

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**DEJAVNIKI RAZVOJA SKLADOV ZASEBNEGA KAPITALA V
RAZVIJAJOČIH SE DRŽAVAH:
PRIMER SREDNJE IN VZHODNE EVROPE**

Ljubljana, junij 2009

KATJA JAKIČ

IZJAVA

Študentka Katja Jakič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Petra Groznika, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

Uvod	1
1 Skladi zasebnega kapitala	2
1.1 Kaj je zasebni kapital	3
1.2 Razvoj zasebnega kapitala	4
1.3 Značilnosti in struktura skladov	4
1.4 Trendi na trgu	5
1.4.1 Evropa	5
1.4.2 Razvijajoča se gospodarstva	6
1.5 Življenjski cikel zasebnega kapitala	7
1.5.1 Zbiranje sredstev	8
1.5.2 Investiranje	10
1.5.3 Izstop iz investicije	12
2 Dejavniki	13
2.1 Razvitost finančnega sistema	13
2.2 Pravni sistem	16
2.3 Možne strukture skladov	18
2.4 Viri financiranja skladov zasebnega kapitala	18
2.5 Politična in makroekonomska tveganja	19
2.5.1 Vrste tveganj	19
2.5.2 Metode vrednotenja	20
2.6 Vloga upravljavcev skladov zasebnega kapitala	21
2.7 Razmere upravljanja in vodenja podjetja	23
2.8 Struktura investicij	24
3 Srednja in Zahodna Evropa	25
3.1 Zaključek tranzicije in priključitev Evropski Uniji	25
3.2 Makroekonomski kazalniki razvoja	26
3.3 Finančni trgi	28
3.4 Pregled pravnega in davčnega sistema	30
3.5 Trg skladov zasebnega kapitala	30
3.5.1 Zbiranje sredstev	31

3.5.2	Investicije in izhodi	32
3.6	Pregled trga skladov zasebnega kapitala v državah.....	33
3.6.1	Poljska	33
3.6.2	Madžarska	34
3.6.3	Češka	35
3.6.4	Slovaška	36
3.6.5	Litva, Latvija in Estonija.....	37
3.6.6	Romunija	37
3.6.7	Bolgarija	38
	Sklep.....	39
	Literatura in viri	40
	Priloga	1

UVOD

Namen diplomske naloge je predstaviti dejavnike razvoja skladov zasebnega kapitala v razvijajočih se državah. Dejavnike bom predstavila na primeru Estonije, Litve, Latvije, Poljske, Češke, Slovaške, Madžarske, Romunije in Bolgarije, torej držav Srednje in Vzhodne Evrope (v nadaljevanju SVE)¹. To regijo je v zadnjih letih zaznamoval pospešen razvoj finančnega sektorja, ki jih je pripeljal do priključitve k Evropski Uniji, in so zato dober pokazatelj približevanja razvitemu zahodnemu gospodarstvu. Države so del nekdanjega socialističnega režima, zato je pritok domačega in tujega zasebnega kapitala še toliko pomembnejši za nadaljnji razvoj. Skladi zasebnega kapitala so sprva našli možnosti za investicije pri privatizaciji, trenutno pa se priložnosti kažejo predvsem zaradi konsolidacije podjetij v vseh sektorjih. Upoštevati je treba, da so investicijske odločitve skladov zasebnega kapitala v teh gospodarstvih zahtevnejše v primerjavi z razvitimi trgi, saj jih zaznamujejo posebne okoliščine in dejavniki.

V prvem delu diplomske naloge sem predstavila osnovne koncepte zasebnega kapitala: kakšna je vloga zasebnega kapitala, razvoj in značilnosti, ki razlikujejo zasebni kapital od drugih vrst naložb. V tem delu so predstavljeni tudi trenutni trendi na evropskem trgu zasebnega kapitala in v razvijajočih se državah na splošno. Rast in razvoj trgov ter pomanjkanje domačega kapitala so le nekateri od razlogov za preusmeritev pozornosti zasebnega kapitala tudi na razvijajoča se gospodarstva. Upravljalce skladov zasebnega kapitala in investitorje je presenetil upad vrednosti in slaba uspešnost njihovih investicij, ker so pristopi k investiranju temeljili na istih predpostavkah kot tisti na razvitih trgih. V tem delu diplomske naloge je predstavljena tudi značilna cikličnost in delovanje skladov zasebnega kapitala. Proces se začne z zbiranjem sredstev, sledi mu investiranje in nato izhod iz investicije.

Drugi del diplomske naloge obsega opis dejavnikov in njihov vpliv na sklade zasebnega kapitala. Diplomska naloga temelji na hipotezi, da obstajajo določeni dejavniki, ki vplivajo na razvitost skladov zasebnega kapitala. Upoštevani dejavniki so naslednji:

1. Razvitost finančnega sistema
2. Pravni sistem
3. Možne strukture skladov
4. Viri financiranja skladov zasebnega kapitala
5. Politična in makroekonomska tveganja

¹ Poleg proučevanih držav se v literaturi v regijo SVE uvrščajo tudi države bivše Jugoslavije, vendar jih zaradi pomanjkanja podatkov za potrebe te diplomske naloge ne bom obravnavala.

6. Vloga upravljalcev skladov zasebnega kapitala
7. Razmere upravljanja in vodenja podjetij
8. Struktura investicij

Finančni sektor pomembno vpliva na uspeh skladov zasebnega kapitala. Predvidevam, da problem predstavlja nizka likvidnost trgov, netransparentnost transakcij, mala raznolikost sektorjev gospodarstev ter omejene možnosti za izstop iz investicij. Pričakujem tudi, da bo učinkovit pravni sistem vplival na vse faze skladov zasebnega kapitala pozitivno, saj daje investitorjem, upravljalcem in podjetjem večje zaupanje v poslovanje v določeni državi. Prav tako pomembno vpliva kultura upravljanja in vodenja podjetij, saj je angažiranost s strani posloводства podjetij in upravljalcev pri skladih zasebnega kapitala posebej pomembna zaradi aktivne vloge pri investiranju. Viri financiranja skladov zasebnega kapitala v razvijajočih se gospodarstvih so poleg institucionalnih in zasebnih investitorjev tudi ustanove za financiranje razvoja, ki so imele pomembno vlogo v samem začetku širitve skladov zasebnega kapitala na trge razvijajočih se gospodarstev. Na vrednotenje investicij in splošno investicijsko klimo v razvijajočih se gospodarstvih negativno vplivajo prekomerna makroekonomska tveganja, politična tveganja ter pomanjkanje informacij. Končno je omejitev skladov zasebnega kapitala tudi dopustna struktura skladov v določenih državah ter struktura investicij skladov, kjer imam v mislih predvsem izbiro instrumentov za financiranje naložb.

Zadnji del diplomske naloge poveže vlogo zasebnega kapitala in dejavnike uspeha na primeru SVE. Opisan je razvoj in trenutna klima v gospodarstvu, predstavljene so tudi značilnosti finančnih trgov in trg zasebnega kapitala. Za vsako državo so nato raziskani dejavniki, ki najbolj vplivajo na sklade zasebnega kapitala, in pričakovan prihodnji razvoj.

Kot metoda preučevanja je uporabljena kombinacija teoretičnega pristopa in študija primerov. V teoretičnem delu je opisan posel skladov zasebnega kapitala, posamično pa so predstavljeni tudi omenjeni dejavniki na osnovi obstoječe literature. V drugem delu naloge je kot študija primera predstavljena regija SVE. Ključna omejitev pri študiji primerov je bila pomanjkanje podatkov za sklade zasebnega kapitala, saj ti niso zakonsko obvezani posredovati podatkov o poslovanju, poleg tega pa je za razvijajoča se gospodarstva značilno precejšnje pomanjkanje informacij na vseh področjih. Zato bo moje raziskovanje temeljilo na že obstoječih študijah, dosegljivih javnih podatkih ter strokovnih publikacijah.

1 SKLADI ZASEBNEGA KAPITALA

Prestrukturiranje ali razširitev poslovanja zasebnega podjetja sta zahtevna procesa predvsem z vidika financiranja. Tudi novoustanovljena podjetja, ki imajo pričakovan negativen denarni tok v prvih letih poslovanja, ter podjetja z neopredmetenimi sredstvi se srečujejo z zavrnitvami klasičnih bančnih posojil in drugih oblik dolžniškega financiranja (Lerner & Hardyman, 2002, str. 4). Kapital je redko priskrbljen s strani družine, prijateljev,

poslovnih angelov in z dolžniškim kapitalom, zato skladi zasebnega kapitala predstavljajo vir, ki zapolni ta primanjkljaj.

1.1 Kaj je zasebni kapital

Po mnenju Evropskega združenja zasebnega kapitala in čistega tveganega kapitala (v nadaljevanju EVCA²) je zasebni kapital vrsta lastniškega kapitala, ki ne kotira na borzi, in je vložena dolgoročno ali srednjeročno v podjetja, ki imajo potencial rasti. V literaturi se definicija zasebnega kapitala od vira do vira razlikuje glede na to, kako literatura deli strategije vlaganja skladov zasebnega kapitala.

Zasebni kapital lahko razdelimo glede na to, katera vrsta kapitala je aktualna v določeni fazi življenjskega cikla podjetja in posledično, kakšna je strategija podjetja v tej fazi. Razdelimo ga na čisti tvegani kapital, kapital za odkup podjetja ter kapital za druge namene. Nato delimo različne vrste naprej glede na cilje in strategije skladov zasebnega kapitala. Čisti tvegani kapital je podvrsta zasebnega kapitala, ki se ukvarja z vlaganjem v začetni in zgodnji fazi razvoja podjetja, kapital za odkupe podjetij financira odkupe, med kapital za druge namene pa šteje kapital za rast in razvoj podjetja ter prestrukturiranje poslovanja. Različni tipi investicij se razlikujejo tako po odnosu med tveganjem in donosom investicije kot tudi po deležu vzvoda pri financiranju naložb (Litterman, 2003, str. 517). Slika 1 kaže življenjski cikel podjetja in vrste zasebnega kapitala, ki so ustrezne v določeni fazi.

Slika 1: Vrste zasebnega kapitala glede na vlogo kapitala v življenjskem ciklu podjetja



Vir: B. Litterman, Modern investment management: an equilibrium approach, 2003, str. 518.

² Evropsko združenje zasebnega kapitala in čistega tveganega kapitala (angl. *European Private Equity and Venture capital Association – EVCA*) je bilo ustanovljeno leta 1983 v Bruslju. EVCA promovira in predstavlja trg zasebnega kapitala v Evropi in po svetu. Več o združenju: <http://www.evca.eu/default.aspx>

1.2 Razvoj zasebnega kapitala

Cilj sodobnih finančnih sistemov je učinkovita razporeditev virov med posojilodajalci in dolžniki, kar je pogoj za uspešno ter konkurenčno gospodarstvo. Brez razvitih finančnih trgov in posrednikov na teh trgih podjetja ne bi mogla priti do kreditov in investitorji bi imeli presežna sredstva. Trg zasebnega kapitala je zelo ozko usmerjen del sodobnih finančnih trgov in je del dolgoročnih kapitalskih trgov. Skladi so zaprti za javnost in delujejo preko posrednikov, kot so investicijske banke.

Začetki skladov zasebnega kapitala segajo v Združene države Amerike, kjer je bila ta oblika investiranja sprva posel bogatih ameriških družin. Šele po drugi svetovni vojni je po zaslugi vlaganj v tehnološke dosežke, razvite med vojno, trg zasebnega kapitala začel rasti. Prva združba v obliki partnerske organizacije družbe (angl. *limited partnership*) je bila za sklad čistega tveganega kapitala ustanovljena leta 1958, nato pa so jo posnemali ustanovitelji podobnih skladov (Lerner & Hardyman, 2002, str. 2). Kasneje so skladi zasebnega kapitala doprinesli k razvoju nekaterih najbolj uspešnih podjetij v ZDA in zato kmalu postali način vlaganja povsod po svetu. Prav tako je uspešnost skladov pritegnila velike institucionalne investitorje, kar je dalo trgu zasebnega kapitala gonilno silo v 80-ih in 90-ih letih. Istočasno so postali tudi odkupi z vzvodom dobrodošlo orodje za investicije skladov zasebnega kapitala.

1.3 Značilnosti in struktura skladov

Osnovna predpostavka sodobnega finančnega sveta, da so informacije dosegljive vsem vlagateljem, je glavni razlog, da se naložbe skladov zasebnega kapitala razlikujejo od javnih naložb. Informacijske vrzeli in negotovost otežujejo vrednotenje podjetij, zato je potreben usposobljen strokovni kader, ki vrednotenje podjetja uspešno izvede (Lerner & Hardyman, 2002, str. 138). Kljub temu da je pomanjkanje informacij navidezna slabost, daje ravno ta lastnost skladom zasebnega kapitala dostop do zasluženih večjih donosov zaradi večjih tveganj. Upravljalci skladov zasebnega kapitala prevzamejo aktivno vlogo pri upravljanju, strateškem planiranju in razvoju podjetja, kamor so investirali ter so zato veliko bolj vključeni v poslovanje podjetja kot običajno. Glavni cilj skladov zasebnega kapitala je doseganje višjih donosov, kot bi jih dosegali z vlaganjem v podjetja na borzi. Zato da bi ta cilj uresničili, iščejo podjetja s potencialom rasti ali možnostjo prestrukturiranja, da bo imelo podjetje ob izhodu iz investicije višjo vrednost.

Liaw (2006, str. 70) povzame značilnosti skladov zasebnega kapitala v naslednjih petih točkah:

1. V primerjavi z ostalimi oblikami investiranja imajo upravljalci skladov zasebnega kapitala aktivno vlogo v podjetjih kamor vlagajo.
2. Naložbe so dolgoročne s pričakovanim visokim donosom.
3. Sredstva, v katera vlagajo, so pred tem običajno v privatni lasti in ne kotirajo na borzi.

4. Vodstvo podjetja, kamor vlagajo, je sposobno in pripravljeno sodelovati.
5. Sklad zasebnega kapitala zahteva mesto v poslovodstvu oziroma nekakšno obliko kontrole nad poslovanjem podjetja.

Najbolj pogosta organizacijska struktura skladov zasebnega kapitala je partnerska organizacija družbe, kjer posamezni investitorji kupijo delež sklada, upravljavci skladov pa zaračunajo provizijo za upravljanje sklada. Upravljavci sklada imajo pri tem odgovornost za delovanje sklada, investiranje ter izhod iz investicije, medtem ko investitorji le zagotavljajo sredstva. Predvsem z davčnega vidika je taka struktura ugodna, saj so obdavčeni posamezni investitorji in ne sklad sam, poleg tega pa so tudi pričakovane izgube v začetnih letih odbitek pri prijavi dobičkov posameznega investitorja (Sagari & Guidotti, 1992, str. 5). V mnogih azijskih državah na primer, kjer pravno partnerske organizacije družbe ni mogoče ustanoviti, so skladi ustanovljeni kot podjetja ali podružnice podjetij. V prvem primeru so investitorji lastniki sklada in lahko sodelujejo v nadzornem svetu, kar jim prinaša več pravic. V drugem primeru je prednost predvsem s strani zbiranja sredstev, saj lahko matično podjetje zagotovi manjkajoča sredstva. V obeh primerih je obdavčenje sklada problematično.

1.4 Trendi na trgu

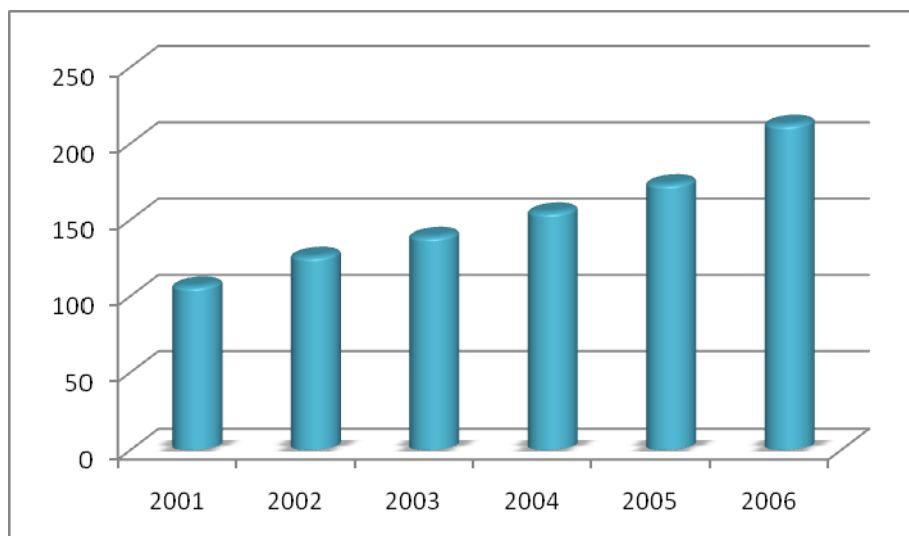
1.4.1 Evropa

V primerjavi z najbolj razvitim trgom zasebnega kapitala v ZDA se je trg v Evropi razvijal počasneje. Razvoj je ovirala predvsem davčna politika, slabo razvit institucionalni okvir ter sociološki dejavniki, značilni za poslovanje v Evropi (Financing newly emerging private enterprises in transition economies, 1999, str. 52). Poleg tega je izstop iz investicij na evropskih trgih preko prve javne prodaje težji, saj Evropa nima enotnega borznega trga. Kljub oviram se je v preteklih letih trg zasebnega kapitala v razviti Zahodni Evropi vedno bolj približeval trgu ZDA, kjer je pomembno vlogo igrala predvsem Velika Britanija. Primerjava statističnih podatkov na tem mestu ni primerna, saj statistike ZDA ne vključujejo menedžerskih odkupov in odkupov podjetij z vzvodom.

Investicije skladov zasebnega kapitala so v zadnjih letih strmo rasle in v letu 2006 dosegle več kot 200 milijard evrov (glej sliko 2). Rast je bila predvsem na strani odkupov podjetij z vzvodom, saj so bili kreditni pogoji ugodni, obrestne mere pa nizke. Zaradi trenutnega stanja na svetovnih finančnih trgih se pričakuje, da se bo trend v prihodnjih letih upočasnil (European economy: Recent development in the European private equity markets³, 2008).

³ Poročilo je objavila Evropska komisija in temelji na letnem poročilu Evropskega združenja zasebnega kapitala in čistega tveganega kapitala za Evropo. Poročilo obsega države v Evropski Uniji in izven le-te, ki imajo tako razvit trg zasebnega kapitala, da ta pomembno vpliva na stanje in razvoj na evropskem trgu.

Slika 2: Sredstva zasebnega kapitala v upravljanju v Evropi v letih 2001-2006 (v milijardah evrov)



Vir: European economy: Recent developments in the European private equity markets, 2008, str.3, diagram 1b.

Zaradi visokih donosov, ki bili doseženi na razvitih trgih zasebnega kapitala v Evropi, so bili investitorji in upravljavci skladov v pričakovanju novih investicijskih možnosti vedno bolj usmerjeni na trge razvijajočih se gospodarstev (Leeds & Sunderland, 2003, str. 8).

1.4.2 Razvijajoča se gospodarstva

Na razvoj trga zasebnega kapitala v razvijajočih se državah so v devetdesetih letih vplivale institucije za finančni razvoj kot na primer Mednarodno finančno združenje⁴ in Evropska Banka za obnovo in razvoj⁵. Ob istem času so tudi institucionalni investitorji zaznali nove investicijske priložnosti v razvijajočih se gospodarstvih, saj je stekel proces privatizacije podjetij, ustanovljene so bile borze in mednarodno sodelovanje držav se je okrepilo (Lerner & Hardyman, 2003, str. 337).

Kljub optimizmu in rasti se je proti koncu devetdesetih trend obrnil. Skladi zasebnega kapitala so se morali soočiti z dejstvom, da se vlaganje v razvijajoče se države razlikuje od investicij na razvitih trgih zaradi posebnosti, ki veljajo na teh trgih. Leeds in Sunderland (2003, str. 10) v svoji raziskavi poudarjata, da so skladi zasebnega kapitala v tem času delovali zelo podobno skladom v razvitih državah v smislu zbiranja sredstev, investicijskega procesa, izbiri zaposlenih ter strategijah izhoda. To je povzročilo ogromno nestanovitnost in slabo učinkovitost skladov, kar je privedlo upravljavce do spoznanja, da se morajo posla v razvijajočih se gospodarstvih lotiti drugače.

⁴ Mednarodno finančno združenje je član Skupine Svetovne Banke, njegova naloga je promovirati stabilnost privatnega sektorja v razvijajočih se državah z namenom nižanja revščine ter izboljševanja življenjskega standarda.

⁵ Evropska Banka za obnovo in razvoj je bila ustanovljena leta 1991 z namenom, da z investicijami pomaga pri razvoju gospodarstva bivših socialističnih držav v Srednji Evropi in Aziji.

