital, po zrelosti podjetja ter po času do realizacije investicije.

Bovaird (1990, str. 28) ločuje naslednjih sedem stopenj investicij tveganega kapitala:

- semenski kapital,
- zagonski kapital,
- financiranje zgodnje faze,
- financiranje druge runde,
- razširitveni kapital,
- zunanji in notranji odkup podjetja in
- vmesne finance.

Stopnje investiranja tveganega kapitala nam prikazuje Slika 2 na strani 12. Pri tem imamo na horizontalni osi leta do realizacije investicije v posamezni fazi, na vertikalni osi pa vidimo rast podjetja v posamezni fazi, ki jo merimo kot rast sredstev podjetja ali pa kot rast dobička podjetja.

Slika 2: Sedem stopenj investicij tveganega kapitala



Vir: Bovaird, 1990, str. 31.

Semenski kapital je povezan z nastankom, razvojem in proučevanjem smiselnosti podjetniške ideje. To so sredstva, ki jih podjetnik potrebuje, ko nastaja podjetniška ideja ter vzorčni proizvod ali storitev. Podjetnik torej v tej fazi potrebuje finančna sredstva za pripravo teh vzorcev, za njihovo izpopolnjevanje in preverjanje smiselnosti projekta. Podjetnik v tem obdobju pripravi poslovni načrt, v katerem prouči trg. Če v tej fazi podjetnik ustavi projekt, vloženih sredstev ne bo dobil povrnjenih. Investicije na tej stopnji niso tako velike kot v kasnejših fazah življenjskega cikla podjetja. V tem obdobju namreč podjetnik ne kupuje strojev in opreme ter tudi ne zaposluje večjega števila delavcev. Semenski kapital je ponavadi kapital podjetnika ali njegovih prijateljev ter družine. V tej fazi bi bilo najmanjše kreditov za podjetnika preveč tvegano početje, saj je tveganje neuspeha v tem obdobju največje.

Zaradi navedenih značilnosti za semenski kapital ni značilno, da se financira s tveganim kapitalom, saj je, kot že rečeno, najbolj tvegana faza življenjskega cikla podjetja. Vendar pa prav zaradi visokega tveganja omenjena faza omogoča izredno visoke zasluge za investitorje. Investitorji na tej stopnji investirajo v idejo in lahko ob dobrem upravljanju, kljub visokemu tveganju dosežejo visoko dodano vrednost na investicijo. Čas do realizacije investicije v fazi semenskega kapitala je relativno dolg, in sicer od 7 pa do 10 let (Žugelj, 2001a, str. 37).

Zagonski kapital ali tudi startni kapital se investira na stopnji, ko je podjetje že bližje ustanovitvi in zagonu kot pa v prejšnji fazi. Podjetje kapital v tej fazi še vedno potrebuje za razvoj izdelka ali storitve, vendar pa je na tej stopnji že možno organizirati poskusno proizvodnjo ter začeti s trženjem izdelka. Zato da bi podjetju uspelo organizirati poskusno proizvodnjo ter jo nadgraditi v normalno ali serijsko proizvodnjo, pa potrebuje dodatni kapital. Kapital se v tej fazi torej uporablja za izpopolnitev proizvoda, zato da se pripravi ustrezno opremo za proizvodnjo, nabavi surovine ter zaposli delovno silo, potrebno za začetek proizvodnje. Kljub temu da je proizvod na tej stopnji že razvit in pripravljen za proizvodnjo, pa ga še ni mogoče uspešno prodajati, ker komercialno ne obstaja. Zaradi tega je investiranje v fazi zagonskega kapitala še vedno tvegano. Zneski so večji kot pri semenskem kapitalu, še vedno pa ne zagotavljajo normalnega donosa in povračila sredstev. vloženih v podjetje.

Na stopnji zagonskega kapitala so viri sredstev podobni kot pri semenskem kapitalu. Ta stopnja za investitorja sicer predstavlja manjše tveganje kot prva stopnja, vendar pa je za tvegani kapital še vedno relativno nezanimiva. Zneski si tudi v tej fazi še relativno majhni, čas do realizacije investicije pa je še vedno dolg in v povprečju znaša 8,25 leta. Največ zagonskega kapitala tako kot semenskega torej še vedno prihaja iz zasebnih virov v obliki podjetniškega kapitala (Žugelj, 2001a, str. 38).

V **zgodnji fazi** investiranja tveganega kapitala podjetje sredstva potrebuje predvsem za dokončanje proizvoda in začetek normalne proizvodnje le-tega. To je kapital, ki omogoči, da podjetje popolnoma zaživi. S temi sredstvi namreč nakupi vso potrebno opremo ter zaposli delovno silo, potrebno za normalen potek proizvodnje. Ena glavnih značilnosti te faze je popolna komercializacija proizvoda ali storitve. Kljub normalnemu poteku proizvodnje in izdelku na trgu pa podjetje tudi v tej fazi ponavadi še ne ustvarja dobička. Na tej stopnji podjetnik že prestopi mejo, ko se ne more vračati nazaj. Podjetnik je do te stopnje investiral preveč, da ne bi skušal podjetja pripeljati do zamišljene velikosti.

Kljub temu da je v tej fazi tveganje za potencialne investitorje znatno manjše kot na predhodnih stopnjah razvoja podjetja, pa odsotnost pozitivnih denarnih tokov še vedno pomeni, da je investicija v podjetje na tej stopnji razvoja še vedno relativno tvegana. Zaradi naštetih značilnosti zgodnje faze je zanjo značilno, da so jo le redki pripravljani

financirati. Podjetnik je tako še vedno največkrat odvisen od svojih sredstev ter sredstev družine, prijateljev in znancev. Običajni čas do realizacije investicije v zgodnjo fazo je 4 do 5 let (Žugelj, 2001a, str. 38).

Podjetje v zgodnji fazi še ne doseže optimalnega oziroma obsega, kakršnega si je podjetnik zamislil kot normalen obseg. Da bi ta obseg lahko doseglo, potrebuje dodatna sredstva. Ta sredstva pridobi v tako imenovani »**drugi rundi**«, kar je četrta faza življenjskega cikla tveganega kapitala. Z dodatnim kapitalom v tej fazi naj bi podjetje dozorelo. Postal naj bi sposobno normalno poslovati na trgu in uspelo normalno rasti.

Na tej stopnji se pojavljajo vse oblike kapitala. Vse bolj začne na pomenu pridobivati dolžniški kapital, dobavitelji in kupci postajajo pomembni z vidika financiranja podjetja, vedno bolj pa se začnejo pojavljati tudi investitorji tveganega kapitala. Prihodnost podjetja je na tej stopnji bolj transparentna in manj tvegana. Vedno manjšo vlogo pa igrajo oblike kapitala, ki so omogočile nastanek podjetja ter njegov obstoj v predhodnih fazah (Žugelj, 2001a, str. 40).

Ko se podjetje že približuje fazi zrelosti, se pojavi potreba po **kapitalu za razširitev**. To je kapital, ki je potreben za normalno delovanje rastočega podjetja. Omogoča torej razširjanje proizvodnje ter tako tudi rast podjetja. Investicija v tej fazi pomeni poleg vlaganja v proizvodne zmogljivosti tudi investicijo v nove trge, v dodatni obratni kapital, v izboljšave proizvodov ali storitve ter v zaposlovanje nove, največkrat specializirane delovne sile. Sredstva za razširitev se na tej stopnji uporabljajo tudi za nadomestitev drugih oblik kapitala, ki stroškovno ali likvidnostno niso več primerne za obdobje, v katerem se podjetje nahaja.

V tej fazi je bodočnost podjetja lažje predvidljiva, zato so investicije v razširitev manj tvegane, povezane pa so tudi z relativno visokimi donosi na investicijo. V to fazo zato vstopajo vse oblike kapitala, pri teh pa je največ prav tveganega kapitala. Cilj, ki ga največkrat zasledujejo investitorji tveganega kapitala, to so visoki kapitalski dobički, je v tej fazi najbolj zagotovljen. Čas do realizacije investicije na tej stopnji traja od tri do pet let (Žugelj, 2001a, str. 41).

Ko je podjetje že dovolj veliko in je doseglo optimalno velikost, se njegov uspeh pokaže tako, da postane dobičkonosni predmet nakupa ali prodaje. Pride torej do **odkupa podjetja**, ki je lahko *notranji odkup s strani poslovodstva* ali pa *zunanjí odkup podjetja*. Do tega pride tedaj, ko podjetje proizvodno, organizacijsko in tržno dozori ter ko obeta možnost realizacije visokih dobičkov tudi v prihodnosti. Cena podjetja tedaj ni odvisna le od vrednosti sredstev v njem, ampak tudi od pričakovanj o donosih podjetja v prihodnosti. Tako cena velikokrat tudi nekajkrat presega vrednost premoženja podjetja v času prodaje.

Da bi do nakupa oziroma prodaje podjetja lahko prišlo pa je potreben velik kapital, ki ga lahko kupec pridobi od investitorja tveganega kapitala.

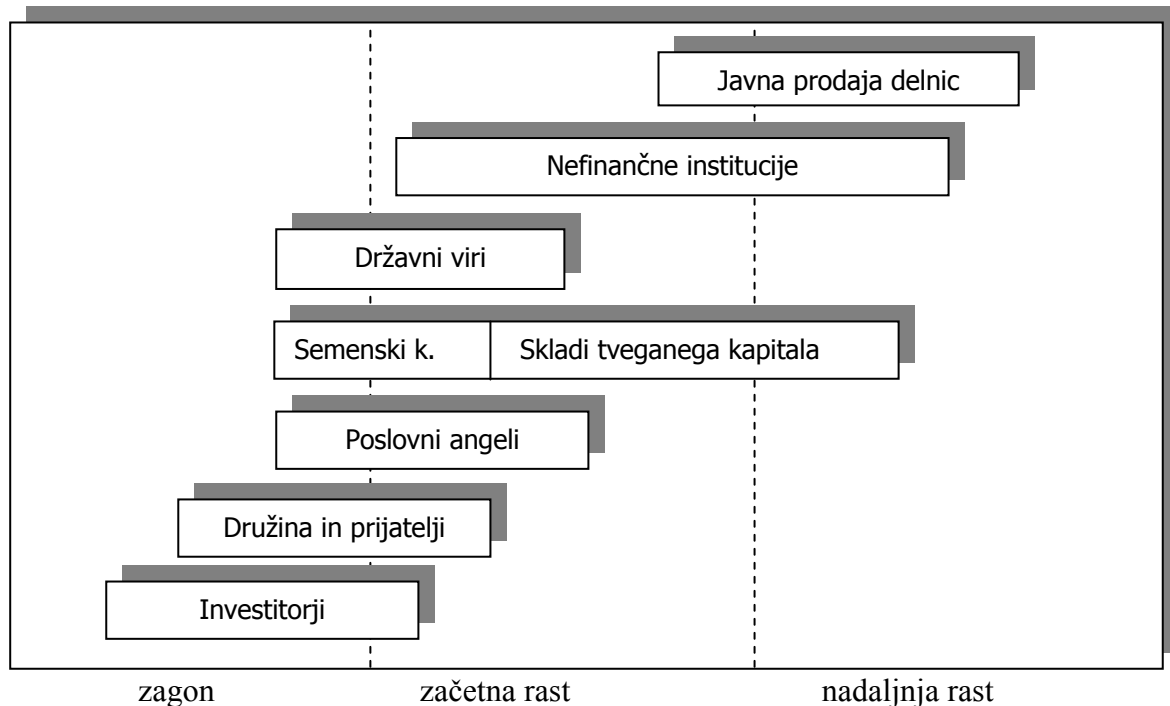
Notranji odkup s strani posloводства: Največkrat je prav podjetnik v vlogi kupca podjetja. Z nakupom podjetja podjetnik postane poleg tega, da je menedžer, tudi lastnik. Za to, da bi podjetnik lahko kupil podjetje pa potrebuje sredstva, ki so največkrat zelo velika. Sredstva, pridobljena s kreditom, so v tem primeru za podjetnika predraga, saj mora odplačevati glavnico in obresti kredita, katere bi lahko odplačeval le, če bi bil dobiček podjetja ustrezno visok. Tvegani kapital je za to bolj primerna oblika pridobitve sredstev, saj podjetnik dobi za odkup trajna sredstva in nasvete tveganega kapitalista. Pri tem je tvegani kapitalist tudi potrpežljiv vlagatelj, saj se zaveda, da mu bo podjetnik sposoben v celoti vrniti sredstva šele, ko bo tudi sam podjetnik naprej prodal podjetje. Pri tem pa si seveda obeta tudi ustrezno visok kapitalski dobiček. Čas do realizacije investicije na tej stopnji je le še dve do tri leta (Žugelj, 2001a, str. 42-43).

