

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VIRI FINANCIRANJA SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA**

Ljubljana, junij 2003

JANEZ KRALJIČ

## **IZJAVA**

Študent JANEZ KRALJIČ izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. BOŠTJANA ANTONČIČ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

Ljubljana, junij 2003

Podpis:

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1. SKLADI TVEGANEGA KAPITALA</b> .....	<b>2</b>
<b>1.1. OPREDELITEV POJMA</b> .....	<b>2</b>
<b>1.2. ZNAČILNOSTI TVEGANEGA KAPITALA</b> .....	<b>3</b>
<b>1.3. VRSTE SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA</b> .....	<b>5</b>
1.3.1. Zasebno partnerstvo .....	5
1.3.2. Javni skladi tveganega kapitala .....	5
1.3.3. Korporacijski skladi tveganega kapitala .....	6
1.3.4. Skladi investicijskih bank.....	6
1.3.5. Neformalna oblika investiranja tveganega kapitala .....	6
1.3.6. Državni in paradržavni skladi tveganega kapitala.....	7
<b>2. INVESTIRANJE V SKLADE TVEGANEGA KAPITALA</b> .....	<b>7</b>
<b>2.1. VIRI SREDSTEV GLEDE NA INVESTITORJA</b> .....	<b>7</b>
2.1.1. Pokojninski skladi .....	7
2.1.2. Zavarovalnice .....	7
2.1.3. Podjetja.....	8
2.1.4. Vladne agencije .....	8
2.1.5. Banke.....	8
2.1.6. Privatni investitorji.....	9
2.1.7. Skladi skladov .....	9
<b>2.2. DEJAVNIKI INVESTIRANJA V SKLADE</b> .....	<b>10</b>
2.2.1. Tržna analiza .....	10
2.2.2. Investicijska strategija.....	11
2.2.3. Upravljavski tim.....	13
2.2.4. Pretekli rezultati .....	14
2.2.5. Struktura sklada tveganega kapitala .....	15
2.2.6. Pogoji poslovanja sklada.....	16
<b>2.3. POSTOPEK ZBIRANJA KAPITALA V SKLAD</b> .....	<b>19</b>
2.3.1. Začetno informiranje .....	20
2.3.2. Priprava informativnega memoranduma.....	20
2.3.3. Zbiranje kapitala v sklad .....	20
<b>2.4. PRIVLAČNOST TVEGANEGA KAPITALA</b> .....	<b>22</b>
2.4.1. Prednosti investiranja v sklade .....	22
2.4.2. Slabosti investiranja v sklade .....	23
<b>3. TVEGANI KAPITAL IN EVROPA</b> .....	<b>24</b>
<b>3.1. VELIKOST TRGA V EVROPI IN RAST</b> .....	<b>24</b>
<b>3.2. SKLADI TVEGANEGA KAPITALA EVROPE</b> .....	<b>25</b>
<b>3.3. VIRI SREDSTEV SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA</b> .....	<b>26</b>
3.3.1. Velika Britanija .....	27
3.3.2. Nemčija .....	29
3.3.3. Finska .....	31
3.3.4. Češka .....	32
3.3.5. Slovenija.....	34

3.4. PRIMERJAVA MED DRŽAVAMI .....	40
4. <i>TRENDI IN NAPOVED ZA PRIHODNOST</i> .....	42
4.1. PRIHODNOST SLOVENSKEGA TVEGANEGA KAPITALA V SMISLU NJEGOVH VIROV .....	43
<i>SKLEP</i> .....	44
<i>LITERATURA</i> .....	45
<i>VIRI</i> .....	46

# UVOD

Tvegani kapital je ključnega pomena za podjetja, ki imajo velik potencial rasti. Tovrstna podjetja potrebujejo velike finančne vloške za razvoj, ki pa jih sam lastnik podjetja pogosto ni sposoben vplačati. Kot možna rešitev se je pojavil institut tveganega kapitala, s katerim lahko lastniki podjetij pridejo do dodatnih virov financiranja, seveda pa se morajo odpovedati določenemu deležu v podjetju. Tvegani skladi investirajo predvsem v visokotehnološka, hitro rastoča podjetja. Tako zapolnjujejo vrzel med začetnim stanjem, ko se podjetja financirajo z lastnimi prihranki, ter stanjem, ko so podjetja dovolj finančno trdna, da se lahko že financirajo z bančnimi posojili.

Namen moje diplomske naloge je raziskati, kakšna je struktura investorjev tveganega kapitala v skladih tveganega kapitala. Zanima me, kakšni so pogoji in ugodnosti, ki jih skladi lahko ponudijo svojim investorjem in na podlagi katerih se investorji odločijo, v kateri sklad tveganega kapitala bodo vložili svoje prihranke. Dokazati želim hipotezo, da se struktura investorjev v tvegani kapital v Sloveniji razlikuje od strukture večine skladov tveganega kapitala v Evropi.

V začetnem poglavju bom predstavil definicijo skladov tveganega kapitala. Opredelil bom pojem investitorja v tvegani kapital ter njihov motiv investiranja. Nato bom opredelil vrste skladov. Kljub temu, da poznamo veliko različnih delitev skladov, se bom osredotočil predvsem na delitev skladov tveganega kapitala glede na lastništvo.

Sledila bo opredelitev investorjev v sklade tveganega kapitala. Ločimo namreč institucionalne investitorje, med katere uvrščamo pokojninske sklade, banke in zavarovalnice. Investitorji so lahko podjetja, vladne agencije, skladi skladov in na koncu tudi fizične osebe. Za slednje je zahtevan znesek za investiranje v sklade pogosto previsok, saj skladi postavljajo tudi minimalni skupni znesek, ki ga mora investitor vložiti v sklad.

Nato bom opredelil dejavnike investiranja v sklade tveganega kapitala. To so tisti dejavniki, na podlagi katerih se investitorji odločajo, v kateri sklad bodo svoja sredstva investirali. Ti dejavniki so ključni za razlikovanje med skladi.

Sledi poglavje o pogojih investiranja v sklade tveganega kapitala. Ti se razlikujejo od dejavnikov investiranja po tem, da so določeni v splošnih pogojih poslovanja sklada. To so velikost sklada, trajanje sklada, upravljavska provizija, delež dobička sklada, ki pripada upravljavcem, vpoklic kapitala, distribucija ter reinvestiranje kapitala.

Nato bom opisal postopek zbiranja in investiranja v sklade tveganega kapitala. Sam postopek je kompleksen in ponavadi tudi dolgotrajen, saj gre za dolgoročne naložbe v te sklade, ki morajo biti temeljito preiščene. Opredelil bom korake od samega začetnega informiranja potencialnih investorjev pa vse do vplačila sredstev v sklad.

V naslednjem poglavju diplomske naloge bom prikazal sklade tveganega kapitala Evrope. Preučil bom vire financiranja skladov po državah in jih primerjal z viri financiranja v Sloveniji. Za Slovenijo sem nanizal še nekaj problemov, s katerimi se soočajo skladi, ter tudi možne rešitve.

V četrtem poglavju bom predstavil trende v skladih tveganega kapitala ter poskusil napovedati, kateri viri financiranja skladov tveganega kapitala bodo prevladali v prihodnosti.

## **1. SKLADI TVEGANEGA KAPITALA**

### **1.1. OPREDELITEV POJMA**

Tvegani kapital je organizirana oblika vlaganja kapitala v podjetje, ki predstavlja lastniško financiranje podjetij. To pomeni, da se specializirana podjetja ali poslovne enote organizirajo največkrat v okviru nekega podjetja, ki se s tovrstnimi naložbami profesionalno ukvarja.

Definicijo tveganega kapitala lahko razberemo iz definicije vlagatelja tveganega kapitala, kjer je tvegani kapital definiran kot lastniški kapital zasebnikov ali investicijskih podjetij z zaposlenimi strokovnjaki, investiran v mlada, hitro rastoča ali spreminjajoča se zasebna podjetja s potencialom, da se razvijejo v uspešna regionalna ali globalna podjetja. Glavni cilj investitorjev je dolgoročni kapitalski dobiček, ki poplača prejeto tveganje, zato investitorji zelo pogosto aktivno sodelujejo pri vodenju podjetja in pomagajo podjetnikom z znanjem in poznanstvi (EVCA Yearbook, 2002, str. 11).

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

## 1.2. ZNAČILNOSTI TVEGANEGA KAPITALA

Tvegani kapital je opredeljen s štirimi glavnimi značilnostmi (Bovaird, 1991, str. 10):

⇒ Trajen kapital

Investitor kapitala v podjetje ne zahteva povračila. Njegov cilj je, da po določenem času proda svoj kapitalski delež v podjetju, ki bo po vrednosti večji od vloženega kapitala. Tako bo realiziral kapitalski dobiček. Druga rešitev pa je, da obdrži lastništvo v podjetju, če predpostavlja, da bo vrednost naložbe postala v času še večja (rast premoženja, delež v dobičku).

⇒ Pomoč pri upravljanju

Investitorji tveganega kapitala pomagajo podjetju pri upravljanju in managementu. Cilj je povečanje uspešnosti podjetja in s tem donosnosti investiranega kapitala.

⇒ Višji donos

Investitorji tveganega kapitala pričakujejo višji donos kot pri posojanju. Navadno podjetja tveganega kapitala pričakujejo 30 do 50-odstotno letno donosnost (trikratno povečanje naložbe v treh letih oziroma petkratno povečanje v petih letih), izhajajo pa predvsem iz kapitalskega dobička. To je povezano z visokim tveganjem, ki je prisotno pri dolgoročnih lastniških naložbah v podjetja (Vahčič, 2001, str. 17).

⇒ Visoka stopnja potrpežljivosti

Drugo ime za tvegani kapital je tudi potrpežljivi kapital. To je kapital, ki ne pričakuje takojšnjih donosov, ampak uspeh v daljšem roku (od 2 do 7 let).

Navedene značilnosti tveganega kapitala nam omogočajo tudi razumevanje pomena skladov tveganega kapitala. Le-ti financirajo predvsem visoko tehnološka, hitro rastoča podjetja, ki se imenujejo gazele. Tako zapolnjujejo vrzel lastniških sredstev<sup>1</sup> med začetnim stanjem, ko se podjetja financirajo z lastnimi prihranki, in stanjem, ko so podjetja dovolj finančno trdna, da se že lahko financirajo s posojili ter bančnimi krediti. Tvegani kapital je tista oblika financiranja, ki pomaga podjetniku v času, ko ima premalo lastnega denarja in ne dovolj veliko podjetje, da bi pridobil denar bank oziroma zbral denar s prodajo delnic in tako uresničil svoje načrte. Vendar tvegani kapital ne pomeni le dolgoročno investicijo denarja, temveč zahteva tudi čas, trud in znanje, zato zahteva nadpovprečen donos (Penca, Vadnjal, 2002, str. 6).

---

<sup>1</sup> Angleški izraz za vrzel lastniških sredstev je equity gap. Gre za pomanjkanje zagonskega in semenskega kapitala v zgodnjih fazah življenjskega cikla podjetja, ki ga je izmed lastniških virov sredstev najtežje pridobiti.

Tabela 1: Prednosti lastniškega financiranja

Lastniško financiranje zagotavlja:	Vendar:
<ul style="list-style-type: none"> <li>⇒ lastniški delež;</li> <li>⇒ nobenih plačil obresti;</li> <li>⇒ dodano vrednost za izkušene investitorje;</li> <li>⇒ kapitalske dobičke (na realizirano investicijo).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>⇒ je možna izguba nadzora in kontrole nad podjetjem;</li> <li>⇒ se zahteva stroga finančna disciplina;</li> <li>⇒ zagotavlja investitorju kapitala mesto v upravnem odboru;</li> <li>⇒ je nujna delitev dobička (na realizirano investicijo).</li> </ul>

VIR: Penca, Vadnjal, 2002, str. 4.

Skladi tveganega kapitala so izredno ozko specializirane finančne institucije. Njihovo delovanje je povsem specifično in se zaradi narave vlaganja močno razlikuje od delovanja drugih finančnih institucij. Razlika se kaže v tem, da gre pri tveganem kapitalu za neposredne lastniške naložbe v podjetja, medtem ko ostali finančni subjekti nalagajo svoja sredstva v podjetje prek različnih finančnih instrumentov. Dodatna prednost tveganega kapitala je v tem, da ne obremenjuje tekočega poslovanja podjetja z rednim odplačevanjem obresti oziroma glavnice, saj se poplača s kapitalskimi dobički ob izstopu iz podjetja (Žugelj, 2001, str. 7).

Izraz sklad tveganega kapitala ni povsem pravilen. V ZDA je ustaljen izraz podjetje za tvegani kapital,<sup>2</sup> ki označuje dve enoti: sklad tveganega kapitala in družbo za upravljanje. Tvegani kapital torej vedno nastopa v paru: kot sklad in kot družba za upravljanje. Sklad je navadno družba z omejeno odgovornostjo, medtem ko je družba za upravljanje zlasti v ZDA partnerstvo, lahko pa je tudi družba z omejeno odgovornostjo. Skladi navadno nimajo zaposlenih, imajo pa normalno upravljavsko strukturo, ki zagotavlja zaščito interesov vlagateljev. Praktično vse dejavnosti vodijo partnerji v družbah za upravljanje (Antončič, 2002, str. 312).

Industrija tveganega kapitala je danes v razvitih državah zrela in zelo formalizirana. Do formalizacije je prišlo večinoma s samoregulacijo (European Venture Capital Association – EVCA, National venture capital association – NVCA, ZDA). Vendar je jasno, da lahko pravna regulativa, ki se nanaša na to področje, to industrijo pospešuje ali pa zavira. V ZDA je dobila zagon, ko je zakonodaja omogočila, da zavarovalnice, pokojninski skladi in druge institucije del svojih naložb vložijo v sklade tveganega kapitala, in ko so uzakonili nizko obdavčitev kapitalskih dobičkov. EU, ki vse več pozornosti namenja razvoju hitro rastočih podjetij, je šele začela razvijati ugodno regulativo. To pomeni, da ni vsak sklad, ki vlaga v lastniški kapital, tudi že podjetje za tvegani kapital po sprejetih merilih te industrije (Antončič, 2002, str. 313).

<sup>2</sup> Ang. Venture capital firm.



### **1.3. VRSTE SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA**

Poznamo različne delitve skladov po njihovih značilnostih (Garner et al., 1994, str. 150). V nadaljevanju bom navedel osnovne tipe skladov tveganega kapitala glede na lastništvo.

#### **1.3.1. Zasebno partnerstvo**

Največ skladov ima obliko zasebnih partnerstev. Upravljalci sklada zberejo sredstva in jih investirajo v mlada perspektivna podjetja z visokim potencialom rasti. Tako ustanovljeni skladi segajo od majhnih, ki lahko investirajo samo manjše zneske v podjetja v zgodnji razvojni fazi, do zelo velikih skladov z milijardo in več dolarjev kapitala, ki lahko hkrati investirajo v več velikih podjetij.

Ti skladi so navadno oblikovani kot omejena partnerstva, v katerem so upravljalna podjetja tveganega kapitala neomejeni partner sklada (Smith, 1992, str. 270). Ta podjetja dobijo honorar za upravljanje sklada, ki je običajno določen v odstotku od celotne količine kapitala, in pogodbeno določen odstotek kapitalskih dobičkov, ki jih zaslužijo pri posameznem poslu. Zasebne sklade tveganega kapitala sestavljajo tudi omejeni partnerji, ki priskrbijo kapital. Največkrat so to institucionalni investitorji, kot so zavarovalnice, pokojninski skladi, oddelki bank ali korporacij, včasih pa tudi bogati posamezniki in družine. Skladom tveganega kapitala zagotovijo sredstva z namenom pridobivanja dodatnega dobička in zato, da se jim z ustvarjanjem novih podjetij povečuje trg za njihove storitve.

Skladi so pogosto veliki in navadno vlagajo kapital v večje podjetniške projekte. Večji del investicij je vložen v hitro rastoče, visoko tehnološke posle, vendar vlagajo tudi v druga obetavna področja. Zasebni skladi tveganega kapitala imajo življenjsko dobo od 5 do 10 let, potem pa je sklad razpuščen in se preostalo premoženje<sup>3</sup> razdeli med partnerje (Gartner, 1990, str. 10).

#### **1.3.2. Javni skladi tveganega kapitala**

Javni skladi tveganega kapitala so organizirani kot delniške družbe in zbirajo denar z razpisom delnic sklada. Njihovo poslovanje je bolj na očeh javnosti zaradi zahtev regulatornih oblasti na področju vrednostnih papirjev<sup>4</sup> po oblikovanju poročil o poslovanju. Zato je podatke o poslovanju omenjenih skladov veliko lažje dobiti kot podatke o poslovanju zasebnih skladov tveganega kapitala.

---

<sup>3</sup> Preostalo premoženje v tem primeru pomeni ostanek sredstev po vračilu osnovnih vložkov kapitala, ki so jih v sklad vplačali institucionalni investitorji, in po plačilu pogodbeno določenih obresti in honorarjev.

<sup>4</sup> V ZDA je to Securities and Exchange Commission – SEC.

### **1.3.3. Korporacijski skladi tveganega kapitala**

Korporacijski skladi tveganega kapitala delujejo pod okriljem večje korporacije ter iščejo strateške povezave z manjšimi, razvojno orientiranimi podjetji. Cilji teh skladov se zato pogosto razlikujejo od ciljev drugih skladov, pri katerih je v ospredju kapitalski dobiček.<sup>5</sup>

Korporacije želijo dobiti poceni dostop do visokih tehnologij, ki jih razvijajo podjetja z visokim potencialom rasti. Tehnologija, ki jo razvijajo s skupnim sodelovanjem, je cenejša in pokriva širša področja, kot pa če bi korporacije omejevale razvoj novih tehnologij samo na svoje lastne oddelke za raziskave in razvoj.

Korporacije pogosto zahtevajo večinski delež podjetja v zameno za financiranje, kar lahko odvrne podjetnike ali lastnike malih podjetij od tovrstnih virov financiranja (Timmons, 1990, str. 613). Po drugi strani predstavljajo korporacije vir financiranja, ki omogoča zelo velike posamične podjetniške projekte v različnih fazah razvoja podjetja, in priskrbijo tudi alternativne vire za proizvodnjo, trženje in raziskave. Za korporacijske sklade so značilne nizke provizije, zato upravljavci teh skladov niso vedno dovolj pozorni in natančni pri izbiri projektov. V praksi je imelo nekaj korporacijskih skladov zelo slabe rezultate, kar je povzročilo, da so nekatere korporacije začele vlagati svoja sredstva v profesionalno upravljane sklade tveganega kapitala (Morck, 2000, str. 19).