Razlog, da so trgi razvijajočih se držav postali bolj zanimivi za sklade zasebnega kapitala, je bil enak, kot je veljal tudi za vse ostale investicije na razvijajočih se trgih. Možnosti rasti, izboljšanje pogojev na finančnih trgih in podcenjena sredstva so le nekateri od razlogov. Poleg tega je zasebni kapital predstavljal manjkajoča finančna sredstva predvsem v postkomunističnih gospodarstvih, ki so nujno potrebovala zasebna namesto državnih sredstev. Lerner in Hardyman (2002, str. 337) sta razloge povzela v dveh točkah:

1. Drugačni pogoji na razvijajočih se trgih.
2. Spremembe na razvitih trgih.

Prvi razlog pojasnjuje vedno večjo privlačnost razvijajočih se trgov v smislu ekonomskega razvoja in uspešnih zakonodajnih sprememb, ki so okrepile zaupanje investorjev na teh trgih ter ukinile omejitve tujih investorjev v državah. Drugi razlog se nanaša na pregreta razvita gospodarstva, ki imajo potencialno nižje donose v primerjavi z razvijajočimi se gospodarstvi.

1.5 Življenjski cikel zasebnega kapitala

Za zasebni kapital je značilna cikličnost. V prvi fazi morajo upravljalci sklada zbrati sredstva, se pravi investitorje, ki vložijo denar v sklad. V poglavju o strukturi skladov je predstavljena partnerska organizacija družb. Investitorji oziroma omejeni družbeniki vložijo denar, upravljalci sklada ali splošni družbeniki pa z njim upravljajo. Ta faza je pogosto predvsem za novoustanovljene sklade zahtevna in dolgotrajna.

V naslednji fazi upravljalci sklada iščejo možne naložbe, ki so nato skrbno pregledane. Z izbranimi podjetji potekajo pogajanja in če se podjetje in sklad zasebnega kapitala strinjata z investicijskim planom, sledi dokončanje investicijskega projekta in pogosto soupravljanje podjetja s strani sklada zasebnega kapitala.

Tretja faza nastopi nekaj let po investiciji, ko upravljalci sklada ocenijo, da je čas za izstop iz investicije. Do tega trenutka se upravljalci sklada trudijo podjetju dodati čim več vrednosti, saj v fazi izstopa nastopi tudi čas za donos. Normalno je življenjska doba sklada dolgoročna in ker donos nastopi ob izhodu iz investicij, morajo zato upravljalci sklada vsaki dve do tri leta zagotoviti nova sredstva za nov sklad, kar bo zagotovilo možnost za nadaljnje investicije (Balboa & Marti, 2003, str. 7). Celotno pot zasebnega kapitala Lerner in Hardyman (2003) razdelita na tri faze, kot je prikazano na sliki 3, in sicer zbiranje sredstev, investiranje in izhod iz investicije, ki se ciklično nadaljuje z novim zbiranjem sredstev.

Slika 3: Cikličnost zasebnega kapitala



Vir: lastna ilustracija, povzeto po Lerner & Hardyman, 2003.

V vsaki fazi naletimo tudi na posebnosti, ki se tičejo držav v razvoju. V nadaljevanju bom predstavila vsako fazo v procesu, kasneje pa dejavnike s katerimi se soočajo skladi, ki vlagajo v razvijajoča se gospodarstva.

1.5.1 Zbiranje sredstev

Skladi zasebnega kapitala so v Evropi v letu 2006 zbrali 112,3 milijarde EUR sredstev, kar je 56 % več kot leto prej (European economy: Recent development in the European private equity markets, 2008). Zbiranje vedno svežega zasebnega kapitala pozitivno vpliva na gospodarstvo držav, razvoj novih podjetniških možnosti, financiranje inovacij in nova delovna mesta (Balboa & Marti, 2003, str. 3).

Najbolj razvit trg v Evropi je v Veliki Britaniji, kjer je bil tudi največji delež zbranih sredstev, sledita mu švedski in danski trg zasebnega kapitala. Pokojninski skladi so od leta 2003 največji institucionalni investitor v sklade zasebnega kapitala. V letu 2006 so pokojninski skladi prispevali 27 % sredstev, sledili so skladi skladov⁶ z 18 %, najbolj pa se je v primerjavi z letom 2005 povečalo vlaganje zasebnih investorjev. Predvsem za razvoj projektov v prvi začetni fazi in za investicije v razvijajoče trge pa je vedno bolj pomembna vloga vladnih organizacij.

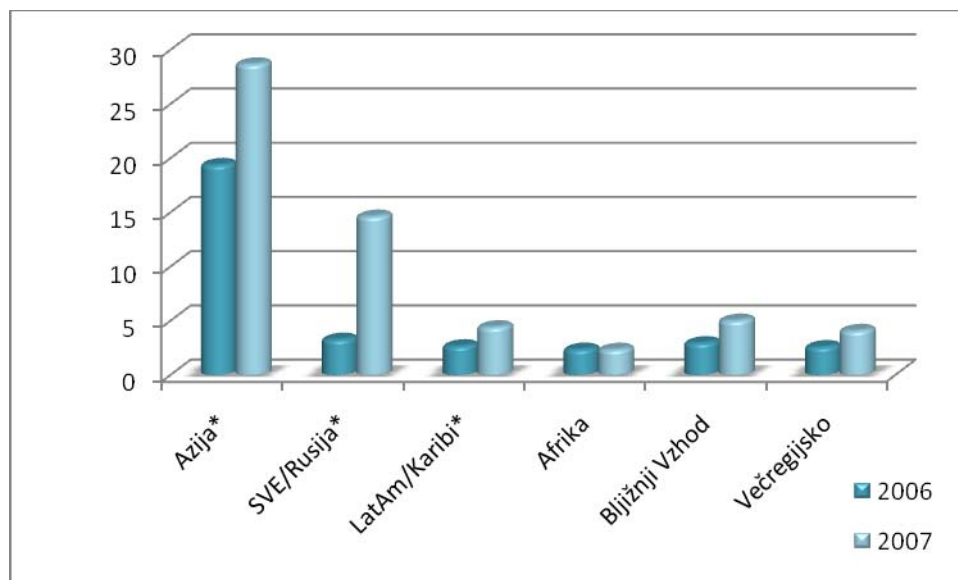
Združenje zasebnega kapitala razvijajočih se držav (v nadaljevanju *EMPEA*⁷) poroča, da je bilo v letu 2007 zanimanje za trge držav v razvoju še vedno veliko kot v prejšnjih letih. Zbranih je bilo več kot 40 milijard EUR, kar je 33 % več kot leto prej. Prav tako so se povečale velikosti skladov, ki so v povprečju znašale okoli 300 milijonov EUR. Trgi v Aziji so bili še vedno najbolj zanimivi, zaradi dveh velikih skladov pa je količina

⁶ Sklad skladov je investicijski sklad, ki ima strategijo vlaganja v druge investicijske sklade namesto direktno v deleže podjetij, obveznice in druge vrednostne papirje.

⁷ Združenje zasebnega kapitala razvijajočih se držav (angl. *Emerging markets private equity association* – EMPEA) je bilo ustanovljeno v letu 2004 s ciljem, da analizira trg zasebnega kapitala v razvijajočih se državah in sodeluje z regionalnimi združenji zasebnega kapitala.

zbranih sredstev regije SVE ter Rusije zrasla za rekordnih 300 % (glej sliko 4) (Limited partner interests in Emerging markets private equity⁸, 2008).

Slika 4: Zbiranje sredstev zasebnega kapitala na trgih držav v razvoju po regijah v letih 2006-2007 (v milijardah USD)



Legenda: *Azija brez Japonske, Avstralije in Nove Zelandije; Srednja in vzhodna Evropa ter Rusija; Latinska Amerika in Karibi

Vir: EMPEA, Emerging markets private equity 2007 Fundraising review, 2008, str. 9.

Dejavnikov, ki vplivajo na količino zbranih sredstev, je mnogo. Najbolj raziskani so dejavniki, katerih podatki so dosegljivi, saj mnogo informacij nima zgodovinskega registra. Gompers in Lerner (1998, str. 6-7) pristopita k raziskovanju z mikroekonomskega stališča ponudbe in povpraševanja po zasebnem kapitalu. Povpraševanje predstavljajo podjetja, ki potrebujejo financiranje zasebnega kapitala, ponudbo pa investorji, ki zagotavljajo sredstva skladom zasebnega kapitala. Povpraševanje po kapitalu je mogoče le ob rastočem trgu, ki ponuja priložnost za ustanavljanje novih in krepitev že obstoječih podjetji. Rast bruto domačega proizvoda je tako dejavnik, ki vpliva na zbiranje sredstev, saj kaže razvoj gospodarstva in investicijskih priložnosti v določeni državi.

Na ravni skladov je pomembna pretekla uspešnost sklada in ugled upravljavcev sklada. To je možno slediti predvsem na razvitih trgih, kjer te informacije obstajajo, medtem ko takih podatkov za države v razvoju ni, ali pa so skladi v tako zgodnji fazi, da še ne kažejo uspehov. Uspešnost sklada v preteklih letih in dober ugled imata pozitiven vpliv na nadaljnje zbiranje sredstev (Gompes & Lerner, 1998, str. 28).

Tudi količina investiranega zasebnega kapitala v projekte v predhodnem letu vpliva na zbiranje sredstev. Več kot je investicij v letu prej, bolj bodo investorji optimistični glede likvidnost in aktivnosti na trgu, zato bodo več sredstev namenili skladom zasebnega

⁸ Raziskava temelji na vzorcu omejenih družbenikov, ki ni reprezentativen za vse omejene družbenike, ki vlagajo na trge zasebnega kapitala držav v razvoju. V raziskavi iz leta 2008 so vključeni omejeni družbeniki iz Severne Amerike (54 %), Evrope (29 %) in ostalega sveta (22 %).

kapitala (Balboa & Marti, 2003, str. 23). Na ta dejavnik so pozorni predvsem investitorji, ki zagotavljajo sredstva za vlaganje v države v razvoju, saj so podatki o investiranju v prejšnjem letu za večino trgov dostopni.

V praksi so investitorji pozorni predvsem na težko merljive dejavnike, ko se odločajo o količini sredstev, namenjenih za sklade zasebnega kapitala. Bolj so osredotočeni na uveljavljene upravljavce skladov in sklade, v katere so vlagali že kdaj prej. Ti težko merljivi podatki so relevantni tudi pri vlaganju v države v razvoju.

1.5.2 Investiranje

Poročilo o trenutnem razvoju na trgu zasebnega kapitala v Evropi objavlja, da je bilo v letu 2006 investiranih 71,2 milijardi EUR sredstev v sklade zasebnega kapitala v Evropi. Največ je bilo investicij za odkupe podjetij, kar se je zgodilo predvsem zaradi ugodnih kreditnih pogojev in nizkih obrestnih mer, zrasle pa so tudi investicije v naložbe čistega tveganega kapitala. Med opazovanimi državami količina investiranega kapitala močno variira. Največ, skoraj 60 % vseh investicij, so investirali skladi zasebnega kapitala v Veliki Britaniji, drugi po obsegu investicij so Francozi, nato pa Švedi.

V letu 2006 se je investiranje v odkupe povečalo predvsem zaradi velikih odkupov podjetij, kamor je bilo namenjenih 19,5 milijard EUR. Vedno večja konkurenca in uspešno zbiranje sredstev na trgu skladov zasebnega kapitala sta povzročila, da so bili v letu 2006 pripravljeni upravljavci skladov plačati več za svoje investicije. To je bilo omogočeno tudi s strani bank, ki so jim odobrile kredite pri odkupih z vzvodom. V sredini leta 2007, ko so se banke odzvale na začetek finančne krize z zaostrojevanjem kreditnih pogojev, se je trg zasebnega kapitala začel umirjati (Weisman, 2007). Trg čistega tveganega kapitala je v letu 2006 znašal 20,8 milijard EUR, kar je predstavljalo 29 % celotne investicijske aktivnosti na trgih zasebnega kapitala v Evropi. Tudi na investicije v čisti tvegani kapital so vplivale razmere na finančnih trgih v letu 2007, kar je povzročilo večjo previdnost in selektivno izbiranje investicij.

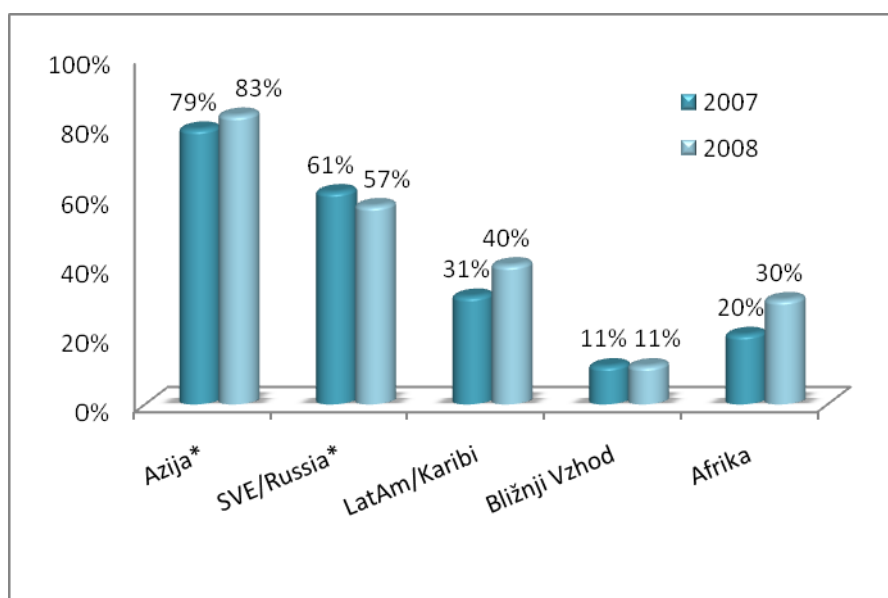
Lerner in Hardyman (2002, str. 134) izpostavljata štiri dejavnike, ki vplivajo na odločitve upravljavcev skladov zasebnega kapitala v investicijskem procesu: negotovost, asimetrične informacije, neopredmetena sredstva podjetja in spremenljivost razmer na finančnih trgih. Negotovost upravljavci merijo z možnimi rezultati investicije, kar pomeni, da je negotovost večja, bolj kot je nepredvidljiv razvoj podjetja, kamor vlagajo. Problem asimetričnih informacij nastane predvsem pri vrednotenju podjetij, saj menedžment podjetja ve več o samem poslovanju podjetja kot pa upravljavci sklada zasebnega kapitala. Predvsem v državah v razvoju se upravljavci soočajo s prikritimi informacijami, saj podjetja vodijo netransparentne računovodske izkaze in imajo nerešene pravne probleme (Leeds & Sunderland, 2003, str. 11). Podjetja, ki imajo v aktivih predvsem neopredmetena sredstva, imajo slabše pogoje pri pridobivanju dodatnih finančnih sredstev, predvsem dolžniškega kapitala. Dejavniki, ki vplivajo na investicijske odločitve v razvijajočih se

državah, so še pravni sistem, politika upravljanja in vodenja podjetij, način vrednotenja, stopnja korupcije ter birokratizacije.

Med državami v razvoju so bili v letu 2008 najbolj zanimivi azijski trgi in trgi SVE. Investicijske aktivnosti na teh trgih rastejo, saj je politično in ekonomsko okolje vedno bolj stabilno. Glede na vrste investicij zasebnega kapitala je bilo na trgih držav v razvoju največ vloženega kapitala namenjenega rasti in razvoju podjetij, nato pa odkupom podjetij ter investicijam čistega tveganega kapitala.

Slika 5 kaže, da se je v letu 2008 med vprašanimi institucionalnimi investitorji 83 % odločilo za sklade, ki so vlagali na azijske trge, druga najatraktivnejša regija je bila SVE/Rusija. Najbolj se je v tem letu v primerjavi z letom 2007 povečalo investiranje v Latinski Ameriki in Afriki, za 9 % v prvi regiji in 10 % v drugi.

Slika 5: Strategije investiranja omejenih partnerjev v razvijajočih se državah za leto 2007 in 2008 (v %)



Legenda: *Azija brez Japonske, Avstralije in Nove Zelandije; Srednja in vzhodna Evropa ter Rusija

Vir: EMPEA, Limited partner interests in emerging markets Private equity, 2008, str. 4.

Združenje zasebnega kapitala razvijajočih se držav pričakuje, da se bo obseg investicij v naslednjih letih še povečeval, a se investicijske usmeritve ne bodo bistveno spremenile.

Institucionalnim investitorjem je največjo oviro pri investiranju v države v razvoju predstavljalo pomanjkanje usposobljenih upravljavcev skladov, ki bi imeli izkušnje na teh trgih, poleg tega je bil problem tudi težak dostop do informacij o teh trgih ter politična in ekonomska tveganja.

Tako vrste investicij kot tudi sam investicijski proces se v razvijajočih se državah razlikuje. Skladi zasebnega kapitala priskrbijo sredstva podjetjem, ki ne morejo dobiti kapitala ali dolga od drugih finančnih institucij, saj so tveganja financiranja previsoka. V nasprotju z bankami imajo na primer upravljavci skladov zasebnega kapitala vpogled v poslovanje

podjetja in pravico do kontrole, kar znižuje tveganja. Vpletenost zasebnega kapitala v podjetju pomaga pri prestrukturiranju, bolj učinkovitemu in inovativnemu poslovanju ter vodenju (Blended value investing: Capital opportunities for social and environmental impact, 2006, str. 42). Glede na vrste investicij so v državah v razvoju značilne investicije v prestrukturiranje poslovanja, privatizacijske investicije, strateška povezovanja in investicije, namenjene razvoju infrastrukture. Manj je čistega tveganega kapitala, vendar se v zadnjih letih tudi delež tega večja (Lerner & Hardyman, 2002, str. 341).

1.5.3 Izstop iz investicije

Zadnja faza, skozi katero gre zasebni kapital, je izstop iz investicije. Na to fazo je sklad zasebnega kapitala pozoren še pred samo investicijo, saj je od nje odvisen donos sklada ob izstopu. Možnih je več izstopov glede na razvitost finančnih trgov, kjer podjetje deluje.

Najbolj donosen izstop je prva javna ponudba delnic podjetja na organizirani trg kapitala. Tak pristop neredko povzroči nasprotje interesov. Upravljalci sklada zasebnega kapitala želijo čim boljše kazalnike uspeha podjetja pred prodajo in zato spodbujajo k povečanju dobička podjetja na račun nižjih investicij, kar je za podjetje na dolgi rok po izstopu zasebnega kapitala lahko usodno (Lerner & Hardyman, 2002, str. 306). Na možnost izhoda s prvo javno ponudbo delnic vpliva tudi razvitost in likvidnost finančnega trga.

Poleg izstopa preko prve javne ponudbe omenja Britansko združenje zasebnega in tveganega kapitala (angl. *The British Private Equity and Venture Capital Association – BVCA*) na še naslednje možnosti izstopa (Guide to private equity, 2004, str. 12):

1. Prodaja deleža strateškemu partnerju.
2. Menedžerski odkup podjetja
3. Prodaja deleža drugi finančni instituciji.
4. Odpis ali likvidacija, kjer sklad izstopi iz investicije z zelo nizkim ali ničelnim dobičkom.

V Evropi je bilo v letu 2006 po poročilu EVCE za 33,1 milijard EUR vrednih izstopov iz investicij zasebnega kapitala. V nasprotju z ZDA okoliščine na evropskih kapitalskih trgih za izhod preko prve javne ponudbe niso tako ugodne. V letu 2006 je bilo po številu transakcij največ menedžerskih odkupov in prevzemov s strani strateških partnerjev, najmanj pa izhodov preko prve javne ponudbe.

V državah v razvoju upravljalci skladov zasebnega kapitala zaradi nerazvitih finančnih trgov ne morejo izstopiti s prvo javno ponudbo, zato so izhodi omejeni predvsem na menedžerske odkupe in prevzeme s strani strateških partnerjev. Tudi ta dva pristopa sta lahko zelo zahtevna zaradi pomanjkanja potencialnih prevzemnikov. Iskanje vedno novih možnosti za izhode je v državah v razvoju ključnega pomena (Leeds & Sunderland, 2003,

str. 14). Med možnostmi so izhodi preko prve javne prodaje na borzah razvitih trgov ali prodaje deležev t. i. mezzanine skladom⁹.