Zunanji odkup podjetja: Pri zunanjem odkupu podjetja gre za podoben proces kot pri notranjem odkupu, le da tu kupec ni posloводство podjetja, ampak je to zunanji kupec. Sedanji lastniki želijo s prodajo podjetja realizirati donose, ki so si jih obetali, ko so denar v podjetje vložili. Kupec pa meni, da lahko s svojim upravljanjem podjetje spremeni v še bolj uspešno in tako zagotovi ustrezno visoke donose tudi v prihodnosti. V tej fazi se kot vir financiranja zunanjega odkupa podjetja pojavljajo kapital menedžerjev, tvegani kapital in dolžniški kapital. Pri tem pa je dolžniški kapital zaradi istih razlogov kot pri notranjem odkupu podjetja najmanj primerna oblika kapitala, saj ni zagotovljeno, da bo podjetnik z realiziranimi dobički v prihodnosti lahko odplačeval glavnico kredita, povečano za obresti. Zato se na tej stopnji največkrat pojavlja tvegani kapital (Žugelj, 2001a, str. 43).

Zadnja investicijska stopnja v življenjskem ciklu tveganega kapitala so tako imenovane **vmesne finance** (angl. marzantine finance). Vmesne finance imajo značilnosti tako dolžniškega kot tudi tveganega kapitala vendar pa so bolj podobne dolžniškemu kot pa tveganemu kapitalu. Vmesne finance se v podjetju pojavljajo pred prodajo podjetja. Priprava vsega potrebnega za prodajo podjetja ter izvedba le-te pa zahteva več časa. V tem času pred prodajo oziroma nakupom podjetja obstoječi lastniki nimajo več interesa vlagati v podjetja, saj vedo, da bodo iz njega kmalu izstopili. Novi lastniki pa v podjetje tudi še ne morejo vlagati, saj vanj še niso vstopili. Vmesne finance morajo imeti lastnosti lastniškega kapitala, da obstoječi lastniki ohranijo svojo upravljavsko vlogo v podjetju, dokler ne pride nov lastnik, vendar pa je vlagatelju na tej stopnji jasno, da obstoječi lastniki ne bodo več dolgo upravljali podjetja. Vmesne finance zato dopolnjujejo že obstoječe oblike financiranja in omogočajo nemoteno poslovanje podjetja v času priprave na zamenjavo lastnika in upravljavca podjetja (Žugelj, 2001a, str. 44).

Kot sem omenil v uvodu tega poglavja, se stopnje investiranja tveganega kapitala delno ujemajo z življenjskim ciklom podjetja. Slika 3 na strani 16 nam prikazuje vire lastniškega financiranja podjetja v različnih stopnjah življenjskega cikla podjetja.

Slika 3: Viri lastniškega financiranja v različnih stopnjah življenjskega cikla podjetja



Vir: Roberts, 1990, str. 83.

4 SKLADI TVEGANEGA KAPITALA

Skladi tveganega kapitala so specializirane finančne institucije, katere sredstva, pridobljena od investorjev v takšne sklade, investirajo v mlada, hitro rastoča podjetja. Investitorji v sklade tveganega kapitala tako dajejo svoja sredstva dolgoročno na razpolago tveganim kapitalistom, ti pa iščejo za svoje investicije mlada in obetajoča podjetja, ki še nimajo izoblikovanega izkušenega menedžment tima, ne realizirajo prihodkov ter tudi nimajo še proizvoda na trgu, ampak obstajajo le ideje. Pri tem gre za lastniške naložbe v zameno za visoke kapitalske dobičke ob relativno visokem tveganju. V primeru skladov tveganega kapitala skušamo pojem visoko tveganje večkrat pojasniti s pravilom 2:6:2. To pravilo pravi, da se v povprečju od desetih naložb dve izkažeta za zelo donosni, dve sta čista izguba, šest pa je povprečno donosnih.

Bovaird (1990, str. 3-4) sklade tveganega kapitala definira kot aktivnost, kjer investor s pomočjo kapitala, finančnih in poslovnih veščin podpira podjetniški talent z namenom izkoristiti tržno priložnost ter si tako zagotoviti dolgoročne kapitalske dobičke.

4.1 ORGANIZACIJSKE OBLIKE SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA

V praksi poznamo več organizacijskih oblik skladov tveganega kapitala. Tako Garner, Owen in Conway (1994, str. 57-61) navajajo naslednje oblike skladov tveganega kapitala, ki jih ločujejo glede na lastništvo:

- **Zasebno partnerstvo:** Največ skladov tveganega kapitala je organiziranih kot zasebno partnerstvo. Menedžerji sklada, ki so navadno nekdanji podjetniki, zberejo lastna sredstva ter sredstva vlagateljev in jih investirajo v mlada, hitro rastoča podjetja visoke tehnologije. V partnerstvu imamo upravljavca sklada, ki je neomejeno odgovoren partner, ter vlagatelje, ki so omejeno odgovorni za delovanje sklada. Vlagatelji v takšne sklade so največkrat institucionalni investitorji, kot so zavarovalnice, pokojninski skladi ali banke, včasih pa so to tudi bogati posamezniki. Običajna življenjska doba takega sklada je 5 do 10 let. Po izteku dobe financiranja se sklad razpusti, sredstva pa se razdelijo med partnerje.
- **Korporacijski sklad tveganega kapitala:** Takšna oblika sklada deluje kot del večje korporacije. Velike korporacije na ta način iščejo strateške povezave z manjšimi razvojno orientiranimi podjetji. Cilji take vrste sklada se nekoliko razlikujejo od ciljev drugih skladov. Pri korporacijskih skladih tveganega kapitala v ospredju ni kapitalski dobiček kot pri ostalih oblikah skladov. Glavni cilj teh skladov je s finančnimi sredstvi malim podjetjem pomagati pri razvoju novih tehnologij ter s tem kasneje pridobiti cenejši dostop do teh tehnologij. Takšni skladi pogosto zahtevajo večinski delež v podjetju, v katerega vlagajo. Ta zahteva pa mala podjetja nemalokrat odvrne od tega načina financiranja, saj lahko s tem izgubijo kontrolo v podjetju.
- **Skladi investicijskih bank:** Pri skladih tveganega kapitala investicijskih bank gre za kombinacijo lastniških naložb in dolgoročnih posojil. Največkrat se ukvarjajo z večjimi podjetji, ki se pripravljajo na javno ponudbo delnic ali pa na združitev z drugim podjetjem.
- **Javni sklad tveganega kapitala:** Javni skladi tveganega kapitala so organizirani kot delniške družbe in sredstva zbirajo z razpisom delnic sklada. Njihovo poslovanje je veliko bolj transparentno kot poslovanje ostalih oblik skladov tveganega kapitala, predvsem zaradi zahtev regulatornih oblasti na področju vrednostnih papirjev. Podatke o javnih skladih tveganega kapitala je zato veliko lažje pridobiti kot podatke o poslovanju ostalih oblik skladov tveganega kapitala.
- **Državni in paradržavni skladi tveganega kapitala:** Mednje štejemo sklade tveganega kapitala, ki so sredstva pod določenimi pogoji pridobili s strani države z

namenom vlaganja v mala in srednje velika podjetja. Kljub temu da so to skladi, ki so v državni lasti, je njihovo upravljanje zaradi večje učinkovitosti v zasebnih rokah. Menedžerji sklada tako hkrati zasledujejo svoje in državne interese. Cilj takšnih skladov je največkrat čim večje število naložb, zato so njihovi vložki manjši. Financirajo predvsem projekte v zgodnjem razvojnem stadiju.

Po drugi strani pa Bygrave in Timmons (1992, str. 8) ločita:

- **klasične sklade tveganega kapitala**, ki sredstva pridobivajo s strani potrpežljivih posameznikov, upravljajo pa jih investitorji s podjetniškimi izkušnjami in poznavanjem industrije. Pri tem podjetju, v katerega vlagajo posredujejo tudi različna znanja in izkušnje, ter so tako nekakšni mentorji oz. strateški opazovalci;
- **»Merchant« sklade tveganega kapitala**, ki pridobivajo sredstva od institucionalnih investitorjev. Imajo krajši naložbeni horizont ter jih upravljajo usposobljeni ljudje z znanjem s področja investicijskega bančništva. Vendar pa ti upravljavci nimajo podjetniških izkušenj, da bi znali ustvariti dodano vrednost z aktivno vlogo v podjetju.

Največkrat so skladi tveganega kapitala organizirani kot partnerstvo, pri katerem imamo glavnega upravljavca sklada ali menedžerja sklada, ki je generalni partner, ter ostale partnerje, ki so vlagatelji v sklad. Pri tem generalni partner za delovanje sklada odgovarja neomejeno, torej z vsem svojim premoženjem, ostali partnerji pa le v višini svojega vložka in ne posegajo v upravljanje sklada. Generalni partner je neposredno odgovoren vlagateljem za rezultate naložb sklada, za upravljanje sklada pa zaračunava določeno provizijo, ki ponavadi znaša nekje med 1,5 do 4 odstotke vrednosti sredstev sklada, pripada pa jim tudi določen del kapitalskih dobičkov, ustvarjenih z vlaganjem v podjetja. Za managerje sklada tveganega kapitala je pomembno, da poznajo nekaj področij tehnologije, ker vlagajo predvsem v podjetja visoke tehnologije. Predvsem pa je pomembno, da imajo managerske izkušnje, da lahko ocenijo vodstvene kvalitete posloводства podjetja v katerega nameravajo vložiti kapital, ter potencial podjetja nasploh (Žugelj, 2001a, str. 42).

5 ZBIRANJE SREDSTEV V SKLAD TVEGANEGA KAPITALA

Da bi sklad tveganega kapitala lahko začel z investiranjem v izbrana podjetja, mora najprej zbrati zadosten obseg sredstev, ki bodo za to namenjena. Pri tem mora sklad izpolnjevati določena pričakovanja, ki jih imajo investitorji v sklade tveganega kapitala. Tipični investitorji v sklade se od države do države razlikujejo, to pa predvsem zaradi različne zakonodaje v državah, ki bodisi spodbuja ali zavira vlaganje določenih investitorjev v sklade tveganega kapitala.

5.1 POSTOPEK ZBIRANJA SREDSTEV V SKLAD TVEGANEGA KAPITALA

Samo zbiranje sredstev za sklad tveganega kapitala traja ponavadi več kot eno leto. Pri tem lahko ta proces razdelim na sedem korakov oziroma stopenj. Proces zbiranja sredstev v sklad se začne z določitvijo ciljnega trga. Pri tem kaže začeti v lastnem okolju, saj lokalna podpora pozitivno vpliva tudi na odločitve morebitnih mednarodnih vlagateljev v sklade.

Določitvi ciljnega trga sledi trženje sklada ter postavitve strukture sklada. Pri tem je zelo pomembna odločitev o velikosti sklada, saj so veliki vlagatelji le redko pripravljeni vlagati zneske, manjše od 10 milijonov ameriških dolarjev, pri tem pa nočejo imeti v skladu več kot 10 do 15 odstotkov celotnih sredstev sklada.

Postavitvi strukture sklada sledi priprava in distribucija marketinškega materiala, nakar lahko upravljavci sklada začnejo s sestanki s potencialnimi vlagatelji. Uspešnim pogajanjem z vlagatelji sledi še priprava potrebnih pravnih aktov, pogodb in ostale dokumentacije ter sklepanje pogodb z vlagatelji (Penca, 1996, str. 10-11).