### **1.3.4. Skladi investicijskih bank**

Skladi investicijskih bank združujejo lastniške naložbe in dolgoročna posojila ter se največkrat ukvarjajo z večjimi podjetji, ki se pripravljajo na javno ponudbo delnic oziroma na prevzem ali združitev z nekim drugim podjetjem (Penca, Vadnjal, 2002, str. 6).

### **1.3.5. Neformalna oblika investiranja tveganega kapitala**

Neformalno obliko investiranja tveganega kapitala predstavljajo bogati posamezniki, ki vlagajo denar v obetavna podjetja. Ti posamezniki so bolj znani pod imenom poslovni angeli.<sup>6</sup> Pomembni so predvsem za podjetja, ki potrebujejo sredstva za zgodnje financiranje, kjer so potrebni zneski manjši, prejeta tveganje pa veliko večje. To je tudi vzrok, da skladi tveganega kapitala to fazo neradi financirajo. Poslovni angeli imajo bogate izkušnje na področju posla in financ, dobro izobrazbo, zato lahko pogosto zahtevajo znaten delež v kapitalu in skušajo dominirati podjetju. Obseg financiranja neformalnih investorjev se giblje med 10.000 in 50.000 dolarjev, financirajo pa podjetja, ki potrebujejo med 50.000 in 500.000 dolarjev kapitala (Timmons, 1990, str. 421).

---

<sup>5</sup> Kapitalski dobiček nastane, ko je neko premoženje prodano po višji ceni, kot pa je bilo kupljeno.

<sup>6</sup> Ang. business angels.

### **1.3.6. Državni in paradržavni skladi tveganega kapitala**

Državni in paradržavni skladi tveganega kapitala so skladi, ki jih vzpodbujajo in sofinancirajo države same, čeprav je njihovo upravljanje v zasebnih rokah. Na ta način se doseže večja učinkovitost, managerji sklada namreč pri zasledovanju lastnih interesov hkrati sledijo tudi interesom države, financiranju obetavnih projektov malega gospodarstva in oplemenitenu vloženih sredstev. Cilj teh skladov je v večini primerov število financiranih projektov, zato so njihovi vložki majhni. Ti potem vplivajo na povečanje števila delovnih mest, poveča se gospodarski razvoj, veliko več pa je tudi inovacij.

Med paradržavne sklade<sup>7</sup> uvrščamo predvsem sklade tveganega kapitala, ki so pod določenimi pogoji dobili poceni sredstva od države, da bi vlagali v mala in srednja podjetja. V teh skladih je to izredno velik finančni vzvod in možnost visokih donosov na zasebni kapital, kar poveča privlačnost naložb v tovrstne sklade za institucionalne in zasebne investitorje.

## **2. INVESTIRANJE V SKLADE TVEGANEGA KAPITALA**

### **2.1. VIRI SREDSTEV GLEDE NA INVESTITORJA**

Pri oblikovanju sklada tveganega kapitala je potrebno upoštevati specifične zahteve posameznih investitorjev, zato mora sklad že v času formiranja upoštevati zahteve in potrebe institucionalnih, podjetniških in individualnih investitorjev. Glavne kategorije investitorjev v sklade tveganega kapitala so naštetje spodaj.

#### **2.1.1. Pokojninski skladi**

Pokojninski skladi so že dolgo največji investitor v neodvisne sklade tveganega kapitala v Veliki Britaniji in ZDA. Čeprav v ostalih delih Evrope še niso tako pomembni, se pričakuje veliko povečanje njihove vloge. Ti skladi imajo ponavadi dolgoročne obveznosti in omejene zahtevke po likvidnosti, zato so še toliko bolj zaželeni kot investitorji tveganega kapitala. Rast števila pokojninskih skladov in večanje sredstev v posameznem skladu se že od leta 1970 neprestano povečuje (od 250 milijard ameriških dolarjev do 3500 milijard ameriških dolarjev samo v ZDA), zato so pokojninski skladi postali glavni vir sredstev za sklade tveganega kapitala (Brooks, 1999, str. 100).

#### **2.1.2. Zavarovalnice**

Zavarovalnice so največji upravitelj denarja v mnogih državah, zato so investirale v tvegani kapital kot razširitev svojih investicijskih oddelkov. Negotova narava obveznosti teh družb

---

<sup>7</sup> V ZDA se taka oblika skladov imenuje Small Business Investment Companies – SBIC.

pomeni veliko večjo nestanovitnost<sup>8</sup> teh družb v primerjavi s pokojninskimi skladi. V večini držav (ZDA in Velika Britanija) obstajajo zakonske omejitve, ki določajo, kako lahko zavarovalne družbe vrednotijo investicije v tvegani kapital, in to lahko precej zavira investicije zavarovalnic v sklade tveganega kapitala (Brooks, 1999, str. 100).

### **2.1.3. Podjetja**

Tvegani kapital se uporablja kot način dostopa do inovacij. Zlasti to velja za večje korporacije, ki so tako deležne tehnološkega napredka, pridobijo dostop do inovacij ter možnost bodočih združitvev. Nekatere korporacije imajo v okviru lastnega podjetja oddelke, ki se ukvarjajo s tveganim kapitalom, medtem ko se ostala podjetja s širšim področjem zanimanja odločajo za vstop na področje tveganega kapitala preko skladov tveganega kapitala. Korporativni investitorji v tvegani kapital imajo strožje kriterije in zahtevajo veliko bolj natančne informacije o portfelju tveganega sklada, kot je to v navadi za institucionalne investitorje (Brooks, 1999, str. 100).

### **2.1.4. Vladne agencije**

V Evropi je delež državnih agencij sorazmerno velik, saj je Evropska banka za obnovo in razvoj (EBRD) v zadnjih letih odločilno pripomogla k povečanju vloge tega sektorja, predvsem v srednji in vzhodni Evropi. Te agencije se odločajo predvsem v smislu zadovoljevanja lokalnih in regionalnih interesov.

Vladne agencije tudi vzpodbujajo nastajanje skladov tveganega kapitala, saj ti pomagajo manjšim podjetjem pri financiranju njihove rasti. Ta podjetja namreč ustvarjajo nova delovna mesta, bistveno pripomorejo k višji gospodarski rasti v državi, prispevajo k boljšemu poslovanju podjetij ter tudi povečujejo investicije (BVCA, 2003).

### **2.1.5. Banke**

Banke zagotavljajo pomemben delež med viri sredstev v neodvisne sklade tveganega kapitala, hkrati pa nekatere banke izvajajo lastne investicije v obliki tveganega kapitala neposredno ali preko lastnih skladov tveganega kapitala.<sup>9</sup> Prednost je ta, da se naložbena politika sklada sprejme v okviru banke, v skladu z njenimi interesi. Pomanjkljivosti pa je več. Glavna je ta, da mora banka zagotavljati celotna sredstva in oblikovati rezervacije v skladu z tveganostjo naložb, ki je izredno visoka, kar negativno vpliva na finančni rezultat banke. Težava je tudi ta, da so naložbe sklada po vsebini heterogene, kar pomeni, da ni mogoče oblikovati enotnih meril za celoten sklad (Hafner, 2001, str. 68).

---

<sup>8</sup> Ang. volatility.

<sup>9</sup> Tak primer v Sloveniji je banka NLB.

### 2.1.6. Privatni investitorji

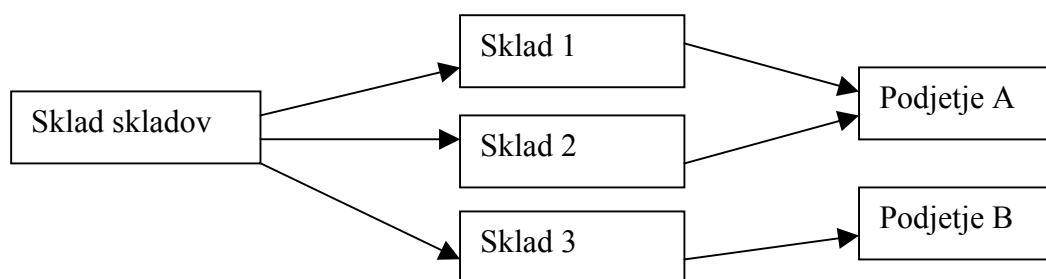
Privatni investitorji so redka, vendar zelo pomembna kategorija investitorjev v tvegani kapital. Večina skladov tvegane kapitala je bila oblikovana za institucionalne investitorje, ki investirajo minimalno milijon ameriških dolarjev. To pomeni, da večina bogatih posameznikov ne more investirati v sklade tvegane kapitala. Nekaj skladov tvegane kapitala v Evropi in ZDA se je kljub temu odločilo, da zbirajo sredstva tudi od manjših privatnih investitorjev. Koristi, ki jih imajo zaradi sposobnosti veliko hitrejšega odziva in bolj stabilne investicijske politike, po njihovem mnenju presegajo slabosti, ki jih prinašajo visoki stroški, povezani z velikim številom investitorjev (Brooks, 1999, str. 100).

### 2.1.7. Skladi skladov

Skladi skladov<sup>10</sup> so posebna vrsta skladov, ki investirajo zbrana sredstva v več različnih skladov tvegane kapitala, ki se nahajajo v njihovem portfelju. Podobno, kot pomeni investiranje v vzajemne sklade diverzifikacijo naložb v več različnih vrednostnih papirjev, pomeni investiranje v več različnih skladov diverzifikacijo naložb v več različnih skladov tvegane kapitala. Slabost je ta, da so stroški poslovanja nekoliko višji, hkrati pa je tudi zelo verjetno, da je sklad skladov lastnik določenega deleža v nekem podjetju preko več svojih skladov (Webfinance Inc., 2003).

Na sliki 1 vidimo, kako lahko pride do primera, da je sklad skladov lastnik deleža podjetja A preko več skladov. Sklad skladov namreč vложи sredstva v sklade 1, 2 ter 3, ti skladi pa naprej investirajo v podjetja. Kot prikaže slika, sklad 1 ter 2 vložita v isto podjetje. Tako lahko postane sklad skladov lastnik podjetja preko več skladov.

**Slika 1: Prikaz netransparentnega lastništva podjetja A**



VIR: Lastna skica.

V ZDA pa poleg zgoraj omenjenih investitorjev poznajo še donatorje, fundacije in svetovalce kot investitorje tvegane kapitala. Vse večje univerze v Ameriki imajo donatorske sklade, ki imajo celo daljše in bolj zanesljive obveznosti kot pokojninski skladi in se tudi pripravljajo, da bodo investirali globalno.

<sup>10</sup> Ang. fund of funds.

Domači trg je še vedno največji vir finančnih sredstev za tvegani kapital, vendar se njegov vpliv počasi zmanjšuje. Učinki finančne liberalizacije, povečanje znanja investitorjev ter tudi povečevanje števila investicijskih trgov razširjajo možnosti zbiranja kapitala za tvegane sklade tudi v tujini. Odločitev o tem, da bo sklad del sredstev pridobil v tujini, vpliva na oblikovanje sklada, saj se spremenijo stroški trženja, potrebno pa je tudi prepoznati morebitno drugačno kulturo (Brooks, 1999, str. 102).

## **2.2. DEJAVNIKI INVESTIRANJA V SKLADE**

Investitorji v tvegani kapital imajo na voljo širok izbor skladov, v katere lahko vložijo svoja sredstva. Potrebna je celovita ponudba sklada, temelječa na informacijskem memorandumu, s katero lahko prepričajo potencialne investitorje o smiselnosti vlaganja v prav ta sklad.

Glavne konkurenčne prednosti, na podlagi katerih se skladi ločijo med seboj in ki vplivajo na odločitev investitorja, so naslednje: kvalitetna analiza trga, usmerjenost investicijske strategije, sestava managerskega tima, zgodovina tveganega sklada, struktura sklada ter podrobni pogoji poslovanja.

V nadaljevanju bom vsako konkurenčno prednost bolj podrobno opisal.

### **2.2.1. Tržna analiza**

Na makroekonomskem nivoju mora biti izpolnjenih kar nekaj dejavnikov. Investitor mora ugotoviti, ali obstajajo podjetja, ki bodo tak kapital potrebovala. Tveganost države<sup>11</sup> mora biti majhna ter obstajati morajo načini za izhod iz investicije, s katerimi se kapital vrne investitorju. Ker so vsi zgornji pogoji izven neposrednega vpliva sklada, mora biti tvegani kapitalist sposoben prikazati obstoj širokega spleta investicijskih priložnosti, kjer je zunanje financiranje zaželeno in bo tudi sprejeto. Investitorje še posebno privlačijo trgi, kjer obstaja možnost hitre gospodarske rasti in trgi, ki vzpodbujajo strateške raziskave in razvoj. Skladi v srednji in vzhodni Evropi imajo največje prednosti prav pri tem pogoju, saj so v mlajših gospodarstvih največje možnosti za hitro gospodarsko rast. To prednost morajo postaviti na prvo mesto, saj se morajo zavedati, da nimajo še nobene zgodovine poslovanja, ravno tako pa nimajo na voljo vseh izhodnih strategij, ki jih ponujajo tuji skladi tveganega kapitala. Tuji investitorji želijo zagotovilo, da ne bo prišlo do zamenjave vlade v življenjskem obdobju sklada. Podobno želijo imeti informacije o načrtovani inflaciji in stabilnosti valute, saj to pomeni, da se vrednost sklada ne bo spreminjala. Kapitalski trg mora biti oblikovan tako, da omogoča investitorju tveganega kapitala tak izhod iz investicije, ki ne bo bistveno odstopal od napovedane vrednosti. Veliko prednost pri izstopu iz investicije predstavljajo delniški trgi

---

<sup>11</sup> Ang. country risk.

malih rastočih podjetij,<sup>12</sup> vendar pa ti niso prisotni v vseh državah. Skladi kot izhod iz investicije večinoma uporabljajo prodajo deleža strateškemu partnerju. Za tako obliko izhoda iz investicije pa je nujno potrebno, da so v državi dobri pogoji za združitve in prevzeme podjetij (Brooks, 1999, str. 97).

Investitorji iščejo samoiniciativne in pogumne podjetnike. Okolje mora zagotavljati poslovno tradicijo ter podjetniško kulturo, prav tako pa tudi ustrezno zakonodajo in davčno strukturo. Vse to so faktorji, ki vplivajo na to, ali se bo posameznik odločil za ustanovitev svojega podjetja ali ne. Tukaj lahko torej iščemo vzroke, da se skladi tveganega kapitala razvijajo z različno intenziteto, saj so v posameznih državah podjetniki izredno nenaklonjeni zunanjemu lastništvu podjetja.

### **2.2.2. Investicijska strategija**

Investicijska strategija posameznega sklada tveganega kapitala je naslednje področje, ki ga mora investitor preučiti, preden se odloči za investiranje sredstev v določen sklad ali področje.

Skladi lahko poudarijo svoje edinstvene prodajne pogoje na naslednjih področjih: razvojna stopnja podjetja, v katerega se investira, in področje, na katerem posluje, pritek novih projektov, način odločanja v skladu ter upravljavski pristop.

Glavno vprašanje za investitorje v sklad tveganega kapitala je razvojna stopnja podjetja, v katerega bo sklad vložil sredstva, ter sektor, v katerem se to podjetje nahaja. Te odločitve mora investicijski sklad zelo natančno argumentirati. Možnih strategij je zelo veliko, saj se lahko skladi specializirajo samo za investiranje v zgodnje faze razvoja podjetja<sup>13</sup> ali pa samo za velike managerske odkupe. Lahko se osredotočijo na investiranje v natančno določene sektorje, kot sta na primer biotehnologija ali mediji, ali pa se obnašajo kot generalisti, ki vlagajo v vse sektorje in v podjetja v vseh fazah razvoja. Na tem mestu je zelo težko imeti pravilne in napačne odgovore, za investitorje je pomembna le logična razlaga, zakaj je sklad izbral točno določeno investicijsko strategijo (Brooks, 1999, str. 102).

Investitorji dajejo prednost skladom, ki vodijo aktivno marketinško politiko, torej takim, ki aktivno privabljajo investicijske posle. Čeprav so skladi v svojem razvoju prehajali tudi skozi faze, kjer je povpraševanje po tveganem kapitalu presegalo ponudbo – to se je zgodilo v Veliki Britaniji v sredini 1980, investitorji še vedno želijo, da se podjetja potegujejo za najboljše sklade. Investitorji dajejo prednost skladom, ki niso odvisni od enega samega vira financiranja ali pa na drugi strani od prevelikega števila investicij.

---

<sup>12</sup> V Ameriki se ta delniški trg imenuje NASDAQ.

<sup>13</sup> V tej fazi se zagotavlja t. i. semenski kapital.

Naslednji dejavnik, ki vpliva na odločitev investitorja v tvegani sklad, je način, kako bo sklad izvedel skrben pregled poslovanja podjetja.<sup>14</sup> Ta dejavnik je še posebno pomemben za tiste vlagatelje, ki investirajo v tuje sklade tveganega kapitala. Investitorji se želijo prepričati, da sklad lahko preveri usposobljenost posameznikov v podjetjih, ki povprašujejo po tveganem kapitalu, ter tudi, da lahko pridobi natančno finančno sliko potencialne investicije (Brooks, 1999, str. 104).

Tekmovalnost med temi vlagatelji je vedno večja in neizprosna, zato postaja proces skrbnega pregleda poslovanja vedno krajši. Hitreje ko se odločajo, večje so možnosti, da bo projekt neuspešen. Po drugi strani pa povečan pritek sredstev podjetjem omogoča, da navkljub izgubam še vedno pridobivajo dodatne količine gotovine, kar povečuje in podaljšuje njihove možnosti za obstoj. To deluje v korist tveganih kapitalistov, katerih glavna skrb je, da podjetje pripeljejo do primarne izdaje delnic, saj s tem prenesejo riziko bankrota na kupce delnic podjetja na kapitalskem trgu (Lavrač, 2000, str. 79).

Odločitev sklada o tem, ali bo vodil aktivno<sup>15</sup> ali pasivno<sup>16</sup> politiko upravljanja z investicijo, ravno tako pomembno vpliva na odločitev investitorja. Na eni strani imamo aktivno politiko, kar pomeni, da je predstavnik sklada tveganega kapitala član nadzornega sveta podjetja in ima tako pomemben vpliv pri operativnih in strateških odločitvah podjetja. Na drugi strani pa imamo pasivne investitorje, katerih vloga v podjetju je omejena zgolj na finančni nadzor, s katerim preverjajo, če naložba dosega pričakovan donos. Stopnja razvoja podjetja in sektor zelo pomembno vplivata na odločitev sklada o politiki nadzora investicije. Pri aktivnem načinu upravljanja se zelo pogosto pojavi problem pomanjkanja časa, saj upravljavci ne namenjajo dovolj pozornosti iskanju novih investicijskih priložnosti (Brooks, 1999, str. 104).