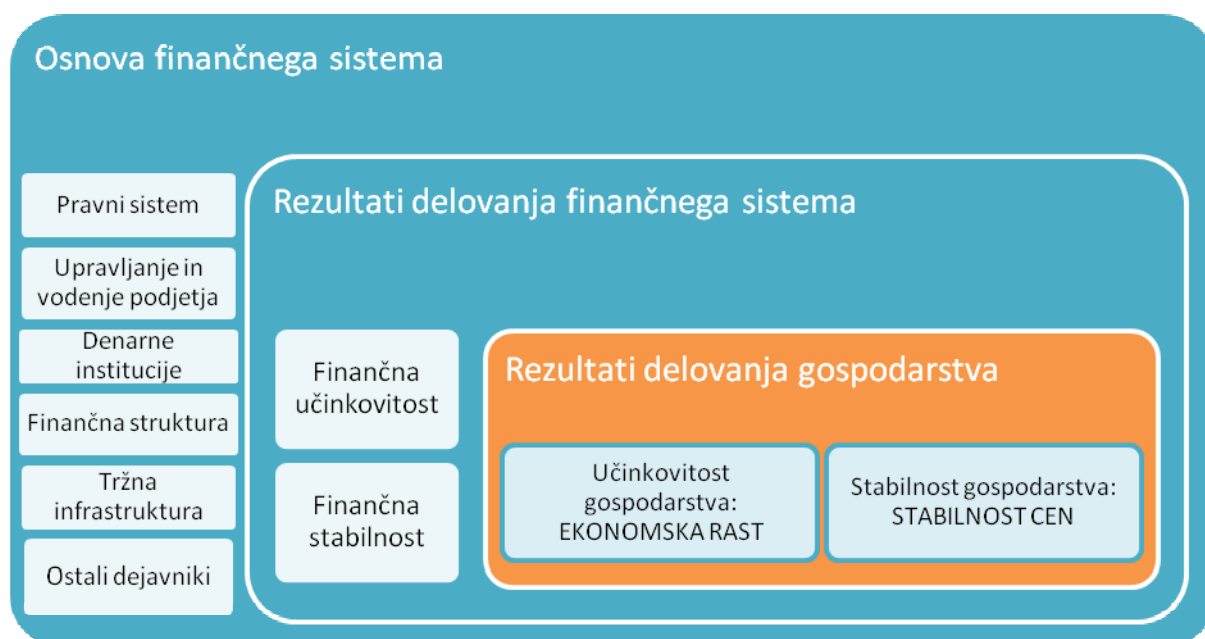
2 DEJAVNIKI

V ZDA in Zahodni Evropi se je trg skladov zasebnega kapitala razvijal več desetletij. V primerjavi z razvitimi gospodarstvi so se razvijajoča se gospodarstva, ne le na področju zasebnega kapitala, ampak v celotnem gospodarstvu v zadnjih dveh desetletjih pospešeno razvijala. Predvsem regija SVE, ki je natančneje predstavljena v nadaljevanju te naloge, je doživela velik preobrat. Pravni sistem ter politična in gospodarska stabilnost so osnovni pogoji za razvoj finančnih trgov, učinkovitost teh pa je eden glavnih dejavnikov uspeha za trg zasebnega kapitala. V nadaljevanju so predstavljeni dejavniki in izzivi, katerim so izpostavljena razvijajoča se gospodarstva.

2.1 Razvitost finančnega sistema

Finančni sistem sestavljajo institucije in trgi, ki medsebojno kompleksno delujejo. Vloga finančnega sistema je alokacija različnih virov od ponudbe, ki ima presežek sredstev, do povpraševanja, ki potrebuje dodatna sredstva. Med ponudniki se pojavljajo največkrat gospodinjstva, med povpraševalci pa podjetja, vlogo obeh zavzema tudi država. Glavna cilja finančnega sistema sta finančna učinkovitost ter finančna stabilnost, ki neposredno vplivata na rast in stabilnost celotnega gospodarstva (Freixas, Hartman & Mayer, 2008, str. 212). Slika 6 predstavlja shemo in rezultate finančnega sistema.

Slika 6: Delovanje finančnega sistema



Vir: X. Freixas et al., Handbook of european financial markets and institutions, 2008, str. 221.

⁹ Mezzanine je vrsta investicije, ki vsebuje drugorazredni dolg. Ima manj pravic kot na primer bančni dolg, vendar več kot kapital. Mnogokrat ga spremljajo različna jamstva za delnice.

V zgornji shemi je predstavljeno medsebojno delovanje v okviru finančnega sistema. Prvi nivo predstavljajo pogoji in institucije, ki morajo obstajati, zato da se finančni sistem lahko razvije. Finančna stabilnost in učinkovitost predstavljata rezultat uspešnega delovanja finančnega sistema in sta merjeni s pomočjo kazalnikov, predstavljenih v nadaljevanju. Tretji nivo se osredotoča na celotno gospodarstvo. Gospodarska učinkovitost je merjena z ekonomsko rastjo, stabilnost pa s stabilnostjo cen v gospodarstvu.

Med institucijami, ki so del finančnega sistema, so ključne banke, ki predstavljajo dolžniško financiranje. Pomembno vlogo predstavljajo nedepozitne institucije, kot so vzajemni skladi, skladi zasebnega kapitala, pokojninski skladi, zavarovalnice in investicijske banke. Meja med depozitnimi in nedepozitnimi institucijami je danes zabrisana, saj je obseg dejavnosti posameznih institucij zelo obsežen (Ritter, Silber & Udell, 2009, str. 243). Razpon dejavnosti, ki jih ponujajo finančne institucije, dviguje konkurenčnost na finančnih trgih in s tem izboljšuje razvoj in učinkovitost celotnega sistema.

Finančni sistem je učinkovit, ko so razpoložljivi viri v gospodarstvu razporejeni med najbolj vredne investicije po najnižjih stroških. Predvsem v razvijajočih se gospodarstvih je financiranje pogost problem novoustanovljenih podjetij in podjetij, ki potrebujejo prestrukturiranje poslovanja. Banke jim nerade dajejo kredite, zato so še toliko bolj pomembne druge oblike financiranja. Sem spadajo sredstva s strani države, tuji investitorji in različne oblike zasebnega financiranja, med katere spada tudi zasebni kapital (Financing newly emerging private enterprises in transition economies, 1999, str. 43). Finančna stabilnost je pojmovana kot stanje, ko je finančni sistem sposoben prestatati nihanja v gospodarstvu in trenutno neuravnovešenost posameznih delov gospodarstva.

Freixas et al. (2008) so opredelili šest merljivih kazalnikov, ki opredeljujejo učinkovitost in stabilnost finančnega sistema v državi ter merilo uspešnosti posameznega kazalnika:

1. Velikost kapitalskih trgov

Finančni sistem z večjim kapitalskim trgom zagotavlja lažje financiranje investicij v gospodarstvu. Velikost je merjena s tržno kapitalizacijo, pomembna pa je tudi likvidnost trgov, ki jo merimo z obsegom prometa na določenem trgu.

2. Finančne inovacije

Mnoge finančne inovacije zmanjšujejo tržne pomanjkljivosti in tveganja, s katerimi se srečujejo investitorji. Listninjenje (angl. *securitization*) pomeni preoblikovanje določenih nelikvidnih sredstev v likvidna, s katerimi se lahko trguje, na primer hipoteke in posojila. Obseg s premoženjem zavarovanih vrednostnih papirjev je merilo listninjenja v državi, kar pa predstavlja precejšnji izziv zaradi dostopa informacij. Poleg tega je

primeren kazalnik finančne inovativnosti prav dostopnost in obseg zasebnega kapitala v državi.

3. Transparentnost in dostopnost informacij

Finančni sistem proizvaja in distribuira informacije, potrebne za uspešno delovanje na finančnih trgih. Bolj kot so informacije transparentne, nižja je stopnja asimetričnih informacij. Transparentnost informacij je težko merljiv kazalnik, ki ga avtorji merijo s stopnjo disperzije napovedi donosov na delnico v prihodnosti.

4. Stopnja državne intervencije

Državna intervencija je potrebna v primeru neučinkovitosti finančnih trgov in z njeno pomočjo se stabilnost finančnih trgov poveča, če je intervencija zastavljena pravilno. Merilo učinkovitosti državne intervencije je možnost moralnega hazarda določenih institucij, katerih poslovanje nadzoruje država.

5. Konkurenčnost in koncentracija

Konkurenca na finančnih trgih znižuje stroške transakcij za udeležence in povečuje učinkovitost posameznih enot v sistemu. Koncentracija moči po drugi strani vodi do monopolnih pogojev, kar ne vpliva pozitivno na učinkovitost gospodarstva. Stopnja koncentracije je merjena s pomočjo tržnih deležev posameznih enot, ali pa na primer s količino prodora tujih podjetij v določeni državi ali sektorju.

6. Stopnja ekonomske svobode

Ekonomska svoboda pomeni nemoteno delovanje udeležencev finančnega sistema znotraj zakonskih določil. Korupcija, birokratizacija ter neučinkovit sistema nadzora so razlogi za asimetrijo informacij, kar vodi v neučinkovitost celotnega gospodarstva. Kot merilo za stopnjo ekonomske svobode lahko uporabimo stopnjo korupcije.

Finančni sistem vpliva na vse faze skladov zasebnega kapitala. Predvsem institucionalni investitorji, ki so pomemben vir financiranja, zahtevajo funkcionalne trge (Leeds & Sunderland, 2003, str. 14). Investicije skladov zasebnega kapitala so pogojene z globino trgov in transparentnostjo. V zadnji fazi mora finančni sistem zagotavljati miren izstop iz investicij. Bell, Moore in Shammari (2008) v raziskavi o prvih javnih prodajah delnic ugotavljajo, da imajo podjetja v državah v razvoju slab mednarodni prodor, doma pa se soočajo s slabim institucionalnim okvirjem za prve javne prodaje delnic. Zato podjetja rastejo s pomočjo mešanih družb, prevzemi in združitvami. Investicije zasebnega kapitala v manjša podjetja se tako pogosto končajo z notranjim odkupom, večja pa prevzame močnejši strateški partner v regiji ali pa tuje podjetje (Cumming & Fleming, 2002, str. 22).

2.2 Pravni sistem

Pravni sistem vpliva na celotni cikel zasebnega kapitala. V delu zbiranja sredstev so pomembni vplivi na institucionalne investitorje. Po eni strani pomanjkanje ureditev na področju zasebnega kapitala omogoča upravljavcem skladov določeno fleksibilnost, kar olajša investicijske aktivnosti, vendar po drugi strani zaradi pomanjkanja določil o poročanju zavre investicije institucionalnih investitorjev (Cumming & Johan, 2007, str. 3222). Na primeru nizozemskih institucionalnih investitorjev¹⁰ v sklade zasebnega kapitala sta Cumming in Johan našla pozitivno korelacijo med stopnjo harmonizacije in regulacije na področju zasebnega kapitala v državi ter količino vlaganja institucionalnih investitorjev. V svoji raziskavi sta ugotovila, da največje tveganje institucionalnim investitorjem predstavlja nelikvidnost naložb, takoj za njo pa je pomanjkanje transparentnosti skladov. Predvsem v državah v razvoju, kjer je harmonizacija zakonov z zakoni v razvitih državah slaba, lahko pričakujemo, da je tveganje tam še višje. Nedavni razvoj na teh trgih kaže trend sprostitve zakonov, ki so omejevali investiranje tujih vlagateljev iz razvitih držav.

Pokojninski skladi so največji institucionalni investitorji, zagotavljajo dolgoročni kapital in so pomemben dejavnik pri privatizaciji v državah v razvoju, zato je vpliv zakonodaje nanje še posebej pomemben. Na razvitih trgih pravilo preudarnega gospodarja daje pokojninskim skladom neomejene možnosti vlaganja, kar jim omogoča tako mednarodno kot tudi sektorsko diverzifikacijo, ki pomenita znižanje tveganj in boljše donose. V razvijajočih se državah so pogoste omejitve za pokojninske sklade in druge institucionalne investitorje, ki po eni strani omejujejo investicijske dejavnosti, vendar po drugi predstavljajo varovalo. Neomejeno investiranje namreč lahko pripelje do bega kapitala v tujino. Ozke in natančne ureditve v tem primeru zadržijo kapital v domači državi, saj neizkušenost domačih upravljavcev pokojninskih skladov lahko povzroči večje tveganje z investicijami v tujino. Ureditve naj bi se z razvojem in dozorelostjo trgov in upravljavcev pokojninskih skladov sistematično odpirale (Vittas, 1996).

V naslednjem delu cikla, investiranju, ima pravni sistem še večji vpliv na sklade zasebnega kapitala. Vpliva tako na podjetniško kulturo v državi, ki predstavlja povpraševanje po zasebnem kapitalu, kot tudi na upravljanje skladov zasebnega kapitala.

Srednje velika in mala podjetja v razvitem svetu dajejo zaposlitev približno 60 % zaposlenim in predstavljajo 50 % delež v bruto domačem proizvodu. V primerjavi s tem dajejo srednja in mala podjetja zaposlitev 30 % zaposlenim v državah v razvoju ter predstavljajo le 17 % bruto domačega proizvoda (Unleashing entrepreneurship: making business work for the poor, 2004, str. 13). Pomen srednjih in malih podjetij je v gospodarstvu velik in njihovo ustanavljanje ter razvoj sta močno odvisna od zakonodaje in podjetniškega okolja v državi. Podjetniki se soočajo s problemi ob vstopu na trg, davčno zakonodajo ter dostopom do potrebnih sredstev za rast in razvoj podjetja. Najbolj problematičen med vsemi je prav dostop do potrebnega financiranja in dolgoročnega

¹⁰ V raziskavo so vključeni pokojninski skladi, zavarovalnice ter banke in druge finančne institucije.

kapitala zaradi visokih tveganj, ki jih banke in investitorji nočejo sprejeti. V takem primeru se morajo podjetniki zateči k družini in prijateljem, kar pogosto ni dovolj. Tu vstopijo skladi zasebnega kapitala, ki prav tako potrebujejo okolje, v katerem lahko učinkovito delujejo.

Brez konsistentnega pravnega sistema se morajo skladi zasebnega kapitala zanesti na to, da bo podjetje delovalo v skladu s pogodbo, kar pa močno poveča stroške transakcij ter dodatnih tveganj (Blended value investing: Capital opportunities for social and environmental impact, 2006, str. 43). Prav tako ovire povzročata korupcija in prekomerna birokratizacija poslov, ki sta tudi posledica slabo zastavljenega pravnega sistema držav. Svetovna banka ocenjuje, da lahko korupcija zniža gospodarsko rast do 1 % v državah v razvoju in da obstaja močna korelacija med dohodki države ter stopnjo korupcije (Unleashing entrepreneurship: making business work for the poor, 2004, str. 16).

Omejitve pri investiranju za domače in tuje investitorje pomembno vplivajo na vlogo zasebnega kapitala v državi. V mnogih azijskih državah na primer, kjer je domače varčevanje dosegalo 30 % bruto domačega proizvoda, so do pred kratkim institucionalni investitorji imeli omejitve pri investiranju v sklade zasebnega kapitala (Leeds & Sunderland, 2003, str. 15). Slaba zakonodaja o varovanju delničarjev, predvsem manjšinskih lastnikov, je v mnogih razvijajočih se državah povzročila umik skladov zasebnega kapitala, če ti niso imeli večinskega deleža v podjetju. Lerner in Schoar (2004, str. 18, 19) sta ugotovila, da boljši zakoni varovanja investitorjev pripomorejo k hitrejšemu razvoju in globini finančnih trgov ter boljšim pogojem za prve javne ponudbe delnic podjetja na borzo, kar vpliva na izhode iz investicij.

Cumming in Fleming (2002, str. 4, 27) sta analizirala dejavnike, ki vplivajo na strategije izhoda na trgih držav v razvoju v Aziji, kjer sta opredelila indeks legalnosti v državi glede na učinek pravnega sistema, učinek korupcije, možnosti razlastitve sredstev, pravic malih delničarjev in drugih dejavnikov ter uporabila indeks za izračun korelacije s strategijo izhoda. Ugotovila sta, da v državah, kjer je indeks legalnosti višji, izstopi iz investicij več skladov s prvo javno ponudbo. V nasprotju s tem sta ugotovila, da se v državah, kjer je indeks legalnosti nižji, upravljavci skladov odločajo za izstop preko prodaje deleža strateškemu partnerju ali drugim finančnim institucijam.

Države so na različni stopnji razvoja pravnega sistema in zakonodaje, vendar je v osnovi cilj povsod enak: ustvariti pravno državo, ki bo omogočala učinkovito poslovanje in varovala investitorje. To omogoča delujoč pravni sistem, urejene pravice delničarjev, ureditve delovanja finančnih institucij ter delujoč sistem za reševanje sporov. Implementacija in delovanje celotnega pravnega sistema v praksi določa stopnjo tveganja poslovanja v posamezni državi.

2.3 Možne strukture skladov

Struktura partnerske organizacije družb je značilna v razvitih državah in je služila tudi kot model za nekatere države v razvoju, na primer v Latinski Ameriki (Lerner & Hardyman, 2002, str. 430). Problem nastane v državah, kjer takega partnerstva ni mogoče ustanoviti. Tak primer najdemo v Aziji, kjer so skladi oblikovani kot družbe z omejeno odgovornostjo in imajo zato probleme pri ustanavljanju in predvsem pri izstopih iz investicij. Imajo pa v nasprotju s partnersko organizacijo družb investitorji v tem primeru večjo vlogo, saj so kot lastniki upravičeni do sodelovanja.

Predvsem z davčnega vidika je pomembno, kakšne so možne strukture skladov. Zakonodaja v državah v razvoju narekuje različno okolje za institucionalne investitorje, transparentnost poslovanja, transakcijske stroške in davčne olajšave, zato se tudi struktura skladov prilagaja okoliščinam v državi (Naqi & Hettihewa, 2007, str. 340).

2.4 Viri financiranja skladov zasebnega kapitala

Na trgu zasebnega kapitala v razvijajočih se državah so tako kot na razvitih trgih največji institucionalni vlagatelji pokojninski skladi ter skladi skladov. Vendar pa imajo pomembno vlogo pri zagotavljanju sredstev in pospeševanju aktivnosti tudi institucije za financiranje razvoja. Te institucije so že v 80-ih letih vstopile na trge držav v razvoju z namenom, da pomagajo pri razvoju in kot spodbuda za druge institucionalne vlagatelje v zasebni kapital držav v razvoju. Kljub temu da so bile deležne kritik, na primer, da vlagajo v napačne sklade ali regije in da dajejo preveč omejujoče pogoje sodelovanja, predstavljajo pomembno vlogo pri sooblikovanju trga zasebnega kapitala (Lerner & Hardyman, 2002, str. 431). Institucije za finančni razvoj imajo tako sredstva kot tudi vpliv na lokalne vladne organizacije, zato imajo naslednje naloge (Leeds & Sunderland, 2003, str. 15):

1. Financiranje

Institucije za finančni razvoj imajo kredibilnost v očeh ostalih investorjev, kar pomeni, da vložena sredstva služijo tudi kot signal drugim investorjem.

2. Pomoč pri oblikovanju politike zasebnega kapitala v državah v razvoju in oblikovanje reform

Objektivnost institucij za finančni razvoj vpliva na liberalizacijo trgov zasebnega kapitala in harmonizacijo računovodskih standardov.

3. Podpora inovativnim novostim

Institucije za finančni razvoj morajo služiti kot inkubatorji za inovativne ideje v privatnem sektorju, na primer zagotavljati izhodiščni kapital (angl. *seed capital*).

4. Izobraževanje domačih upravljavcev skladov

Neizkušenosť in pomanjkanje znanja domačih upravljavcev skladov pogosto zavira razvoj skladov zasebnega kapitala v državah v razvoju, zato je izobraževanje s strani institucij za finančni razvoj posebej dobrodošla.

Mednarodni denarni sklad, ki je ena pomembnih ustanov za financiranje razvoja, je v letu 2007 namenil skladom zasebnega kapitala in investicijskim skladom v državah v razvoju 250 milijard USD, v letu 2008 pa skoraj 400 milijard USD kapitala. Med letom 2000 in 2007 je bilo s pomočjo Mednarodnega denarnega sklada sponzoriranih 255 malih in srednjih podjetij. Kljub temu investicije Mednarodnega denarnega sklada v zasebni kapital in investicijske sklade predstavljajo relativno majhen delež v portfelja (4 % v letu 2008) v primerjavi z investicijami na globalne finančne trge (38 %), v proizvodnjo in storitve (18 %) ter infrastrukturo (16 %).

2.5 Politična in makroekonomska tveganja

Pri vrednotenju investicij v razvijajočih se državah je potrebno upoštevati številne dejavnike tveganja. Upravljalci sklada zasebnega kapitala po pogajanjih s podjetjem opravijo skrbni pregled podjetja, kjer morajo upoštevati določena tveganja. Skladi se soočajo z bolj tveganim političnem okoljem, makroekonomskimi dejavniki in pomanjkanjem informacij. Zaradi vseh tveganj morajo pri vrednotenju upoštevati prilagoditve za razvijajoče se države.

2.5.1 Vrste tveganj

Tveganja, specifična za državo, so opredeljena kot možnosti spremembe okoliščin poslovanja, ki vplivajo na donose in vrednost sredstev podjetja zaradi sprememb na politični in makroekonomski ravni ter ostalih dejavnikov (Ries, b.l.).

1. **Politično tveganje** se nanaša predvsem na spremembe pomembnih zakonov za poslovanje s strani vlade v določeni državi, revolucije, spremembe politike vladanja in spremembe davčne zakonodaj. V državah v razvoju je toliko bolj razširjena tudi korupcija, ki vpliva na upravljanje in vodenje podjetij, gibanja na finančnih trgih in nestabilno okolje poslovanja (Bruner, Conroy, Estrada, Kritzman & Li, 2002, str. 314)
2. **Makroekonomska tveganja** so zaradi večje volatilnosti trgov držav v razvoju pomemben dejavnik pri vrednotenju. Med drugim štejemo sem stopnjo inflacije, obrestne mere ter gibanje menjalnih tečajev. Inflacija vpliva na nominalne in realne rezultate podjetij. Precenjena je na primer prodaja in dobiček pred obrestmi in davki zaradi prenizke amortizacije sredstev (Koller, Goedhart & Wessels, 2005, str. 610). Predvsem na kratki rok so pomembna gibanja tečaja, saj tudi ta vplivajo na

precenjene ali podcenjene rezultate podjetij. Čeprav so gibanja tečajev enako pomembna tudi pri vrednotenju investicij na razvitih trgih, so v državah v razvoju razponi menjalnih tečajev večji, kar poveča tveganje naložb. Kot svarilo, kako nepredvidljivi so trgi držav v razvoju, Lerner in Hardyman (2002) omenjata azijsko finančno krizo v letu 1997, ki jo je povzročila močna devalvacija azijskih valut v primerjavi z dolarjem. Obrestne mere prav tako nihajo med leti, kar vpliva na ceno dolga v državi in posledično na strukturo financiranja podjetja.