5.2 RAZLIČNI MOTIVI INVESTITORJEV V SKLADE TVEGANEGA KAPITALA

Investitorji v sklade tveganega kapitala so seveda ključni element v delovanju skladov. Brez njih bi bili skladi tveganega kapitala skladi brez sredstev. Da bi sklad privabil tovrstne investitorje, mora izpolnjevati določena pričakovanja, ki jih imajo investitorji v sklade tveganega kapitala.

Motivi oziroma pričakovanja investitorjev, ki se odločajo za vlaganje v sklade tveganega kapitala, so različni. Določeni investitorji se za investiranje v sklade tveganega kapitala odločajo zgolj zaradi diverzifikacije portfelja in s tem zmanjšanje celotnega tveganja njihovega portfelja. Spet drugi investitorji se za to odločijo zaradi vlaganja v netržne vrednostne papirje ali pa zaradi pridobitve lastniškega deleža v določenem podjetju. Obstajajo pa tudi vlagatelji, ki se za tovrstno investicijo odločijo zgolj zaradi priložnosti, ki se jim je ponudila. Ostali motivi vlagateljev so lahko še tehnološki transfer, ekonomski razvoj države ali regije ter udeležba v programu direktnih investicij.

Izmed različnih motivov pa so še vedno najpogostejši motiv potencialno visoki kapitalski donosi na investicijo tveganega kapitala. Vendar pa, kot vidimo, to še zdaleč ni edini motiv, ki žene vlagatelje, da investirajo v sklade tveganega kapitala (Žugelj, 2001a, str. 53).

5.3 DEJAVNIKI INVESTIRANJA SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA

Ko sklad tveganega kapitala zbere sredstva, lahko začne s procesom vlaganja v podjetja, ki se jim zdijo primerna za to. Da bi določeno podjetje lahko pridobilo sredstva sklada tveganega kapitala, mora izpolnjevati določne pogoje, oziroma mora imeti določne značilnosti in sicer (Kos, 1996, str. 3):

- *Podjetje mora imeti sposoben management.* To je najpomembnejši pogoj za uspeh podjetja. Menedžment podjetja mora imeti ustrezne vodstvene in panožne izkušnje.
- *Produkti z jasnimi konkurenčnimi prednostmi.* Nov produkt ima možnosti za uspeh na trgu le, če so kupcu izdelka jasno vidne prednosti določenega produkta v primerjavi s konkurenčnimi produkti.
- *Privlačni pogoji za investitorja.* Investitorjem mora podjetje ponuditi tveganju ustrezne privlačne pogoje. Podjetnik mora biti torej pripravljen v zameno za kapitalsko udeležbo oddati ustrezen delež v svojem podjetju.
- *Dobre izstopne možnosti.* Običajne različice za izstop so javna ponudba delnic ali pa prodaja celotnega podjetja. Odkup delnic s strani podjetnika je pri večjih financiranjih praktično nemogoč, če pa že, investitorju ne prinese nobenega zanimivega, tveganju ustreznega donosa.

5.4 PREDNOSTI FINANCIRANJA PODJETJA S STRANI SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA

Financiranje podjetja s strani skladov tveganega kapitala je dolgoročno financiranje podjetja. Z namenom njegove boljše predstavitve bom prednosti skušal predstaviti v primerjavi z dolgoročnimi posojili. Prednosti financiranja s sredstvi skladov tveganega kapitala v primerjavi z dolgoročnim dolžniškim kapitalom so predstavljene v Tabeli 4 na strani 22.

Tabela 4: Prednosti financiranja podjetja s kapitalom skladov tveganega kapitala

Skladi tveganega kapitala	Dolgoročna posojila
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Srednjeročno/dolgoročno financiranje. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dolgoročno financiranje.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kapitalski dobiček je realiziran z izhodom. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cena posojila so obresti, ki se glede na ponudbo in povpraševanje, določajo na trgu.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Predstavlja trdno kapitalsko osnovo za doseg prihodnje rasti in razvoja podjetja. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Koristen vir financiranja podjetja le, če ima podjetje pozitiven denarni tok.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Povračilo tveganemu kapitalistu je odvisno od uspešnosti podjetja. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zahteva pozitiven denarni tok za odplačevanje posojila.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Če gre podjetje v stečaj, tvegani kapitalist poplača svoja sredstva iz stečajne mase, vendar šele po poplačilu obveznosti drugim upnikom. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Uspeh podjetja je odvisen od njegove kontinuitete, da odplačuje posojilo.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Če podjetje zaide v težave, bo tvegani kapitalist lahko s svojim znanjem in možnostmi prispeval k izboljšanju poslovanja podjetja. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ V primeru neuspeha ima posojilodajalec prvi pravico do premoženja podjetja.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tvegani kapitalist je poslovni partner, ki si s podjetnikom deli tako tveganje kot tudi dobiček . 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Če podjetje zaide v težave, lahko posojilodajalec zahteva stečaj podjetja in poplačilo svojega dolga.

Vir: Arundale, 2004, str.13.

Banka, ki je ponavadi posojilodajalec, v primeru financiranja s posojili zahteva za svoje posojilo, ki mora biti ponavadi zavarovano s sredstvi podjetja, tudi obresti kot nagrado. V primeru slabšega poslovanja in nezmožnosti odplačevanja posojila lahko banka sproži stečaj podjetja in poplača svoje terjatve do podjetja.

Tvegani kapitalist pa za svojo naložbo ne zahteva zavarovanja in tako deli usodo podjetja in podjetnika, saj obstaja tveganje, da podjetje propade. V tem primeru je tvegani kapitalist zadnji, ki je poplačan s stečajne mase. Na drugi strani pa je kot partner podjetnika v primeru uspeha podjetja lahko nagrajen z visokimi kapitalskimi dobički. Da bi te kapitalske dobičke realiziral, pa mora iz podjetja izstopiti, tako da proda delež v podjetju drugemu investitorju ali menedžmentu podjetja, tako da se proda celotno podjetje ali pa tako, da se prodajo delnice podjetja na trgu (IPO²).

² IPO je angleška kratica za Initial Public Offering (slovensko: javna ponudba delnic).

5.5 INVESTITORJI V SKLADE TVEGANEGA KAPITALA

Investitorji v sklade tveganega kapitala se razlikujejo glede na državo, v kateri sklad deluje. Vsaka država ima specifično zakonodajo na področju investicije tveganega kapitala ter na področju institucij, katere so investitorji v sklade tveganega kapitala.

Tabela 3: Investitorji v sklade tveganega kapitala v ZDA in Evropi v letu 1999

Viri sredstev	ZDA (v %)	Evropa (v %)
Korporacije	12,0	9,5
Banke	5,0	29,1
Zavarovalnice	5,0	13,2
Pokojninski skladi	60,0	18,7
Tuji investitorji	1,0	
Zasebniki	11,0	6,2
Vzajemni skladi	6,0	
Državne agencije		4,7
Reinvestirani kapitalski dobički		7,3
Drugo		11,3
SKUPAJ	100,0	100,0

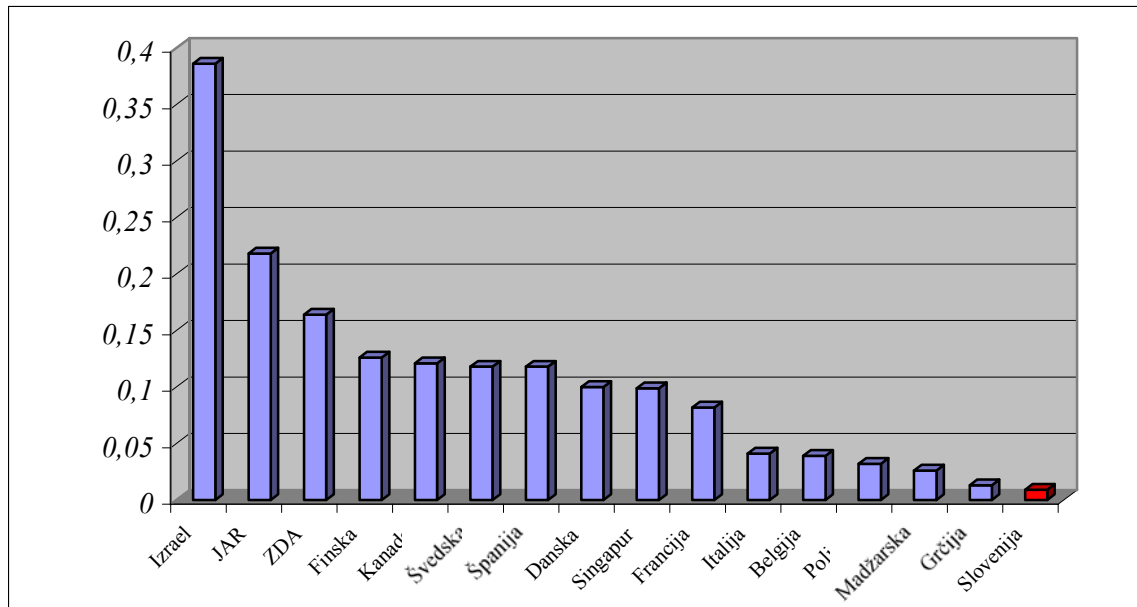
Vir: Penca, 2002, str. 19.

Iz tabele 3 lahko razberemo, da so z naskokom največji investitorji v sklade tveganega kapitala v ZDA pokojninski skladi, ki razpolagajo z velikim kapitalom. V Evropi pa pokojninski skladi niso najpomembnejši vlagatelj. To je predvsem posledica različnih pokojninskih sistemov ter zakonodaje, ki ureja naložbe pokojninskih skladov. Tako so pokojninski skladi v Evropi manj razviti in obsežni kot v ZDA, njihove investicije pa so omejene s strani države in lahko le majhen delež sredstev namenijo za tvegane naložbe, kot so skladi tveganega kapitala. V ZDA teh omejitev za pokojninske sklade ni ter so tako največji vlagatelji v sklade tveganega kapitala, medtem ko v Evropi največ vložijo banke.

6 SKLADI TVEGANEGA KAPITALA V ZDA IN EVROPI

Dejavnost tveganega kapitala in s tem tudi skladi tveganega kapitala so se razvili predvsem v Združenih državah Amerike, zato ne preseneča, da so tudi sedaj najbolj razviti prav tam. Poleg ZDA so investicije tveganega kapitala v zadnjih letih zelo obsežne tudi v Izraelu in Južnoafriški Republiki, kamor pa investirajo predvsem tuji skladi, največ ameriški. To lahko vidimo tudi iz slike 4, ki prikazuje velikost investicij v posamezni državi v primerjavi z bruto domačim proizvodom posamezne države.

Slika 4: Investicije tveganega kapitala v izbranih državah v letu 2004 (v % BDP)



Vir: Kalacun, 2005, str. 9.

6.1 SKLADI TVEGANEGA KAPITALA V ZDA

Kot sem že omenil v poglavju o zgodovini tveganega kapitala, so Združene države Amerike nekakšna domovina tveganega kapitala. Njihov razvoj se je začel prav tam, in sicer že v petdesetih letih prejšnjega stoletja.

Na dejstvo, da so skladi v ZDA bolj razviti kot kjerkoli na svetu, vplivata predvsem dva dejavnika, in sicer zakonodaja na tem področju ter dobro razvit trg vrednostnih papirjev. Pri zakonodaji gre predvsem za to, da je obdavčitev kapitalskih dobičkov manjša kot v Evropi ter se s tem močno poveča donosnost na investicijo tveganega kapitala, medtem ko je dobro razvit trg vrednostnih papirjev eden glavnih pogojev, da lahko sklad proda svoj delež in s tem izstopi iz podjetja.