Struktura investicij je naslednja pomembna determinanta. Nekateri skladi investirajo samo v podjetja, kjer lahko dosežejo večinski, torej vsaj 51 % delež v podjetju. Ostali skladi večinskih deležev ne želijo in zahtevajo samo manjšinske deleže v podjetjih. V podjetjih, kjer imajo skladi tveganega kapitala manjšinski delež, želijo investitorji dodatna varovala, s katerimi bodo imeli pravico do imenovanja direktorja, pravico do vseh potrebnih informacij, kot tudi pravico prepovedi managementu podjetja pri prodaji sredstev podjetja ali dodatni izdaji delnic. Namen vseh teh varoval je zaščita investitorjev tveganega kapitala, saj ti želijo doseči čim višjo vrednost podjetja ob izstopu znotraj določenega časovnega roka (Brooks, 1999, str. 97).

Manager bi se moral odločati v skladu z interesom investitorja. Investitorji zato pogosto ocenjujejo relativne prispevke posameznih članov tima tveganega sklada. Če želijo napraviti te ocene, morajo poznati proces, kako se posamezne investicije vrednotijo in sprejemajo

---

<sup>14</sup> Ang. due dilligence.

<sup>15</sup> Ang. hands on.

<sup>16</sup> Ang. hands off.



odločitve o naložbah. Investitorji v splošnem bolj zaupajo timom, znotraj katerih se člani dobro razumejo, kot pa time, znotraj katerih bi lahko prišlo do nasprotovanja interesov.

### **2.2.3. Upravljavski tim**

Veliko investorjev ugotavlja, da je upravljavski tim glavni kriterij pri odločanju za investiranje v določen sklad tveganega kapitala. Najbolj pomembne so pretekle izkušnje posameznega managerja, hkrati pa je potrebno pogledati tudi samo sestavljenost upravljavskega tima. Velikost upravljavskega tima mora biti primerna velikosti sklada in številu načrtovanih investicij (Brooks, 1999, str. 104).

Pretekle izkušnje pri skladu tveganega kapitala so verjetno najpomembnejše lastnosti, ki jih mora imeti član upravljavskega tima tveganega sklada. Seveda ni nemogoče ustanoviti sklada brez neposrednih izkušenj. Skladi lahko celo zelo uspešno poslujejo z ostalimi lastnostmi, ki jih imajo člani upravljavskega tima. To so na primer izkušnje iz industrijskega managementa ali pa finančnega področja, ki so potrebne zaradi njihove posebne investicijske strategije. Posamezni investorji so celo bolj naklonjeni timom z interdisciplinarnimi sposobnostmi, še posebno v generalnem skladu,<sup>17</sup> saj lahko upravljavski tim lažje odkriva nove trende in investicijske priložnosti na trgu. V nasprotnem primeru pa ostane zvest obstoječi strategiji, ki lahko zelo hitro postane zastarela (Brooks, 1999, str. 104).

Sposobnost dodajanja vrednosti je lastnost, ki jo zelo težko natančno določimo. V splošnem to pomeni, da želijo imeti investorji v upravljavskem timu posameznike, ki imajo izkušnje in ne bodo samo izvajalci posameznih projektov. Glavna razlika med investicijskimi bankirji<sup>18</sup> in vlagatelji tveganega kapitala je v tem, da morajo zadnji živeti s svojimi investicijami veliko daljše obdobje, ponavadi pet let ali več, in iz njih nato uspešno izstopiti. Sklad mora zato dokazati, da je sposoben dodajati vrednost v prav vsakem koraku, torej od prve investicije v posamezno podjetje, skozi življenjsko dobo same investicije in na koncu tudi ob izstopu iz investicije (Brooks, 1999, str. 105).

Majhna fluktuacija članov upravljavskega tima je ključnega pomena pri zagotavljanju investorjevega zaupanja. Pri manjših timih, kjer so starejši člani že blizu upokojitvi, investorji zahtevajo, da je pripravljen plan za ustrezno nasledstvo posameznega člana tima. Zelo pomemben je tudi način nagrajevanja članov upravljavskega tima. Investitorji pričakujejo, da je nagrada za managerje odvisna od uspešnosti poslovanja sklada tveganega kapitala.

---

<sup>17</sup> To je sklad, ki investira v vsa podjetja, ne glede na razvojno fazo, v kateri se podjetje trenutno nahaja.

<sup>18</sup> V literaturi se uporablja izraz corporate finance professionals.

#### 2.2.4. Pretekli rezultati

Pretekli rezultati predstavljajo osnovo, na podlagi katere investitorji oblikujejo pričakovanja o prihodnjih donosih. Za sklade, ki so ustanovljeni prvič, je to glavna ovira, ki jo morajo prestopiti, saj večina investitorjev vlaga svoj kapital v sklade, ki že imajo neko zgodovino poslovanja. Upravljavski tim tveganega sklada je ponavadi isti kot v preteklih skladih in tim ima že izkušnje s skladi v podobnih sektorjih investiranja. Nekateri investitorji vlagajo v nove sklade tveganega kapitala predvsem z namenom pridobitve boljših pogojev poslovanja (Brooks, 1999, str. 105).

Skladi, ki še nimajo zgodovine poslovanja, si morajo zato pomagati z drugimi prednostmi. Večja kreativnost je zanesljivo pomemben dejavnik, tako v okviru posameznega člana kot celotnega upravljaljskega tima. To pomeni zbiranje denarja preko posameznih dogovorov ali pa preko kluba soinvestitorjev, ki ima predvsem to slabost, da skladom tveganega kapitala ne omogoča popolnega nadzora, zahteva pa veliko administracije. Nekateri skladi so začeli zbirati majhne zneske preko svojih poznanstev in so se šele kasneje, ko so že zaključili nekatere investicije, odločili za zbiranje sredstev tudi na institucionalnem trgu. S tem so potencialnim investitorjem lahko predložili nekatere informacije o svojem predhodnem poslovanju, kar je tem olajšalo izbiro sklada tveganega kapitala.

Tistim skupinam skladov, ki so lahko pokazale svojo zgodovino poslovanja, so investitorji namenili nekaj kriterijev, med katerimi so najpomembnejši višina preteklih prihodkov, znesek denarja, izplačanega investitorjem, in razpon donosov. Investitorji iščejo zanesljive donose skozi obdobje; kjer pa je mogoče primerjati sklade med seboj, pa zahtevajo donos nad povprečnim donosom ostalih skladov. V skoraj vseh primerih bodo skladi ugotavljali uspešnost sklada na podlagi neto interne stopnje donosnosti sklada (Brooks, 1999, str. 106).

##### 2.2.4.1. Notranja stopnja donosa

Notranja stopnja donosa (v nadaljevanju IRR<sup>19</sup>) je definirana kot diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost donosov s sedanjo vrednostjo investicij. IRR se uporablja v ZDA že zelo dolgo, zato je postala tudi glavni kazalec uspešnosti evropskih skladov tveganega kapitala. Poznamo tri različne mere IRR, ki se uporabljajo v različne namene. Tako ima lahko sklad zelo različne IRR vrednosti, odvisno po kateri metodi jo izračunamo (Brooks, 1999, str. 106).

##### 2.2.4.1.1. Bruto IRR na realizirano investicijo

Ta vrednost meri donos samo za tiste investicije, ki so tudi dejansko bile realizirane. Prednost tega kazalca je, da ne temelji na subjektivni oceni. Slabost pa je ta, da če se investicija zaključi že na polovici trajanja sklada, potem ne bo vplivala na uspešnost sklada na koncu življenjske dobe. Dobre naložbe namreč zelo hitro dozori, medtem ko slabe naložbe ponavadi niso odpisane, ampak imajo samo odloženo vračilo.

---

<sup>19</sup> IRR – Internal rate of return.

#### 2.2.4.1.2. Bruto IRR za vse investicije

Ta stopnja poskuša predstaviti uspešnost vseh realiziranih kot tudi nerealiziranih investicij sklada. Ker je to stopnjo določila tudi EVCA, je postala uporabna kot primerjava med posameznimi tveganimi skladi. Kakorkoli že, ta stopnja ne odraža dejanskega donosa, ki ga dobijo investitorji, saj ne upošteva obresti ali različnih obremenitev, kot so upravljavška provizija, ki jo sklad plača družbi za upravljanje tveganega kapitala, provizije, ki jih podjetje portfelja plača skladu ali njegovim upravljavcem, in provizije za pravne in računovodske storitve.

#### 2.2.4.1.3. Neto donos investitorjem

Ta stopnja določa natančen donos investitorja tveganega kapitala. Upošteva vse investicije, vse upravljavške provizije in obresti, plačane managerjem tveganega kapitala. Neto donos investitorjem je lahko bistveno nižji od ostalih opisanih notranjih stopenj donosa, odvisno seveda od stroškovne strukture tveganega sklada.

Poleg notranje stopnje donosa kot najpomembnejšega merila rezultatov investitorji dodatno upoštevajo tudi multiplikator stroškov oziroma verigo sredstev, ki so bila vrnjena investitorjem. To je zlasti pomembno, kadar je dobra notranja stopnja donosa posledica visokih realizacij v začetnem obdobju delovanja sklada. V tem primeru investitorji dajo prednost nekoliko nižji notranji stopnji donosa ob višjem multiplikatorju stroškov. Investitorji dajejo prednost skladom z dobrim razponom razumnih uspehov, v primerjavi s skladi, katerih dobri rezultati temeljijo na izrednem uspehu naložbe v eno samo podjetje. Tovrstni rezultati lahko namreč preveč temeljijo na sreči in jih ni mogoče ponoviti v prihodnosti (Brooks, 1999, str. 106).

### **2.2.5. Struktura sklada tveganega kapitala**

Naslednji korak pri ugotavljanju primernosti sklada za investiranje je podroben pregled davkov in strukture sklada. Glavni cilj je izogniti se dodatnim stroškom, ki bi se lahko pojavili kot posledica slabe oziroma neustrezne strukture sklada. Ti stroški se lahko pojavijo v obliki davka ali pa dodatnih administrativnih stroškov. V najslabšem primeru bi lahko neustrezna struktura sklada vodila do dvojnega obdavčevanja. Prvič se davek plača takrat, ko sklad proda investicijo, in drugič, ko sklad izplača investicijo svojim investitorjem. Ta izplačila se beležijo kot dohodek in ne kot kapitalski dobički. Investitorji zahtevajo, da struktura sklada omogoča transparentno obdavčevanje, nizke stroške in enostavno administracijo ter da zadovolji vse zakonske zahteve, katerim je podrejena (Brooks, 1999, str. 107).

Obstajata dve različni davčno učinkoviti strukturi tveganih skladov: skladi, ki imajo sedež v davčnih oazah, in partnerstva z omejeno odgovornostjo. V primeru, da je sklad ustanovljen v davčni oazi, potem donosi, ki jih sklad doseže, niso podvrženi obdavčenju, obveznost plačila davka pa nastane šele, ko se donosi izplačajo investitorjem. Partnerstva z omejeno

odgovornostjo pa so resnično transparentna, saj so investitorji obravnavani kot neposredni investitorji v podjetje, kjer nastane obveznost plačila davka v trenutku, ko so sredstva za investiranje na razpolago, ne glede na to, če so ta tudi nadalje investirana v podjetje.

Davčna učinkovitost za investitorje se primerja z upravljavsko učinkovitostjo upravljanja sklada. Običajno skupina upravljavcev ni neposredno zaposlena pri skladu, ampak se ustanovi ločeno upravljavsko podjetje, ki zagotavlja najboljši mehanizem za najmanjše ustrezne upravljavcev in urejanje delovnih vzpodbud.

V primeru, da sklad skuša privabiti tuje investitorje, mora upoštevati še številne pravne in davčne vidike, ki so povezani s tujimi investitorji. Zaželeno je, da se ti vidiki preučijo že vnaprej, vendar pa obstajajo izjeme, kot so najem pravnega svetovalca. Ta mora biti najet čim kasneje, tako da se stroški minimizirajo.

## **2.2.6. Pogoji poslovanja sklada**

Upravljavci skladov tveganega kapitala so prepričani, da večina investitorjev želi investirati sredstva v njihov sklad ravno na podlagi izbrane strategije in zmožnosti ustvarjanja dobrih donosov. Vendar pa je še en pogoj, ki ga morajo izpolnjevati. Sklad mora imeti ustrezne pogoje poslovanja, torej take, ki bodo sprejemljivi tudi za investitorja. Večina dejavnikov sestavlja popoln nabor pogojev poslovanja sklada, vendar pa se v posameznih podrobnostih bistveno razlikujejo med skladi, še posebno, če imajo različne ciljne oblike naložb (Brooks, 1999, str. 97).

### **2.2.6.1. Velikost sklada**

Investitorji navadno dajejo prednost zaprtim investicijskim skladom. To pomeni, da sklad, ko je enkrat zaprt, ne more več zbirati dodatnih investicijskih sredstev. Ciljna velikost sklada je zelo različna in je odvisna od različnih dejavnikov, na primer števila članov upravljalškega tima ter velikosti in števila investicij, ki jih sklad namerava izvršiti. Poleg tega je potrebno pri velikosti sklada upoštevati tudi ostale dejavnike, ki so povezani z investitorji. Investitorji običajno želijo vlagati v sklade, katerih velikost je primerljiva z velikostjo skladov, ki jih je izbrana upravljalška skupina uspešno upravljala v preteklosti. Dvomijo namreč, da je ista skupina upravljavcev sposobna upravljati različno velik sklad. Po mnenju investitorjev so skladi pogosto preveliki, saj so upravljavci skladov motivirani zaradi višjih provizij, ki jih dobijo, če je sklad večji.<sup>20</sup> Istočasno pa morajo skladi tveganega kapitala oblikovati dovolj velike sklade, saj le tako lahko postanejo zanimivi za večje investitorje. Večina velikih investitorjev v Ameriki v posamezen sklad ne investira manj kot 10 milijonov ameriških dolarjev, hkrati pa ne želijo predstavljati več kot 10 % deleža v skladu. To pomeni, da mora sklad, ki želi ustrezati večjim investitorjem, »meriti« vsaj 100 milijonov ameriških dolarjev.

---

<sup>20</sup> Upravljalška provizija običajno temelji na višini zbranega kapitala in ne na investiranem kapitalu.

Sklad mora določiti, kakšna je njegova minimalna velikost zbranih sredstev, pri katerih še lahko deluje. Zagotoviti mora, da bo upravljavška provizija zadostna za nagrajevanje upravljavcev ter za pokritje operativnih stroškov. Manjši sklad bo bistveno vplival na dobiček sklada ter tudi na sposobnost zbiranja sredstev v prihodnosti.

#### 2.2.6.2. Trajanje sklada

Tradicionalni skladi tveganega kapitala so ustanovljeni z omejenim rokom trajanja, kar pomeni, da morajo investirani kapital izplačati v določenem roku. Standardna doba znaša 10 let, znotraj teh traja doba investiranja štiri leta, naslednjih šest let pa pomeni pripravlanje investicije za dospelje in izstop. Nekateri skladi se odločijo celo za krajše obdobje, tako da celotni cikel investiranja in izstopa opravijo v osmih mesecih. Tako se odločijo predvsem tisti skladi, ki se ukvarjajo z notranjimi odkupi podjetij s strani vodstvenih oseb. Pravni sporazum običajno omogoča podaljšanje dobe izstopa iz investicije za dve leti za tiste investicije, katere ni bilo mogoče opraviti v določenem roku, vendar pa je to obdobje za upravljalce zelo neprivlačno, saj so njihove provizije sorazmerno nizke.

#### 2.2.6.3. Upravljavška provizija

V osemdesetih letih, ko je bila klima zelo naklonjena zbiranju tveganega kapitala, je običajna upravljavška provizija znašala 2,5 % zbranega denarja. Kasneje, v devetdesetih letih, pa je velik pritisk investorjev povzročil, da je morala večina skladov pristati na nižjo upravljavško provizijo. Investitorji nasprotujejo ustvarjanju dobička upravljavcev z upravljavskimi provizijami, saj naj bi bila na ta način uničena struktura vzpodbud, ki motivira upravljavce skladov k večji učinkovitosti upravljanja skladov. Večina skladov zato uporablja variabilno upravljavško provizijo, saj so investitorji veliko bolj naklonjeni plačilu provizije glede na vloženi trud upravljavcev in ne glede na velikost sklada (Brooks, 1999, str. 110).

Upravljavške provizije običajno upadajo proti koncu življenjske dobe sklada. To je posledica dejstva, da je proti koncu dobe že veliko investicij realiziranih, zato upravljavška ekipa porabi manj časa za delo. To lahko sovpada tudi z oblikovanjem novega sklada tveganega kapitala. Zmanjševanje provizije se doseže na več načinov. Lahko se zadrži prvotni odstotek in hkrati zmanjša osnova, od katere se obračunava upravljavška provizija, ali pa z zmanjševanjem same stopnje vsako leto.

Upravljavške provizije so lahko manjše tudi na začetku življenjske dobe sklada, saj odražajo dejstvo, da je potrebnih več let, da se investira ves zbrani kapital. Omenjeni tip dogovora je primeren predvsem za drugi oziroma naslednje sklade, saj upravljavci nimajo tako visokih stroškov z ustanavljanjem in oblikovanjem sklada.

Investitorje zanima predvsem povprečna provizija. Sprejemljiva višina provizije je zelo težko določljiva, saj je odvisna od velikosti sklada in področja, na katerem investira. Za zelo velike

sklade, ki se ukvarjajo z notranjimi odkupi podjetij, znaša povprečna stopnja provizije 1,5 % na zbrani kapital. Nasprotno pa za manjše sklade, ki investirajo v visoko tehnološka podjetja, lahko ta znaša tudi več kot 2,5 %.

#### 2.2.6.4. Delež v donosu sklada

Glavni cilj upravljavcev sklada tveganega kapitala je doseči visok donos sklada, saj je del donosa neposredno del zaslužka samih upravljavcev. Običajno je tako, da 80 % celotnega dobička sklada pripada investitorjem, medtem ko si preostali delež, to je 20 %, prilastijo upravljavci. Za investitorje, ki so že predhodno investirali v sklade, je to nekaj povsem sprejemljivega, medtem ko ostali, ki so bolj navajeni trgovanja na borzi, potrebujejo razlago tovrstnih vzpodbud (Brooks, 1999, str. 110).

#### 2.2.6.5. Zahtevan donos<sup>21</sup>

Investitorji so običajno zelo zaskrbljeni, če celotna upravljavška provizija temelji na fiksni upravljavski proviziji, torej, da je upravljavška provizija enaka, ne glede na to, če je donos sklada dosegel pričakovanja investitorjev. V takem primeru se uporablja institut zahtevanega donosa, kar pomeni, da so upravljavci sklada upravičeni do deleža v donosu sklada šele potem, ko le-ta doseže nek minimalni donos, ki ga pričakujejo investitorji v sklad. Zahtevan donos je lahko določen s fiksno, variabilno ali pa s stopničasto stopnjo donosa. Fiksna stopnja se običajno giblje od 8 do 12 %. Variabilna stopnja je ponavadi odvisna od stopnje donosa državnih obveznic ali ustreznega delniškega indeksa, stopničasta stopnja donosa pa omogoča upravitelju povečati njegov delež v dobičku skladno s povečanjem stopnje donosa investitorja (Brooks, 1999, str. 111).