3. Med **ostale dejavnike** Ries (b.l.) šteje tveganja vojne, ki povzročijo vsesplošen razdor poslovnega okolja ter delavska gibanja, ki povzročijo dražjo delovno silo ter motnje v proizvodnji.

Informacije so na trgu zasebnega kapitala poseben dejavnik. Kot prvo, podjetja, ki so v zasebni lasti, niso zavezana razkrivanju poslovnih podatkov investitorjem in kot drugo, v razvijajočih se državah niso težko dostopne le informacije o podjetju, ampak tudi objektivne informacije o poslovnem, makroekonomskem in političnem okolju v državi.

2.5.2 Metode vrednotenja

Vrednost podjetja je sestavljena iz trenutne vrednosti ter pričakovanih prihodnjih vrednosti, zato mora vrednotenje vsebovati informacije tako o trenutnem poslovanju podjetja kot tudi zanesljive informacije o prihodnjih okoliščinah poslovanja, ki so pogosto nedostopne. Poleg tega so nezanesljivi računovodski standardi in netransparentnost poslovanja ključne pomanjkljivosti pri vrednotenju podjetij v razvijajočih se državah (Bruner et al., 2002, str. 312).

Literatura omenja različne pristope k vrednotenju investicij v državah v razvoju. Najbolj pogosta metoda je metoda diskontiranega denarnega toka, kjer je v diskontno stopnjo vključeno tudi dodatno tveganje, značilno za določeno državo, sektor ali podjetje. Upravitelji skladov zasebnega kapitala morajo v vrednotenje vključiti prej omenjena tveganja, kar lahko naredijo z oceno popravljenih denarnih tokov v prihodnosti ali pa z dodatno premijo za tveganje. Za kontrolo uporabljajo tudi metodo primerljivih podjetij. V nadaljevanju so opisane te tri metode.

Prva in druga metoda temeljita na izračunu neto sedanje vrednosti investicije. Neto sedanja vrednost (angl. *net present value – NPV*) je metoda, ki temelji na izračunu diskontiranih denarnih tokov v prihodnosti. Tveganja so lahko vključena pri izračunu prihodnjih ocenjenih denarnih tokov ali pa kot dodatna premija za tveganje pri izračunu stroškov kapitala. Slabost NPV je, da za izračun tehtanega povprečja stroška kapitala predvideva ciljno kapitalsko strukturo in nespremenljivo davčno stopnjo, kar lahko odpravimo z izračunom prilagojene sedanje vrednosti (angl. *adjusted present value – APV*). APV upošteva tudi prihodnjo kapitalsko strukturo podjetja in možnost neto izgub v določenih letih (Lerner & Hardyman, 2002, str. 195). Prihodnja kapitalska struktura je pomembna predvsem pri odkupu podjetij z vzvodom, ker so sprva podjetja zelo zadolžena in z leti

zmanjšujejo zadolženost. Možnost vključitve neto izgube poslovanja je pomembna predvsem pri financiranju podjetij v zgodnji stopnji razvoja, ko dobički še niso realizirani.

1. Popravek premije za tveganje

Državna in politična tveganja so težko predvidljiva, zato jih je lažje kot v denarne tokove podjetij vključiti kot dodatno premijo za tveganje. Ta naj bi predstavljala politična in ekonomska tveganja in omogočala hiter izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala, ki je diskontna stopnja pri izračunu neto sedanje vrednosti (Pereiro, 2006, str. 168). Izračun tehtanega povprečja stroška kapitala v državah v razvoju je težka naloga, ki pogosto temelji na izkušnjah in intuiciji investitorjev.

2. Scenariji denarnih tokov

Po mnenju nekaterih avtorjev je bolj primeren pristop tisti, pri katerem s pomočjo scenarijev dodatna tveganja vključujejo denarni tokovi. Verjetnostni scenariji prinašajo bolj točne tržne vrednosti kot prva metoda in poleg tega točno določijo dejavnike ter obseg njihovega vpliva na denarni tok podjetja (James & Koller, 2000, str. 83-85).

3. Primerljiva podjetja

Tretja metoda, ki jo skladi zasebnega kapitala uporabljajo kot kontrolno metodo, je metoda primerljivih podjetij. Metoda dobro deluje predvsem na razvitih trgih, kjer so vzorci primerljivih podjetij dovolj veliki. Na učinkovitost metode vpliva dostopnost podatkov, ki jih za podjetja v zasebni lasti ni lahko pridobiti. Skladi zasebnega kapitala morajo izbrati podjetja, ki niso v zasebni lasti za primerljiva podjetja, kar lahko pripelje do zavajajočih podatkov. Rezultate morajo zato prilagoditi za faktor nelikvidnosti naložbe v zasebna podjetja. (Lerner & Hardyman, 2002, str. 198).

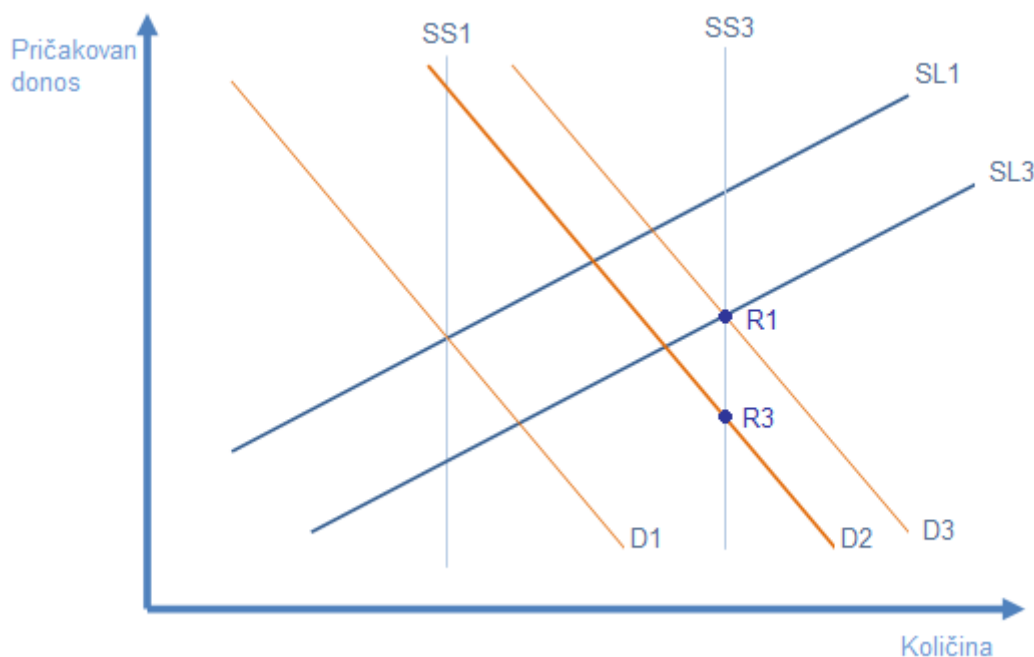
2.6 Vloga upravljavcev skladov zasebnega kapitala

Kot že omenjeno v delu o zbiranju sredstev sposobnost upravljavcev skladov, da najdejo investicijske priložnosti, vpliva na nadaljnje zbiranje sredstev, saj investitorji raje vlagajo v sklade, ki jih upravljajo menedžerji z izkušnjami. Vendar na precej špekulativnih trgih, kot so trgi zasebnega kapitala v državah v razvoju, pogosto pride do prevelikega investiranja in posledično do neravnovesja med ponudbo in povpraševanjem po zasebnem kapitalu. Balboa in Marti (2003, str. 29) v svoji raziskavi o dejavnikih, ki vplivajo na zbiranje sredstev za sklade zasebnega kapitala, ugotovita pozitivno korelacijo med investicijami v prejšnjem letu in zbiranju sredstev v tekočem letu. Tako konkurenca med upravljavci skladov omogoča, da bodo upravljavci, ki so bili bolj sposobni pridobiti investicije v letu prej, zbrali več sredstev.

V državah v razvoju z vidika upravljanja skladov nastaneta dva problema. Prvi je pojav t. i. grandstandinga¹¹, kjer se upravljavci sklada zaženejo v čim prejšnji izstop iz investicije, da bi si ustvarili ugled, kar bi jim v prihodnje dalo referenco za nadaljnje zbiranje sredstev. Tako delovanje večkrat vodi v dolgoročen slab vpliv na podjetja, v katera investirajo, in slabo povračilo za investitorje (Lerner & Hardyman, 2002, str. 22, 478).

Drugi problem zasledimo, ko se ustvarja neravnovesje na trgu ponudbe in povpraševanja po zasebnem kapitalu. Balboa in Marti (2003, str. 10) sta ponudbo zasebnega kapitala določila kot zbrana sredstva, ki so jih investitorji namenili skladom zasebnega kapitala, povpraševanje pa kot dejanske investicije skladov zasebnega kapitala v države v razvoju. Kot kaže spodnja slika 7, je kratkoročno ponudba zasebnega kapitala popolnoma neelastična, saj zbiranje sredstev in ustanovitev novih skladov zahteva nekaj mesecev (SS1 in SS3). Na razvijajočih trgih na dolgi rok zasledimo pretirano ponudbo zasebnega kapitala. Z razvojem in rastjo trgov se pojavlja vedno več podjetij, ki kažejo potrebo po zasebnem kapitalu, kar premakne povpraševanje po zasebnem kapitalu iz D1 v D2 na grafu. Upravljavci skladov vidijo v rasti trgov nove priložnosti za investiranje. Ker na trgu ni določene količine investitorjev, pogosto pride do prekomernega investiranja, saj nove priložnosti in želje po večjih dobičkih privlačijo nove investitorje. To pomeni, da se dolgoročna ponudba premakne iz SL1 v SL3. Tu investitorji pričakujejo donos R1, vendar pa se zaradi precenitve povpraševanja, ki ni v D3 ampak v D2, srečajo z nižjimi donosi (R3), kot so sprva pričakovali.

Slika 7: Ponudba in povpraševanje po skladih zasebnega kapitala



Vir: M. Balboa & J. Marti, An integrative approach to the determinants of private equity fundraising, 2003, str. 11.

¹¹ Grandstanding je razložen kot bahavo delovanje z namenom, da se naredi vtis na opazovalce.

Zaradi večjih tveganj na trgih držav v razvoju je vedno bolj pomembno prispevanje sredstev s strani upravljalcev skladov, saj vložek lastnih finančnih sredstev zagotavlja večjo angažiranost upravljalcev za sklad. Združenje zasebnega kapitala razvijajočih se držav v poročilu o zasebnem kapitalu ugotovi, da več kot polovica institucionalnih partnerjev želi sočasno investiranje upravljalcev skladov.

2.7 Razmere upravljanja in vodenja podjetja

Stanje kulture upravljanja in vodenja podjetja je bistven dejavnik, ki ga upoštevajo upravljalci skladov zasebnega kapitala, ko se odločajo o investicijah. Pri odnosu med menedžmentom in lastniki podjetja pogosto pride do problema principala in agenta, kjer gre za nesoglasje med interesi menedžmenta podjetja in lastniki. Za razliko od konflikta med menedžmentom in lastniki so skladi zasebnega kapitala pogosto vpeti tudi v samo vodenje in upravljanje podjetja. Pravzaprav lahko ravno na tem področju upravljalci skladov zasebnega kapitala prispevajo dodano vrednost podjetju. Cumming in Walz (2004, str. 22) sta našla pozitivno korelacijo med dobro politiko upravljanja in vodenja podjetij ter uspešnostjo skladov zasebnega kapitala. Opozorila sta tudi na pomembno vlogo zakonodaje, ki vpliva na kvaliteto upravljanja in vodenja podjetja.

V državah v razvoju pogosto upravljanje in vodenje podjetja predstavlja problem, ker vodstvo podjetja ni dovolj izkušeno, ali pa ni pripravljeno sodelovati z upravljalci skladov. Mnoga mala in srednja podjetja so v družinski lasti, kar še dodatno oteži sodelovanje z vodstvom podjetja. Človeški viri so izjemno pomembni pri specifičnem trgu, kot je zasebni kapital in problem v državah v razvoju je pomanjkanje možnosti pridobivanja takega znanja ter odhod potencialnih podjetnikov in strokovnjakov v tujino. Upravljalci skladov opozarjajo tudi na pomanjkljive računovodske standarde in nepripravljenost sodelovanja s strani vodstva podjetja, kamor so investirali.

Angažiranost vodstva podjetja ter upravljalcev skladov zasebnega kapitala, ki nastopajo kot lastniki in svetovalci, lahko podjetju prinese dodano vrednost, doseženo z dobrim upravljanjem in vodenjem podjetja. Sullivan in Lim (2004) poudarjata, da je zaradi dolgoročnosti investicije, interes upravljalcev sklada sposoben menedžment podjetja, ki sodeluje z upravljalci in doprinese k večji dodani vrednosti podjetja. Pred investiranjem morajo upravljalci skladov točno preučiti delovanje menedžmenta podjetja, po investiciji pa zagotoviti dober nadzor nad poslovanjem, prevzeti vlogo svetovalca, po potrebi zagotoviti nadaljnja sredstva ter prisostvovati pri vzpostavljanju profesionalnega okolja v podjetju (Sagari & Guidotti, 1992, str. 11). Vloga upravljalcev skladov zasebnega kapitala se mora tako spremeniti iz pasivne vloge investiranja ter pobiranja dobičkov v aktivno vlogo pri razvoju ter prestrukturiranju podjetij, v katera investirajo.

Kljub temu da upravljalci skladov in menedžerji podjetij niso toliko izpostavljeni problemu principala in agenta, je ta problem treba omeniti pri razmerju med institucionalnimi investitorji in upravljalci skladov. Vrednosti naložb skladov so lahko

precejene, saj je v interesu upravljavcev skladov nadaljnje zbiranje sredstev za nove investicije. Prikrojena vrednotenja lahko zavedejo institucionalne investitorje, kar spet privede do prekomernega investiranja v sklade zasebnega kapitala (Cumming & Walz, 2004, str. 27).

2.8 Struktura investicij

Na razvitih trgih upravljavci skladov uporabljajo vrsto finančnih instrumentov pri financiranju naložb. Sporazum med upravljavci zasebnega kapitala ter podjetjem mora vključevati tako interese in pravice sklada kot tudi podjetja. Bistvena vprašanja pri financiranju investicije s strani upravljavcev so likvidnost naložbe, zaščita pravic lastnikov ter nadzor nad poslovanjem podjetja. V ta namen se lahko uporabljajo naslednji instrumenti (Sagari & Guidotti, 1992, str. 20):

1. **Redne delnice** so primerne pri investicijah, kjer ima financirano podjetje velik potencial rasti, saj bo ob rasti podjetja likvidnost naložbe vedno večja. Slabost takega financiranja je ob primeru stečaja podjetja, saj so lastniki rednih delnic poplačani zadnji. Upravljavci se pri takem načinu financiranja soočajo s problemom kontrole, ki je omejena, če je sklad manjšinski lastnik.
2. **Prednostne delnice** omogočajo skladu večjo zaščito, saj so izplačane prej kot redne delnice v primeru stečaja podjetja ali likvidacije sklada.
3. **Dolg s poroštvom** (angl. *debt with warrant*), kjer so na dolg vezane opcije za nakup rednih delnic. S tem lastniki lahko sodelujejo pri rasti vrednosti podjetja.
4. **Dolg najvišjega reda** (angl. *senior debt*) prinaša prednostno pozicijo v primeru likvidacije sklada ali stečaja podjetja, slabost pa je, da sklad zasebnega kapitala ne sodeluje pri rasti vrednosti podjetja. Zadolženost podjetja je v primeru takega financiranja zelo visoka.

V državah v razvoju se večinoma uporabljajo redne delnice, saj so varovanja pravic investorjev pomanjkljiva. Lerner in Schoar (2004, str. 3 in 4) ugotavljata, da je izbira finančnih instrumentov odvisna od zakonodaje v določeni državi ter investicijske strategije sklada zasebnega kapitala. V ZDA, najbolj razvitem trgu zasebnega kapitala, je delež financiranja z rednimi delnicami v transakcijah manjši od 10 %, medtem ko je v državah v razvoju več kot polovica transakcij financirana na tak način. Le z zadostno količino rednih delnic si sklad zasebnega kapitala lahko zagotovi kontrolni delež v podjetju in s tem zavaruje svoje interese, saj pravni sistem v državah ne varuje dovolj interesov investorjev.

3 SREDNJA IN ZAHODNA EVROPA

3.1 Zaključek tranzicije in priključitev Evropski Uniji

Gospodarstva držav SVE so zanimiva z vseh ekonomskih vidikov zaradi nedavnega razvoja držav. V zadnjih petnajstih letih so prej komunistične države z relativno hitro tranzicijo prešle v demokratične države, kjer danes deluje sistem tržnega gospodarstva. Kljub priključitvi Evropski Uniji, ki po mnenju Svetovne Banke pomeni zaključek tranzicije, so države SVE v mnogih pogledih še vedno razvijajoča se gospodarstva. Zaradi tranzicije in priključitve so zato zanimive kot primer uspešnega, a kljub temu še trajajočega razvoja gospodarstva, finančnih trgov ter trga zasebnega kapitala.

Države so na različnih stopnjah razvoja, vendar imajo kljub temu veliko skupnega. Tranzicija je potekala na področju gospodarstva, politične sfere, pravnega sistema in v socialnem okolju, poleg tega je bila v celotni regiji izvedena v mirnih okoliščinah in relativno hitro (Cviic, 2006, str. 10). Pomemben del tržnega gospodarstva je podjetniška kultura, ki se je morala s preходом na tržni sistem krepko spremeniti. Najprej je bila pomembna privatizacija državnih podjetij, reforma pravnega sistema, reforma računovodskih standardov, pravice delničarjev ter davčne reforme za podjetja. Podjetništvo je postalo novo gonilo gospodarstva, zato so morale države zagotoviti možnosti za nadaljnjo rast podjetniške kulture. Liberalizacija cen ter nove možnosti mednarodnega sodelovanja so prinesle zanimive možnosti za tuje in domače investitorje, reforme bančnega sistema pa so omogočile tudi učinkovit vir financiranja privatnih podjetij.

Deset let po začetku tranzicije je bil delež privatnega sektorja v bruto domačem proizvodu med 60 % in 80 % v državah SVE, a so bili pogoji za novoustanovljena mala in srednja podjetja še vedno slabi. Največji problem je predstavljalo predvsem financiranje, saj finančni trgi niso bili učinkoviti in banke niso dajale kreditov novim podjetjem. Neposredne tuje naložbe, skladi za razvoj različnih organizacij, vladni skladi za razvoj in zasebni kapital so postajali vedno bolj razširjeni, zato je tudi podjetniška klima v državah postajala vedno bolj napredna. Danes predstavljajo mala in srednja podjetja v Evropski Uniji glavni vir zaposlovanja, inovacij in predstavljajo 99 % vseh podjetij (Smith, 2006, str. 15).

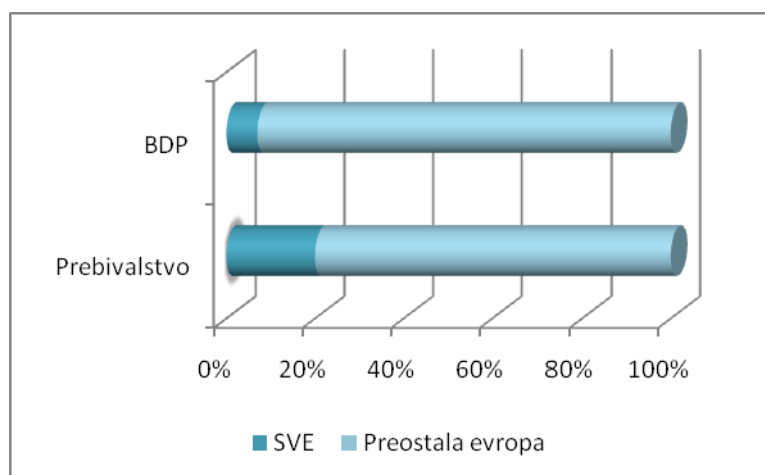
Vloga Evropske Unije je bila pri razvoju SVE ključnega pomena. Po opustitvi komunističnega režima je želja po priključitvi vodila države skozi hitro tranzicijo proti članstvu v Evropski Uniji. Od leta 1990 Evropska Unija omogoča državam v razvoju finančno pomoč pri razvoju in stabilizaciji gospodarstev. Cviic (2006, str. 10) v svojem prispevku o tranziciji SVE poudarja, da so hitro tranzicijo držav omogočili ekonomski pogoji za pristop k Evropski Uniji, h katerim so stremele države že pred priključitvijo in ki so omogočili sinhroni razvoj regije. Evropski skladi so predvsem najmlajšima članicama Evropske Unije Romuniji in Bolgariji pomagali pri rekonstrukciji gospodarstva, višji produktivnosti ter rasti bruto domačega proizvoda.