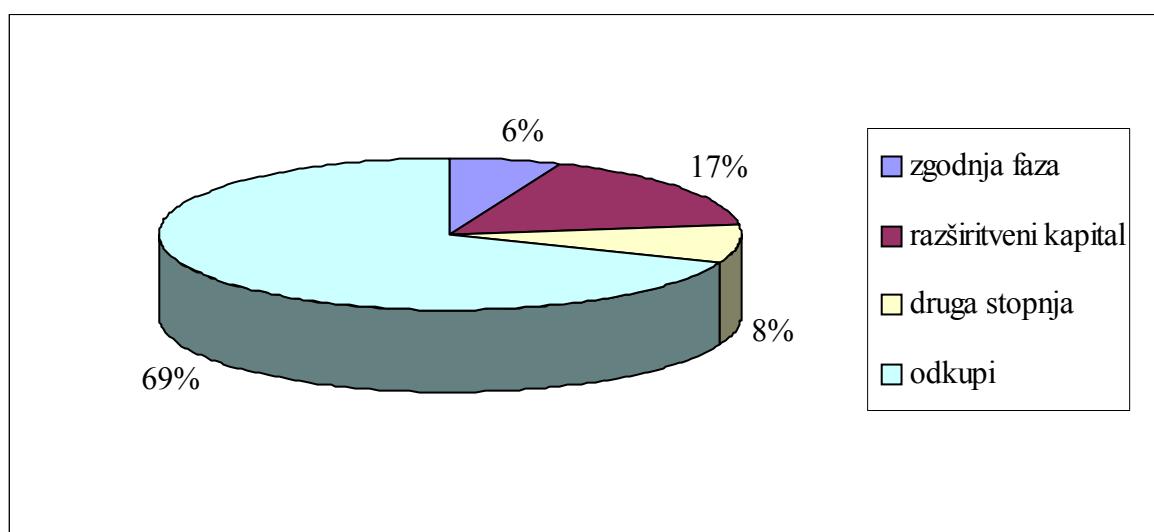
Ne glede na ugodne pogoje za delovanje skladov tveganega kapitala v ZDA pa se je obseg investicij skladov tveganega kapitala v zadnjih nekaj letih, po tem ko so te dosegle vrh v letu 2000, zmanjšal in se ustalil nekje okrog 0,17 % letnega bruto domačega proizvoda ZDA, kar pa državo po tem kriteriju še vedno uvršča na tretje mesto na svetu. Pri tem gre omeniti, da je na gibanje obsega investicij skladov tveganega kapitala vplivalo predvsem spreminjanje števila investicij, povprečna velikost investicije pa se je pri tem spreminjala le minimalno, kar nam prikazuje tabela 5 (NVCA, 2005).

Tabela 5: Investicije skladov tveganega kapitala v ZDA v obdobju od leta 1995 do 2004

Leto	Število investicij	Velikost investicij (v milijardah USD)	Povprečna velikost investicije (v mio USD)
1995	1776	7,85	4,42
1996	2464	10,99	4,46
1997	3084	14,65	4,75
1998	3557	20,90	5,88
1999	5403	53,58	9,92
2000	7832	104,83	13,38
2001	4451	40,80	9,17
2002	3042	21,58	7,09
2003	2825	18,91	6,69
2004	2873	21,00	7,31

Vir: NVCA, junij 2005.

Slika 5: Investicije na posameznih stopnjah kot deleži celotnih investicij tveganega kapitala v ZDA v letu 2003



Vir: PricewaterhouseCoopers, 2004, str. 24.

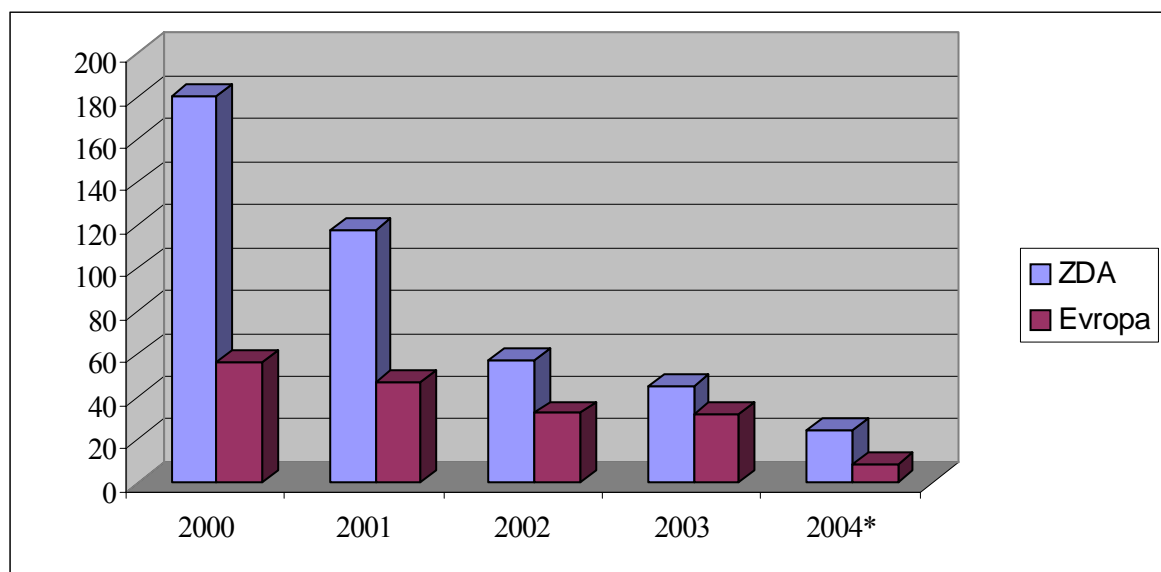
Investicije tveganega kapitala zasledimo v različnih fazah razvoja in življenjskega cikla podjetja. Iz slike 5 vidimo, da je bil daleč največji delež investicij tveganega kapitala v ZDA v letu 2003 namenjen odkupom podjetij, tako notranjim kot tudi zunanjim. Financiranje odkupov je predstavljalo kar 69 odstotkov vseh investicij tveganega kapitala. Kapital za razširitev je predstavljal drugo najboljše stopnjo investiranja tveganega kapitala v ZDA, vendar je njegov delež v vseh investicijah znatno manjši in znaša le 17%.

Skladi tveganega kapitala imajo v ZDA svoje združenje, ki se imenuje National Venture Capital Association (NVCA). Združenje zastopa skupne interese tveganega kapitala, kot so oblikovanje ustrezne zakonodaje in regulative, stimuliranje toka lastniškega kapitala v podjetja, ki ga potrebujejo za rast in razvoj, širitev pomena tveganega kapitala ter zagotavljanje profesionalnih standardov v panogi tveganega kapitala. NVCA ima danes preko 460 članov, ki predstavljajo glavnino ponudbe tveganega kapitala v ZDA (Žugelj, 2001, str. 77).

6.2 SKLADI TVEGANEGA KAPITALA V EVROPI

Evropska industrija tveganega kapitala je v zadnjih nekaj letih dramatično zrasla in se tako zelo približala ZDA. Vseeno pa še vedno zaostaja za ZDA, tako po obsegu zbranih sredstev v sklade tveganega kapitala kot tudi po absolutnem obsegu investicij tveganega kapitala in deležu investicij skladov tveganega kapitala v BDP-ju.

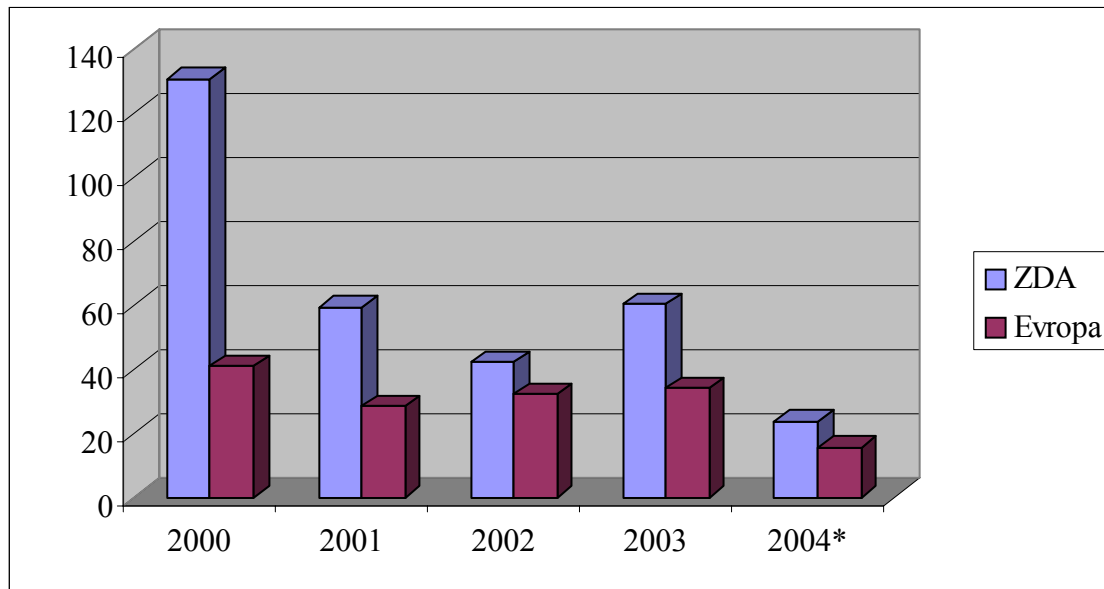
Slika 6: Primerjava med višino sredstev, zbranih v sklade tveganega kapitala, v ZDA in Evropi v obdobju 2000-2004 (v milijardah USD)



* podatki za prvo polletje leta 2004

Vir: PricewaterhouseCoopers, 2004, str. 4-30.

Slika 7: Primerjava obsega investicij ameriških in evropskih skladov tveganega kapitala v obdobju od leta 2000 do prve polovice leta 2004 (v milijardah USD)



* podatki za prvo polletje leta 2004

Vir: PricewaterhouseCoopers, 2004, str. 4-30.

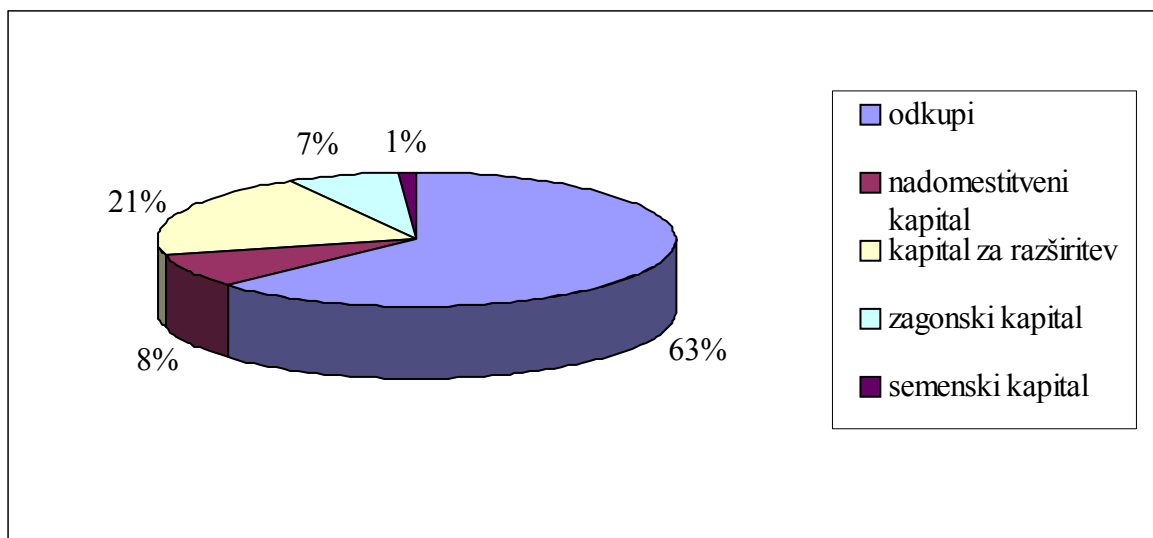
V letu 2003 je bilo v Evropi investiranih 34,1 milijarde evrov tveganega kapitala, od katerih jih je bilo največ vloženih v Veliki Britaniji, in sicer 15,9 milijarde USD. Tej sta sledili Francija s petimi milijardami USD in Italija s 3,6 milijarde (PricewaterhouseCoopers, 2004, str. 8).