Vsi skladi nimajo potrebe po uvajanju zahtevanega donosa. Skladi tveganega kapitala, ki so v preteklosti zelo dobro poslovali, običajno ne določajo zahtevane stopnje donosa. Na primer skladi tveganega kapitala v Ameriki, ki se uvrščajo v prvo četrtino najboljših, nimajo potrebe po določanju zahtevane stopnje donosa, saj so že tako prezasičeni s ponujenim kapitalom. Dodatno pa na zahtevano stopnjo donosa vpliva tip investicij, ki naj bi jih sklad izvajal. Skladi tveganega kapitala, ki se ukvarjajo z managerskimi odkupi, so veliko manj tvegani. Investitorji verjamejo, da ti skladi že sami po sebi zagotavljajo neki donos. Nasprotno pa skladi, ki vlagajo v podjetja v zgodnji fazi razvoja, običajno ne postavljajo minimalne zahtevane stopnje donosa, saj imajo preveliko tveganje. Zahtevana stopnja donosa ima lahko celo negativen učinek. Upravljavci skladov lahko postanejo demotivirani, če ugotovijo, da ne bodo zmogli doseči zahtevane stopnje donosa in torej ne bodo upravičeni do deleža v celotni donosnosti sklada.

---

<sup>21</sup> Ang. hurdle.

#### 2.2.6.6. Vpoklic kapitala

V osemdesetih letih je bila običajna praksa, da so upravljavci skladov tveganega kapitala črpali celoten vpisan kapital investitorjev v eni tranši na začetku delovanja sklada. Skladi tveganega kapitala običajno potrebujejo štiri leta, da izvedejo vse investicije. Čeprav bi bile obrestne mere na depozite v bankah zelo visoke, bi prosta denarna sredstva še vedno negativno vplivala na velikost notranje stopnje donosnosti sklada. V dobi razvoja telekomunikacij je postala običajna praksa, da upravljavci vpokličejo kapital v manjših tranšah v trenutku, ko ga potrebujejo za svoje investicije. Za izvedbo te operacije potrebujejo največ dva tedna, kar bistveno vpliva na velikost notranje stopnje donosa (Brooks, 1999, str. 110).

#### 2.2.6.7. Distribucija

Enako kot pri vpoklicu velja tudi v primeru distribucije realiziranih donosov investitorjem. V primeru, da se ti donosi ne izplačujejo sproti investitorjem, to negativno vpliva na velikost IRR sklada.

V primeru partnerstva z omejeno odgovornostjo so partnerji zavezani plačilu davka na obresti in kapitalske dobičke, kot če bi jih prejeli sami, takoj ko jih sklad realizira. Veliko skladov ima pravico premostitvenega financiranja ter jim v primeru, da je naložba realizirana v manj kot šestih mesecih, denarja ni potrebno distribuirati investitorjem, temveč ga lahko reinvestirajo (Hafner, 2002, str. 35).

#### 2.2.6.8. Reinvestiranje kapitala

V skladih s fiksno določenim obdobjem trajanja investitorji navadno nasprotujejo reinvestiranju kapitala. Čeprav investicija traja samo eno leto in je potem prodana, mora biti denar od investicije izplačan investitorjem. To skladom lahko povzroči težave, saj dejansko ne morejo nikoli polno investirati vsega zbranega kapitala. Če je namreč kapital vpoklican, investitorji zanj zahtevajo donos, čeprav le-ta ni investiran v podjetja (Brooks, 1999, str. 111).

### **2.3. POSTOPEK ZBIRANJA KAPITALA V SKLAD**

Vzpostavljanje stika s potencialnimi investitorji in identificiranje njihovih zahtev je zgolj priprava na zahteven postopek zbiranja kapitala v sklad. Temeljni tržni dokument je informativni memorandum, ki ga pripravi, distribuira in podpre družba za upravljanje sklada tveganega kapitala. Proces zbiranja sredstev sklada tveganega kapitala lahko vključuje trženjska potovanja, srečanja s posameznimi potencialnimi investitorji, pripravo odgovorov, ki izhajajo iz skrbne analize poslovanja, in organiziranje srečanj med zainteresiranimi investitorji in portfolijo podjetji ter ostalimi člani skupine. Celoten proces od predstavitve sklada do končnega formiranja lahko traja med 12 in 18 meseci (Brooks, 1999, str. 112).

### **2.3.1. Začetno informiranje**

Pomembna je začetna tržna raziskava, saj z njo ugotavljamo stanje na trgu, celotno zainteresiranost in trende pri investiranju v sklade tveganega kapitala. Hkrati dobimo povratno informacijo o privlačnosti predloga oblikovanja sklada. Za informiranje ključnih potencialnih investitorjev se uporablja kratek predstavitveni dokument, ki opredeljuje investicijsko strategijo, skupino upravljavcev in nekatere informacije o strukturi sklada. Prošnja za komentar in predloge je lahko dobra pot za začetek dialoga s potencialnimi investitorji, ki nam hkrati da koristne tržne informacije.

### **2.3.2. Priprava informativnega memoranduma**

Informativni memorandum sklada tveganega kapitala mora biti jasen, jedrnat in enostaven za uporabo, saj je instrument, ki hkrati prodaja znanje in izkušnje upravljavске skupine in investicijsko strategijo sklada. Glede oblikovanja informativnega memoranduma ni predpisane enotne strukture. Vsekakor je potrebno vedeti, da se mora razlikovati oziroma izstopati iz množice ostalih informativnih memorandumov, ki se znajdejo na pisalnih mizah glavnih investitorjev vsak teden. Vsebinsko je lahko razdeljen na več poglavij, in sicer (Brooks, 1999, str. 112):

- ⇒ povzetek za managerje – vsebuje poudarke sklada in je enostaven za branje;
- ⇒ priložnosti – vsebuje tržne pogoje in investicijsko strategijo;
- ⇒ upravljavska skupina – natančen opis znanja in izkušenj vseh članov upravljavске skupine;
- ⇒ proces investiranja – opis postopkov pri sprejemanju investicijskih odločitev;
- ⇒ pretekli rezultati – natančen opis preteklih rezultatov;
- ⇒ pravni in davčni vidik – pokriva strukturo in upravljanje sklada.

Proces ustanavljanja sklada je običajno dolgotrajen, zato je izhodiščni dokument potrebno prilagajati trenutnim razmeram. To lahko med drugim vključuje novejšje pretekle rezultate ali spremembe v pogojih investiranja, kot posledica začetnih pogajanj s potencialnimi investitorji. V obeh primerih je boljše, da so zgodnejše verzije dokumenta le osnutki in da se končni dokument objavi šele na koncu trženjskega procesa.

### **2.3.3. Zbiranje kapitala v sklad**

Ko je informativni memorandum napisan, odločitev o plasiranju sklada postane del pravilnega časovnega načrtovanja. Odločitev je odvisna od splošnega stanja gospodarskega okolja, povpraševanja investitorjev in likvidnih sredstev, ki jih ima družba za upravljanje na razpolago iz predhodnih skladov. Upravljavci skladov tveganega kapitala želijo biti razpoznavni in ne želijo zgolj slediti drugim skladom na trgu. Jahanje na valovih<sup>22</sup> zahteva

---

<sup>22</sup> Ang. riding waves.



sposobnosti pravilnega časovnega načrtovanja plasiranja sklada, ki zagotavlja, da sklad ne nastopi na trgu prepozno, ko investitorji svojo pozornost preusmerijo na druge investicijske priložnosti ali področja<sup>23</sup>(Brooks, 1999, str. 113).

Ko je sprejeta odločitev, da se formiranje sklada nadaljuje, sledi obdobje aktivne prodaje sklada. Začetna točka je zbuditev zanimanja in pridobitev močne podpore pri lokalnih investitorjih. Tuji investitorji vedno zahtevajo močno lokalno podporo, preden začnejo resno razmišljati o možnostih investiranja v določen sklad.

Za trženje je na razpolago več možnosti, od pošiljanja informativnega memoranduma investitorjem brez predhodnih obvestil do pogajanja in rangiranja potencialnih investitorjev, še preden se jim pošlje kakršenkoli dokument. Različni investitorji se na nove sklade tveganega kapitala odzivajo različno. Nekateri investitorji najprej želijo spoznati skupino upravljavcev, ki jim predstavi sklad, medtem ko drugi odklanjajo kakršenkoli sestanek, preden ne preučijo trženjskega dokumenta in si na ta način ustvarijo prvo mnenje o skladu. Ne glede na to, katera metoda se uporabi, je pomembno, da sledi takojšnje nadaljevanje stikov oziroma dialoga s potencialnimi investitorji. To zagotavlja skladu, da ne pristane na repu naložbenih možnosti investitorja. Dodatne informacije, sestanki z ostalimi člani skupine in obiski portfolijo podjetij morajo biti ponujeni potencialnim investitorjem kot nadaljevanje investicijskega procesa.

Mehka zveza<sup>24</sup> je vzpostavljena, ko investitor pokaže zanimanje za sklad. Družba za upravljanje sklada lahko na tej podlagi nadaljuje s pravnimi podrobnostmi, ki jih posreduje investitorjem z namenom od njih dobiti komentar in povratne informacije. Trdna zveza<sup>25</sup> pa se vzpostavi, ko je podano ustno zagotovilo o investiranju sredstev v sklad, kar omogoča prvo zaprtje sklada, ko se doseže zahtevan minimalni nivo sredstev sklada. Prvo zapiranje sklada omogoča skladu, da zagotovi sredstva, ki so bila potrjena do določenega dne, in da začne z investiranjem. Hkrati lahko pospeši proces odločanja pri investitorjih, ki se še niso odločili za investiranje. Čas prvega zapiranja sklada mora biti skrbno izbran, ker je običajno na voljo le omejena doba, da se zaključi s trženjem in se sklad dokončno zapre.

Trženjski proces zahteva veliko časa in je delovno intenziven. V zadnjem času narašča število skladov, ki se ne tržijo samostojno, temveč v ta namen najamejo ljudi, ki se ukvarjajo z zbiranjem kapitala in imajo odlične zveze z institucionalnimi investitorji. Večina je locirana v ZDA, in sicer kot podružnice investicijskih bank ali pa so to neodvisni posamezniki. Družba za upravljanje mora pretehtati prednosti in pomanjkljivosti agentov za uveljavitev na osnovi analize stroškov in koristi. Agenti so lahko zelo dragi in zaračunajo okrog 2 odstotka vrednosti zbranih sredstev. Druga pomanjkljivost tovrstnega načina trženja je, da upravljavci

---

<sup>23</sup> Primer ustrezno lansiranih skladov so skladi tveganega kapitala, ki so se pojavili v ZDA konec osemdesetih let, gre za tako imenovane »1992 sklade«, ki so bili ustanovljeni z namenom pritegniti ameriške investitorje, ki so želeli sodelovati pri priložnostih, ki jih je obljubljal enoten trg Evropske unije.

<sup>24</sup> Ang. soft circle.

<sup>25</sup> Ang. hard circle.

sklada ne pridobijo trženjskih izkušenj, ki bi jim koristile pri naslednjih skladih. Na drugi strani lahko agenti za uveljavitev ponudijo celo vrsto storitev, pomagajo pri strukturiranju sklada, sestavijo informativni memorandum, organizirajo srečanja z investitorji itd.

## **2.4. PRIVLAČNOST TVEGANEGA KAPITALA**

V vedno večjem konkurenčnem okolju skladov tveganega kapitala so postali managerji skladov vedno bolj prefinjeni in profesionalni pri načinih zbiranja kapitala v sklad in upravljanju odnosov z investitorji. Učinkoviti marketinški prijemi in komunikacije so postali bistveni za tvegane sklade, s ciljem privlačiti, obdržati in razširiti krog svojih investitorjev.

Sama narava tveganega kapitala pomeni, da bo ustrezala samo določenemu profilu investitorjev. Nelikvidnost in visoko prevzeto tveganje pomeni, da mora imeti investitor precejšnja sredstva ter biti pripravljen dolgoročno investirati. Ker se investicijske priložnosti z globalizacijo povečujejo, se posledično povečuje tudi konkurenca za tvegane sklade. Že veliko pred ustanovitvijo sklada je potrebna podrobna raziskava trga investitorjev z namenom ugotovitve in razumevanja potreb potencialnih investitorjev (Brooks, 1999, str. 115).

### **2.4.1. Prednosti investiranja v sklade**

Investitorji imajo širok izbor razlogov, zakaj se odločajo za investiranje v tvegani kapital, vključno z naslednjimi:

⇒ Visoki donosi

Ta razlog je eden od najpogostejših pri investiranju v sklade tveganega kapitala. Na začetku so povprečni letni donosi znašali 30 % na letni ravni, sedaj pa so se pričakovanja investitorjev precej znižala. Čeprav jih nekaj še vedno zahteva od 20–25 % donos letno, pa bi jih bilo večina zadovoljnih že z 15–20 % donosom na leto. Pričakovanja investitorjev se namreč spreminjajo predvsem v odvisnosti od donosa tržnih vrednostnih papirjev na primerljivih nacionalnih trgih vrednostnih papirjev. Ta premija naj bi bila zaradi višjega tveganja in večje nelikvidnosti še dodatno višja za pet odstotnih točk. Pričakovani donosi variirajo tudi od države do države in skozi čas. Tuji investitorji izračunavajo donose vedno v svoji, domači valuti. Nadalje lahko primerjajo donose tudi z donosnostjo državnih vrednostnih papirjev ali celo z donosnostjo, ki jo lahko sami realizirajo na domačem trgu vrednostnih papirjev (Žugelj, 2001, str. 53).

⇒ Diverzifikacija

Visoka izpostavljenost borznemu trgu je vodila investitorje v odločitev o alternativnih investicijah, ki bi imele nizko korelacijo z investicijami v delnice (torej z borzo). Investiranje v privatni kapital, ki še ni prisoten na borzi, se je izkazal kot pravi za zapolnitev te vrzeli. Nekateri so razumeli pojem diverzifikacije nekoliko širše, zato so začeli vlagati tudi v tujini.

Vlaganje na domačem trgu je namreč povezano z občutkom udobja in varnosti, saj vlagajo v njim poznan trg, ravno tako poznajo zakonodajo, davčni sistem ter odsotnost valutnih tveganj. V tujino pa vlagajo predvsem z namenom vzbuditi zanimanje tujih investitorjev, ki bi s tem pripeljali tuji kapital v domačo državo. Dejstvo je namreč, da so tisti managerji, ki želijo izgraditi odnose z investitorji, veliko bolj uspešni pri pridobivanju kapitala (Brooks, 1999, str. 97).

⇒ Dolgoročni horizont

Po naravi so naložbe v kapital podjetij, ki ne kotirajo na borzi, zelo nelikvidne, in zato zahtevajo ustrezno višji donos. Primerne so za investitorje, ki imajo dolgoročne obveznosti, kot na primer pokojninski skladi (Brooks, 1999, str. 98).

⇒ Raziskave in razvoj

Sklad tveganega kapitala vlaga predvsem v zgodnejše faze razvoja podjetja. Ta podjetja so tehnološko-razvojno usmerjena, kar omogoča velikim korporacijam sorazmerno poceni dostop do novih idej na trgu. V zadnjem času se ta lastnost skladov tveganega kapitala opušča, saj skladi zelo veliko investirajo tudi v podjetja, ki so že v kasnejši fazi svojega razvoja (managerski odkupi, razširitev podjetja).

⇒ Zaposlenost

Majhna podjetja so se izkazala kot velik generator ustvarjanja novih delovnih mest, kar predvsem spodbuja državne organe k še večjemu investiranju v sklade tveganega kapitala. Čeprav ta cilj ne ustreza neposredno ciljem institucionalnih investitorjev po čim višjih donosih, pa se veliko teh investitorjev odloča za lokalne sklade, saj ti zagotovijo socialno in ekonomsko varnost kakor tudi finančne donose (Brooks, 1999, str. 98).

#### **2.4.2. Slabosti investiranja v sklade**

Kljub kar precejšnjemu številu prednosti, ki jih imajo skladi tveganega kapitala v primerjavi z ostalimi oblikami investiranja, pa ne smemo prezreti tudi slabosti, ki jih taka oblika investiranja prinaša (Brooks, 1999, str. 98):

⇒ Pomanjkanje managerjev

Izvajanje podrobnejšega pregleda skladov kakor tudi poinvesticijsko spremljanje zahteva zelo veliko časa. Za institucije, ki v tvegane sklade vložijo zelo majhen delež svojih sredstev, je zelo težko upravičiti dodatne potrebe po zaposlenih, v primerjavi z dodatnimi donosi, ki jih taka oblika investicije prinese.

⇒ Neprimerljivost podatkov

V preteklosti je bilo zelo težko primerjati donosnosti med skladi tveganega kapitala med skladi ali pa ustvarjen donos primerjati s preteklimi. To je bil resen problem za institucije, ki so večinoma investirale v kotirajoče delnice, vendar se stanje v zadnjem času izboljšuje.

European Venture Capital Association (EVCA) je z industrijskimi statistikami precej olajšala primerjavo.

⇒ Nelikvidnost

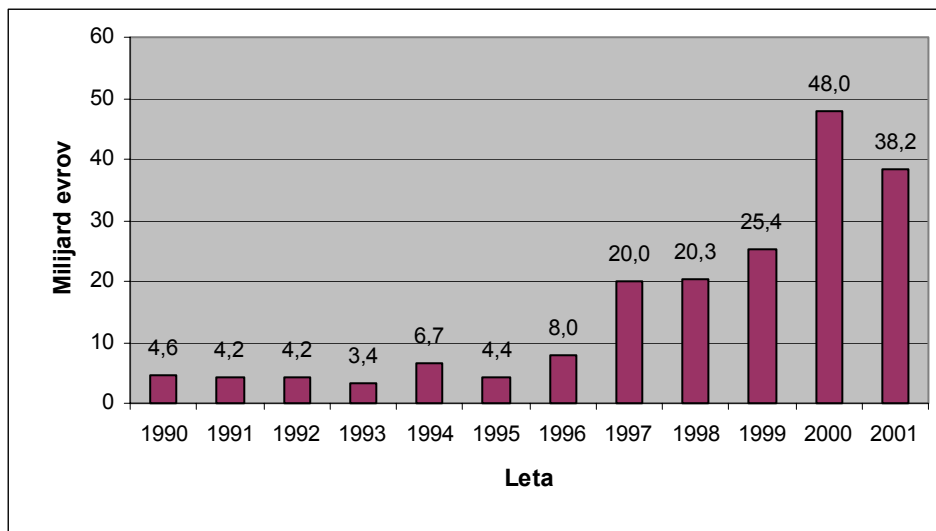
Nelikvidnost je velika slabost zlasti za manjše investitorje, z manj določenimi obveznostmi. To slabost so odpravile institucije, ki so pripravljene odkupiti te deleže v skladih tveganega kapitala, seveda z diskontom na neto vrednost sredstev.