V začetku tranzicije je bil cilj vseh držav osredotočen na stabilizacijo, liberalizacijo in privatizacijo gospodarstva, pozabile pa so na institucionalne reforme, ki so ključne za nadaljnji razvoj. Strukturne reforme institucionalnega okvira na vseh področjih so tako danes v ospredju (Hildebrandt, 2002). Strukturne spremembe omogočajo višanje produktivnosti v gospodarstvu, ki je pogojena z demografsko strukturo delovne sile, stopnjo zaposlenosti, stopnjo izobrazbe delovne sile in tehnologijo. Zakonodaja in davčna politika morata spodbujati investicije v raziskave in razvoj ter izobraževanje. Cilj reform je vzpostaviti podjetništvu prijazno okolje, možnosti za inovacije, globalno integracijo in konkurenčnost gospodarstva (Trichet, 2006).

3.2 Makroekonomski kazalniki razvoja

Strukturne reforme bodo v SVE v prihodnje zagotavljale visoko stopnjo rasti gospodarstva in približevanje razviti Zahodni Evropi. Delež prebivalstva, ki ga predstavljajo države SVE v Evropski Uniji, je bilo v letu 2007 okoli 20 %, medtem ko je delež v celotnem bruto domačem proizvodu Evropske Unije manj kot 7 %, kar kaže na potencialno rast in razvoj gospodarstva.

Slika 8: Delež prebivalstva SVE v Evropski Uniji in delež prispevka SVE k celotnemu BDP-ju Evropske Unije v letu 2007 (v %)



Vir: EUROSTAT.

Hitra rast razvijajoče se Evrope je rezultat mnogih dejavnikov. Pritok tujega kapitala v regijo je bil ogromen zaradi pričakovanih investitorjev po višjih donosih, hitro se je razvijal sektor storitev, domača potrošnja je bila visoka in produktivnost gospodarstva se je izboljšala. Strukturne reforme so že zdaj doprinesle k ekonomski rasti, Baltske države na primer so močno zmanjšale vlogo države v gospodarstvu in vzpostavile dobro investicijsko klimo in tudi v preostali regiji so se države odprle za mednarodno menjavo in izboljšale fleksibilnost trga dela (Regional economic outlook: Europe-reassessing risk, 2008). V nasprotju s povprečno 2,9 % rastjo gospodarstva v letu 2007 v celotni EU je ta v državah SVE presegala 6 % (z izjemo Madžarske), kar kaže na približevanje povprečju Evropske Unije. Najvišjo rast BDP-ja sta v regiji dosegli Latvija in Slovaška, najnižjo pa Madžarska

zaradi davčne politike, ki je zmanjšala domačo potrošnjo in investicije podjetij. Spodnja tabela 1 prikazuje makroekonomske kazalnike posameznih držav.

Tabela 1: Makroekonomski kazalniki razvoja v državah v letu 2007

Kazalniki/ države	BDP (mio EUR)	Rast realnega BDP (%)	BDP p.c. (EUR)	Inflacija (%)	Prorač. pres. (%BDP)*	Javni dolg (% BDP)
Bolgarija	28.899	6,2	3.763	8,0	0,1	18,2
Češka	127.143	6,0b	12.359	3,5	-1	28,9
Estonija	15.270	6,3	11.375	7,3	2,7	3,5
Latvija	28.423	10,0	12.459	10,8	0,1	9,5
Litva	21.111	8,9	6.237	6,3	-1,2	17
Madžarska	101.131	1,1	10.047	7,8	-5	65,8
Poljska	308.638	6,6	8.095	2,8	-2	44,9
Romunija	123.847	6,2	5.743	5,2	-2,6	12,9
Slovaška	54.857	10,4	10.171	2,0	-1,9	29,4

Legenda: * V primeru, da je vrednost negativna, pomeni proračunski primanjkljaj

Vir: EUROSTAT.

Inflacija v SVE je bila v letu 2007 posledica rasti cen hrane in energije. Cene hrane so se dvignile predvsem zaradi večje mednarodne menjave in približevanja plač evropskemu povprečju. Najvišjo stopnjo inflacije je zabeležila Latvija (glej tabelo 1), kjer so na inflacijo vplivale predvsem regulirane cene¹² in domača potrošnja. Načrt Češke je bil prevzem evra v letu 2010, zato si je prizadevala za nizko stopnjo inflacije, kar ji je v letu 2007 tudi uspelo, vendar se je datum za prevzem evra zaradi drugih fiskalnih in političnih okoliščin prestavil (Transition report update 2007, 2007, str. 28).

Proračunski presežek in javni dolg sta v državah SVE zelo različna. V najslabšem položaju je bila v letu 2007 Madžarska, katere proračunski primanjkljaj je znašal 5 % BDP-ja, kar je sicer pomenilo izboljšanje glede na prejšnja leta zaradi ostrejšje davčne politike (glej tabelo 1). Drugi največji deficit je imela Romunija na račun povišanja infrastrukturnih investicij države. Bolgarija, Latvija in Estonija so v letu 2007 beležile proračunski presežek, zadnja celo 2,7 % na račun višjih davkov. Na tekočem računu plačilne bilance države beležijo primanjkljaje predvsem zaradi količine tujih investicij, kar naj bi dolgoročno spodbujalo rast gospodarstev in posledično zmanjšanje primanjkljaja. V letu 2007 je edino Madžarska presegla 60 % javni dolg, ki je eden od Maastrichtskih kriterijev¹³.

¹² Regulacija cen se nanaša na politike določanja maksimalnih in minimalnih cen s strani države.

¹³ Države članice EU morajo za prevzem Evra zadostiti štirim Maastrichtskim kriterijem: inflacija ne sme biti več kot 1,5 % višja kot tri najnižje stopnje inflacije Evro držav, javni dolg ne sme presegati 60 % BDP-ja, države morajo biti del ERM II (domača valuta lahko variira v mejah ± 15 % v primerjavi s centralnim tečajem domače valute proti Evru) in obrestne mere ne smejo presegati najnižjih treh dolgoročnih obrestnih mer v Evro državah za več kot 2 %.

Makroekonomski kazalniki kažejo, da se države SVE razvijajo v pravi smeri, nekatere delujejo na določenih področjih celo bolje od razvitih držav v Evropski Uniji. Kljub temu na trgih obstajajo tveganja, ki vplivajo na stabilnost gospodarstev (Wells & Jansson, 2006):

1. Države imajo proračunski in trgovinski primanjkljaj.
2. Na makroekonomsko stabilnost še vedno vplivajo politična tveganja.
3. Visoko tveganje predstavlja volatilitnost menjalnih tečajev, saj so države zelo odprte za mednarodno menjavo.
4. Hitra rast bruto domačega proizvoda lahko povzroči pregrevanje gospodarstev.

3.3 Finančni trgi

Velik pogoj za zdravo rast gospodarstva predstavljajo učinkoviti finančni trgi, ki omogočajo financiranje investicij ter z globalno integracijo povečujejo produktivnost in konkurenčnost domačega gospodarstva. V SVE je posebnost bančnega trga, ki predstavlja dolžniško financiranje, da je v večinski tuji lasti, zato je bila rekonstrukcija bančnega sektorja v SVE uspešna, saj so tuje banke prinesle svež kapital in »know-how« ter s tem okrepile konkurenčnost na bančnih trgih (Padoa-Schioppa, 2002, str. 5). Pri tem so bile banke relativno nenaklonjene posojilom malim in srednjim podjetjem, ki so predstavljala zibelko inovativnosti in rasti gospodarstva, zato je bil pomen kapitalskih trgov v regiji izredno pomemben.

Značilnosti kapitalskih trgov SVE sta plitkost in nizka likvidnost. Razvoj kapitalskih trgov ni uspešno sledil rasti gospodarstva, velika podjetja, na primer na Češkem, so se odločila za prenehanje kotiranja na domači borzi in kotacijo na tujih borzah, saj hitra privatizacija brez pravnega in institucionalnega okvira ni bila uspešna (Thimann, 2002, str. 11). Največ trgovanja na borzah SVE predstavljajo delnice večjih podjetij, ki so bila privatizirana. To je slabo tako za investitorje, saj nimajo možnosti za razpršitev naložb, kot tudi za manjša podjetja, ki zaradi nizke likvidnosti ne dosežejo financiranja. Domači investitorji so bili še do pred kratkim zelo konservativni, kar se trenutno spreminja in temu sledi tudi prilagajanje zakonodaje. Z vidika skladov zasebnega kapitala nizka likvidnost in plitkost trga predstavljata velik problem predvsem pri izhodih iz investicij.

Dve glavni oviri na strani kapitalskih trgov v SVE sta za sklade zasebnega kapitala ozek spekter sektorjev in slaba likvidnost (Middleton, Fifield & Power, 2007, str. 16). Razvitost kapitalskih trgov je merjena z deležem tržne kapitalizacije v BDP-ju, ta kaže velikost in učinkovitost alokacije privatnega kapitala v gospodarstvu. Tržne kapitalizacije v SVE so v primerjavi z razvitimi trgi nizke, vendar pa so v zadnjih letih skokovito rasle. V primerjavi z letom 2003 je tržna kapitalizacija do leta 2007 zrasla za 60 % v Romuniji, skoraj 400 % na Poljskem in rekordnih 619 % v Bolgariji (glej tabelo 2). Delež tržne kapitalizacije v BDP-ju držav se je v letu 2007 gibal med nizkih 8 % na Slovaškem, do 47% na Poljskem. Delež tržne kapitalizacije v BDP-ju kaže precenjenost ali podcenjenost

določenega kapitalskega trga. V primerjavi z najbolj razvitima kapitalskima trgoma v ZDA in Veliki Britaniji, kjer je delež v letu 2007 znašal 132 % in 128 %, so trgi SVE močno podcenjeni, saj je razmerje v vseh v letu 2007 znašalo pod 50 %. V tabeli 2 je razviden poleg majhnosti trgov tudi problem majhne likvidnosti trgov, ki jo kaže promet na trgih in je v letu 2007 znašal med borih 2,38 milijarde evrov v Baltskih državah do 133,06 milijarde na Poljskem. Eno od možnih rešitev za povečanje likvidnosti in globine trgov vidijo investitorji v združitvi nacionalnih borz, kot so to že naredile Baltske države. Osnovna ideja skupnega trga je čezmejno trgovanje, ki dolgoročno uskladi trg do te mere, da je razvoj v državah enako hiter (Middleton et al, 2007, str. 26-27).

Tabela 2: Kazalniki razvoja kapitalskih trgov v letu 2007 in 2008 v obravnavanih državah

Država	Tržna kapitalizacija (mrd EUR)		Delež tržne kapitalizacije v BDP (%)		Promet (mrd EUR)		Rast tr. kapit. v letu 2007 v primerjavi z letom 2003
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
Češka	48	30	38%	19%	37,99	31,98	291%
Poljska	144	68	47%	19%	133,06	79,38	392%
Madžarska	34	13	31%	12%	34,37	19,91	138%
Slovaška	5	4	8%	6%	10,45	n.p.	107%
Baltske države*	13	5	-	-	2,38	0,98	100%
Bolgarija	15	6	56%	15%	4,23	1,09	619%
Romunija	25	6	19%	5%	3,80	1,72	59%

Legenda: *Litva, Latvija in Estonija delujejo na skupnem trgu OMX Baltic

Vir: Borze posameznih držav, EUROSTAT.

Podatki za leto 2008 kažejo na velik vpliv svetovne finančne krize v SVE regiji. Tržne kapitalizacije so se več kot prepolovile in delež tržne kapitalizacije v BDP-ju je padel na 5% v Romuniji in Bolgariji do okoli 20 % na največjih trgih Poljske in Češke, krepko pa se je zmanjšala tudi likvidnost trgov. Tabela 3 kaže vpliv finančne krize na gibanje cen glavnih tečajev na nacionalnih borzah, ki so v primerjavi z letom 2007 padli za okoli 50 % na Češkem, Poljskem in Madžarskem ter največ 79,7 % v Bolgariji.

Tabela 3: Rast glavnega borznega indeksa med letoma 2007 in 2008 (v %)

Država	Indeks	Rast indeksa 07/08
Češka	Prague PX	-52,7%
Poljska	WIG20	-51,1%
Madžarska	BUX	-52,7%
Slovaška	SAX	Ni podatka
Baltske države	OMX Baltic Benchmark GI	-66,7%
Bolgarija	SOFIX	-79,7%
Romunija	BET	-70,5%

Vir: Borze posameznih držav.

Če ne upoštevamo svetovne finančne krize, poteka razvoj finančnih trgov SVE v pravi smeri. Harmonizacija zakonodaj, podpora države z davčno politiko, vpliv tujih investorjev, čezmejno lastništvo in mednarodne združitve finančnega sektorja bodo

dolgoročno prinesle večjo učinkovitost finančnih trgov in globalno integracijo finančnih trgov SVE s svetovnimi trgi.

3.4 Pregled pravnega in davčnega sistema

Pravni sistem in davčni sistem Evropsko združenje čistega tveganega kapitala in zasebnega kapitala meri na podlagi 30 spremenljivk, ki določajo sedem različnih kazalnikov: okolje za pokojninske sklade, okolje za zavarovalnice, strukture skladov, davčne spodbude, spodbude za podjetništvo, fiskalne spodbude za R&R ter spodbude za človeški kapital¹⁴. Za potrebo te naloge sem med državami primerjala celotno povprečno oceno pravnega in davčnega okvira ter posamezne kazalnike, razen okolja za zavarovalnice, saj v regiji niso ključni institucionalni investitor. Za vsako spremenljivko je položaj ocenjen z 1, 2 ali 3, kjer je 1 najbolj ugoden, 3 pa najmanj ugoden rezultat. Na podlagi vrednosti spremenljivk je izračunano povprečje za kazalnik, ki ga posamezne spremenljivke določajo. S tem so dosegli možnost primerjave kazalnikov med državami in sledenje razvoja pravnega in davčnega sistema tekom let. V tabeli 4 so zbrani kazalniki in vrednosti za posamezno obravnavano državo.

Tabela 4: Ocene kazalnikov pravnega in davčnega sistema v letu 2007

	PV*	Pokojn. skladi	Strukture skladov	Davki	Podjetništvo	R&R	Človeški kapital
<i>Povprečje EU</i>	1,85	1,54	1,51	2,07	2,25	2,03	2,19
Poljska	1,95	1,75	1,67	3,00	2,25	2,00	2
Madžarska	1,84	1,5	1,00	3,00	1,88	1,33	2,5
Češka	2,40	2,5	1,67	3,00	2,50	2,33	1,83
Slovaška	2,33	2,5	1,83	3,00	2,00	3,00	2,33
Litva	1,75	1,75	1,00	3,00	1,50	2,67	1,33
Latvija	1,88	1,25	1,00	1,00	2,25	2,33	2,33
Estonija	2,06	1,25	2,17	3,00	2,00	3,00	2
Romunija	2,27	2,5	3,00	3,00	1,75	2,67	2

Legenda: PV* pomeni povprečje vseh kazalnikov na podlagi vseh obravnavanih spremenljivk v poročilu o pravnem in davčnem sistemu

Vir: EVCA, Benchmarking European tax and legal environments, 2008, str. 185.

V zadnjem delu tega sklopa je predstavljena situacija skladov zasebnega kapitala v obravnavanih državah, kjer so podrobno razloženi zgornji kazalniki.

3.5 Trg skladov zasebnega kapitala

Glavno gonilo razvoja trga zasebnega kapitala je bila rast brez primere na vseh trgih in izboljšanje pogojev poslovanja s priključitvijo držav Evropski Uniji. Trgi so bili v letu 2007 predvidljivi in stabilni kljub nekaterim makroekonomskim in drugim tveganjem. Po

¹⁴ Vir informacij za poročilo je Evropska Komisija, Evropsko združenje čistega tveganega in zasebnega kapitala, revizijska hiša KPMG, Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj, nacionalna združenja zasebnega kapitala in drugi.

procesu privatizacije velikih podjetij trenutno na trgih poteka konsolidacija podjetij znotraj držav in čezmejno s podjetji drugih evropskih držav, kar prinaša skladom zasebnega kapitala na ravni malih in srednjih podjetij morje novih priložnosti (Wookey, 2008). Tabela 4 kaže, da je bilo v primerjavi z letom 2006 v letu 2007 število transakcij mnogo večje v primerjavi z rastjo vrednosti transakcij, kar kaže na to, da se trend obrača proti manjšim poslom.

Tabela 5: Število transakcij in skupna vrednost transakcij v letih 2006 in 2007 (v milijardah EUR)

Države	Število transakcij v letu 2006	Vrednost transakcij v letu 2006	Število transakcij v letu 2007	Vrednost transakcij v letu 2007
Češka	10	2304,3	24	775,92
Estonija	2	6,13	4	44,81
Madžarska	3	1343	5	10,53
Latvija	1	n.a.	2	147,3
Litva	1	5,6	3	643,9
Poljska	20	257,7	49	2189,5
Slovaška	1	10,8	8	213,4
Bolgarija	10	178,15	14	2874,6
Romunija	12	618,96	31	587,4
Skupaj	60	4724,64	140	7487,36

Vir: J. Wookey, CEE private equity on the fast track, 2008.

Raziskave kažejo, da bo v prihodnje največ transakcij pod 100 milijoni evrov, medtem ko bodo odkupi z vzvodom še bolj redki kot do sedaj. Zaradi dobrih priložnosti na trgih se povečuje konkurenca, manjšajo pa se možnosti za velike posle, kar bo v prihodnje zahtevalo še večjo lokalno angažiranost (Private equity in emerging Europe, 2008, str. 4).

Posebnost regije SVE je pogosto družinsko lastništvo podjetij in na splošno je pripravljenost posloводства za razkritje poslovnih informacij zadržana (Wookey, 2008). Ugled in zaupanje prinese največ uspeha pri iskanju lokalnega strokovnega znanja in pri sodelovanju. Ravno pomen sveže izobraženega kadra na lokalni ravni je ključnega pomena pri nadaljnjem razvoju zasebnega kapitala.

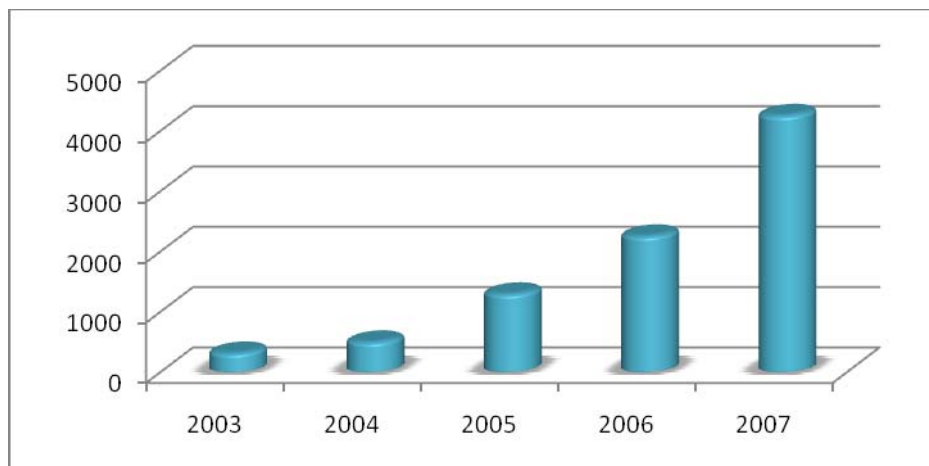
Globalna finančna kriza je vplivala tudi na sklade zasebnega kapitala v SVE. Poleg splošnega negativnega pritiska na celotne finančne trge, kar je omajalo mnenje, da so trgi stabilni in predvidljivi, je delno dobro vplivala na vrednotenja v regiji (Wookey, 2008). Zaradi zaostritve kreditnih pogojev se je obseg odkupov z vzvodom zmanjšal, upočasnile so se tudi druge transakcije, kar je bilo v letu 2008 delno pozitivno, saj je trend zavrl prevrednotenja podjetij in pregrevanje trga zasebnega kapitala.

3.5.1 Zbiranje sredstev

V letu 2007 je količina zbranih sredstev po poročanju Evropskega združenja zasebnega kapitala in čistega tveganega kapitala v regiji dosegla novo rekordno raven 4,3 milijard evrov (poleg obravnavanih držav so vključene tudi države bivše Jugoslavije). Najbolj so se

povečala sredstva s strani institucionalnih investitorjev, ki so prispevali več kot polovico finančnih sredstev. V okviru držav SVE je bilo zbranih manj kot 2 % sredstev, kar kaže na nepripravljenost ali pa nezmožnost domačih investitorjev za vlaganje. V spodnji sliki je prikazana rast zbiranja sredstev v regiji SVE.