Evropa zaostaja za Združenimi državami Amerike tudi po odstotku investicij tveganega kapitala v bruto domačem proizvodu. V ZDA je ta odstotek v letu 2004 znašal 0,17, povprečje Evrope pa je bilo le 0,1 odstotek. Pri tem je imela najvišji delež v Evropi Finska, in sicer 0,126 (Kalacun, 2005).

Leta 2003 je bilo izdano poročilo neodvisnega strokovnega odbora, tako imenovano Sapirjevo poročilo, katerega namen je bil podati nekaj predlogov za reformiranje Evropske unije in vzpodbuditi rast le-te. Po Sapirjevem (2003, str. 129-134) mnenju je eden od razlogov slabše gospodarske rasti v Evropi poleg neenotnega trga dobrin in storitev ter nemobilnosti delovne sile tudi nerazvitosti finančnega trga. Pri tem omenja tudi nerazvitost panoge tveganega kapitala.

Skladi tveganega kapitala in tvegani kapital nasploh so namreč med glavnimi investitorji v mlada, hitro rastoča podjetja visoke tehnologije, ki so gonilo gospodarske rasti. Pomanjkanje sredstev tveganega kapitala pa je eden glavnih razlogov, da takih podjetij ni dovolj, oziroma se ne razvijajo tako, kot bi se lahko z zadostnim kapitalom. Zato v poročilu predlaga vzpodbujanje razvijanja panoge tveganega kapitala. Slika 6 kaže, da je obseg sredstev, zbranih v skladih tveganega kapitala, v Evropi znatno manjši kot v ZDA.

Slika 8: Investicije na posameznih stopnjah investiranja kot deleži celotnih investicij tveganega kapitala v Evropi v letu 2003



Vir: PricewaterhouseCoopers, 2004, str. 31.

Iz Slike 8 vidimo, da so investicije tveganega kapitala v Evropi zelo podobno porazdeljene med različne stopnje investiranja. Tako je največji delež namenjen notranjim in zunanjim odkupom podjetij, čemur prav tako kot v ZDA sledijo investicije v razširitev podjetja.

Tudi Evropa ima svoje združenje tveganega kapitala, ki ima isti namen kot v ZDA NVCA. V Evropi se to združenje imenuje EVCA, kar predstavlja angleško kratico za European Private Equity and Venture Capital Association. Združenje je bilo ustanovljeno leta 1983, njegov namen oziroma poslanstvo pa je zastopanje, promoviranje in zaščita dolgoročnih interesov industrije tveganega kapitala v Evropi. Njen cilj je ustvariti primernejše okolje za razvoj podjetništva ter investicij (EVCA Annual Report 2004, str. 5-7).

7 SKLADI TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI

V Sloveniji so se skladi tveganega kapitala pojavili razmeroma pozno, in sicer ob koncu osemdesetih let prejšnjega stoletja. Vendar pa so skladi tveganega kapitala na našem področju popolnoma zaživeli šele leta 1994, ko je bil ustanovljen Tehnološko razvojni sklad kot državni sklad, istočasno pa je v Sloveniji začel delovati tudi privatni sklad Horizonte Venture Managment. Trenutno je v Sloveniji delujočih sedem skladov tveganega kapitala, ki razpolagajo s sredstvi v višini približno 100 milijonov evrov. Iz slike 4 pa vidimo, da se Slovenija po obsegu investicij tveganega kapitala, kot odstotku od BDP-ja, nahaja na samem repu proučevanih držav. Znesek investicij tveganega kapitala kot

odstotek od bruto domačega proizvoda je v letu 2004 znašal le 0.009 odstotka (Kalacun, 2005).

7.1 PONUDBA TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI

Prvi sklad, podoben skladu tveganega kapitala, je bil na področju Slovenije ustanovljen leta 1989 s strani Abanke. Tega sklada ni več na trgu, prav tako pa tudi nima svojega naslednika. Abanka pa sedaj nudi podjetjem le dolžniške oblike financiranja.

Leta 1991 je Nova Ljubljanska banka, takrat še Ljubljanska banka, ustanovila Sklad za razvoj malega gospodarstva. Namenjen je bil predvsem financiranju novih proizvodnih podjetij. Sklad ni bil organiziran kot samostojna pravna oseba, ampak je deloval v okviru banke same. Leta 1994 so bili v okviru tedanjega dogovora o sanaciji banke s kreditiranjem novega lastnika deleži v podjetjih prodani. V tem obdobju je bil obseg investiranja tveganega kapitala zelo skromen (Gašperlin, 2001, str. 32).

Istega leta, torej leta 1994, je bil s strani države ustanovljen Tehnološko razvojni sklad. Njegov namen je bil vlaganje v tehnološko inovativna domača podjetja. Začetni kapital je sklad dobil iz proračuna. Država se je kasneje kot ustanovitelj odločila, da lahko sredstva sklada namenja le za dajanje posojil in ne več za lastniško vlaganje, zato tudi tega sklada ne moremo šteti kot pravi sklad tveganega kapitala.

Trenutno na območju Slovenije deluje sedem skladov tveganega kapitala, ki so v celotni ali delni lasti slovenskih investitorjev. Poleg sedmih delujočih skladov, predstavljenih v Tabeli 6 na strani 29, pa je v nastajanju še sklad tveganega kapitala družbe Hypo Alpe Adria, in sicer sklad tveganega kapitala Alpe Adria Venture.

Tabela 6: Skladi tveganega kapitala na območju Republike Slovenije v letu 1999

Sklad (leto ustanovitve)	Vlagatelji	Sredstva (v mio EUR)
Tehnološko-razvojni sklad (1994)	Republika Slovenija	4
Slovenian Development Capital Fund (1995)	EBRD, Intrnational Finance Corporation, USAID, Banca Comerciale Italiana, NLB, SKB, Banka Celje, Probanka	11
Activa Ventures (2000)	Aktiva Group	65
Horizonte Venture Management (1994)	EBRD, IBM, Netherland, USAID, SRD, SKB, Hypo Alpe Adria	65
Prophetes (2000)		0,6
KD Kapital Investment Group (2001)	KD Group (Kmečka družba)	15
Slovenian Found Management (1995)	Domači in tuji bančni kapital	50
Alpe Adria Venture (v nastajanju)	Hypo Alpe Adria	60

Vir: Puc et al., 2002, str. 63-64.

7.1.1 Svetovalna družba za investicijska vlaganja d.o.o.

Svetovalna družba za investicijska vlaganja (SFM – Slovenian Found Mnagment) je bila ustanovljena leta 1995. Njen glavni namen je bil zagotoviti gotovinski kapital slovenskim podjetjem. V skladu je le ena tretjina slovenskih sredstev, največja slovenska vlagatelja pa sta Nova Ljubljanska banka d.d. in SKB d.d.. Ostali dve tretjini kapitala sklada sta tuji bančni kapital.

Sklad se pri vlaganju osredotoča predvsem na srednja in velika podjetja (ne glede na dejavnost), ki na trgu delujejo vsaj tri leta. SFM tako ni klasični sklad tveganega kapitala, saj ne vlaga novo nastala, hitro rastoča podjetja. V podjetju, kamor vložijo sredstva, so manjšinski lastnik. Njihov delež tako v nobenem podjetju ne presega 35 %. SFM sklad lahko označimo kot pasivnega finančnega investitorja, saj se neposredno ne vpleta v poslovanje podjetja. Če je njihov vložek v podjetju manjši od 10 %, se pri spremljanju poslovanja podjetja zadovoljijo z rednimi poročili, v primeru da je njihov delež v podjetju višji od 10 % pa želijo v nadzornem svetu imeti tudi svojega predstavnika. Sklad iz podjetij izstopi s prodajo svojega deleža na borzi ali pa s prodajo strateškemu partnerju (Gašperlin, 2001, str. 34).

7.1.2 Horizonte Venture Management d.o.o.

Horizonte Venture Management je neodvisno srednjeevropsko podjetje tveganega kapitala s sedežem v Avstriji. Ustanovljeno je bilo leta 1985. Horizonte svoja sredstva vlaga v rastoča podjetja, in sicer predvsem v njihovih začetnih fazah razvoja. Investicijska strategija podjetja Horizonte se osredotoča predvsem na vlaganje v podjetja, ki temeljijo na tehnologiji in se nahajajo v Avstriji ter njenih bližnjih državah. Ker je to regija, ki se hitro razvija, je podjetje Horizonte dobro pozicionirano, da lahko izkoristi poslovne priložnosti, ki se kažejo v tej regiji. Podjetje Horizonte v celoti trenutno razpolaga s sredstvi v višini 65 milijonov EUR.

Kot že omenjeno, je sklad Horizonte osredotočen predvsem na vlaganje v podjetja v zgodnjih fazah razvoja, torej v fazi, ko podjetje proizvod razvija, ali pa v fazi, ko podjetje že realizira prve prihodke. Kljub temu pa se podjetje Horizonte v določenih primerih odloča tudi za vlaganje v fazi semenskega kapitala, torej takrat, ko podjetje sploh še ne obstaja in obstaja le zamisel. Podjetje Horizonte vlaga v podjetja z nadpovprečnim potencialom rasti. Rast podjetja naj bi bila tako višja od rasti panoge, v kateri podjetje deluje. Glavne panoge, v katere podjetje investira, so biotehnologija in informacijska tehnologija. Pri tem si podjetje najpogosteje želi biti prvi in glavni zunanji investitor v podjetju, v katerega vlaga. Prav tako Horizonte išče možnost svoje udeležbe v poslovanju podjetja, da bi lahko lažje vplival na poslovne odločitve v podjetju. Iz podjetij v katera investirajo, izstopi v treh do petih letih, in sicer največkrat preko javne ponudbe delnic, odprodaje deleža drugemu podjetju ali pa poslovanju podjetja (share repurchase) (Horizonte Venture Management GmbH, 2005.). Naložbe podjetja Horizonte v Sloveniji so predstavljene v Tabeli 7.

Tabela 7: Portfolio podjetij sklada Horizonte v Sloveniji v letu 2004

Podjetje	Dejavnost podjetja
Belin d.o.o., Rogaška Slatina	industrijska pralnica
BIA Separations d.o.o., Ljubljana	biotehnološko podjetje-proizvodnja opreme za hitro ločevanje malih in velikih molekul
Bofex d.o.o., Ljubljana (odprodan)	trgovina z elektronskimi izdelki
Transcell, Ljubljana	biotehnološko podjetje
Keko Varicon d.o.o., Žužemberk	elektronske blokade motorja
Komptech d.o.o., Ljutomer	stroji za predelavo biomase
Mladinska knjiga tiskarna d.d., Ljubljana	tiskarna
SAŠ d.o.o., Ljubljana (odprodan)	čistilni servis
Športni center Rateče, Rateče	športni objekti

Vir: Horizonte Venture Management GmbH, 2005.

Najbolj znana naložba družbe Horizonte in njenega sklada Alpe Adria Venture Fund na področju Slovenije je naložba v Bofex, sicer bolj znano pod svojo blagovno znamko BIG BANG. V primeru Bofexa so izpeljali tudi svoj prvi uspešni izstop. V Bofex so Horizonte in del preostalih lastnikov vložili približno 300 tisoč evrov. Ko so svoj delež prodali družbi Merkur, so dosegli štirikratno vrednost svoje naložbe. To je zaenkrat tudi edina uspešno zaključena zgodba slovenskih skladov tveganega kapitala (Slavnič, Penca, 2001).

7.1.3 Aktiva ventures – sklad za tvegane naložbe

Sklad tveganega kapitala Aktiva Ventures je bil leta 2000 ustanovljen s strani Aktiva Group ter partnerskih podjetij iz Švice, Italije in Izraela. Področja vlaganja, katerim sklad Aktiva Ventures namenja največ pozornosti, so telekomunikacije, informacijska tehnologija, programska oprema, internet in biotehnologija. S svojim vlaganjem v nova podjetja visoke tehnologije želi podjetje vzpodbuditi hitro razvijajoče se področje visoke tehnologije. Poleg samega vložka aktiva Ventures ponuja podjetjem tudi strokovne nasvete na področju financ, kadrovske vprašanj ter postavitve celotne strategije podjetja. Aktiva Ventures s podjetjem, v katerega vложи sredstva, ponavadi sodeluje od tri do pet let, odvisno od faze, v kateri je do investicije prišlo. Obseg sredstev v celotnem skladu znaša približno 65 milijonov € (Slavnič, Penca, 2001).