### 3. TVEGANI KAPITAL IN EVROPA

#### 3.1. VELIKOST TRGA V EVROPI IN RAST

Skladi tveganega kapitala v Evropi so se začeli ustanavljati na začetku osemdesetih let. Lahko rečemo, da sorazmerno pozno, če kot primer vzamemo Ameriko, kjer se je formalni tvegani kapital oblikoval že kmalu po drugi svetovni vojni. Okoli leta devetdeset je sledila hitra rast, ki je dosegla vrhunec leta 2000, ko so evropski skladi tveganega kapitala zbrali skupaj 48 milijard evrov sredstev (slika 2).

Slika 2: Prikaz zbranih sredstev, po letih (v mrd. EUR)



VIR: EVCA Yearbook, 2002, str. 46.

Sorazmerno z večanjem zbranih sredstev se je povečevalo tudi število investicij v podjetja, povečala se je vsota prostih denarnih sredstev pri tveganih skladih, ni pa se občutno povečalo število skladov tveganega kapitala. Sklepamo lahko, da so se skladi povečevali, saj so zbirali vedno več sredstev, hkrati pa postali zmožni financiranja tudi večjih podjetij. Seveda pa je donosnost panoge privabila tudi nova podjetja, ki so se odločila za ustanovitev sklada tveganega kapitala. Vendar bo preteklo še nekaj let, preden bodo novi skladi pridobili večji in pomembnejši vpliv na celotno industrijo (EVCA Yearbook, 2002, str. 46).

Pričakovanja rasti evropskih skladov tveganega kapitala so na dolgi rok še vedno pozitivna. Zmanjšanje na novo zbranih sredstev je opaziti v letu 2001, vendar je to le posledica rekordnega zneska zbranih sredstev v letu 2000. Velik delež teh zbranih sredstev je namreč ostalo na voljo za investiranje tudi še v letu 2001, zato skladi niso zbirali novih sredstev. Tudi prihod skupne denarne valute evra leta 1999 je pozitivno vplival na sklade tveganega kapitala, saj je olajšal investicije izven nacionalnih meja. Nadalje se je povečalo število investicijskih skladov, ki predvsem privabljajo manjše investitorje tveganega kapitala (EVCA Yearbook, 2002, str. 46).

Zakonodajno in davčno okolje postaja vedno bolj ugodno za tvegani kapital, saj večina držav vzpodbuja rast malih in srednje velikih podjetij (v nadaljevanju MSP). Nekaj držav je že predstavilo davčne in ostale vzpodbude, ki naj bi povečale investiranje sredstev v sklade tveganega kapitala in s tem razpoložljivost sredstev za MSP (Yli-Renko, Hay, 1999, str. 3).

### **3.2. SKLADI TVEGANEGA KAPITALA EVROPE**

Industrija skladov tveganega kapitala je v posameznih evropskih državah v različni fazi razvoja in različno velika. Nekatero države, kot so Velika Britanija, Nizozemska in Francija, vzpodbujajo lastniško financiranje podjetij, zato so tu skladi tveganega kapitala veliko bolj razviti. Na drugi strani pa imamo Italijo in Nemčijo, ki vzpodbujata dolžniško financiranje podjetij, kjer torej ne moremo pričakovati tako razvitega trga tveganega kapitala. Evropske države se med seboj razlikujejo tudi po tem, kako kulturno in politično okolje vzpodbujata podjetništvo. To se odraža v pravnih in davčnih pogojih in glede na to lahko ugotovimo na kakšne načine države promovirajo sklade tveganega kapitala (Yli-Renko, Hay, 1999, str. 6).

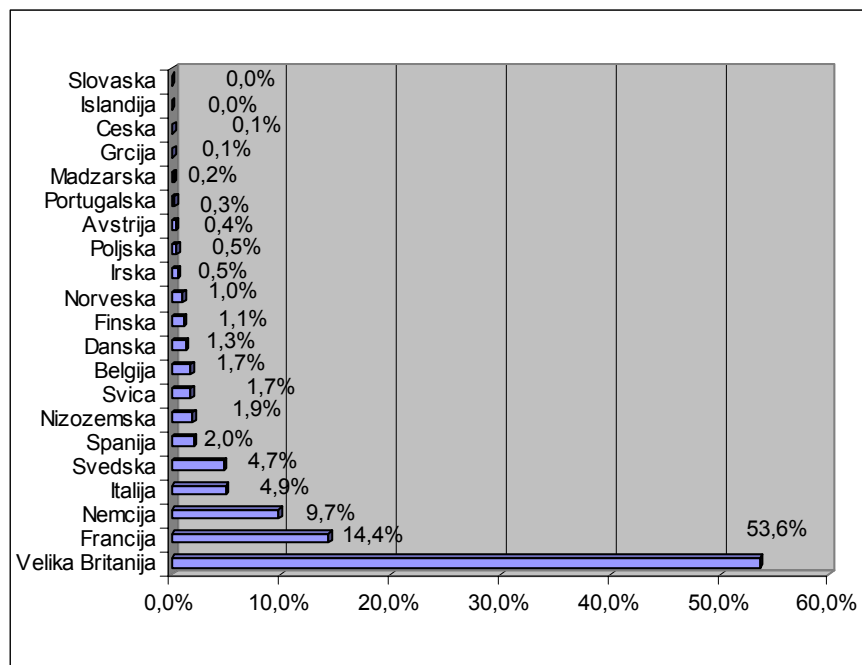
Vpeljava enotne evropske valute, skupna davčna politika in harmonizacija evropskih regulativ bo vplivala na zmanjšanje razlik med državami. Evropska komisija se zavzema za vseevropske sheme skladov tveganega kapitala, ki bi povečale trg tveganega kapitala, predvsem na podjetja, ki potrebujejo semenski in zagonski kapital.

Evropski trend se nagiba k večjim skladom, ki bi bili vseevropski, torej bi delovali v več državah, in bi se specializirali tudi za investiranje v podjetja v kasnejših fazah njegovega razvoja. Tak trend je potreben, ker je večina institucionalnih investitorjev, torej velikih pokojninskih skladov znotraj in izven Evrope, izredno velikih. Za investiranje v sklade tveganega kapitala zahtevajo visok minimalni znesek investiranih sredstev, hkrati pa zahtevajo dovolj nizek delež v celotnem skladu. Skladi morajo zato ustanoviti dovolj velik sklad, ki bo privabil tudi večje investitorje (Yli-Renko, Hay, 1999, str. 6).

Daleč največji obseg sredstev za sklade zberejo v Veliki Britaniji, in sicer več kot 50 % vsega tveganega kapitala v Evropi (slika 3). Izpostaviti je potrebno, da je ta država postala središče vseevropskega zbiranja kapitala, saj velik delež predstavljajo prav ameriški pokojninski

skladi. Sledita ji Francija (14,4 %) in Nemčija (9,7 %), ki pa imata že občutno manjše deleže zbranega tveganega kapitala (EVCA Yearbook, 2002, str. 67).

**Slika 3: Zbrana sredstva tveganega kapitala, do državah (v odstotkih od celotnega tveganega kapitala, zbranega v Evropi)**



VIR: EVCA Yearbook, 2002, str. 67.

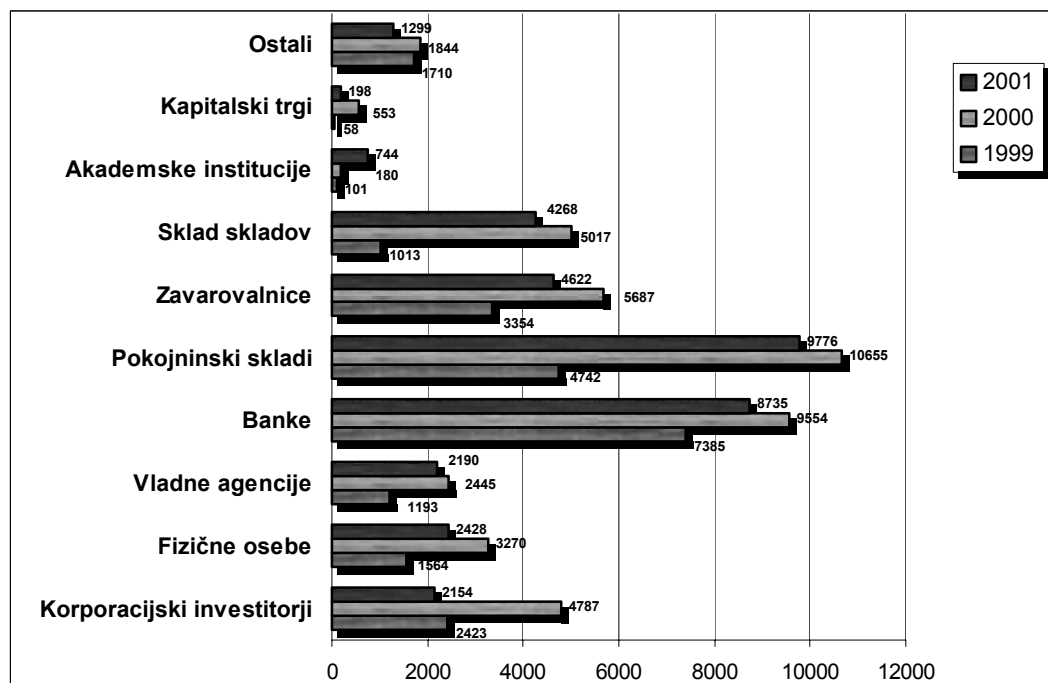
### 3.3. VIRI SREDSTEV SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA

Slika 4 prikazuje vire financiranja tveganega kapitala v Evropi. Največji delež so prispevali pokojninski skladi, tem sledijo banke in zavarovalnice. Največji porast investicijskih sredstev beležimo prav v letu 2000, ko so se zbrana sredstva povečala za 23 milijard evrov. Vzrok je predvsem v povečanju sredstev sklada skladov iz 4,3-odstotnega deleža (1 milijarda evrov) na 11,4-odstotni delež (4 milijard evrov) vseh zbranih sredstev v skladih. V letu 2000 se je povečal tudi delež korporacijskih investitorjev. Veliko tehnoloških podjetij je investiralo v sklade, ki so se specializirali za investiranje v visokotehnološka podjetja. Podjetjem namreč taka investiranja zagotavljajo ne samo visoke donose, ampak tudi dostop do novih tehnologij (EVCA Yearbook, 2002, str. 71).

Spodnja slika prikazuje vire sredstev tveganega kapitala v Evropi glede na lokacijo investitorja v letih od 1999 do 2001. Ugotovimo lahko, da postavka tuje države iz leta v leto povečuje svoj delež sredstev v skladih tveganega kapitala. Ta je leta 1999 znašal 21,6 %, leta 2001 pa je že dosegla 33,6 % delež. Večji delež te postavke predstavljajo pokojninski skladi ZDA, kar je razvidno tudi s slike 4, kjer vidimo povečevanje deleža pokojninskih skladov v celotnem financiranju skladov tveganega kapitala. To se je najbolj poznalo v Veliki Britaniji. Delež domačega financiranja se je v Evropi zmanjšal s 57,1 % na 48 % v letu 2001. Tako

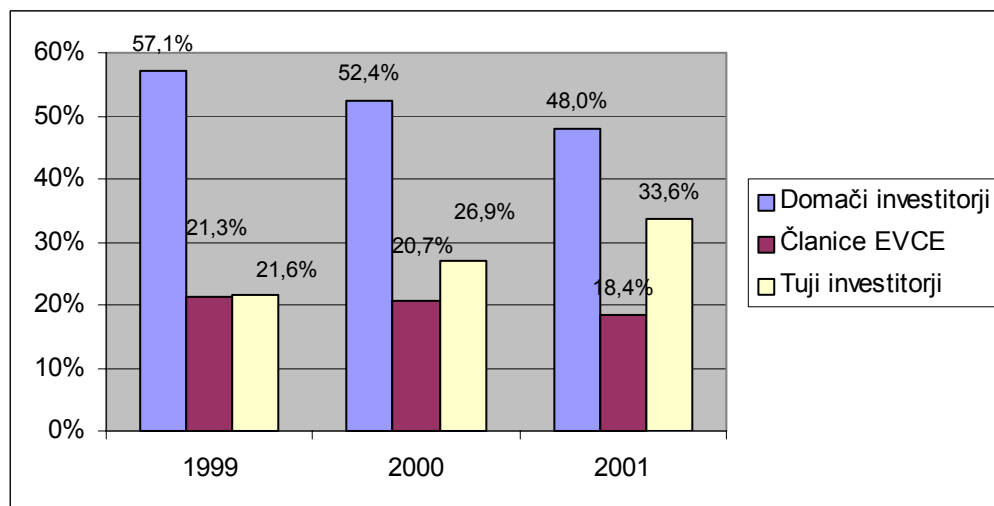
lahko ugotovimo, da je leta 2001 prišlo do preobrata, ko je večino tveganega kapitala, torej več kot 50 %, predstavljala tujina in ne domači kapital, kot je bilo to v predhodnih letih.

Slika 4: Viri sredstev tveganega kapitala v Evropi glede na investitorja (v mio EUR)



VIR: EVCA Yearbook, 2002, str. 69.

Slika 5: Viri sredstev tveganega kapitala v Evropi glede na lokacijo investitorja (v %)



VIR: EVCA Yearbook, 2002, str. 71.

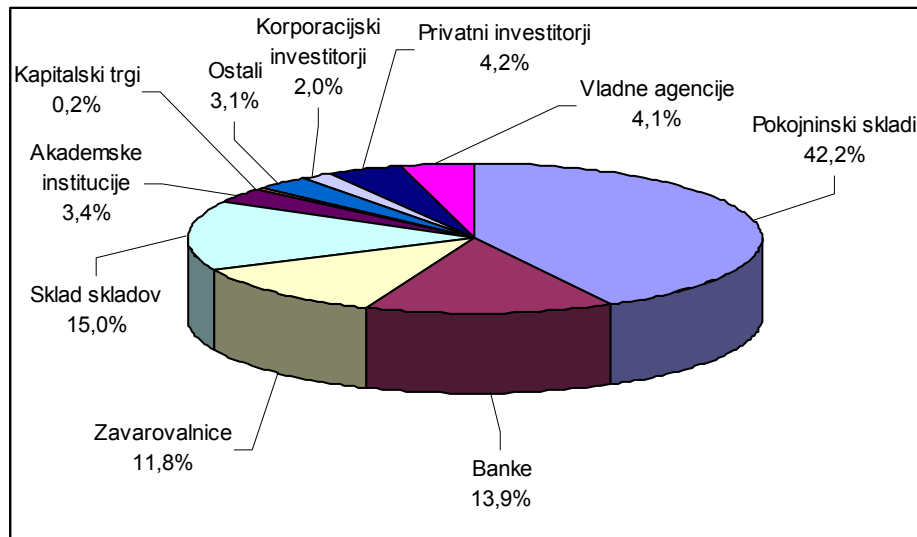
### 3.3.1. Velika Britanija

Velika Britanija predstavlja največji trg tveganega kapitala v Evropi. Na svetu imajo samo ZDA večji trg tveganega kapitala. Skladi tveganega kapitala, ki se nahajajo v Veliki Britaniji,

so v letu 2001 skupaj zbrali 20 milijard evrov, kar predstavlja 54 % vseh zbranih sredstev tveganih skladov v Evropi. To je skoraj 18 % več kot v letu 2000, ki je veljalo za rekordno leto. Hitra rast je posledica številnih dejavnikov, med katerimi so najpomembnejši naslednji: izboljšave v ekonomiji, uspešne realizacije investicij v tvegani kapital (izstop iz podjetja) ter povečevanje mednarodne aktivnosti tveganega kapitala (Yli-Renko, Hay, 1999a, str. 28; EVCA Yearbook, 2002, str. 46).

Tudi stran ponudbe tveganega kapitala se je bistveno povečala, kar je posledica investiranja pretežnega dela sredstev v velike vseevropske sklade, ki se ukvarjajo z managerskimi odkupi. Ostali dejavniki so še uspešno delovanje skladov v preteklosti ter olajšanje zbiranja sredstev in investiranja v tujini.

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



VIR: EVCA Yearbook, 2002, str. 271.

Največji delež so v sklade tveganega kapitala investirali pokojninski skladi, saj je znašal kar 42 % celotnega zbranega kapitala (slika 6). Ti predstavljajo torej glavni in tudi najbolj stabilen vir sredstev tveganega kapitala. Na drugem mestu so bili skladi skladov, ki so doprinesli 15 % k vsem zbranim investicijskim sredstvom. Ugotavljamo lahko, da se je pomen sklada skladov v zadnjih letih bistveno povečal. Skladi skladov so pomembni predvsem za manjše investitorje, pogosto so to fizične osebe, ki imajo premalo sredstev, da bi lahko samostojno nastopali kot investitor v sklad tveganega kapitala. Sledijo banke, ki so prispevale 14 % delež, in pa zavarovalnice, ki imajo 12 % delež pri tveganem kapitalu Velike Britanije. Ostali investitorji, fizične osebe, akademske institucije in vladne agencije so manjši investitorji, čeprav vsako leto povečajo znesek investiranih sredstev v tvegane sklade (EVCA Yearbook, 2002, str. 265).

Investitorji tveganega kapitala iz Amerike so prispevali največji delež tveganega kapitala. Ta je celo dvakrat večji od domačih investicij, torej od domačih sredstev, namenjenih v sklade



tveganega kapitala. Ameriški pokojninski skladi so namreč izbrali Veliko Britanijo za odskočno desko za investiranje tveganega kapitala v ostale evropske države. Vzrok gre iskati v zgodovinskih dejstvih in pa majhni kulturni razliki med državama.

#### 3.3.1.1. Pravno in davčno okolje

Velika Britanija ima enega najbolj ugodnih pravnih in davčnih okolij za razvoj tveganega kapitala. Večino investicij izvedejo skladi, katerim velik delež sredstev zagotavljajo tuji investitorji.