Slika 9: Zbiranje sredstev v SVE med leti 2003 in 2007 (v milijonih EUR)

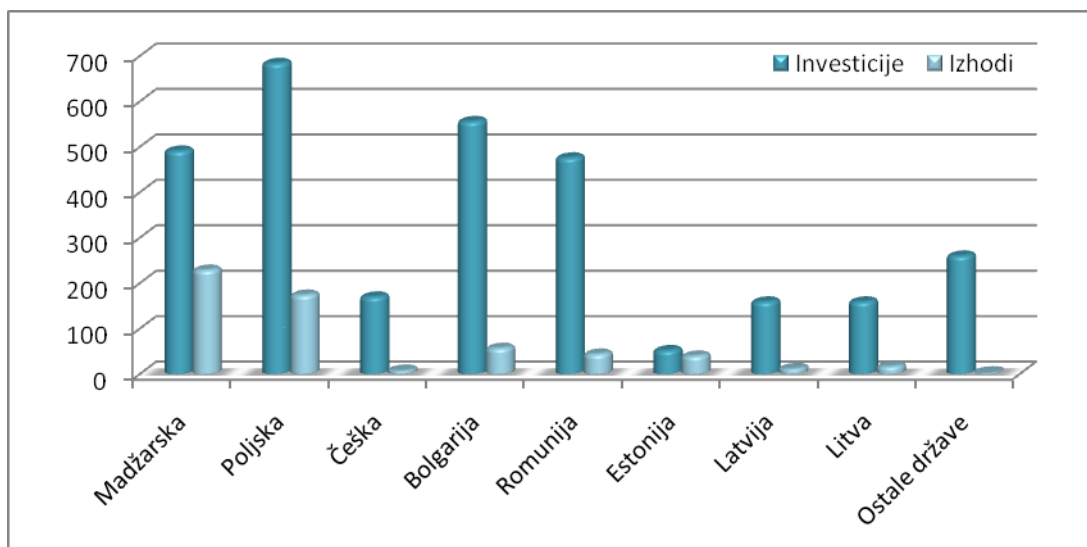


Vir: EVCA, Central and Eastern Europe Statistics 2007, 2008, str. 4.

3.5.2 Investicije in izhodi

V primerjavi z letom 2006 se je obseg investiranih sredstev brez vključitve dolžniških virov v letu 2007 povečal za skoraj 80 %. Največjo rast so zabeležile Poljska, Bolgarija in Romunija, obseg pa se je zmanjšal na Madžarskem in na Češkem. Delež investicij zasebnega kapitala v BDP-ju je v primerjavi z drugimi evropskimi državami nizek, vendar se vztrajno zvišuje. Vrednost celotnih investicij in izhodov po državah za leto 2007 je prikazana v spodnji sliki.

Slika 10: Vrednost investicij in izhodov po posameznih državah v letu 2007 (v milijonih EUR)



Vir: EVCA, Central and Eastern Europe Statistics 2007, 2008, str. 6 in 12.

Glede na vrsto investicij je vrednostno največji delež 77 % predstavljal odkup z vzvodom, kapital za rast je predstavljal 12 % investicij, kapital za prestrukturiranje pa nekaj manj kot 9 %. Delež izhodiščnega kapitala v SVE je zelo nizek in je v letu 2007 skupaj predstavljal manj kot 1 % investicij. Glede na sektor, kamor so investirali skladi zasebnega kapitala je bilo največ investicij v industrijo komunikacij (24 %), poslovnih in industrijskih proizvodov (11 %), sektor finančnih storitev (11 %) ter transport (10 %).

Veliko oviro skladom zasebnega kapitala v SVE predstavljajo izhodi iz investicij, saj so finančni trgi slabše razviti kot v preostali Evropi, zato najbolj donosen izhod s prvo javno ponudbo delnic ni razširjen. V primerjavi z letom 2006 se je vrednost izhodov v letu 2007 povečala za 33 %, največ na račun prodaj drugim skladom zasebnega kapitala ali prodaj strateškim partnerjem, ki so v letu 2007 predstavljale prve 30 % in druge 28 % vseh izhodov.

3.6 Pregled trga skladov zasebnega kapitala v državah

3.6.1 Poljska

Bruto domači proizvod Poljske predstavlja danes skoraj polovico bruto domačega proizvoda celotne regije SVE. Razvoj gospodarstva je v zadnjih letih omogočil, da je postala Poljska ena najpomembnejših gospodarskih partneric v Evropi. Privatizacija je od leta 1989 na Poljskem potekala postopno in vzporedno se je uspešno razvijalo okolje za ustanovitev novih podjetij. Privatizacija je privabila tudi mnoge tuje investitorje, kar je pozitivno vplivalo na investicijsko klimo tujcev na Poljskem, ki so izkoristili poceni delovno silo, obenem pa prinesli novo tehnologijo in znanje, ki je bilo ključnega pomena za višjo produktivnost in razvoj gospodarstva.

V letu 2007 je bil trg zasebnega kapitala v regiji SVE največji na Poljskem, kjer je bilo opravljenih za več kot 680 milijonov EUR transakcij. Najbolj pogoste transakcije so bile odkupi podjetij ter investicije kapitala za razširitev poslovanja. Končno so se v letu 2007 povečali odkupi z vzvodom, kljub slabim pogojem za posojila s strani bank.

Tržna kapitalizacija na Varšavski borzi je od leta 2003 zrasla za skoraj 400 % in v letu 2007 predstavljala 47 % BDP-ja. Tudi promet na borznem trgu kaže na to, da je likvidnost boljša od drugih v regiji. Med drugimi makroekonomskimi kazalniki je bila v letu inflacija nizka 2,8 % in se kljub zvišanju plač ni povečala. Predvsem s strani izhodov iz investicij je presenetljiv podatek, da je v letu 2006 na poljskem trgu 38 podjetij prešlo na borzo s prvo javno ponudbo delnic. Vendar je treba opozoriti, da so v sklopu teh tudi t. i. privatizacijske prve javne ponudbe delnic, kamor so všteta tudi podjetja, ki so bila v državni lasti in so bila prodana na prosti trg (Stringham, Boettke & Clark, 2008, str. 551). Finančni trgi kot dejavnik uspeha za sklade zasebnega kapitala kažejo na ugodno klimo za nadaljnji razvoj zasebnega kapitala. Makroekonomski kazalniki so sicer še daleč od tistih na razvitih trgih, vendar so med obravnavanimi državami najbolj ugodni na Poljskem. Poleg tega je tudi

transparentnost poslov in računovodskih podatkov danes v skladu z mednarodnimi standardi (Alcamo, 2006).

S stališča pravnega sistema in davčne politike je Poljska v zadnjih treh letih zelo napredovala. Celotna ocena pravnega sistema in davčnega okvira je le nekoliko pod povprečjem v Evropski Uniji (glej prilogo, slika 1). Medtem ko Poljska ne omogoča nobenih davčnih olajšav tako za sklade kot za investitorje v sklade zasebnega kapitala, pa so spodbude za dobro podjetniško klimo in vlaganje v R&R na ravni povprečja Evropske Unije.

Struktura skladov na Poljskem je ugodna, saj zakonodaja omogoča ustanovitev zaprtih investicijskih skladov, ki niso omejeni glede investicijskih aktivnosti. Pomanjkljivost je na davčnem vidiku, saj mora tako sklad kot tudi investitorji plačati davek na dobiček. Pokojninski skladi, ki so pomembni investitorji, so na Poljskem še vedno omejeni glede investicijskih aktivnosti, kar se v zadnjih letih postopno spreminja.

Glede na primerljiva borzna podjetja so zasebna podjetja na Poljskem večinoma podcenjena, kar kaže na investicijske priložnosti za sklade zasebnega kapitala (Alcamo, 2006). Poleg tega imajo podjetja dolgoročen potencial rasti, skladi imajo dobre možnosti za izstop iz investicij preko prodaje strateškim partnerjem, tudi razvoj finančnih trgov in pravnega sistema kaže na ugodno klimo za nadaljnji razvoj trga zasebnega kapitala na Poljskem.

3.6.2 Madžarska

Madžarska je po obdobju tranzicije prejemala najvišje neposredne tuje naložbe v regiji, kar je prisostvovalo k hitri gospodarski rasti in razvoju (Hungary: the logical choice, 2006). Proračunski primanjkljaj, ki je bil na Madžarskem v letu 2007 na najvišji ravni v regiji, pa je zahteval ostro davčno politiko, ki je povzročila nižjo domačo potrošnjo in investicije ter s tem nizko gospodarsko rast (realno je BDP v letu 2007 zrasel za 1,1 %).

Na trg zasebnega kapitala je najbolj vplivala priključitev Evropski Uniji v letu 2004. V tem letu so se pojavili na Madžarskem prvi globalni skladi, ki so pomembno vplivali na razvoj trga (AltAssets, 2005). Obseg investiranih sredstev se je od leta 2004 strmo povečeval, od 108 milijonov EUR v letu 2004 do 500 milijonov leta 2007, ko je bil trg zasebnega kapitala drugi največji v SVE. Zabeleženih je bilo 26 transakcij s povprečno vrednostjo 18,9 milijona EUR (Madžarsko združenje čistega tveganega kapitala in zasebnega kapitala, Letno poročilo, 2009, str. 79). Med investiranimi sredstvi je bilo 86 % namenjenih odkupom podjetij z vzvodom.

V letu 2007 so skladi zasebnega kapitala izstopili iz 14 podjetij in skupno prodali deleže, vredne 233,4 milijonov EUR. V Letnem poročilu 2009 Madžarskega združenja čistega

tveganega kapitala in zasebnega kapitala je omenjeno, da je ta vsota padla v letu 2008 na 58,9 milijona EUR, kar je posledica zaostrenih razmer na kapitalskih trgih v Evropi.

Kazalniki razvoja kapitalskih trgov kažejo, da je tržna kapitalizacija v letu 2007 znašala 31 % bruto domačega proizvoda. Med makroekonomskimi kazalci je bila v letu 2007 neugodna visoka inflacija in proračunski primanjkljaj. Finančni trgi in makroekonomski pogoji kažejo na nestabilne razmere na madžarskih trgih, kar neugodno vpliva na razvoj skladov zasebnega kapitala. Kljub temu se je vrednost investiranih sredstev v letu 2008 še povečala na 515 milijonov EUR, kar kaže, da nestabilni finančni trgi v letu 2008 niso zmanjšali investicijske aktivnosti obstoječih skladov, so pa zato vplivali na zmanjšanje izhodov iz investicij in manjše zbiranje novih sredstev za prihodnje investicije (Yearbook 2009, 2009, str. 81).

Ocena pravnega in davčnega sistema za razvoj skladov zasebnega kapitala je na Madžarskem na ravni povprečja Evropske Unije (glej prilogo, slika 2). Davčni sistem skladom zasebnega kapitala in investitorjem ne omogoča nobenih olajšav, a ugodno vpliva podjetniško klimo in spodbuja vlaganje v R&R. To dolgoročno spodbuja podjetništvo in s tem potrebo po skladih zasebnega kapitala. Na Madžarskem ustanovljeni skladi so izvzeti iz davka na dobiček, prav tako tudi ni obdavčeno upravljanje sklada, kar postavlja Madžarsko z vidika strukture skladov nad povprečje v Evropski Uniji. Pokojninski skladi niso omejeni glede vlaganja v sklade zasebnega kapitala, a so omejeni geografsko in ne smejo vlagati v druge evropske sklade.

3.6.3 Česka

Bruto domači proizvod Česke, ki je leta 2007 znašal 127 milijard EUR, postavlja Česko na drugo mesto po velikosti bruto domačega proizvoda med obravnavanimi državami. Tudi tržna kapitalizacija na borzi v Pragi, ki je znašala 48 milijard EUR, kaže, da je češki trg kljub majhnosti pomemben v regiji SVE. Kljub relativno visoki tržni kapitalizaciji češke kapitalske trge zaznamujejo različni dejavniki. Podjetja na borzi so majhna in nezanimiva za institucionalne investitorje, prav tako investitorji ne zaupajo transparentnosti finančnih poročil (Alcamo & Bauldry, 2008). Plitkost trga onemogoča izstop iz investicij preko prve javne ponudbe delnic, v letu 2007 na primer sta na novo kotirali na praški borzi le dve podjetji.

Investicije skladov zasebnega kapitala so se gibale zelo neenakomerno v zadnjih letih, kar pomeni, da trg še ni zrel. Investicijske aktivnosti so nihale med 16 milijoni EUR v 2004, 109 milijoni EUR v 2005, 354 milijoni EUR v letu 2006 in 170 milijoni EUR v 2007. V zadnjem letu je bila večina sredstev namenjena razširitvenem kapitalu in odkupom podjetij.

V zadnjih letih je Česka s strani EVCE ocenjena kot država z najslabšim pravnim in davčnim sistemom za razvoj podjetništva in skladov zasebnega kapitala v Evropski Uniji (glej prilogo, slika 3). V povprečju je zelo pod povprečjem predvsem zaradi slabih pogojev

za institucionalne investitorje in slabih davčnih spodbud za sklade, podjetja in investitorje. Pokojninski skladi so omejeni tako geografsko kot tudi glede na tip investicije, saj lahko prosto razdelijo v sklade le 5 % sredstev. Z davčnega vidika, razen izvzetosti sklada zasebnega kapitala za davek od dobička, ni nobenih davčnih spodbud tako za sklade in institucionalne investitorje kot tudi ne za nova, inovativna podjetja.

Struktura skladov zasebnega kapitala na Češkem ni urejena, zato je večina skladov registrirana v tujini. Poleg možnosti registracije posebne vrste kvalificiranega investicijskega sklada (angl. *Qualified investor fund*), ki ga mora odobriti Češka Centralna Banka, je lahko sklad ustanovljen tudi kot podjetje, kar je sicer z davčnega vidika neugodno.

V prihodnjih letih se pričakujejo tako izboljšave s pravnega in davčnega vidika, kot tudi na strani računovodskega poročanja. Češka razpolaga v zadnjih letih z izobraženim in sposobnim kadrom ter razvijajočim se podjetništvom, kar bo dolgoročno pozitivno vplivalo na razvoj skladov zasebnega kapitala (Alcamo & Bauldry, 2008).

3.6.4 Slovaška

Slovaško gospodarstvo se hitro približuje razvitim zahodnim gospodarstvom z rekordno rastjo bruto domačega proizvoda v zadnjih letih. Z 10 % rastjo realnega bruto domačega proizvoda, nizko 2 % inflacijo in nizkim proračunskim primanjkljajem v letu 2007 kažejo makroekonomski kazalniki na najbolj uspešen razvoj med preučevanimi državami.

Kljub močni gospodarski rasti kapitalski trg na Slovaškem ostaja najmanjši z le 5 milijard EUR vredno tržno kapitalizacijo v letu 2007, kar predstavlja le 8 % v bruto domačem proizvodu. Majhen trg predstavlja problem predvsem za nova podjetja, ki jim slaba likvidnost na borznem trgu onemogoča dostop do dodatnega kapitala (Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj, 1999, str. 251). Tudi za sklade zasebnega kapitala je slabo razvit kapitalski trg ovira, kar se kaže v skoraj zanemarljivem obsegu investicijskih aktivnosti na slovaškem trgu. V letu 2007 je bilo na Slovaškem najmanj aktivnosti med preučevanimi državami, 23 milijonov EUR, od tega vse le z naslova odkupov podjetij.

Takoj za češkim pravnim in davčnim sistemom je prav tako neugoden slovaški pravni in davčni sistem (glej prilogo, slika 4). Od leta 2004 se pogoji za podjetništvo in sklade zasebnega kapitala niso posebno spremenili, kar potiska Slovaško na rep Evropske Unije. Davčnih spodbud ni za nobeno udeleženo stranko pri skladih zasebnega kapitala, poleg tega slovaška zakonodaja ne dopušča ustreznih struktur za ustanovitev skladov. To pomeni, da so skladi ustanovljeni kot podjetja in so zato prihodki obdavčeni. Institucionalni investitorji, predvsem pokojninski skladi, so omejeni tako geografsko kot tudi glede na vrste investicij, kamor vlagajo. Mlada podjetja nimajo dobrih pogojev za ustanovitev, investicije v R&D niso davčno spodbujene, edina pozitivna točka za

podjetništvo je nizka stopnja davka na dohodek podjetja. V letu 2009 so pričakovane tako davčne kot tudi zakonodajne spremembe.

3.6.5 Litva, Latvija in Estonija

Zaradi skupnega kapitalskega trga, majhnega trga zasebnega kapitala v posameznih državah in podobnega pravnega okvira obravnavam Litvo, Latvijo in Estonijo skupaj (v nadaljevanju Baltske države). V devetdesetih letih so vse tri države postale neodvisne in prehod v tržno gospodarstvo je bil s privatizacije podjetij preko menedžerskih odkupov, odkupov podjetij z vzvodom ter prvo javno prodajo delnic na borzi, ki je danes skupna za vse tri države (Sidorenko, Liepa & Filonovas, 2008). Bruto domači proizvod Baltskih držav je v letu 2007 znašal 65 milijard EUR in realno rasel v primerjavi z letom 2006 največ v Latviji (10 %) in Litvi (9 %). Kljub visoki gospodarski rasti grožnja predstavlja visoka inflacija zaradi pregrevanja gospodarstev in višanja cen energije. V prihodnjih letih se tako pričakuje upočasnitev gospodarske rasti, kar bo skladom zasebnega kapitala prineslo priložnosti zaradi podcenjenosti številnih podjetij. Na negativni strani upočasnjene gospodarskega razvoja so otežene možnosti za izstop iz investicij (Sidorenko et al., 2008).

V letu 2007 je bilo v Baltskih državah 369 milijonov EUR investicij skladov zasebnega kapitala, od tega je bilo 65 % namenjenih odkupom podjetij. Najbolj zanimiva sta bila sektor računalniške industrije, elektrotehnike ter komunikacij. Izstopi iz investicij so znašali v letu 2007 nekaj manj kot 70 milijonov EU, največ 40 milijonov EUR so znašali v Estoniji.

Davčni in pravni sistem je v Baltskih državah ocenjen kot ugoden, razen v Estoniji, kjer je potreben napredek predvsem z vidika obdavčevanja skladov zasebnega kapitala. Latvija ima najboljši okvir za razvoj skladov zasebnega kapitala in je ocenjena nadpovprečno v primerjavi z ostalimi državami Evropske Unije. Je edina med proučevanimi državami, ki ponuja davčne spodbude za sklade zasebnega kapitala. Zakonodaja za strukturo skladov zasebnega kapitala je ugodna povsod, saj je mogoče ustanoviti partnersko organizacijo družb. Deloma zakoni omejujejo le pokojninske sklade. V Latviji lahko državni pokojninski skladi v sklade zasebnega kapitala vložijo 5 % sredstev in privatni pokojninski skladi 10 % sredstev. V Estoniji lahko privatni pokojninski skladi vložijo 10 % svojih sredstev, v Litvi pa 20 %, kar je v primerjavi z ostalimi državami zelo ugodno. Na podjetniško klimo ugodno vplivajo nizki davki na dobiček podjetij, ti so znašali 15 % v Litvi in Latviji ter 21 % v Estoniji v letu 2008 (glej prilogo, slike 5-7).

3.6.6 Romunija

Zadnji državi, ki sta se pridružili Evropski Uniji, Romunija in Bolgarija, sta v zadnjih letih zabeležili rekordno rast gospodarstva in se počasi a vztrajno približujeta razvitim gospodarstvom. Kljub hitri gospodarski rasti državi zaostajata za ostalimi obravnavanimi

državami, podjetništvo trpi zaradi visoke stopnje korupcije in v prihodnosti obe državi čakajo institucionalne reforme.

Romunija je imela med obravnavanimi državami v letu 2007 najnižji bruto domači proizvod na prebivalca za Bolgarijo, vendar je tako kot v prejšnjih letih bruto domači proizvod rasel nadpovprečno. Kapitalski trg je majhen in nizko likviden, v letu 2007 je tržna kapitalizacija predstavljala 19 % bruto domačega proizvoda. Rekordna rast in hiter razvoj sta glavna pozitivna dejavnika, da dolgoročni investitorji kljub majhnemu kapitalskemu trgu v Romuniji iščejo nove priložnosti. Finančni sektor, infrastruktura, maloprodaja in telekomunikacije so v zadnjih letih pritegnile mnoge tuje investitorje. (Nemoianu-Istocescu, 2009).

Skladi zasebnega kapitala so v zadnjih petih letih vlagali predvsem v nepremičnine, informacijsko tehnologijo in gradnjo (Stavaru, 2008). V letu 2007 so bile investicijske aktivnosti usmerjene v odkupe podjetij in razširitveni kapital. Vrednost investicij je znašala 475 milijonov EUR, kar postavlja Romunijo na četrto mesto med obravnavanimi državami po obsegu investicij. V letu 2006 je bilo na trgu zasebnega kapitala 63 milijonov EUR vrednih izhodov iz investicij in nekoliko manj (44 milijonov EUR) v letu 2007, kar kaže, da je prvi sklop dolgoročnih investicij skladov zasebnega kapitala uspešno zaključen (Stavaru, 2008).