Aktiva Ventures je z namenom geografske razpršitve tveganja in področne razpršitve naložb sklenil partnerstvo z italijanskim skladom Virtus Capital Partners ter s sorodno švicarsko družbo Invison. Skupaj so investirali v večje število projektov v Franciji, Nemčiji, Švici, Veliki Britaniji, ZDA ter na Finskem in Irskem.

Bolj znana investicija sklada Aktiva Venture v Sloveniji je naložba v podjetje Daisy Technologies leta 2001, v katerega so skupaj z ameriškim partnerjem vložili 2 milijona USD. Podjetje se je v tem času zelo hitro razvijalo. Število zaposlenih se je v dveh letih po investiciji več kot podvojilo. Podjetje je še leta 2002 poslovalo z izgubo 1,6 milijonov EUR, v letu 2005 pa načrtujejo realizacijo dobička v višini 9,6 milijonov EUR, iz česar lahko zaključimo, da je investicija v omenjeno podjetje uspešna (Gradišar, 2003, str. 36).

7.1.4 Prophetes d.d.

Sklad tveganega kapitala podjetja Prophetes d.d. je bil ustanovljen decembra leta 1999. Glavna dejavnost podjetja je pridobivanje in vlaganje tveganega kapitala v inovacije in inovativna podjetja. Vzporedno z vlaganjem kapitala podjetjem nudijo tudi strokovno podporo pri izpeljavi podjetniške ideje s celovitim podjetniškim znanjem, kriteriji in metodologijam za sestavo celostnega poslovnega načrta.

Družba se želi uveljaviti kot finančna in svetovalna ustanova povsod po svetu, saj se usmerja tudi v tujino in ne vlaga le izključno na ozemlju Slovenije. Družba se osredotoča

na gazele, mlada inovativna podjetja, ki lahko na svetovnem trgu ponudijo nekaj izvirnega ter dosegajo 35 % letni donos. Ker je v Sloveniji potencial podjetij premajhen za svetovno konkurenčnost družbe so v jugovzhodni Evropi ustvarili mrežo hčerinskih podjetij. Podjetjem in inovatorjem ponujajo celovito podporo tako kapitala, kot tudi intelektualnih storitev, torej znanja. S partnerji ustvarjajo nova podjetja, pri čemer podjetnik vloži patent in znanje, družba pa potrební kapital in znanje.

Prophetes si pri lastniškem deležu ne postavlja nikakršnih omejitev. V izbrano podjetje vlagajo toliko, kot je potrebno, da bo donos čim večji. V poslovanje podjetja ne posegajo, če le podjetje dosega 20 % letni donos na vloženi kapital. V primeru da tega ne dosega, družba prevzame nadzor nad podjetjem in skuša s svojim znanjem izboljšati poslovanje podjetja. Prav tako velja, da mora portfelj naložb podjetja Prophetes dosegati 20 % letno donosnost. Statut družbe namreč določa, da so uprava in zaposleni upravičeni do udeležbe v dobičku le, če letni donos na kapital dosega to mejo (Prophetes Inc., 2005).

Sklad je trenutno še vedno najbolj aktiven na področju zbiranja sredstev, ki bodo omogočila zagon prvih projektov kot so lahki invalidski vozički in vzvratna ogledala X-safe ter inovativni sušilniki za les Futura (Slavnič, Penca, 2001).

7.1.5 KD Group d.d.

KD Group d.d. je finančna družba, ki je bila ustanovljena leta 2000 z oddelitvijo od Kmečke družbe d.d.. Kmečka družba d.d. je tako prenesla del svojega premoženja, določenega v delitvenem načrtu, na novoustanovljeno družbo, Skupino KD d.d..

Sklad tveganega kapitala Kmečke družbe je bil ustanovljen leta 2004, njegova najbolj znana naložba pa je naložba v podjetje Seaway, izdelovalca plovil, v katerega so vložili 2,5 milijona evrov. Sicer pa je strategija sklada vlaganje v podjetja vseh branž, ki imajo od 5 do 75 milijonov realizacije (Skupina KD Group, 2005).

7.1.6 Razvojni sklad za podporo gospodarstvu

Razvojni sklad za podporo gospodarstvu je novoustanovljeni sklad tveganega kapitala. Sklad je bil v mesecu aprilu 2006 ustanovljen s strani Gospodarske Zbornice Slovenije (GZS). Sredstva vložena v sklad izvirajo predvsem izvirajo predvsem iz naslova presežka članarin plačanih zbornici ter kupnine za tretjino njihove stavbe pri Figovcu. V sklad naj bi vložili tudi del lani kupljene parcele ob poslovni stavbi GZS. Skupna sredstva sklada naj bi tako znašala 840 milijonov tolarjev (3,5 milijona evrov). Razvojni sklad GZS naj bi tako podpiral podjetniške ideje in pridobival kakovostne vire financiranja v začetnih fazah razvoja novih produktov, tehnologij ali trgov, njegov proračun pa naj bi sčasoma narasel na okoli 20 milijonov evrov. S tem naj bi se povečal trg začetnega kapitala, kjer močno zaostajamo za drugimi članicami EU (glej sliko 4, na strani 23) (Dnevnik, 2006).

7.1.7 SLEVCA

Tako kot ZDA in Evropa ima tudi Slovenija svoje združenje tveganega kapitala. To je SLEVCA (Slovenian Private Equity and Venture Capital Association). Sekcija deluje neprofitno. Njen namen je pospeševanje lastniškega financiranja v Sloveniji z namenom razvijanja ponudbe tveganega kapitala v Sloveniji za financiranje inovativnih malih in srednjih podjetij. SLEVCA naj bi vzpodbujala promocijo, raziskovanje in analiziranje trga tveganega kapitala v Sloveniji in omogočala stike in dialog s kreatorji javne politike, raziskovalnimi institucijami, univerzami, gospodarskimi združenji in drugimi sorodnimi institucijami. Prav tako naj bi sekcija vzpodbujala vzpostavitev in razvoj novih trgov lastniškega kapitala za potrebe investorjev (ponudnikov) in prejemnikov tveganega kapitala. SLEVCA je član širšega evropskega združenja tveganega kapitala EVCA.

SLEVCA si je v okviru svojega delovanja kot glavne naloge postavlja predvsem spodbujanje investicijskih procesov in programov lastniškega financiranja podjetniških projektov prek skladov tveganega kapitala in zasebnih investicij. Združenje predstavlja usklajene poglede članstva ter interese panoge tveganega in zasebnega kapitala v dialogu z državo svetuje, izobražuje in informira podjetnike in institucije ter jih obvešča in usmerja k ustreznim institucijam glede specifičnih vprašanj. Prav tako sodeluje na mednarodnih posvetih, izobraževalnih programih in strokovnih posvetih.

SLEVCA je članica ter aktivno delovanje v Evropskem združenju tveganega kapitala EVCA. V okviru tega deluje na področju mednarodnega povezovanja s sorodnimi institucijami, prav tako pa sodeluje u lokalnimi in regionalnimi podjetniškimi centri.

Združenje usmerja in nudi pomoč pri vključevanju v mednarodne borze tveganega kapitala, organizira letna srečanja tveganega kapitala v Sloveniji pripravlja katalog ponudbe tveganega kapitala v Sloveniji ter redno analizira stanje na področju tveganega kapitala v Sloveniji in predlogi ukrepov (SLEVCA, 2005).

V okviru uresničevanja teh nalog se SLEVCA (SLEVCA, 2005) ravna po načelih enakopravnosti članov, prepoveduje nelojalno konkurenco, je odprta za sprejem novih članov in partnerjev ob upoštevanju kriterijev za vstop, varuje interese članov ter nenehno skrbe za lastno usposabljanje, izobraževanje ter strokovnost dela.

7.2 OVIRE ZA RAZVOJ SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI

V Sloveniji je industrija tveganega kapitala še relativno mlada in nerazvita, kljub temu pa v našem prostoru deluje že kar nekaj skladov tveganega kapitala, ki sem jih predstavil v prejšnjem poglavju.

Vzrokov, da tvegani kapital ni pogosteje uporabljen vir financiranja podjetij, je več. Lahko jih iščemo v neprimernem okolju za delovanje skladov tveganega kapitala v Sloveniji.

Glavni vzroki, ki se pojavljajo na strani ponudbe tveganega kapitala, so (Gradišar, 2003, str. 23):

- neprimerna pravna ureditev panoge tveganega kapitala,
- tveganem kapitalu nenaklonjen davčni sistem,
- problemi pri pridobivanju investicij v sklade tveganega kapitala,
- administracija ob nastanku podjetij in ob vlaganju tveganega kapitala ter
- neustrezne izstopne možnosti - zaradi nerazvitosti slovenskega kapitalskega trga je izhod skladov tveganega kapitala iz podjetja težak.

V nadaljevanju bom najprej skušal podrobneje predstaviti težave, ki se pojavljajo na strani ponudbe tveganega kapitala, nato pa še probleme na strani povpraševanja po tveganem kapitalu.

7.2.1 Neprimerna pravna ureditev panoge tveganega kapitala

V Sloveniji na področju gospodarstva ureja ustanavljanje, delovanje in prenehanje gospodarskih družb Zakon o gospodarskih družbah. Prav tako je zakonsko urejeno tudi poslovanje investicijskih skladov in njihovih družb za upravljanje. Sprejeta je tudi zakonodaja na področju prevzemov in finančnega poslovanja gospodarskih družb. Vendar pa nobeden od zakonov, ki urejajo navedena področja, ne določa delovanja skladov tveganega kapitala. Ti zakoni predstavljajo osnovo za delovanje skladov tveganega kapitala v Sloveniji. Zaradi zakonske nedorečenosti na področju skladov tveganega kapitala se le-ti v svojem poslovanju srečujejo z nemalo problemi. Pojavljajo se problemi pri interpretiranju in izvajanju zakonov, ki so v osnovi sestavljeni za področje investicijskih skladov in ne skladov tveganega kapitala (Kaučič, Vilfan, 2000, str. 30).

Nezainteresiranost za reševanje problema zakonske ureditve tveganega kapitala je tudi posledica nepoznavanja področja skladov tveganega kapitala in njegovih pozitivnih učinkov na narodno gospodarstvo. Začetek reševanja problema skladov tveganega kapitala skuša spodbuditi pospeševalni center za malo gospodarstvo, ki je s področjem tveganega kapitala pri nas zelo dobro seznanjen.

7.2.2 Tveganemu kapitalu nenaklonjen davčni sistem

V Sloveniji so skladi tveganega kapitala v skladu z Zakonom o davku od dobička pravnih oseb obdavčeni po stopnji za obdavčitev davčnih zavezancev, ki znaša 25 % (Žugelj et al., 2001, str. 147). V tem zakonu pa ni nobenih posebnih določil, ki bi posebej urejala naložbe skladov tveganega kapitala. Skladi tveganega kapitala lahko po 41. členu Zakona o davku na dobiček pravnih oseb kot edino olajšavo uveljavljajo oblikovanje investicijskih rezerv, vendar pa največ v višini 10 odstotkov davčne osnove (Žugelj, 2002, str. 9).

V Evropi države različno rešujejo problem obdavčevanja dobička in s tem tudi obdavčevanja skladov tveganega kapitala. V tabeli 8 lahko vidimo, da se med državami razlikujejo tako stopnje davka od dobička kot tudi olajšave in oprostitve, ki jih države priznavajo pri obdavčevanju dobička. V Sloveniji ni posebnih olajšav in oprostitvev za naložbe tveganega kapitala, kar prav gotovo veliko pripomore k temu, da industrija tveganega kapitala v Sloveniji ni bolj razvita.