Stopnja podjetniškega davka in davka za fizične osebe<sup>26</sup> se je zadnja leta progresivno zmanjševala. Izboljšala se je klima za razvoj manjših podjetij, kar je pozitivno vplivalo na to, da so vladne agencije še dodatno vlagale v visoko tehnološki sektor. Najvišja davčna stopnja na osebni dohodek je trenutno 40 %, kar pomeni, da je enaka kot pri kapitalskih dobičkih. Ta je trenutno najvišja v Evropi, vendar je pričakovati bistveno zmanjšanje v prihodnosti. Zavedati se moramo, da ima Velika Britanija veliko število različnih oblik skladov, ki prinašajo številne davčne olajšave, in to je vzrok, da je ta država vodilna na področju tveganih skladov (EVCA Yearbook, 2002, str. 268).

Vpeljana je bila nova shema, ki bo pospešila investicije večjih skladov v manjša, hitro rastoča podjetja. Ta shema zagotavlja zmanjšanje davčne stopnje za tiste sklade, ki bodo investirali v podjetja, ki ne kotirajo na borzi, seveda ob pogoju, da bosta tako investirano podjetje kot tudi podjetje, ki bo vanj investiralo, ustrezala določenim pogojem. Tako bodo neobdavčeni vsi donosi, doseženi s prodajo delnic po petih letih. Nadalje lahko investitor v letu izdaje delnic uveljavlja zmanjšanje davčnih obveznosti v višini 20 odstotkov od celotne vrednosti investicije, investirano podjetje mora biti neodvisno ter večino posla mora opraviti znotraj Velike Britanije (EVCA Yearbook, 2002, str. 268).

Združenje skladov Velike Britanije skuša povečati delež domačih pokojninskih skladov v tveganem kapitalu. To izvajajo na podlagi vsakoletnih raziskav,<sup>27</sup> ki jih potem objavijo, tako da lahko vsi potencialni investitorji ugotovijo in primerjajo donosnost sredstev v tveganih skladih z donosnostjo sredstev, investiranih v ostalih naložbah. Rezultat je bil presenetljiv, saj se je v enem letu delež domačih pokojninskih skladov skoraj podvojil (BVCA, 2003).

#### 3.3.2. Nemčija

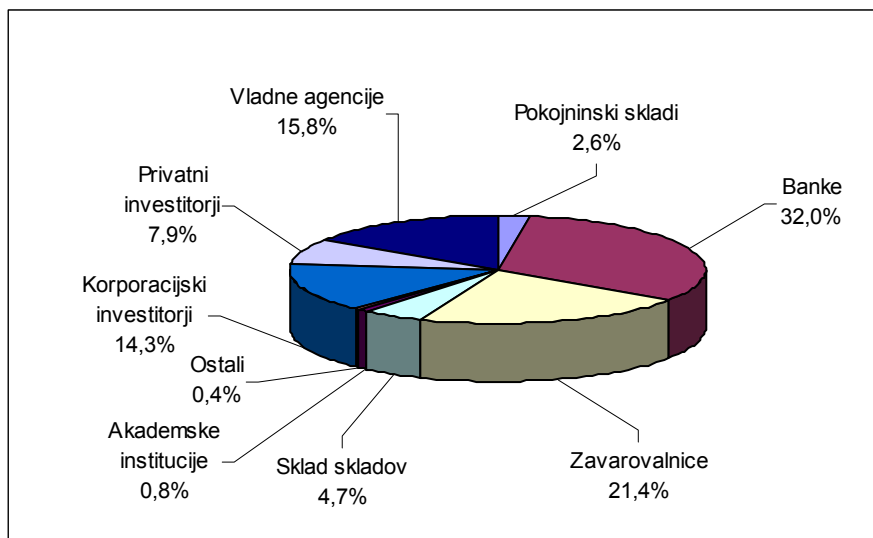
Skladi tveganega kapitala v Nemčiji so v letu 2001 zbrali 10,3 milijard evrov sredstev in tako predstavljajo drugi najhitreje rastoč trg tveganega kapitala v Evropi, neposredno za Veliko Britanijo. Število skladov tveganega kapitala se je povečalo. Nekaj skladov je bilo ustanovljenih na novo, veliko pa je tudi takih, ki so odprti kot podružnice večjega sklada iz

<sup>26</sup> Ang. corporate and personal tax rates.

<sup>27</sup> Ang. performance measurement survey.

tujine. Rezultat je ugoden, saj več skladov povečuje konkurenčnost na trgu tveganega kapitala (slika 7). Največji delež, kar 32 % sredstev, so v sklade tveganega kapitala namenile banke. Te so že vrsto let največji investitor v sklade tveganega kapitala, saj je večina skladov organiziranih kot podružnica bank. Zavarovalnice so na drugem mestu, predstavljajo 21 %, 16 % so prispevale vladne agencije in 14 % podjetja. Kot vir tveganega kapitala so se pojavile tudi akademske institucije v višini 0,8 % vseh zbranih sredstev (BVK Jahrbuch 2002, str. 70).

**Slika 7: Zbrani tvegani kapital glede na vrsto investitorja v letu 2001 (v %)**



VIR: BVK Jahrbuch 2002, str. 70.

Čeprav je leta 1997 prišlo do skokovite rasti skladov v Nemčiji, je struktura investitorjev ostala nespremenjena. Domači viri so predstavljali kar 82 odstotkov vsega zbranega kapitala, 13 % so prispevali investitorji iz članic EVCE,<sup>28</sup> medtem ko so preostali delež, torej 5 %, zagotovili tuji investitorji<sup>29</sup> (EVCA Yearbook, 2002, str. 145).

### 3.3.2.1. Pravno in davčno okolje

Rast skladov je predvsem posledica davčne reforme, do katere je prišlo v letu 2000, in ki je prinesla številne pozitivne učinke. Država vzpodbuja investicije predvsem v mlada, tehnološko usmerjena podjetja. Ustanovljena je bila posebna shema, imenovana Technology Participation Society – TBG, ki vzpodbuja investicije na tak način, da za vsak investiran evro v malo tehnološko podjetje investiciji doda še en evro. Hkrati so uvedli tudi zavarovanje investicij, tako da v primeru, da podjetje propade, dobi investitor del investicije povrnjene (EVCA Yearbook, 2002, str. 145).

<sup>28</sup> Kot članice EVCE razumemo tiste države, ki so zajete v publikaciji EVCA Yearbook. To so naslednje države: Velika Britanija, Francija, Nemčija, Italija, Švedska, Španija, Nizozemska, Švica, Belgija, Danska, Finska, Norveška, Irska, Poljska, Avstrija, Portugalska, Madžarska, Grčija, Češka, Islandija, Slovaška.

<sup>29</sup> V postavko tuji investitorji uvrščamo vse države, ki niso članice EVCE, torej tako evropske kot neevropske države.

Uvedli so ugodno davčno in pravno okolje za tvegani kapital. To je predvsem pomembno za podjetja v vzhodni Nemčiji, saj so ta slabše razvita. Realizirani donosi teh podjetij niso obdavčeni, če so investirani v mala in srednje velika podjetja (Yli-Renko, Hay, 1999a, str. 28).

Kljub temu se še vedno pojavljajo problemi, saj še ni jasno opredeljena stopnja obdavčenosti investorjev ter donosnosti skladov. To je tudi vzrok, da se v Nemčiji pojavlja malo novih skladov tveganega kapitala, saj njihovo pravno okolje poslovanja še ni dorečeno.

### **3.3.3. Finska**

Prva investicija sklada tveganega kapitala na Finskem je bila opravljena sredi osemdesetih let. Od takrat je trg tveganega kapitala neprestano rasel, tako v smislu večanja sredstev za investiranje kot tudi možnosti za investiranje, sorazmerno pa se je povečevalo tudi število članov Finske zveze skladov tveganega kapitala,<sup>30</sup> ki je v letu 2001 združevala 45 članov (EVCA Yearbook, 2002, str. 127).

V začetni fazi je bil pomen države in državnih agencij zelo velik, sedaj pa se je začel zmanjševati, saj je industrija prešla v zrelo razvojno fazo. Država je obdržala vodilno vlogo financiranja tveganega kapitala samo v podjetjih, ki potrebujejo semenski kapital, torej kapital, potreben za začetek poslovanja, hkrati pa država del sredstev namenja tudi v regionalne sklade, vendar samo v tistih primerih, kjer ni zadostnega tveganega kapitala s strani ostalih subjektov (EVCA Yearbook, 2002, str. 128).

V zadnjih letih so finski skladi tveganega kapitala postali mednarodno konkurenčni in močni, kar jim je omogočilo posegati tudi na ostale trge Skandinavije. Število investicij se je povečalo, čeravno je višina posamezne investicije padla.

V letu 2001 so na Finskem skladi tveganega kapitala zbrali 407 milijonov evrov sredstev. Zavarovalnice so bile največji investitor, saj so zagotovile kar 32 % vseh sredstev skladov tveganega kapitala. Sledili so pokojninski skladi z 19 % deležem ter na tretjem mestu vladne agencije s 16 % deležem (slika 8). Poudariti je potrebno, da je v letu 2000 delež vladnih agencij znašal 20 %, kar pomeni, da se vpliv države na gospodarstvo v tem sektorju zmanjšuje (EVCA Yearbook, 2002, str. 127).

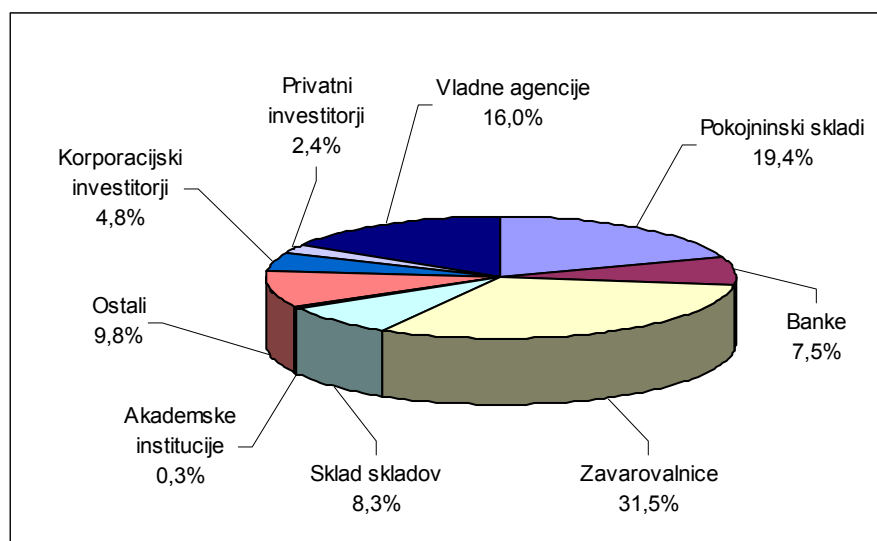
Skokovita rast zbranih sredstev v skladih tveganega kapitala se je nadaljevala tudi v letu 2002, saj je bila vsota zbranih sredstev podvojena. Zbranih je bilo 779 milijonov evrov sredstev za namen investiranja v tvegani kapital (FVCA, 2003).

Domači viri so zagotovili 85 % vseh sredstev v tveganih skladih, ostalo pa so prispevali investitorji iz držav članic EVCE.

---

<sup>30</sup> Ang. Finnish Venture Capital Association.

**Slika 8: Zbrani tvegani kapital glede na investitorja v letu 2001 (v %)**



VIR: EVCA Yearbook, 2002, str. 131.

#### 3.3.3.1. Pravno in davčno okolje

Pravno in davčno okolje je ostalo stabilno in relativno ugodno za sklade tvegane kapitala. Finski davčni sistem temelji na močni povezavi med obdavčenim prihodkom in bilanco uspeha. Davčna stopnja za pravne osebe znaša 29 odstotkov in toliko znaša tudi davek na dobiček pravnih oseb. V letu 2001 so uvedli sistem za izogibanje dvojnemu obdavčevanju prihodkov in dividend podjetja (EVCA Yearbook, 2002, str. 129).

Obdavčevanje osebnih dohodkov fizičnih oseb je progresivno, mejna davčna stopnja je visoka. Na drugi strani so prihodki od kapitala, kot so dividende, kapitalski dobički ter prihodki od obresti, obdavčeni po enotni, 29-odstotni davčni stopnji.

#### 3.3.4. Češka

Gospodarstvo Češke je neprestano raslo in s tem privlačilo investicije, čeravno je v letu 2001 prišlo do upada svetovne gospodarske rasti. Tvegani kapital se v celoti ni odražal tako pozitivno, kot bi pričakovali. Razumevanje in sprejemanje tvegane kapitala na Češkem je še vedno predstavljalo velik problem, saj potencialni investitorji tvegane kapitala niso povezovali z investicijami in gospodarskim razvojem. Večji del gospodarstva namreč tvegani kapital še vedno razume kot posojilodajalca in ne kot partnerja pri razvoju podjetja. Nekateri dvomijo v sposobnost in znanje managerjev tveganih skladov, zato so še toliko bolj previdni. Manj investicij v tvegani kapital pa je tudi zaradi pomanjkanja managerskih odkupov, ki tukaj še niso prisotni v takem številu kot v ostalih zahodnoevropskih državah (EVCA Yearbook, 2002, str. 111).

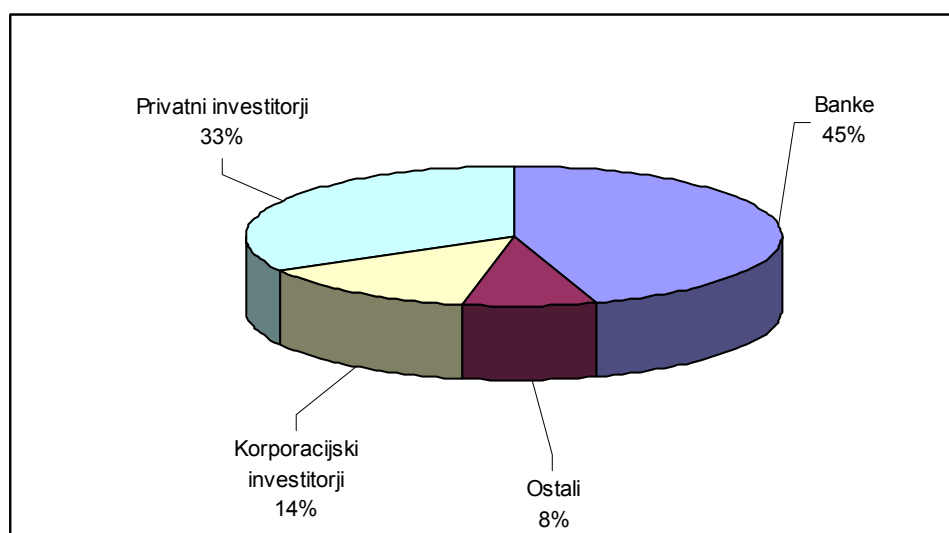
Češka vlada se zaveda pomena tvegane kapitala za nova in starejša podjetja, vendar investicije še vedno premalo vzpodbujajo. Na drugi strani tuje korporacije že vzpodbujajo

dolgoročno investiranje v storitvena podjetja. Državni program investicijskih vzpodbud je zelo uspešen predvsem v privabljanju novih, tako imenovanih »greenfield«<sup>31</sup> investicij. Kljub globalni recesiji je češko gospodarstvo še vedno močno, s konstantno gospodarsko rastjo in nizko inflacijo. Takšno okolje bo še naprej vzpodbujalo gospodarstvo in tako zagotavljalo veliko število primernih naložb za tvegani kapital (EVCA Yearbook, 2002, str. 111).

Sredstva tveganega kapitala, zbrana v letu 2001, so znašala 24 milijonov evrov. To je precej manj kot v letu pred tem, saj je takrat vstopilo na trg tveganega kapitala veliko število skladov, ki so jih upravljale banke. Te so v letu 2001 prispevale 45 % delež vsega zbranega tveganega kapitala, fizične osebe 33 %, korporativni investitorji pa so prispevali 14 % v celotna sredstva (slika 9).

Če pogledamo še geografsko strukturo virov, ugotovimo, da je 63 % predstavljal tvegani kapital, investiran iz držav članic EVCE, domači kapital pa je bil udeležen 13 %, kar je več kot v predhodnem letu.

**Slika 9: Zbrani tvegani kapital glede na investitorja v letu 2001 (v %)**



VIR: EVCA Yearbook, 2002, str. 116.

#### 3.3.4.1. Pravno in davčno okolje

Za Češko lahko rečemo, da ni uvedla nobenih posebnih vzpodbud za razvoj tveganega kapitala. Vlada še naprej razvija zakon o podjetništvu, s katerim skušajo manjšinskim delničarjem zagotoviti več pravic, kar bi posledično izredno vzpodbudno vplivalo na razvoj tveganega kapitala na Češkem. Kljub temu, da ne obstaja nobene davčne vzpodbude, tvegani skladi izven države še vedno prenašajo kapital v Češko in iz nje povsem brez omejitev (EVCA Yearbook, 2002, str. 113).

<sup>31</sup> To so skladi, ki neprestano sprejemajo kapital in tudi investirajo. Nasprotno pa zaprti skladi naenkrat zberejo potrebna sredstva, ki jih šele nato investirajo.

### 3.3.5. Slovenija

Tuje skupine za upravljanje skladov tveganega kapitala so iskale priložnosti v Sloveniji že v letu 1992. Iskale so možne investitorje v Sloveniji, vendar njihovo iskanje ni bilo pretirano plodno, tako da privatni skladi tveganega kapitala delujejo z večino sredstev iz tujine. Tako ima sklad Horizonte približno 90 %, Slovenski razvojni sklad pa okoli 85 % tujih sredstev (Penca, 1996a, str. 26).

Poleg skladov tveganega kapitala se v obetajoče podjetniške projekte z naložbami vključujejo tudi nekatere gospodarske družbe in posamezniki. Ker naložbe za te družbe in posameznike niso osnovna dejavnost, je težko izvedeti za obseg naložb (Penca, 1996a, str. 27).

**Tabela 2: Višina sredstev v upravljanju v nekaterih skladih tveganega kapitala v Sloveniji in napoved (v mio EUR)**

Ime sklada TK	Leto 2001	Planirani sklad (2003)
Horizonte	7	20
SFM	20	50
Aktiva Ventures	15	<sup>32</sup>
Prophetes	0,6	<sup>33</sup>
Kmečka družba	<sup>34</sup>	15
<b><i>SKUPAJ</i></b>	<b><i>42,6</i></b>	<b><i>85</i></b>

VIR: Penca, Vadnjal, 2002, str. 15.

Na podlagi tabele 2 lahko ocenimo, da smo imeli v Sloveniji v letu 2001 42,6 milijona evrov sredstev, zbranih v skladih tveganega kapitala, ki so bila namenjena investiranju v podjetja. To Slovenijo v Evropi uvršča po zbranem kapitalu za Grčijo ter pred Češko. Razviden je tudi trend rasti zbranih sredstev, saj je že iz ocenjenih napovedi razvidno, da bo v letu 2003 teh sredstev vsaj dvakrat toliko.