V primerjavi z evropskimi standardi je Romunija na področju pravne ureditve in davkov zaostala, vendar je hitrost sprememb ureditev najhitrejša (glej prilogo, slika 8). V slabem položaju so pokojninski skladi, ki ne smejo vlagati v sklade zasebnega kapitala doma in v tujini. Podjetniška kultura sicer trpi, ker vlaganja v R&D niso davčno spodbujena, a ima Romunija davek na dobiček nizek v primerjavi s povprečjem Evropske Unije. Skladi zasebnega kapitala nimajo davčnih spodbud za razvoj in ureditve so nejasne predvsem glede strukture skladov. Poleg tega je stopnja korupcije v državi visoka, kar negativno vpliva na splošno investicijsko klimo.

3.6.7 Bolgarija

Tako kot Romunija je tudi Bolgarija v zadnjih letih dosegla visoke stopnje rasti bruto domačega proizvoda. Ekonomija je v primerjavi z romunsko veliko manjša, saj je bruto domači proizvod v letu 2007 znašal 28 milijard EUR, a je v letu 2007 rast realnega bruto domačega dohodka presegla 6 %. V letih po osamosvojitvi in izgubi velikega deleža trga bivšega sovjetskega trga je raven bruto domačega proizvoda na prebivalca strmo padla in je še danes najnižja v Evropski Uniji. Med makroekonomskimi kazalci kaže neugodne pogoje za poslovanje tudi visoka stopnja inflacije. Kljub slabim kazalcem gre razvoj trga v pravo smer, pozitivno je na ekonomijo vplivala priključitev Evropski Uniji in sredstva evropskih skladov za razvoj. Pričakuje se, da bo tudi tuj kapital dodatno spodbudil rast ekonomije v naslednjih letih (Transition report 2007, 2007). V letu 2007 je pravzaprav bolgarsko gospodarstvo kazalo prve znake pregrevanja, saj so visoke neposredne tuje

investicije zvišale investicije in zaposlenost do te mere, da so rasti plač povzročile visoko inflacijo (Razgledi, 2007).

Po podatkih Svetovne banke je privatni sektor v Bolgariji že leta 2003 predstavljal 75 % bruto domačega proizvoda. Pomen privatnega sektorja za razvoj skladov zasebnega kapitala je v Bolgariji velik, poleg tega je tudi konsolidacija na področju medijev, finančnih storitev, telekomunikacij in proizvodne industrije v zadnjih letih prinesla mnoge nove priložnosti za sklade zasebnega kapitala. V letu 2007 so skladi investirali rekordnih 556 milijonov EUR, kar je v preučevani regiji največ za Poljsko. V primerjavi z velikostjo ekonomije pa je kot delež investicij zasebnega kapitala v bruto domačem prihodku države Bolgarija daleč na prvem mestu v celotni Evropski Uniji. Skladi so največ investirali v odkupe podjetij, sektorsko pa več kot polovico v komunikacije. Tudi na strani izhodov so bili skladi zasebnega kapitala v letu 2007 aktivni, saj so izstopili iz 57 milijonov EUR vrednih investicij.

Bolgarski kapitalski trg je eden manjših v Evropi in slabo likviden, vendar je v primerjavi z bruto domačim proizvodom velik, saj je delež tržne kapitalizacije na borzi v Sofiji v letu 2007 znašal 56 %. V zadnjih 5 letih je tržna kapitalizacija zrasla za rekordnih 619 %, presenetljivo pa je tudi relativno visoko število prvih javnih ponudb delnic za tako majhen trg (med leti 2006 in 2008 jih je Borza v Sofiji zabeležila 18), kar kaže na ugoden razvoj kapitalskega trga v Bolgariji.

Zaradi težko dostopnih podatkov za Bolgarijo, Evropsko združenje zasebnega kapitala in čistega tveganega kapitala v svojo študijo o davčnem in pravnem sistemu Bolgarije ni vključilo. Pozitivno na podjetništvo vpliva nizek 10 % davek na dobiček podjetij in poceni delovna sila, vendar kot v Romuniji tudi v Bolgariji podjetniško klimo ogroža visoka stopnja korupcije.

SKLEP

Na primeru Srednje in Vzhodne Evrope sem preverila obseg skladov zasebnega kapitala in stanje dejavnikov, ki so bili za države dosegljivi, ter prišla v diplomski nalogi do dveh zaključkov.

Prvič so obravnavane države zelo nehomogene glede razvoja finančnih trgov, pravnega in davčnega sistema ter podjetniške klime, zato regije ne moremo na splošno obravnavati, ampak je treba obravnavati stanje v vsaki državi posebej. Vseeno najdemo skupne značilnosti držav. Kapitalski trgi so majhni in likvidnost na njih je nizka, izjema je morda le Poljska, ki ima največji kapitalski trg in visoko likvidnost v primerjavi z ostalimi obravnavanimi državami. Državam je skupno tudi to, da predvsem v zadnjih letih od pristopa Evropski Uniji na vseh področjih sledijo razvitim državam Evropske Unije.

Reforme se dogajajo v pravnem in davčnem sistemu hitreje kot v preostali Evropi in kapitalski trgi imajo vsi nadpovprečno rast v primerjavi z razvito Evropo.

Drugič na primeru Srednje in Vzhodne Evrope lahko zaključim, da je vodilna na trgu skladov zasebnega kapitala Poljska, ki je zbrala v zadnjih letih največ sredstev in imela največ investicijske aktivnosti. Bolgarija in Romunija imata v primerjavi z ostalimi državami povprečno ugodne dejavnike, vendar pa sta trenutno zaradi hitrosti sprememb in posledično vedno novih priložnosti, najhitreje rastoča in najatraktivnejša trga.

Med posameznimi dejavniki uspeha je najpomembnejše stanje finančnih trgov. Kot sem predvidevala, dobro razviti trgi pozitivno vplivajo na obseg skladov zasebnega kapitala. Pomembna je tudi ugotovitev, da poleg velikosti vpliva na uspešnost tudi hitrost razvoja in približevanja. To potrujeta poljski in bolgarski trg, kjer so bile investicijske aktivnosti najobsežnejše, državi pa imata velik kapitalski trg, ki je v zadnjih letih hitro rasel. Predvsem Baltske države so pokazatelj, da majhnost finančnega trga ovira razvoj skladov zasebnega kapitala. Kljub temu da imajo države enoten kapitalski trg, je ta majhen in slabo likviden in kljub zelo ugodnim kazalnikom pravnega in davčnega sistema, je trg skladov zasebnega kapitala v Litvi, Latviji in Estoniji majhen.

Neugoden pravni sistem tudi vpliva na razvoj skladov zasebnega kapitala, a vendar manj kot finančni trgi. Primer Češke kaže, da kljub velikemu kapitalskemu trgu slabi pogoji na strani pravnega in davčnega sistema ovirajo razvoj skladov zasebnega kapitala. Izjema sta Romunija in Bolgarija, kjer pravni in davčni sistem nista ugodna, a so investitorji vseeno zainteresirani za oba trga.

Težje merljive dejavnike uspeha, kot je stanje upravljanja in vodenja podjetij ter vpliv upravljavcev skladov zasebnega kapitala, bi bilo potrebno dodatno raziskati. Obravnavanje preprečuje zaprtost skladov zasebnega kapitala za javnost in splošna nedostopnost podatkov za obravnavane države. Bolje bi bilo potrebno raziskati tudi človeški faktor, saj je glede na nekatere avtorje vedno bolj pomembna lokalna usmerjenost pri iskanju kadrov.

Za nadaljnji razvoj skladov zasebnega kapitala bo pomembna smer razvoja podjetništva in inovacij na vseh področjih. Razvoj finančnih trgov gre v pravi smeri, prav tako se uspešno prilagaja pravni in davčni sistem. Regija bo morala izkoristiti predvsem nove možnosti po priključitvi Evropski Uniji, in sicer lahko izkoristi pozitivne učinke strokovnega kadra in virov financiranja z Zahodne Evrope.

LITERATURA IN VIRI

1. Alcamo, M. (2006). Private capital markets in Poland: A third wave of opportunity and challenge. Najdeno 25. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.altassets.com/casefor/countries/2006/nz9299.php>

2. Alcamo, M., Bauldry, M. (2008). Private equity in the Czech Republic: deal flow remains steady. Najdeno 25. februara 2009 na spletnem naslovu www.altassets.com/casefor/countries/2008/nz13990.php
3. Balboa, M., Marti, J. (december 2003). An integrative approach to the determinants of private equity fundraising. *Social science research network*. Najdeno 1. marca 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=493344
4. Bell, R.G., Moore, C.B., Shammari, H.A. (2008). Country of Origin and Foreign IPO Legitimacy: Understanding the Role of Geographic Scope and Insider Ownership. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32, 185 - 202.
5. *Benchmarking European tax and legal environment*. (2008). Bruselj: European private equity and venture capital association.
6. *Blended Value Investing: Capital Opportunities for Social and Environmental Impact*. (2006). Geneva: World economic forum.
7. Bruner, R.F., Conroy, R.M., Estrada, J., Kritzman, M., Li , W. (2002). Introduction to Valuation in emerging markets. *Emerging markets review*, 3, 310-324.
8. *Central and Eastern Europe statistics 2007*. (2008). Bruselj: European private equity and venture capital association.
9. Cumming, D., Fleming, G. (2002). A law and finance analysis of venture capital exits in emerging markets. Working paper series in Finance 02-03. Canberra: The Australian national university.
10. Cumming, D., Johan, S. (2007).Regulatory harmonization and the development of private equity markets. *Journal of Banking & Finance*, 31, 3218-3250.
11. Cumming, D., Walz, U. (oktober 2008). Private equity returns and disclosure around the world. *Social science research network*. Najdeno 18. marca 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=514105
12. Cviic, C. (2006). Central Europe's democratic transition. *Law in transition online*. Najdeno 12. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.ebrd.com/pubs/legal/lit062.pdf>
13. *European economy: Recent development in the European private equity markets*. (2008). Bruselj: European commission, Directorate-General for Economic and financial affairs.
14. *Financing newly emerging private enterprises in transition economies*. (1999). Pariz: Organisation for economic co-operation and development.
15. Freixas, X, Hartmann, P, & Mayer, C (2008). *Handbook of European financial markets and institutions*. Oxford: Oxford University Press.
16. *Emerging markets private equity 2007 Fundraising review*. (2008). Washington D.C.: Emerging markets private equity association.
17. Gompers, P.A., Lerner, J. (januar 1999). What drives venture capital fundraising?. *Social science research network*. Najdeno 18. marca 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=57935

18. *Guide to private equity [British venture capital association]*. Najdeno 15. decembra 2008 na spletnem naslovu
http://admin.bvca.co.uk/library/documents/Guide_to_private_equity.pdf
19. Hildebrandt, A. (2002). Central and Eastern Europe in transition. Najdeno 12. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://edoc.hu-berlin.de/dissertationen/hildebrandt-antje-2002-12-19/PDF/Hildebrandt.pdf>
20. *Hungarian private equity market showed clear signs of maturity in 2004 [AltAssets]*. Najdeno 15. februarja 2009 na spletnem naslovu
www.altassets.com/casefor/countries/lists/casefor_hungary.php
21. *Hungary: The Logical Choice [Hungarian Investment and Trade Development Agency]*. Najdeno 15. februarja 2009 na spletnem naslovu
http://www.itdh.com/engine.aspx?page=Itdh_Foreign
22. James, M., Koller, T. (2000). Valuation in emerging markets. Najdeno 12. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.wileyvaluation.com>
23. Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. (8th ed.) Hoboken: John Wiley & Sons.
24. Leeds, R. & Sunderland, J (2003). Private equity investing in emerging markets. *Journal of applied corporate finance*, 15, 8-16.
25. Lerner, J., & Hardyman, F. (2002). *Venture capital and private equity: a casebook*. New York: John Wiley & Sons.
26. Lerner, J., Schoar, A. (2004). Transaction structures in the developing world: evidence from private equity. *NBER working papers*, 10348. Najdeno 14. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w10348.pdf>
27. Liaw, T (2006). *The business of investment banking*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
28. *Limited partner interests in Emerging markets private equity*. (2008). Washington D.C.: Emerging markets private equity association.
29. Litterman, B., & Quantitative Resources Group, (2003). *Modern investment management: an equilibrium approach*. Hoboken: John Wiley & Sons.
30. Middleton, C.A.J., Fifield, S.G.M., Power, D.M. (2007). Investment in Central and Eastern European equities. *Studies in Economics and Finance*. 24, 13-31.
31. *Napovedi evropske komisije za nove članice EU in Hrvaško [Razgledi.]*. Najdeno 15. marca 2008 na spletnem naslovu <http://razgledi.net/blog/2007/11/15/napovedi-evropske-komisije-za-nove-clanice-eu-in-hrvasko/>
32. Naqi, S.A., Hattihewa, S. (2007). Venture capital or private equity? The Asian experience. *Business Horizons*, 50, 335-344.
33. Nemoianu-Istocescu, D. (2009). Private Equity in Emerging Europe. *International business promotion*. Najdeno 12. marca 2009, na spletnem naslovu
<http://rbd.doingbusiness.ro/en/2008/september/capital-markets/all/88-private-equity-in-emerging-europe.html>
34. Padoa-Schioppa, T. (2002). The importance of financial sector developments in EU accession countries. C. Thimann (ur.), *Financial Sectors in EU Accession Countries* (str. 5-6). Frankfurt am Main: European Central Bank.

35. Pereiro, L.E. (2006). The practice of investment valuation in emerging markets: Evidence from Argentina. *Journal of multinational financial management*, 16, 160-183.
36. *Private equity in emerging Europe [Mergermarket]*. Najdeno 15. decembra 2008 na spletnem naslovu
<http://www.mergermarket.com/library.marketview?DocID=1149>
37. *Regional economic outlook: Europe - reassessing risk*. (2008). Washington D.C.: International Monetary Fund.
38. Ries, J., Country risk definition. Najdeno 11. januarja, 2009 na spletnem naslovu
http://www.creditworthy.com/topics/countryrisk_define.asp
39. Ritter, L, Silber, W, & Udell, G (2009). *Principles of money, banking & financial markets*. New York: Addison Wesley.
40. Sagari, S.B., Guidotti, G. (1992). Venture capital: Lessons form the developed world for the developing markets. *International finance corporation, discussion paper number 13*. Washington D.C.: The World Bank.
41. Sidorenko, N., Liepa, L., Filonovas, E. (2008). Private equity poses a challenge. *International financial law review*. Najdeno 10. marca 2009 na spletnem naslovu
<http://www.iflr.com/Article/1984043/Private-equity-poses-a-challenge.html>
42. Smith, C. (2006). Supporting small and medium enterprises in central Europe. *Law in transition online*. Najdeno 12. januarja 2009 na spletnem naslovu
<http://www.ebrd.com/pubs/legal/lit062.pdf>
43. Stavaru, C. (2008). Progressive private equity. *International financial law review*. Najdeno 10. marca 2009 na spletnem naslovu
<http://www.iflr.com/Article/2006917/Progressive-private-equity.html>
44. Stingham, E., Boettke, P., Clark, J.R. (2008). Are regulations the answer for emerging stock markets? Evidence from the Czech Republic and Poland. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 48, 541-566.
45. Sullivan, P.H., Lim, G. (2004). Corporate governance and private equity. *Global Corporate Governance Guide 2004: best practice in the boardroom*. Najdeno 20. decembra 2008 na spletnem naslovu
<http://www.lombardinvestments.com/pdf/Corporate%20Governance%20and%20Private%20Equity.pdf>
46. Thinmann, C. (2002). Financial sectors in EU accession countries: Issues for the workshop and summary of discussion. C. Thimann (ur.), *Financial Sectors in EU Accession Countries* (str. 7-12). Frankfurt am Main: European Central Bank.
47. *Transition report update 2007*. (2007). London: European bank for reconstruction and development.
48. Trichet, J. (2006). Structural reforms in Europe. *Evropska centralna banka*. Najdeno 25. marca 2009 na spletnem naslovu
http://www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp060522_1.en.html
49. *Unleashing entrepreneurship: making business work for the poor*. (2004). New York: United nations development programe.

50. Vittas, D. (februar 1996). Pension funds and capital market. *Public policy for the private sector, note no. 71*. Washington D.C: World bank.
51. Weisman , R. (2007, 10. december). Subprime crunch cools leveraged buyout market. *The Boston globe*. Najdeno 12. decembra 2008, na spletnem naslovu http://www.boston.com/business/globe/articles/2007/12/10/subprime_crunch_cools_leveraged_buyout_market/
52. Wells, K., Jansson, E. (2006). Big institutions stay away from CEE bourses. *Euromoney*. 37(450).
53. Wookey, J. (2008). CEE private equity on the fast track . *Euromoney*, 39. Najdeno 12. januarja 2009 na spletnem naslovu: <http://www.euromoney.com/Article/1924074/Private-equity-CEE-private-equity-on-the-fast-track.html>
54. *Yearbook 2009*. (2009). Budimpešta: Hungarian venture capital and private equity association.

SLOVAR

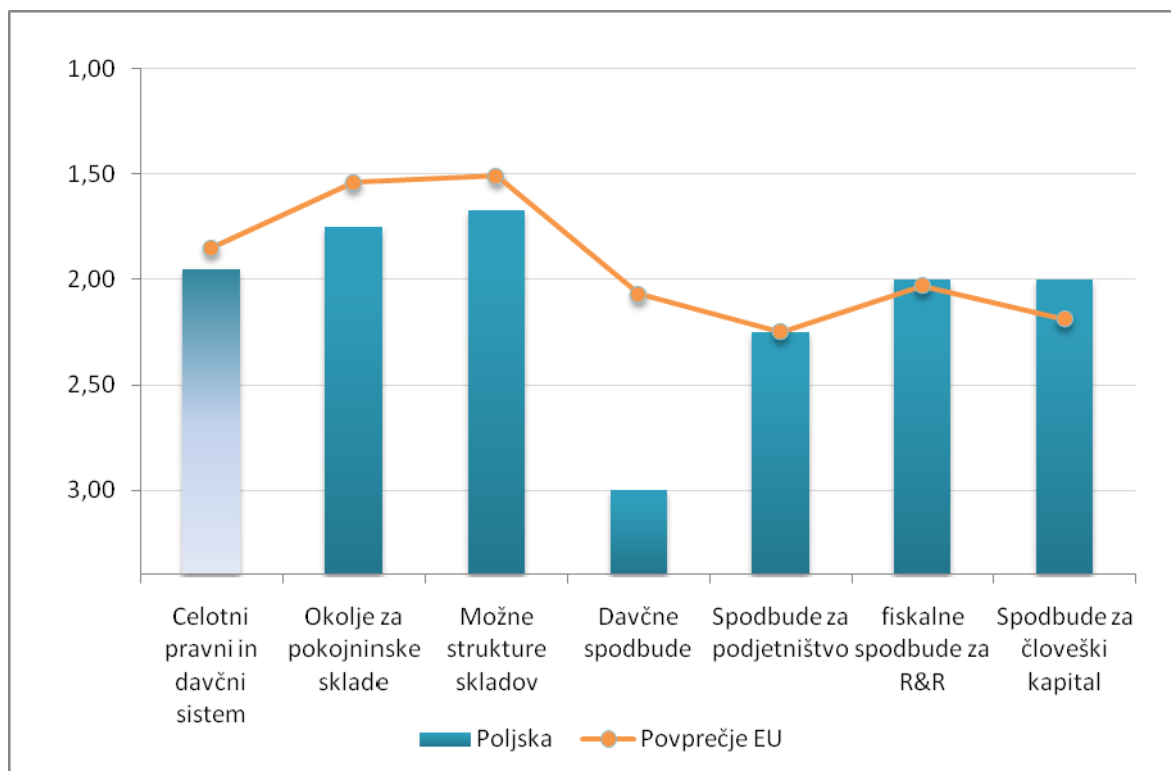
Adjusted present value	Prilagojena sedanja vrednost
British private equity and venture capital association	Britansko združenje zasebnega in tveganega kapitala
Buyout	Odkup podjetja
Corporate governance	Upravljanje in vodenje podjetja
Country risk	Državno tveganje
Debt with warrant	Dolg s poroštvom
Development finance institutions	Institucije za finančni razvoj
Due dilligence	Skrbni pregled podjetja
Earnings before interests and taxation	Dobiček pred obrestmi in davki
Emerging markets private equity association	Združenje zasebnega kapitala razvijajočih se držav
European private equity association	Evropsko združenje zasebnega in čistega tveganega kapitala
Fund of funds	Skladi skladov
General partner	Splošni družbenik
Growth capital	Kapital za rast in razvoj
Human capital	Človeški kapital
Initial public offering	Prva javna ponudba delnic
International finance corporation	Mednarodno finančno združenje
Joint venture	Mešana družba
Leveraged buyout	Odkup podjetja z vzvodom
Limited partner	Omejeni družbenik
Limited partnership	Partnerska organizacija družbe
Manegement buyout	menedžerski odkup
Mega-buyout	Veliki odkupi podjetja
Mezzanine fund	Mezzanine sklad
Net present value	Neto sedanja vrednost
Private equity	Zasebni kapital
Prudent man rule	Pravilo preudarnega gospodarja
Qualified investor fund	Kvalificirani investicijski sklad
Securitization	Listninjenje
Seed capital	Izhodiščni kapital
Senior debt	Dolg najvišjega reda
Skeletons in the closet	Prikrite informacije
Venture capital	Čisti tvegani kapital

PRILOGA

Na slikah od 1-8 so prikazani kazalniki, ki ocenjujejo ugodno oziroma neugodno stanje pravnega in davčnega sistema za razvoj skladov zasebnega kapitala.