Tabela 8: Stopnje davka od dohodka pravnih oseb in olajšave za investitorje tveganega kapitala v izbranih evropskih državah

Država	Stopnja davka od dobička	Olajšave za investitorje
Velika Britanija	30 % (20% za MSP)	investicijske sheme za podjetja in sklade tveganega kapitala
Francija	38 %	določene investicijske olajšave za tvegani kapital
Italija	27-37 % + 4,7 % lokalni davek	ni posebnih odločb
Nizozemska	35 %	davčne olajšave za naložbe v podjetja v zagonu

Vir: Žugelj, 2002, str. 9.

Drugi problem pri obdavčevanju se pojavi v primeru, ko podjetje, v katerega sklad tveganega kapitala vlaga, in sklad sam, nista iz iste države. Ker v različnih državah veljajo različna davčna politika lahko pride do dvojnega obdavčenja dobička. Države ta problem rešujejo s meddržavnimi sporazumi za preprečevanje dvojnega obdavčevanja. Slovenija ima sicer podpisane sporazume o izogibanju dvojnemu obdavčevanju z vsemi pomembnejšimi gospodarskimi partnericami, vendar pa je veliko teh sporazumov v veljavo stopilo v zadnjih nekaj letih. Še nekaj let nazaj pa je bilo dvojno obdavčevanje pomemben omejevalni dejavnik vlaganja skladov tveganega kapitala na področju Slovenije.

Zaradi navedenih pomanjkljivosti našega davčnega sistema so nekateri skladi tveganega kapitala v Sloveniji v večinski lasti tujcev ter tako delujejo na tako imenovani »off-shore« način, kar pa predstavlja veliko izgubo za slovensko gospodarstvo.

7.2.3 Problemi pri pridobivanju investicij v sklade tveganega kapitala

Glavni problem, s katerim se srečujejo skladi tveganega kapitala v Sloveniji pri zbiranju sredstev v sklad, je nerazvitost slovenskega finančnega sistema. V tabeli (glej tabelo 3, str. 20), ki kaže velikost investicije posameznih vlagateljev v sklade tveganega kapitala, smo videli, da so v ZDA, kjer so skladi tveganega kapitala najbolj razviti, glavni vlagatelji vanje pokojninski skladi. Pri nas pokojninski skladi še vedno ne razpolagajo s tako velikimi sredstvi, da bi lahko obsežneje investirali v sklade tveganega kapitala. Prav tako pokojninski skladi nimajo jasno opredeljene naložbene politike. Dejstvo, ki najbolj onemogoča tovrstna vlaganja, pa so zakonski predpisi, ki pokojninskim skladom dovoljujejo samo kakovostne naložbe, torej lahko vlagajo le v državne vrednostne papirje, v delnice in obveznice podjetij, ki kotirajo na ljubljanski borzi, ter v nepremičnine (Žugelj, 2001a, str. 18).

Ker so v državah, kjer je panoga tveganega kapitala najbolj razvita, najpomembnejši vlagatelji pokojninski skladi, lahko zaključimo, da je ključnega pomena za razvoj skladov tveganega kapitala v Sloveniji spremeniti zakonodajo na področju pokojninskih skladov ter s tem omogočiti tem skladom naložbe v sklade tveganega kapitala.

7.2.4 Administracija ob ustanovitvi podjetja ter vlaganju tveganega kapitala

Nemalo podjetnikov kot oviro pri ustanavljanju in poslovanju podjetja izpostavlja zapletene administrativne postopke, ki so za to potrebni. Ko sklad tveganega kapitala vложи svoja sredstva v podjetje, je potrebno, da podjetje spremeni organizacijsko obliko iz samostojnega podjetnika v družbo z omejeno odgovornostjo ali delniško družbo. Pri tem se spremeni tudi lastniška struktura podjetja, vse te spremembe pa zahtevajo kar nekaj administrativnih postopkov, ki so zapleteni, dolgotrajni ter tudi relativno dragi tako za podjetnika kot tudi za tveganega kapitalista. Pri tem bi lahko država s poenostavitvijo teh postopkov veliko pripomogla k hitrejšemu in cenejšemu ustanavljanju novih podjetij ter pri postopkih vlaganja sredstev skladov tveganega kapitala v podjetja (Gradišar, 2003, str. 28).

7.2.5 Neustrezne izstopne možnosti

Zadnja izmed ovir, ki se pojavljajo na strani ponudbe tveganega kapitala v Sloveniji, je otežen izstop iz podjetja, v katerega je sklad tveganega kapitala svoja sredstva vložil. Sredstva sklada tveganega kapitala so od točke, ko sklad investira v podjetje, vezana v tem podjetju. Tako sklad svoj vložek ter v primeru dobrega poslovanja podjetja tudi kapitalski dobiček dobi povrnjen šele, ko iz podjetja izstopi. S tem ko so izstopne možnosti slabe se

tveganje, da sklad svojih sredstev ne bo dobil povrnjenih, povečuje in zato se sklad za investicijo v tem primeru ne bo odločil.

V svetu sta najbolj pogosta načina izstopa iz podjetja javna ponudba delnic z uvrstitvijo podjetja na borzo ter odprodaja deleža v podjetju strateškemu partnerju ali finančnemu investitorju (Žugelj et al., 2001, str. 147). Vendar pa v Sloveniji ta dva načina izstopa nista najprimernejša, in sicer zaradi relativne nerazvitosti slovenskega finančnega sistema. Prav zaradi tega bodo najpogostejši načini izstopa skladov tveganega kapitala prevzemi ter združitve podjetij (Vilfan, 2000, str. 31).

Slovenska borza je v primerjavi z zahodnoevropskimi in ameriškimi borzami relativno nerazvita. Promet na njej je v primerjavi z drugimi borzami zanemarljiv. Borza sicer dokaj učinkovito deluje v primeru velikih, uveljavljenih podjetij, s katerimi se na njej trguje, ne tako dobro pa je njeno delovanje v primeru mladih, hitro rastočih podjetij. Za primer lahko navedem podjetje Bofex, ki ga je poslovodstvo poskušalo financirati z javno ponudbo delnic na Ljubljanski borzi. Pri tem so izračunali, da bi moral, če bi hoteli pridobiti zadosten obseg sredstev, promet z delnicami njihovega podjetja znašati 4 % vsega prometa na borzi, kar pa je praktično nemogoče.

Navedene pomanjkljivosti našega finančnega sistema so vzrok, da bodo slovenski skladi tveganega kapitala največ investirali v podjetja, za katera obstaja večja možnost združitve ali prevzema s strani drugega podjetja. Vendar pa so se izstopne možnosti z vstopom Slovenije v Evropsko unijo povečale. Pojavili so se namreč novi trgi vrednostnih papirjev, na katerih lahko preko javne ponudbe delnic skladi tveganega kapitala izstopijo iz podjetja. Pri tem mislim predvsem na EASDAQ. To bo slovenskim povpraševalcem po tveganem kapitalu znatno pomagalo pri prepričevanju skladov tveganega kapitala, naj investirajo v njihovo podjetje (Žugelj et al., 2001, str. 147).

Poleg problemov, ki izhajajo iz okolja, pa obstajajo tudi vzroki za slabši razvoj panoge tveganega kapitala na strani povpraševanja po tveganem kapitalu, torej pri podjetnikih samih. Tu lahko omenim dva glavna vzroka za ne dovolj pogosto uporabo tveganega kapitala, in sicer nenaklonjenost slovenskih podjetnikov tveganju ter premajhne ambicije podjetnikov (Kaučič, Vilfan, 2000, str. 29).

Na splošno bi lahko dejali, da so ljudje v Evropi bolj nenaklonjeni tveganju kot pa ljudje v ZDA. Ta nenaklonjenost tveganju se kaže tudi v podjetništvu, zato je podjetništvo v Evropi slabše razvito kot v ZDA. Slabši razvoj podjetništva pa je tudi vzrok bolj počasnemu razvoju industrije tveganega kapitala. Slovenija je pri tem še korak za ostalo Evropo. Tako se v Sloveniji novoustanovljena podjetja na začetku financirajo skoraj izključno z lastnimi sredstvi podjetnika, v nadaljevanju razvoja podjetja pa se začnejo financirati predvsem z dolžniškim kapitalom.

Eden od vzrokov izogibanja tveganemu kapitalu s strani podjetnikov je ta, da je tvegani kapital lastniški kapital, v zameno za katerega se je treba odreči deležu v podjetju. Podjetnik se v tem primeru boji, da bo izgubil moč v podjetju in s tem tudi odločitve ne bodo izključno v njegovih rokah. Na drugi strani pa se podjetniki ne zavedajo, da bo tvegani kapital pripeljal do optimalnejše strukture kapitala v podjetju in do boljše uspešnosti podjetja. Tvegani kapital je kot lastniški kapital tudi bolj fleksibilen ter ima manjše finančno tveganje kot dolžniški kapital in je s tem bolj primeren za financiranje mladih, hitro rastočih podjetij (Kaučič, Vilfan, 2000, str. 30).

Premajhne ambicije slovenskih podjetnikov so druga ovira pri razvoju skladov tveganega kapitala na strani povpraševanja po tveganem kapitalu v Sloveniji. Podjetniki so namreč zadovoljni, če jim prihodki iz njihovega podjetja zadoščajo za neko normalno življenje, ne vidijo pa v svojem podjetju neke perspektive, da bi to postalo zelo uspešno in bi se s tem zelo povečala njegova vrednost. V Sloveniji podjetniki ne razmišljajo o prodaji svojih podjetij. Delež takih podjetnikov je v Sloveniji le okoli 10 odstotkov, v Ameriki pa je ta delež kar 70 odstoten (Kaučič, Vilfan, 2000, str. 30).

Ker hočejo skladi tveganega kapitala svoje investicije čim bolj oplemenititi, pa iščejo ambiciozna podjetja, v katerih vidijo možnost, da bodo rasla ter bo tako njihov vložek ob izstopu iz podjetja čim večji.

7.3 MOŽNE REŠITVE PROBLEMOV RAZVOJA SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA

Da bi v Sloveniji pospešili razvoj skladov tveganega kapitala so potrebne spremembe na več področjih. Tako Žugelj (2001, str. 148) navaja tri ključna področja in sicer:

- vlagatelji v sklade tveganega kapitala,
- izhodne možnosti skladov tveganega kapitala ter
- razvoj podpornega okolja za sklade tveganega kapitala.

Kot smo videli v poglavju o investitorjih v sklade tveganega kapitala, so v svetu glavni vlagatelji pokojninski skladi, ki pa so v Sloveniji neprimerno manj razviti in razpolagajo z manjšimi sredstvi kot v ZDA in ostalih evropskih državah. Ker v prihodnjih nekaj letih še ne gre računati na večji priliv sredstev iz pokojninskih v sklade tveganega kapitala, bi se kot najpomembnejši vlagatelji v sklade tveganega kapitala lahko izkazali PID-i, oziroma ko bodo s preoblikovanjem iz njih nastali ID-i.

Izhodne možnosti so povezane z izhodno strategijo skladov tveganega kapitala in tako močno vplivajo na donosnost naložbe sklada tveganega kapitala. Glede na slabo likvidnost

ljubljske borze in padanje slovenskega borznega indeksa (SBI 20) je pričakovati, da bodo glavne izstopne strategije skladov tveganega kapitala zunanji odkupi podjetja, prevzemi, združitve in managerski odkupi podjetja. Pravna ureditev na tem področju bo igrala veliko vlogo pri izbiri izstopne strategije in s tem tudi odločitve o investicijah skladov tveganega kapitala.

Skladi tveganega kapitala se pojavljajo predvsem pri financiranju mladih dinamičnih podjetij z dobrim managementom ter inovativnim proizvodom. V tujini so prišli do ugotovitev, da se takšna podjetja najbolje razvijajo in delujejo v območjih, ki jim pravimo visokotehnološki parki, v bližini univerzitetnih središč in razvojno-raziskovalnih institucij. Tu je ključno, da se zagotovijo možnosti za delovanje takšnih podjetij, torej predvsem prostori za njihovo delovanje. Takšen primer je na primer v Sloveniji Tehnološki park Ljubljana.