Iz primerjave virov financiranja slovenskih skladov tveganega kapitala sem ugotovil, da večino sredstev prispevajo banke (glej tabela 3 ter slika 10). Te se pojavljajo kot glavni investitor v državah, v katerih imajo banke ključno vlogo v gospodarstvu, in podobno je tudi v Sloveniji. Po raziskavi Bančni Monitor<sup>35</sup> namreč kar 55 % prebivalstva varčuje v bankah. To nas uvršča na prvo mesto med državami srednje in vzhodne Evrope. Najpomembnejši dejavnik za varčevanje v bankah je zanesljivost, kar pomeni, da Slovenci še vedno nismo naklonjeni niti najmanjšemu tveganju (Bančni Monitor, 2001). Slovensko prebivalstvo je še vedno razmeroma konservativno, nagnjeno izključno k varčevanju v nizko tveganih in nizko

<sup>32</sup> Ni podatka.

<sup>33</sup> Ni podatka.

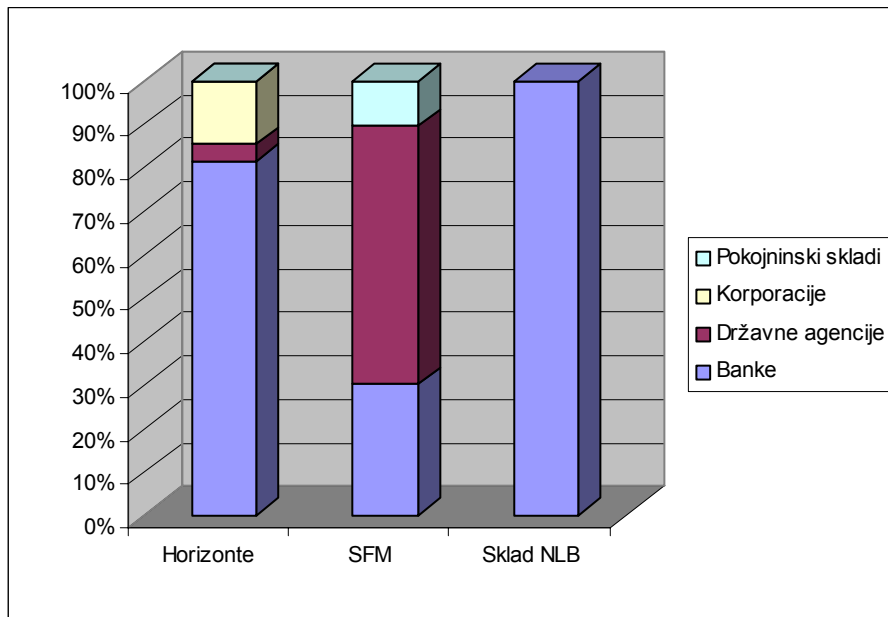
<sup>34</sup> Sklad v tem letu še ni obstajal.

<sup>35</sup> Bančni Monitor je raziskava, ki spremlja spremembe na področju ponudbe in uporabe bančnih storitev. Izvaja se znotraj multinacionalne tržnoraziskovalne hiše Skupine GfK, pod imenom Financial Market Data Service (FMDS). V Sloveniji jo izvajajo v podjetju Gral-iteo.

donosnih dolžniških finančnih instrumentih. Prebivalstvo se še težko odloča za varčevanje v delnicah javnih delniških družb, katerih tveganje je bistveno manjše od tveganja v lastniški kapital zaprtih hitro rastočih družb (Žugelj et al., 2001a, str. 140).

Tako imajo banke velike količine sredstev, ki jih nato lahko razporedijo tudi v naložbe tveganega kapitala.

**Slika 10: Zbrani tvegani kapital glede na investitorja v letu 2001 (v %)**



VIR: Interno gradivo Svetovalne družbe za investicijska vlaganja d.o.o; Hafner, 2002, str.67; Pinterič, 2000, str. 49.

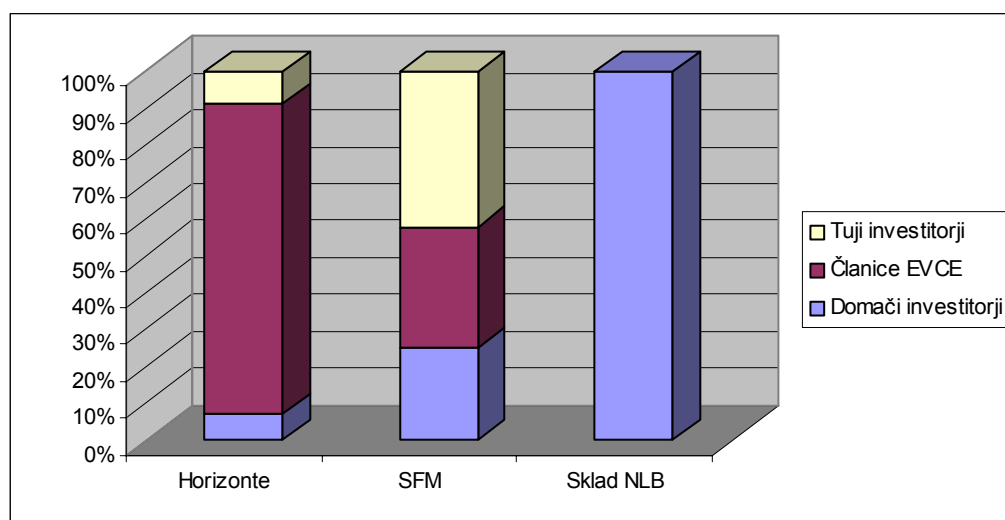




V Sloveniji so zavarovalnice relativno dobro razvite, saj ima več kot 80 % slovenskih gospodinjstev sklenjeno vsaj eno od razpoložljivih premoženjskih zavarovanj (Zavarovalniški Monitor, 2001). Investiranja v tvegani kapital s strani slovenskih zavarovalnic praktično ni. Glavni problem je zakonodaja, ki tem institucijam ne dovoli vlaganj v rizične naložbe. Zakon o zavarovalništvu namreč v 121. členu natančno določa, v katere vrednostne papirje in v kolikšnem obsegu je dovoljeno nalagati zbrana sredstva.<sup>36</sup>

Državne agencije so v skladih v Sloveniji prisotne le v manjšem deležu. Država namreč zelo slabo vzpodbuja ustanavljanje in razvoj novih, hitro rastočih podjetij. Premalo se zaveda, da so ravno ta podjetja bistvenega pomena pri gospodarski rasti države ter pri zaposlovanju.

**Slika 11: Viri sredstev glede na lokacijo investitorja (v %)**



VIR: Interno gradivo Svetovalne družbe za investicijska vlaganja d.o.o; Hafner, 2002, str. 67; Pinterič, 2000, str. 49.

Iz zgornjega prikaza je razvidno, da velik delež investitorjev prihaja iz evropskih držav. Domačih sredstev v tveganih skladih je izredno malo. To gre pripisati predvsem nezainteresiranosti slovenskih investitorjev, saj podjetja niso deležna nobenih davčnih vzpodbud pri tovrstnem investiranju. Prav tako zakonodaja o tveganem kapitalu še ni dorečena, obstaja pa tudi pomanjkanje informacij o potencialnih MSP.

<sup>36</sup> Kritno premoženje lahko predstavljajo samo naslednje vrste naložb: 1. vrednostni papirji, katerih izdajatelj je Republika Slovenija, Banka Slovenije, država članica oziroma država članica OECD oziroma mednarodna finančna organizacija, oziroma za katere jamči ena od teh oseb, 2. obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD, 3. obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papir, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji oziroma državi članici oziroma državi članici OECD, 4. delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji oziroma državi članici OECD, 5. delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD, in če so izdane kot vrednostni papir (Zakon o zavarovalništvu, 2000).

#### 3.3.5.1. Pravno in davčno okolje

Zakon o davku od dobička pravnih oseb (v nadaljevanju ZDDPO) ne vključuje posebnih določil za naložbe skladov tveganega kapitala. Ti se obdavčujejo kot davčni zavezanci – pravne osebe, tako da stopnja davka od dobička znaša 25 odstotkov. Edino davčno olajšavo za naložbe navedenih skladov je v skladu mogoče uveljavljati z 41. členom ZDDPO, po katerem je skladu tveganega kapitala kot davčnemu zavezancu, ki oblikuje investicijske rezerve, priznana davčna olajšava v višini oblikovanih rezerv, vendar največ v višini 10 odstotkov od davčne osnove (Žugelj, 2002a, str. 17).

Pri naložbah v sklade tveganega kapitala pa so z davčnega vidika zanimive naložbe fizičnih oseb v sklade, kjer gre za pretok denarja med fizično osebo in pravno osebo – skladom. Navedene naložbe fizičnih oseb se obdavčujejo z davkom od dobička iz kapitala po 30-odstotni stopnji, ki ob obdavčenju rezidentov Republike Slovenije pomenijo akontacijo dohodnine. Edini olajšavi, ki jih za te naložbe navaja zakon, sta največ triodstotno zmanjšanje osnove za dohodnino: za sredstva, vložena v deleže in delnice pravnih oseb, ki so namenjena izključno razvoju znanosti in tehnologije, ter za znesek vplačil v denarju za delnice in za vložke gospodarskih družb ter deleže zadrug (Zakon o dohodnini, 1993).

V Sloveniji tako še vedno ni zakona, ki bi natančno opredelil tvegane naložbe v podjetja. Pričakuje se, da bo nov zakon sprejet v letu 2004 (Slavnič, 2002, str. 14).

#### 3.3.5.2. Problemi pri zbiranju kapitala v sklade

Problemi pri zbiranju kapitala vlagateljev v sklade so povezani z nerazvitostjo slovenskega finančnega sistema. Tipi institucionalnih vlagateljev, ki so v drugih državah med najpomembnejšimi vlagatelji v tovrstne sklade, se pri nas še niso dobro razvili. Privatni pokojninski in zavarovalni skladi v večini primerov še nimajo zadovoljive količine kapitala niti jasne naložbene politike. Vlaganje v sklade tveganega kapitala tem institucijam dodatno otežujejo tudi zakonski predpisi. Ti dovoljujejo naložbe v državne vrednostne papirje, obveznice in delnice podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski Borzi, ter naložbe v nepremičnine. Slovenija ima majhno gospodarstvo in temu primerno je tudi število majhnih subjektov, ki financirajo lastniški kapital. Zaenkrat je zavedanje in znanje udeležencev tega prostora o gospodarjenju s kapitalom razmeroma skromno. Vse naštetu in kratkoročna naravnost ljudi niža konkurenčnost dolgoročnim naložbam v sklade tveganega kapitala (Žugelj, 2001a, str. 141).

V slovenskih davčnih predpisih ni predvidena možnost davčne olajšave ali oprostitve davka na dobiček za podjetja, ki izvajajo dejavnost investiranja tveganega kapitala. Vse to zaviralno vpliva na razvoj slovenskega trga tveganega kapitala, saj se investitorji raje odločajo za vlaganje v dejavnosti, ki so manj tvegane. Običajno je prav ugoden davčni sistem mehanizem, ki spodbudi investitorje, da se odločijo in del sredstev namenijo vlaganju v sklade tveganega

kapitala, saj jim davčne ugodnosti nadomestijo dodatno prevzeto večje tveganje (Markovič, 2002, str. 6).

### 3.3.5.3. Rešitve pri zbiranju kapitala v sklade

V nadaljevanju navajam nekaj možnih rešitev, ki bi povečale zbiranje kapitala v skladih tveganega kapitala:

- ⇒ Za spodbujanje investorjev k vlaganju v sklade tveganega kapitala bi morala država sprejeti davčne olajšave na kapitalske dobičke skladov, saj so sedaj obdavčeni po Zakonu o dobičkih gospodarskih družb, ki poslujejo tudi v okviru normalnih tržnih tveganj. Alternativa je tudi različna davčna stopnja, odvisna od časovnega trajanja naložbe (Žugelj, 2002, str. 7).
- ⇒ Spremeniti bi bilo potrebno zakonodajo na področju investicij pokojninskih skladov in skladov življenjskega zavarovanja. To je zelo pomembno, saj vemo, da sredstva iz teh virov predstavljajo glavnino investicijskih sredstev skladov tveganega kapitala v ZDA in Evropi.
- ⇒ Pomembno je tudi, da k nam prenesemo znane svetovne družbe za upravljanje skladov tveganega kapitala. Vlada bi morala zato promovirati tako obliko vlaganj tudi v svetovnih finančnih krogih. V Sloveniji namreč nimamo multinacionalk, ki bi bile po zgledu iz tujine pripravljene kupiti mala razvojna podjetja, ki obvladujejo trg (Vouk, 2001, str. 48).
- ⇒ Primer povečevanja interesa investorjev za naložbe v sklade tveganega kapitala je tudi ameriški ali nemški način podpore. Obe vladi podpirata sklade tveganega kapitala tako, da jim odobrita kredite z zelo nizko obrestno mero in z moratorijem na odplačilo glavnice za življenjsko dobo sklada. S tem povečujejo finančni vzvod in donose privatnega kapitala, obenem pa plemenitijo javna sredstva, namenjena razvoju malega gospodarstva (Penca, 1996, str. 14).
- ⇒ Državna politika na tem področju je lahko tudi v obliki jamstev in garancij za investicije skladov tveganega kapitala. Jamstvo v določenem obsegu, na primer 50 % naložbe, je močan podporni mehanizem skladom tveganega kapitala. Tovrstna garancijska institucija bi v primeru, ko gre podjetje, v katerega je sklad investiral, v stečaj, skladu povrnila 50 % investicijskega vložka. Taka politika zmanjšuje tveganost investicij skladov tveganega kapitala in povečuje donosnost celotnega portfelja sklada (Žugelj, 2002, str. 7).
- ⇒ Pomembno je spodbujati podjetnike na vseh nivojih in promovirati pomembnost tveganega kapitala za razvoj podjetij in njegov vpliv na gospodarsko rast in blaginjo države.

⇒ Prodaja deležev, torej izstop iz podjetij, bo delno rešena z vstopom Slovenije v Evropsko unijo. V precejšnjo pomoč bi bil tudi organiziran informacijski sistem v družbah z več kot enim lastnikom ali družbah, v katerih so solastniki skladi tveganega kapitala (Penca, 1996, str. 14).

### **3.4. PRIMERJAVA MED DRŽAVAMI**

Viri sredstev skladov tveganega kapitala se od države do države izredno razlikujejo. Velik pomen ima država s svojo pravno in davčno regulativo, saj lahko dodatno vzpodbuja ali pa na drugi strani zavira investiranje v te sklade.

Investiranje v sklade tveganega kapitala je primerno predvsem za gospodarske subjekte, ki imajo zelo dolgoročne in stabilne obveznosti. To so na primer zavarovalnice in pokojninski skladi, ki lahko z določenimi matematičnimi in statističnimi metodami sorazmerno natančno izračunajo svoje obveznosti v prihodnosti.

Pokojninski skladi predstavljajo največji delež sredstev v skladih Velike Britanije, Danske in Irske. Visok delež gre pripisati predvsem pokojninskim skladom ZDA, ki preko Velike Britanije vstopajo na celotni evropski trg tveganega kapitala, veliko pa je odvisno tudi od varčevanja prebivalstva države za starost (glej priloga 2).

V Nemčiji, Avstriji, Franciji, Španiji ter na Madžarskem in Češkem imajo največji vpliv banke. Te so glavni vir financiranja skladov tveganega kapitala med drugim tudi v mlajših gospodarstvih (glej priloga 2). S spremembo sistema se je začela industrija tveganega kapitala razvijati tudi v nekdanjih socialističnih državah, z izdatno pomočjo zahodnih institucij kot so Evropska banka za obnovo in razvoj, USAID in drugi (Vahčič, 2001, str. 17).

Omeniti je potrebno, da so podjetja za investiranje tveganega kapitala v vzhodni Evropi precej neuspešna, saj je v njihove sklade pritekalo veliko paradržavnega denarja z zahoda, nadzor je bil slab, znanje iz podjetniško razvitih okolij pa se je nekritično prenašalo v nerazvita okolja (Vahčič, 2001, str. 17).

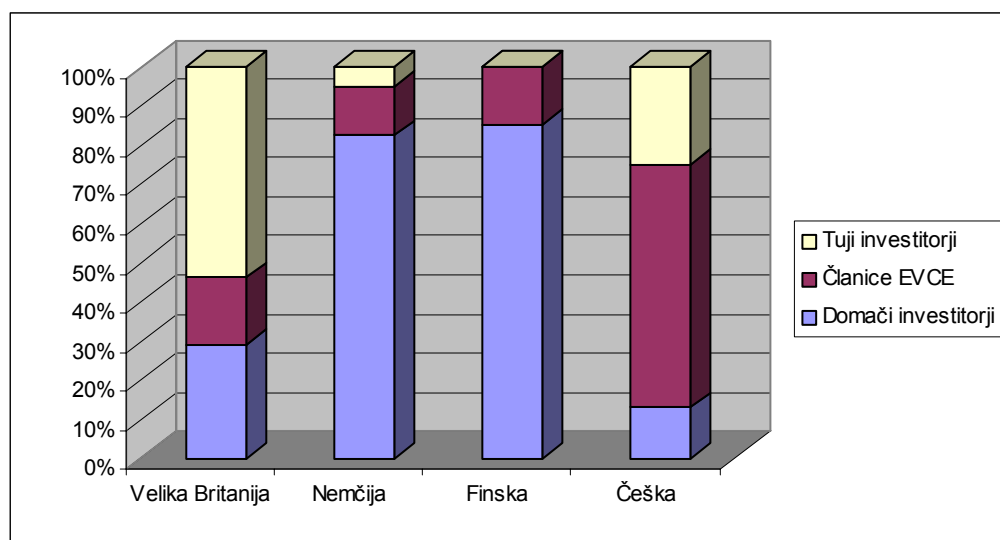
V nekaterih državah so podjetniki izredno nenaklonjeni tveganju, zato se država pogosto pojavlja kot investitor tveganega kapitala. Tako na primer na Finskem, v Nemčiji ter na Norveškem predstavljajo sredstva države sorazmerno velik delež v skladih tveganega kapitala (glej priloga 2). Sledijo tudi vzpodbude v obliki različnih zavarovanj investicij tveganega kapitala, ko država jamči, da bo v primeru odpisa investicije pokrila določen delež izgube investitorja. Tako investitorji tveganega kapitala ne izgubijo celotne investicije, ampak dobijo vsaj del sredstev povrnjenih. V nekaterih državah vlade uvajajo vzpodbude v obliki dodatnih investiranja. To pomeni, da sklad za vsak investiran evro v neko tvegano podjetje pridobi s strani države še dodaten evro za investiranje. Podoben primer vzpodbujanja investicij imamo

tudi v Sloveniji pri Slovenskem razvojnem kapitalskem skladu. Nova Ljubljanska Banka in SKB sta v Sloveniji vodilni banki, ki vlagata v ta sklad. Za vsak dolar, ki ga investirajo slovenske banke, dobimo iz tujih virov dodatne 3 dolarje kapitala (Interni viri Svetovalne družbe za investicijska vlaganja, d.o.o.). Ravno nasprotno pa lahko trdimo za Švico, kjer vladne agencije v sklade tvegane kapitala ne prispevajo niti dolarja.