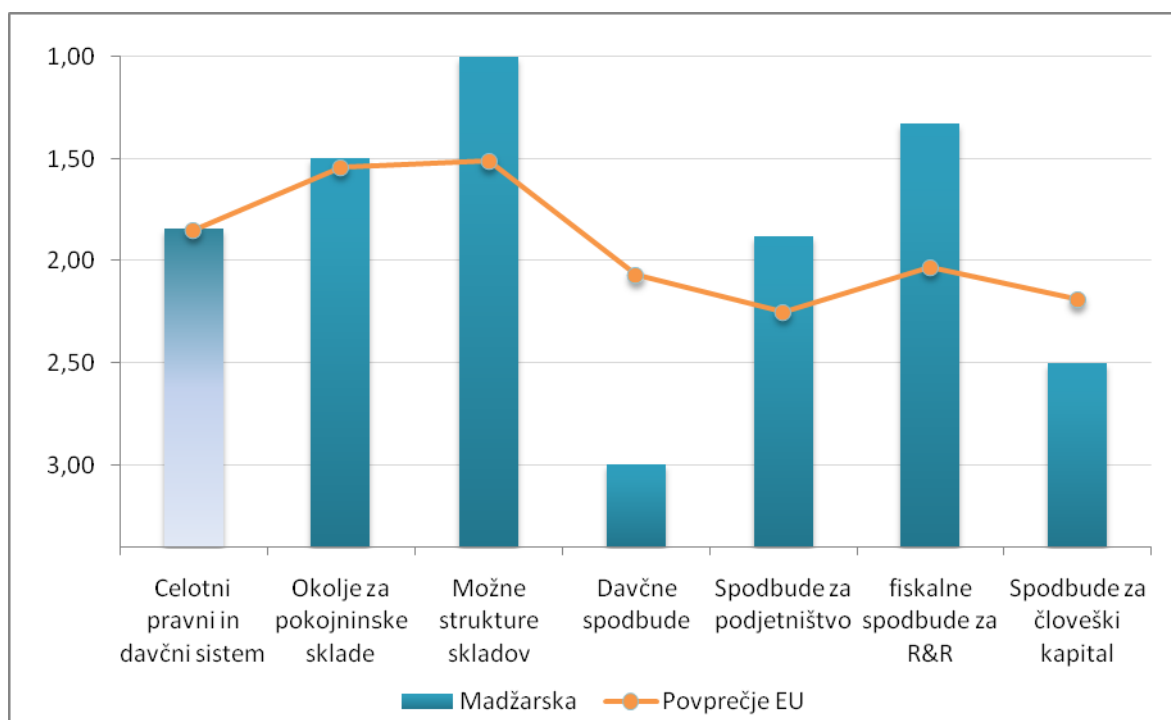
Slika 1: Poljska	2
Slika 2: Madžarska	2
Slika 3: Češka	3
Slika 4: Slovaška	3
Slika 5: Litva	4
Slika 6: Latvija	4
Slika 7: Estonija.....	5
Slika 8: Romunija	5

Slika 11: Poljska



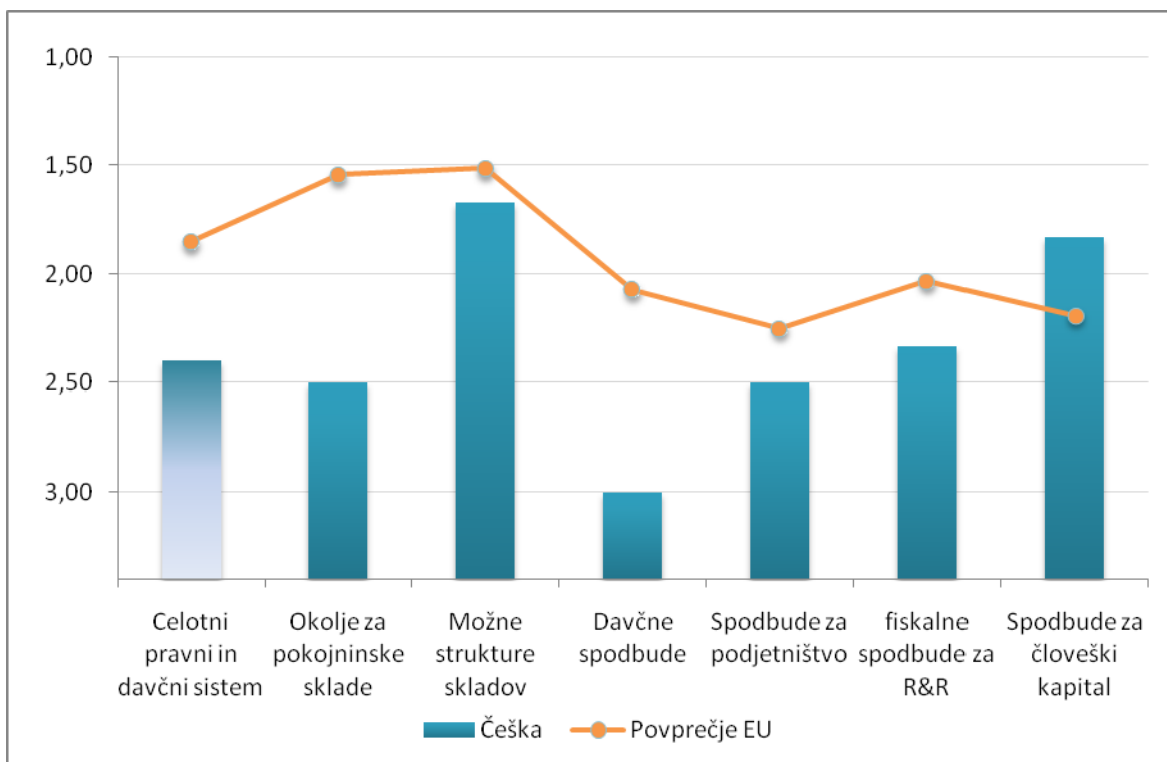
Vir: EVCA, Benchmarking European tax and legal environments, 2008, str. 116-121

Slika 12: Madžarska



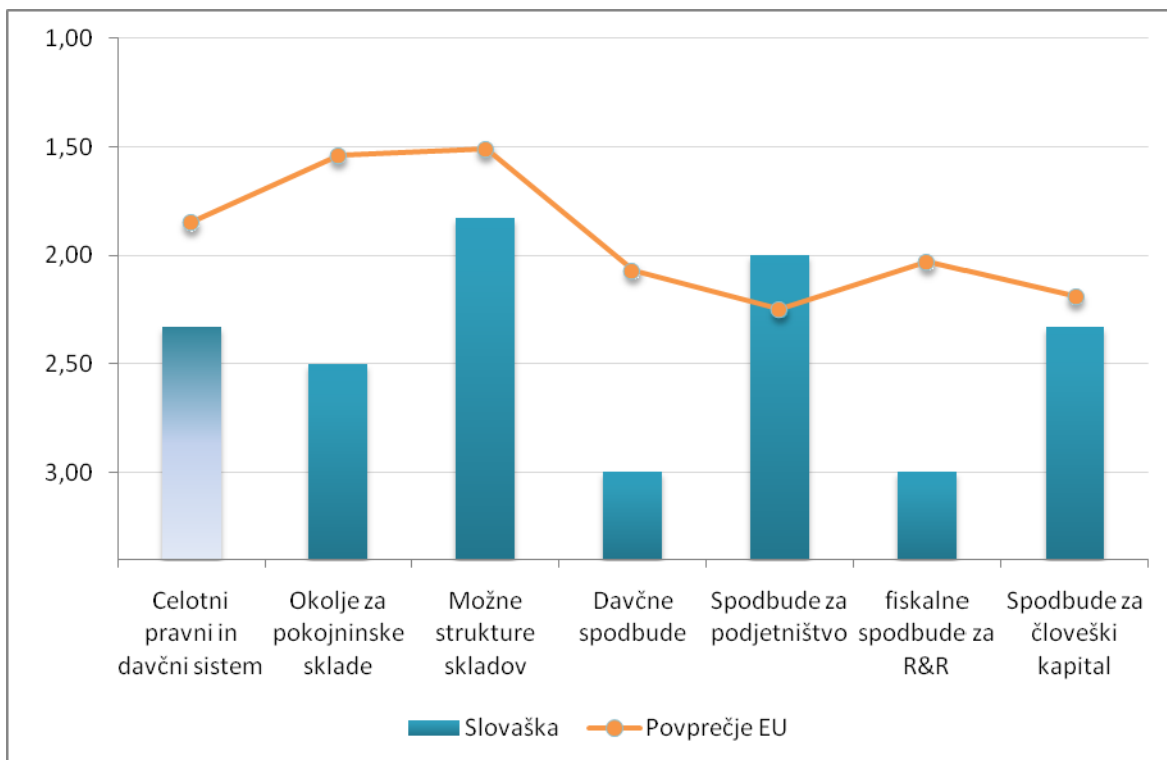
Vir: EVCA, Benchmarking European tax and legal environments, 2008, str. 71-75

Slika 13: Češka



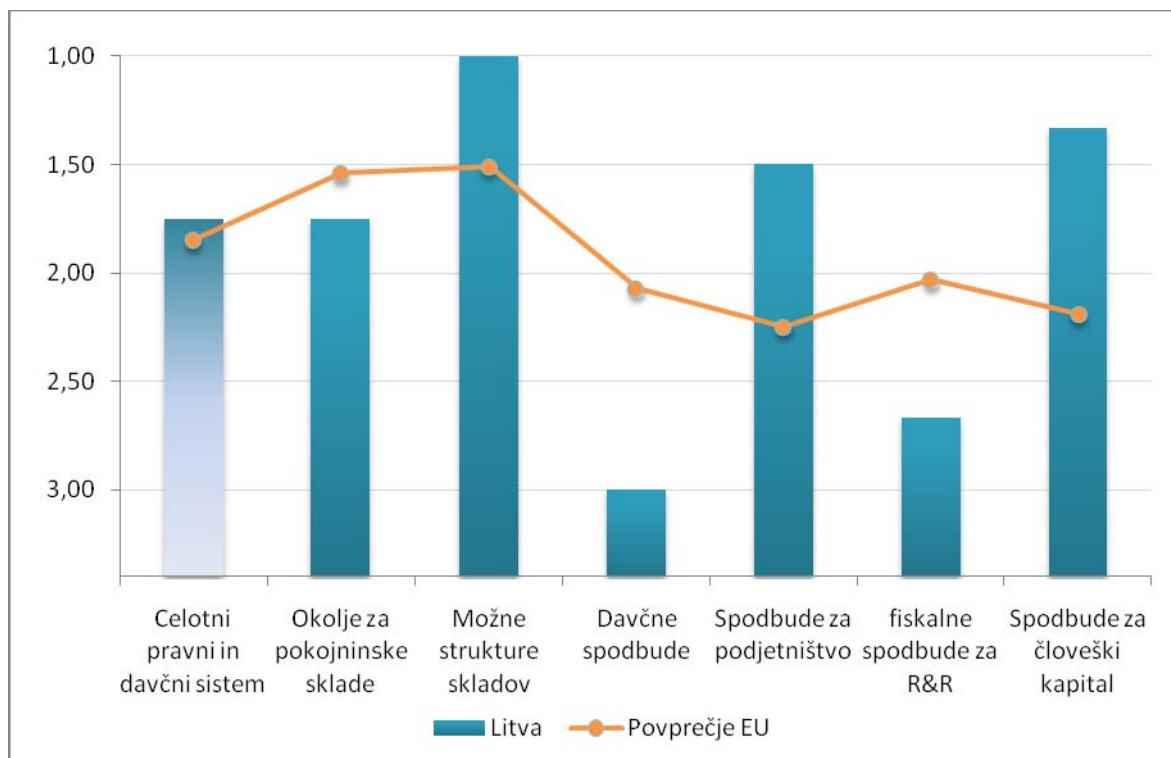
Vir: EVCA, Benchmarking European tax and legal environments, 2008, str. 33-39

Slika 14: Slovaška



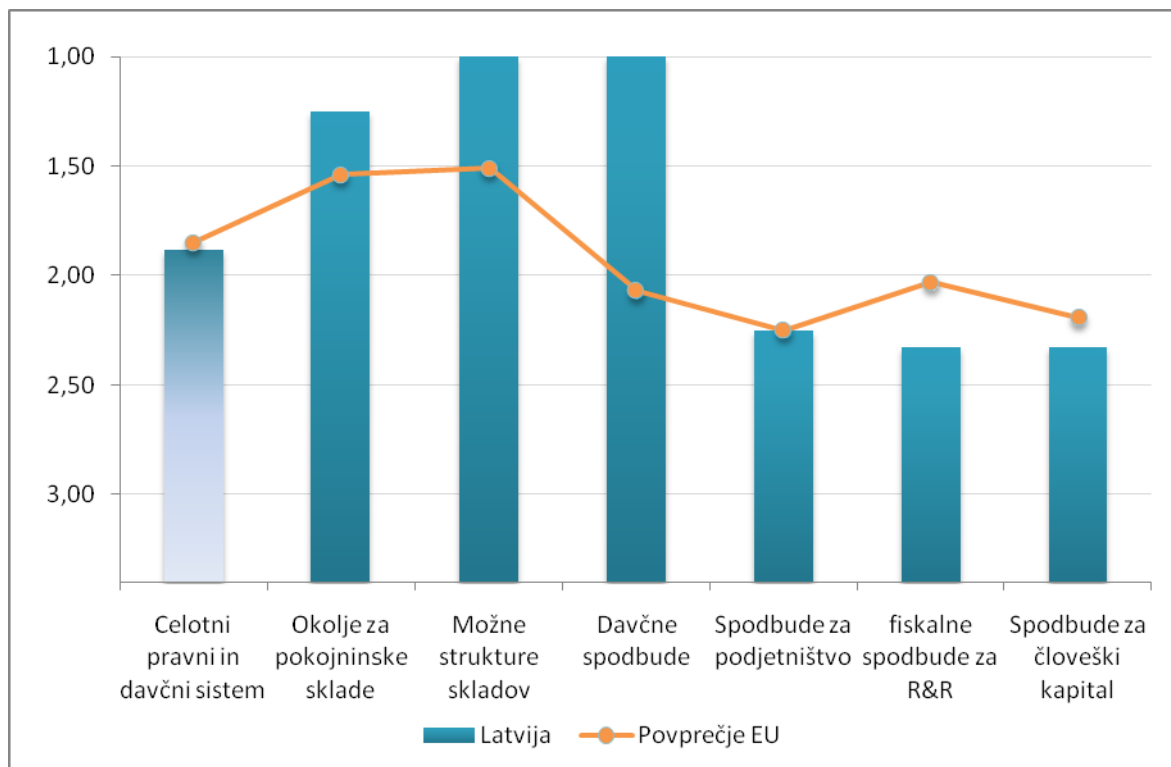
Vir: EVCA, Benchmarking European tax and legal environments, 2008, str. 132-136

Slika 15: Litva



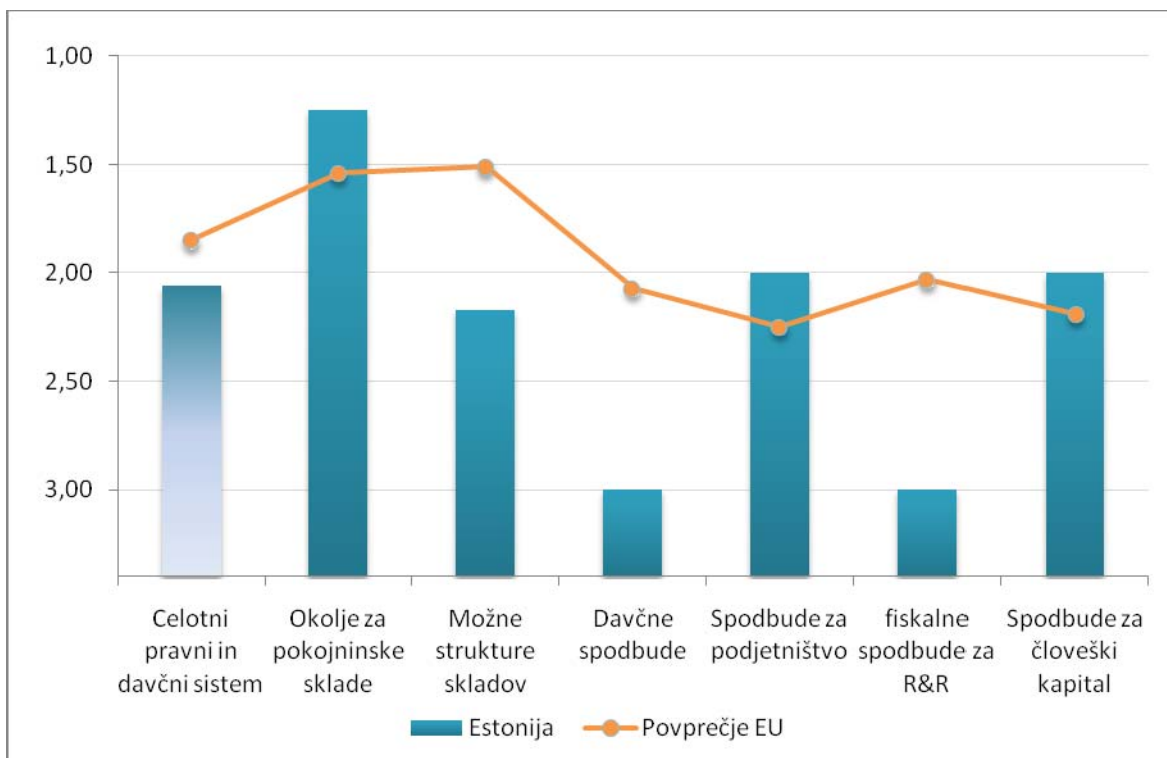
Vir: EVCA, Benchmarking European tax and legal environments, 2008, str. 92-96

Slika 16: Latvija



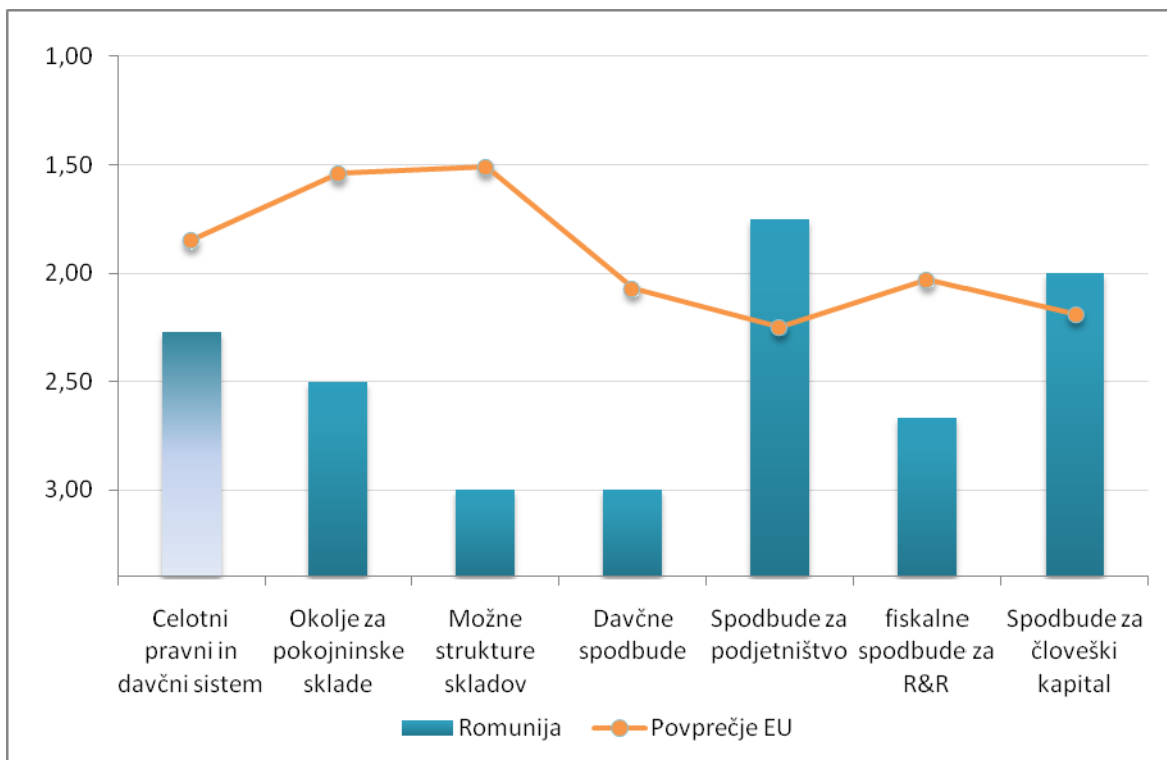
Vir: EVCA, Benchmarking European tax and legal environments, 2008, str. 87-91

Slika 17: Estonija



Vir: EVCA, Benchmarking European tax and legal environments, 2008, str. 45-49

Slika 18: Romunija



Vir: EVCA, Benchmarking European tax and legal environments, 2008, str. 127-131