Pri razvoju okolja za delovanje skladov tveganega kapitala lahko največ pripomore tudi država kot najmočnejši gospodarski subjekt. Za izboljšanje stanja na področju tveganega kapitala v Sloveniji bi morali izvesti naslednje spremembe:

- Država bi morala uvesti davčne olajšave za kapitalske dobičke skladov tveganega kapitala, saj so ti trenutno obdavčeni po Zakonu o dohodku pravnih oseb, katere pa poslujejo v okolju normalnega tržnega tveganja.
- V poglavju o virih financiranja skladov tveganega kapitala sem omenil, da so najpomembnejši vir financiranja skladov tveganega kapitala po svetu pokojninski skladi, zato bi bilo v Sloveniji potrebno spremeniti zakonodajo na področju pokojninskih skladov in skladov življenjskih zavarovanj ter jim omogočiti vlaganje v sklade tveganega kapitala (Penca, 1996, str. 14).
- Vlada bi lahko skladom tveganega kapitala pomagala tudi tako, da jim odobri kredite z nizko obrestno mero ter moratorijem za odplačilo glavnice za življenjsko dobo sklada. Za takšen način podpore so se v preteklosti odločale vlade v Nemčiji in Ameriki (Penca, 1996, str. 14).
- Podobno pomoč lahko država nudi skladom tveganega kapitala tudi tako, da jim jamči za povračilo investicije, na primer v višini 50 % vložka, v primeru neuspeha podjetja, v katerega je sklad investiral. Takšna politika močno zniža tveganje investicij tveganega kapitala ter povečuje donosnost celotnega portfelja sklada (Žugelj, 2002, str. 7).

Poleg tega, da država pri razvoju panoge tveganega kapitala pomaga investitorjem tveganega kapitala, pa lahko ta cilj doseže tudi s pomočjo podjetjem, v katera tvegani

kapitalisti vlagajo, ter s tem omogoči boljši razvoj podjetništva, posledično pa tudi večje povpraševanje po tveganemu kapitalu. Tako bi imeli skladi tveganega kapitala na razpolago več možnosti za investiranje in verjetno bi se tudi ponudba sredstev skladov povečala.

8 SKLEP

Gospodarsko okolje je s časom postajalo vedno bolj nestabilno. Poslovanje podjetij, pa je v veliki meri odvisno od gospodarskega okolja, v katerem delujejo. Kot posledica vedno bolj nestabilnega gospodarskega okolja in s tem nihanja prihodkov podjetja je postalo financiranje z bančnimi posojili za podjetja relativno tvegano početje. Banka lahko zaradi nezmožnosti rednega odplačevanja obrokov posojila sproži postopek stečaja podjetja. Zato so bila rastoča podjetja prisiljena iskati nove vire financiranja podjetja.

Financiranje podjetja s sredstvi skladov tveganega kapitala je eden od alternativnih načinov financiranja poslovanja podjetja. Takšen način financiranja je relativno mlad, pojavil se je namreč šele v petdesetih letih prejšnjega stoletja v ZDA, v Evropi pa še dve desetletji kasneje. V Sloveniji se je takšna oblika financiranja pojavila šele ob prehodu v tržno gospodarstvo, torej v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja.

Skladi tveganega kapitala so tako ponudniki, kot tudi povpraševalci po finančnih sredstvih. Za svoje delovanje namreč potrebujejo sredstva, ki jih morajo zbrati, da bi jih kasneje lahko investirali v podjetja, za katera so ocenili, da imajo potencial za rast. V svetu so največji investitorji v takšne sklade pokojninski skladi, banke ter velike korporacije. Skladi tveganega kapitala vlagajo predvsem v mlada, hitro rastoča podjetja ter s tem nosijo veliko tveganje, saj je možnost neuspeha takšnih podjetij velika. Zaradi visokega tveganja, ki ga skladi nosijo, pričakujejo tudi visoke kapitalske dobičke ob izstopu iz podjetja. Visoki kapitalski dobički so ponavadi primarni cilj skladov tveganega kapitala.

Skladi tveganega kapitala so najbolj razviti v ZDA, kjer ima takšna vrsta financiranja tudi najdaljšo zgodovino. Naložbe skladov tveganega kapitala so v letu 2004 znašale kar 0,17 % BDP-ja. V Evropi velikost investicij tveganega kapitala kot odstotek od BDP-ja še ne dosega ravni v ZDA, je pa iz leta v leto opaziti izboljšanje na tem področju. Slovenija je po tem kriteriju zelo skromna in se po nekaterih raziskavah uvršča prav na rep držav po investicijah tveganega kapitala. V letu 2004 so v Sloveniji investicije skladov tveganega kapitala znašale samo 0,009 % bruto domačega proizvoda.

Tvegani kapital je za rast gospodarstva zelo pomemben segment. Na to dejstvo je v letu 2003 skušalo opozoriti tako imenovano Sapirjevo poročilo. Dobro delovanje industrije

skladov tveganega kapitala pomeni boljši razvoj mladih, hitro rastočih podjetij, ki so gonilo gospodarske rasti.

Ponudba tveganega kapitala v Sloveniji je še relativno skromna, čeprav segajo začetni skladov tveganega kapitala v obdobje takoj po osamosvojitvi. Trenutno imamo v Sloveniji sedem delujočih skladov tveganega kapitala, ter dva v nastajanju. Najmlajši sklad v Sloveniji pa je Razvojni sklad za podporo gospodarstvu ustanovljen s strani Gospodarske Zbornice Slovenije v aprilu 2006.

Da bi tvegani kapital tudi v Sloveniji pripomogel k rasti gospodarstva, pa je potrebno postoriti še marsikaj. Glavni problemi, ki pestijo panogo tveganega kapitala, so neprimerna pravna ureditev panoge, tveganemu kapitalu nenaklonjen davčni sistem, problemi pri zbiranju sredstev v sklade tveganega kapitala, zapletena administracija ob vlaganju tveganega kapitala v podjetje ter neustrezne izstopne možnosti. To so tudi ključna področja, kjer mora ukrepati država, da bi spodbudila investicije tveganega kapitala. Tako bi skladi preko naložb v mlada, hitro rastoča podjetja pozitivno vplivali na rast gospodarstva nasploh.

LITERATURA

1. Arundale Keith: A Guide to Private Equity. London, BVCA, 2004, 60 str.
2. Bovaird Chris: Introduction to venture capital finance. London : Pitman Publishing, 1990, 280 str.
3. Bovaird Chris: »What is Venture Capital?«. Stirling : University of Stirling, 1991. 29 str.
4. Brown Robert: Financing start-ups: How to raise money for emerging companies. San Diego [etc.] : Harcourt Brace Professional Publ. Cop., 1999. 617 str.
5. Bygrave W. D., Timmons A. J.: Venture Capital at the Crossroads. Boston : Harvard Business School Press, 1992. 356 str.
6. Garner Daniel R.; Owen Robert R., Conway Robert P.: The Ernst & Young Guide to Financing Growth. New York : John Wiley & Sons, 1994. 361 str.
7. Gašperlin Barbara: Vloga tveganega kapitala kot vir financiranja rasti hitro rastočih podjetij in gospodarstva. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 115 str.
8. Gradišar Lenka: Tvegani kapital v malih in srednje velikih podjetjih. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 44 str.
9. Kalacun Stanislava: Slovenija zadnja tudi pri naložbah tveganega kapitala. Finance, Ljubljana, 22.01.2005, str. 9.
10. Kaučič Primož, Vilfan Jože: Kapital za donosnost ali za »asvalt«. Podjetnik, Ljubljana, 2000, 5, str. 28-32.
11. Kos Marko: Udeležbeni kapital v novih podjetjih. Bančni vestnik, Ljubljana, 1995, 9, str. 21.
12. Morris Koloski J.: An Overview of the Venture Capital Industry. Pratt's Guide to Venture Capital Sources. 16th Edition, 1002, str. 8-9.
13. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993, 381 str.
14. Penca Primož: Nacionalni program privatnega lastniškega investiranja. Ljubljana : Euroinfo Correspondent Center, 1996. 37 str.
15. Penca Primož: The Development Trend of Venture Capital in Slovenia. Ljubljana : SLEVCA Novice, 2002, str. 19.
16. Perez Robert C.: Inside Venture Capital, Past, Presente and Future. New York : Praeger Publishers, 1986, 186 str.

17. Puc Mira, Rems Marko, Stefančič Bojan: Sklad tveganega kapitala: Analiza glede možnosti ustanovitve sklada tveganega kapitala v Republiki Sloveniji. Ljubljana : Privata d.o.o., 2002, str. 63-64.
18. Ribnikar Ivan: Ekonomska terminologija: Tvegani kapital. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(1991), 5, str. 198.
19. Sachar Richard, Jinnah Jamille, Davison Chris: Fundraising Rewiew 2004 & A Preview for 2005. Almeida Capital Limited. 26 str.
[URL:http://www.altassets.com/pdfs/AlmeidaCapital_FundraisingRewiew_2005.pdf], april 2005.
20. Sapir Andre et al.: An Agenda for Growing Europe: Making the EU Economic System Deliver. Brussels : European Commission, 2003. 173 str.
21. Slavnič Niko, Penca Primož: V Sloveniji okoli 100 milijonov evrov tveganega kapitala. Finance, Ljubljana, 04.12.2001, str. 10.
22. Tajnikar Maks: Tvegano poslovanje. Knjiga o gazelah in rastočih poslih. Ljubljana : GEA College, 1997, 174 str.
23. Vadnjak Jaka: Lastniško financiranje: Številni naši podjetniki ne vidijo dlje od družinskega koncepta lastništva in ne vedo, kaj v resnici pomeni lastniško financiranje. Podjetnik, Ljubljana, (12)2000, 9, str. 21-24.
24. Weston J. Fred, Brigham Eugene F.: Essentials of Managerial Finance. 10 th Edition. Orlando : The Dryden Press, 1993. 788 str.
25. Žugelj Damjan et al.: Tvegani kapital: Si upate tvegati?. Ljubljana : Lisac & Lisac d.o.o., 2001. 176 str.
26. Žugelj Damjan: Tvegani kapital kot alternativni vir financiranja malih in srednje velikih podjetij s poudarkom na skladih tveganega kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001a. 118 str.
27. Žugelj Damjan: Davčni vplivi na razvoj skladov tveganega kapitala v Sloveniji še neznanka. SLEVCA Novice, Ljubljana, 2002, september, str. 7-9.

VIRI

1. Aktiva Invest d.d. [URL: <http://www.aktiva-invest.si/default-15.html#3>], 10.06.2005.
2. Dnevnik. [URL: <http://www.dnevnik.si/clanek.asp?id=169326>], 08.03.2006.

3. EVCA Annual Report 2004. 48 str. [URL: http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_81_att780.pdf], 2004.
4. EVCA Final Activity Figures for 2004, 6 str. [URL: http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_8_art166_att_795.pdf], 2004.
5. Financing Innovation: Venture Capital. [URL: <http://www.cordis.lu/finance/src/venture.htm>]. 09. 01. 2002.
6. Horizonte Venture Management GmbH. [URL: <http://www.horizontne.at/funds/fundsinfoslo.htm>], 10.06. 2005.
7. INDIANIFOLINE. [URL: <http://www.indianinfoline.com/bisc/veca/ch04.html>], 10.06.2005.
8. NVCA: Industry Statistics. [URL: <http://www.nvca.com/ffax.html>] 28.03.2005.
9. PricewaterhouseCoopers. 39 str. [URL: http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/GPE_2004_Final_Presentation.pdf], 15.07.2005.
10. Prophetes Inc. [URL: <http://www.prophetes.com/people.html>], 10.06. 2005.
11. Skupina KD Group. [URL: <http://www.kmecka-dzu.si/index.php>], 10.06. 2005.
12. SLEVCA - sekcija slovenskega tveganega kapitala. [URL: <http://www.slevca.com/vizija.html>], 15.06.2005.