Če primerjamo geografsko pogojene vire financiranja ugotovimo, da obstaja v Evropi vsesplošen trend povečevanja investicij v tvegani kapital s strani tujih skladov iz držav izven Evrope. Seveda je ta delež od države do države zelo različen, odvisno od tega, kakšne ugodnosti ponujajo v posamezni državi (glej sliko 12).

V Veliki Britaniji predstavljajo največji delež tuji viri sredstev, saj ti zagotavljajo kar 54 odstotkov virov sredstev tvegane kapitala. Kot sem že omenil, so glavni razlog za tako velik delež ravno ameriški pokojninski skladi. Na drugi strani imamo Češko, ki ima ravno tako zelo velik delež tujih virov sredstev, vendar je ta predvsem posledica dejstva, da gre za izredno mlado gospodarstvo, kjer podjetništvo še ni tako razvito, ljudje pa se tudi redko odločajo za investiranje v tvegana podjetja, saj ta predstavlja nezanesljive donose. Podjetništvo v teh državah še ne dosega takega ugleda, kot bi si ga zaslužilo. Tujci so veliko bolj naklonjeni tveganju, saj so neobremenjeni s preteklostjo države, hkrati pa imajo tudi več kapitala, ki ga lahko namenijo v tvegane investicije. Potrebno se je zavedati, da določen delež investicij še vedno propade, tovrstne investicije pa so tudi zelo nelikvidne, zato so toliko bolj nesprejemljive za domače prebivalstvo, ki se je šele pred časom rešilo vpliva socializma (Yli-Renko, Hay, 1999a, str. 28).

**Slika 12: Viri sredstev glede na lokacijo investitorja (v %)**



VIRI: EVCA Yearbook, 2002, str. 69.

Nemčija in Finska sta pridobili velik delež sredstev s strani držav članic EVCE in manjši delež s strani neevropskih držav. Taka struktura se pojavlja zato, ker Velika Britanija

predstavlja velik delež v teh dveh državah. Lahko torej rečemo, da sta tudi omenjeni državi posredno, preko Velike Britanije, financirani s strani držav izven Evrope.

Na podlagi strukture virov financiranja skladov tveganega kapitala lahko ugotovimo, da so skladi v Sloveniji financirani podobno kot skladi na Češkem in Portugalskem. Največji delež virov pri vseh skladih predstavljajo banke, medtem ko ostalih virov tveganega kapitala praktično ni, ali pa so udeleženi le v manjšem deležu. Ravno tako so v večini skladov tveganega kapitala v Evropi zastopane vse vrste investitorjev, medtem ko je v državah, ki so bile dolgo pod vplivom socialističnega režima, različnih virov financiranja zelo malo. Kot vir financiranja skladov tveganega kapitala se bodo v prihodnosti v Sloveniji pojavile zavarovalnice ter pokojninski skladi, povečala pa se bo tudi povezanost gospodarstva in univerze, saj se v tujini tudi akademske institucije pojavljajo kot vir financiranja skladov tveganega kapitala (glej Priloga 2).

#### **4. TRENDI IN NAPOVED ZA PRIHODNOST**

Glavni trendi so si podobni v vseh analiziranih državah. Skladi razširjajo svoje poslovanje na področje celotne Evrope, torej se pojavlja tudi na področju tveganega kapitala trend internacionalizacije. Hitro rast dosega predvsem skladi, ki investirajo v managerske odkupe in podjetja v zgodnji fazi svojega razvoja. Obe glavni stopnji tveganih skladov, torej zbiranje sredstev za investiranje ter samo investiranje se nič več ne odvijata v mejah nacionalne države, ampak postajata mednarodni. Skladi tveganega kapitala postajajo tudi vedno bolj specializirani v svojem poslovanju glede na regije, industrijo in razvojno fazo podjetja, v katerega investirajo (Yli-Renko, Hay, 1999a, str. 76).

Skladi tveganega kapitala se bodo še naprej povečevali. Prav tako se bodo ustanavljali novi skladi, ki bodo prejeli sredstva tako od domačih kot tudi tujih investitorjev. Pokojninski skladi in zavarovalnice stabilno rastejo v Evropi, to pa pomeni, da se bodo povečala tudi sredstva za investicije v tvegani kapital. Večanje števila skladov bo privabilo individualne investitorje v sklade tveganega kapitala.

Še vedno obstaja precej regulatornih, davčnih in kulturnih ovir, ki preprečujejo rast skladov tveganega kapitala. Še vedno ni dosežene harmonizirane strukture, ki bi omogočala lažje zbiranje sredstev iz vseh evropskih držav. Računovodska pravila variirajo od države do države, kar otežuje skladom investiranje v tujini. Ravno tako obstajajo različne davčne stopnje za tvegani kapital in kapitalske donose. Šele pred kratkim so posamezne države uvedle davčne vzpodbude za sklade tveganega kapitala. V Evropi tudi primanjkuje ustrezne podjetniške kulture, ki bi bila pripravljena prevzeti podjetniško tveganje. Za spremembo zakonov in davčnih problemov ter tudi podjetniške kulture je potrebno veliko časa, vendar se že pojavljajo določene pozitivne spremembe tudi na tem področju (Yli-Renko, Hay, 1999a, str. 76).

Uvedba evra je pomembno pripomogla k razvoju skladov tveganega kapitala. Enotna denarna valuta je pospešila razvoj vseevropskih finančnih instrumentov in še dodatno pripomogla k harmoniziranju pogojev na finančnih trgih. Z enotno valuto so tudi odpadla valutna tveganja, kar je povečalo investiranje s strani institucionalnih investitorjev, saj se je povečala likvidnost skladov tveganega kapitala (Yli-Renko, Hay, 1999a, str. 76).

#### **4.1. PRIHODNOST SLOVENSKEGA TVEGANEGA KAPITALA V SMISLU NJEGOVIH VIROV**

Do gostote naložb tveganega kapitala, ki bi bila primerljiva z razvitimi državami, je še zelo daleč. Poleg tega ima slovensko gospodarstvo še velik zaostanek neizrabljenih poslovnih priložnosti tako pri reorganizaciji podjetij kot pri novih podjetnikih. Če upoštevamo, da v razvitih državah dosegajo naložbe tveganega kapitala okoli odstotek BDP, bi morale biti teh naložb v Sloveniji okoli 223 milijonov evrov. Obstoječi delež pa znaša 0,3 % DBP (Konstantinovič, 2003, str. 42). Torej lahko pričakujemo hitro rast skladov v prihodnosti (Vahčič, 2001, str. 17).

Skladi tveganega kapitala lahko v prihodnosti resno računajo na pidovski kapital in kapital družb za upravljanje. V daljši prihodnosti pa lahko računajo tudi na kapital pokojninskih skladov kot vir investicij v sklade tveganega kapitala (Žugelj et al., 2001, str. 149).

## SKLEP

Moč investitorjev se je v zadnjih letih izredno povečala. To je povzročilo, da imajo velik vpliv na opisane dejavnike investiranja v sklade. Skladi tveganega kapitala morajo zato kritično pogledati svoje prednosti in slabosti in poiskati ter ponuditi investitorjem primerne pogoje. Na voljo imajo različne investicijske strategije, ki so odvisne tudi od tega, v katerih panogah primanjkuje tvegani kapital. V primeru zasičenosti trga skladi investirajo v bolj tvegane naložbe od običajnih, kar posledično pomeni tudi nižje donose za sklad. Neprestan in kritičen odnos investitorjev do delovanja upravljaljskega tima tudi pozitivno vpliva na donose v skladu, saj se morebitne težave odkrijejo dovolj zgodaj. In končno, pogoji poslovanja morajo biti oblikovani tako, da oblikujejo neko ravnotežje med upravljaljsko provizijo, dobičkom sklada in deležem dobička, ki pripada upravljavcem, torej, da ponudijo investitorju nek sprejemljiv paket pogojev investiranja.

Priložnost zbiranja sredstev za sklade tveganega kapitala se bo v prihodnosti povečevala sorazmerno z večanjem sredstev pri institucionalnih vlagateljih in ko bo olajšano tudi zbiranje sredstev za sklade tako doma kot v tujini. Vendar se tudi konkurenca na tem področju povečuje.

Konkurenca bo prišla s strani ostalih investicijskih produktov, ki ponujajo visoke donose, ravno tako pa bo več priložnosti lastniškega investiranja v bolj geografsko oddaljenih delih. Učinkovito trženje in komunikacija, prilagojena potrebam investitorjev, bosta torej postajala vedno bolj pomembna in ključna za uspeh v konkurenčnem svetu.

Podjetja morajo v tem konkurenčnem boju sodelovati tako, da ponudijo managerjem čas in sredstva za oblikovanje trženjske funkcije. Timi se osredotočajo na izboljševanje prodajnih tehnik in sposobnosti, tako da bodo lahko bolje promovirali sebe in svoje produkte. Podjetja sedaj posvečajo več pozornosti potrebam investitorjev kot v preteklosti, saj s tem skušajo zagotoviti, da ne bodo izgubili investitorja, ki so ga v preteklosti že pridobili.

Struktura virov financiranja skladov tveganega kapitala v Sloveniji se razlikuje od večine skladov tveganega kapitala v Evropi. Pomemben vir tveganega kapitala v Sloveniji predstavljajo banke, sledijo jim vladne agencije, medtem ko ostalih investitorjev, ki so zelo pomembni v evropskih državah, pri nas praktično ni. Menim, da se bo delež teh investitorjev v prihodnosti povečal tudi pri nas, s tem pa se bo struktura naših skladov približala evropskim. Več sredstev v skladih tveganega kapitala bomo dosegli z uvedbo davčnih olajšav, ter vsaj delnim zavarovanjem investicij, saj smo Slovenci še vedno premalo naklonjeni tveganju. Slovenska vlada bo morala bolj vzpodbujati razvoj skladov, saj so ti zelo pomembni za razvoj visoko tehnoloških podjetij, ki so gonilna sila gospodarske rasti, zaposlenosti ter vsesplošnega napredka.



## LITERATURA

1. Antončič Boštjan et al: Podjetništvo. Ljubljana: GV založba, 2002. 485 str.
2. Bovaird Chris: »What is Venture capital?« Stirling: University of Stirling, 1991. 29 str.
3. Brooks Janet: Fund Raising and Investor Relations. Bygrave William, ed., The Venture Capital Handbook. Velika Britanija: Prentice Hall, 1999. str. 97–117.
4. EVCA 2002 Yearbook. Belgija: EVCA, June 2002. 312 str.
5. Garner Daniel R. et al.: The Ernst & Young Guide To Financing for Growth. New York: John Wiley & Sons, 1994. 361 str.
6. Gartner William B.: Venture Capital. Longue Dennis E., ed., Handbook of Modern Finance. Boston: Warren, Gorham & Lamont, Inc., 1990, str. 29/1–29/22.
7. Hafner Manja: Organizacija in delovanje skladov tveganega kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 88 str.
8. Lavrač Tomaž: Tvegani kapital – Ikone nove ekonomije. Gospodarski Vestnik, Ljubljana, 2000, 13, str. 79.
9. Markovič Branka: Intervju z mag. Manjo Hafner. Slevca, Ljubljana, 2002, december, str. 6–7.
10. Morck K. Randall: Concentrated Corporate Ownership. Chicago: The University of Chicago Press, 2000. 387 str.
11. Penca Primož, Vadnjak Jaka: Poročilo o tveganem kapitalu v Sloveniji. Projekt izgradnje celovitega sistema ugodnejšega financiranja malih in srednje velikih podjetij po sistemu držav Evropske unije. Raziskovalni projekt. Ljubljana: Ministrstvo za gospodarstvo in UL Ekonomska fakulteta, 2002, str. 2–23.
12. Penca Primož: Nacionalni program privatnega lastniškega investiranja. Ljubljana: Euro-info Correspondent Center, 1996. 37 str.
13. Penca Primož: Skladi tveganega kapitala v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996a. 45 str.
14. Pinterič Marjana: Upravljanje s portfeljskimi podjetji v skladu tveganega kapitala. Specialistično delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 103 str.
15. Slavnič Niko: First report on Venturing activity in Slovenia. Slevca, Ljubljana, december 2002, str. 12–14.
16. Smith Frederick W.: Venture Capital. Hisrich Robert D., ed., Entrepreneurship: Starting, developing, and Managing a New Enterprise. Homewood: Irwin, 1992. 304 str.
17. Timmons Jeffrey A.: New Venture Creation. Homewood: Irwin, 1990. 677 str.
18. Vahčić Aleš: Kdor ne riskira, ne profitira. Finance, Ljubljana, 15. 02. 2001. str. 17.
19. Vouk Tomaž: Je tvegani kapital vaša priložnost?. Finance, Ljubljana, 17. 12. 2001. str. 48.
20. Yli-Renko Helena, Hay Michael: European Venture Capital – an Overview. Bygrave William, ed., The Venture Capital Handbook. Velika Britanija: Prentice Hall, 1999, str. 3–22.
21. Yli-Renko Helena, Hay Michael: The Major European Venture Capital Markets. Bygrave William, ed., The Venture Capital Handbook. Velika Britanija: Prentice Hall, 1999a, str. 25–77.

22. Žugelj Damjan et al.: Tvegani kapital si upate tvegati. Ljubljana, Lisac & Lisac d.o.o., 2001. 176 str.
23. Žugelj Damjan: Davčni vplivi na razvoj skladov tveganega kapitala v Sloveniji še neznanca. Slevca, Ljubljana, 2002, september, str. 7–9.
24. Žugelj Damjan: O davčni politiki do tveganega kapitala ni smiselno govoriti. Finance, Ljubljana, 07. 02. 2002a, str. 17.
25. Žugelj Damjan: Po denar v banko ali sklad tveganega kapitala. Finance, Ljubljana, 4. 12. 2001a, str. 18.
26. Žugelj Damjan: Tvegani kapital kot alternativni vir financiranja malih in srednje velikih podjetij s poudarkom na skladih tveganega kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 118 str.

## **VIRI**

1. Bančni Monitor (URL: [http://www.graliteo.si/2\\_4\\_ban\\_mon.php](http://www.graliteo.si/2_4_ban_mon.php)), 16. 04. 2003.
2. BVCA (URL: <http://www.bvca.co.uk/>), 16. 04. 2003.
3. BVK Jahrbuch 2002. Berlin: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Avgust 2002. 211 str.
4. FVCA (URL: <http://www.fvca.fi/3e.html>), 16. 04. 2003.
5. Interno gradivo Svetovalne družbe za investicijska vlaganja d.o.o.
6. Konstantinovič Livija: Tvegani kapital lahko prebudi zaspano podjetje. Kapital, Ljubljana, 27. 01. 2003, str. 42–43.
7. Webfinance Inc. (URL: <http://www.investorwords.com/cgi-bin/getword.cgi?2129>), 16. 04. 2003.
8. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/93).
9. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 71/93).
10. Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/2000).
11. Zavarovalniški Monitor (URL: [www.graliteo.si/2\\_4\\_zav\\_mon.php](http://www.graliteo.si/2_4_zav_mon.php)), 16. 04. 2003.

## **PRILOGA**

Priloga 1: Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov.

Slovenski izraz

vrzel lastniških sredstev

podjetje za tvegani kapital

poslovni angeli

nestanovitnost

sklad skladov

tveganost države

skrben pregled poslovanja

notranja stopnja donosnosti

aktivna politika upravljanja

pasivna politika upravljanja

investicijski bankir

zahtevan donos

jahanje na valovih

mehka zveza

trdna zveza

stopnja podjetniškega davka in davka na fizične osebe

Tuji izraz

equity gap

venture capital firm

business angels

volatility

fund of funds

country risk

due dilligence

internal rate of return

hands on

hands off

corporate financial professional

hurdle

riding waves

soft circle

hard circle

corporate and personal tax rates

Priloga 2: Viri financiranja skladov tveganega kapitala v letu 2001 po državah, članicah EVCE (v 1,000 EUR).

	Avstrija	Belgija	Češka	Danska	Finska	Francija	Nemčija	Grčija	Madžarska	Islandija	Irska	Italija
Korporacijski investitorji	0	0	3.152	66.708	19.073	254.620	532.010	0	0	0	4.812	116.939
Privatni investitorji	5.802	2.544	7.447	1.677	9.548	616.920	291.170	0	425	0	4.974	190.400
Vladne agencije	9.681	66.333	666	58.952	63.888	204.868	587.370	0	3.821	0	56.443	20.000
Banke	80.763	64.669	10.066	88.267	29.961	2.201.461	1.187.960	36.813	38.470	0	61.086	1.300.226
Pokojninski skladi	0	0	0	177.178	77.541	353.401	97.000	5.667	637	0	73.990	2.500
Zavarovalnice	9.974	0	0	41.166	125.603	576.960	795.200	0	0	0	4.812	126.902
Sklad skladov	5.637	0	1.067	12.900	33.145	521.385	173.540	0	12.737	0	0	33.900
Akaderske institucije	0	0	0	0	1.079	0	30.000	0	0	0	0	775
Ostalo	25.599	517.295	1.506	47.026	47.300	761.984	19.140	8.060	4.336	5.524	4.048	83.677
<b>Skupaj zbrano</b>	<b>137.456</b>	<b>650.841</b>	<b>23.904</b>	<b>493.874</b>	<b>407.138</b>	<b>5.491.599</b>	<b>3.713.390</b>	<b>50.540</b>	<b>60.426</b>	<b>5.524</b>	<b>210.165</b>	<b>1.875.319</b>

	Nizozemska	Norveška	Poljska	Portugalska	Slovaška	Španija	Švedska	Švica	VB
Korporacijski investitorji	81.462	49.278	56.726	0	0	14.217	378.619	168.125	408.419
Privatni investitorji	8.502	75.318	20.838	0	0	144.219	189.673	20.299	838.273
Vladne agencije	39.750	79.136	4.961	10.229	0	23.208	129.419	0	832.045
Banke	15.237	11.992	47.208	61.471	0	362.099	218.114	123.667	2.795.494
Pokojninski skladi	117.921	11.559	0	0	0	1.671	317.229	66.416	8.473.496
Zavarovalnice	144.621	31.154	9.923	0	0	64.148	267.057	49.362	2.375.528
Sklad skladov	150.000	7.206	8.311	0	0	122.117	124.220	51.149	3.011.016
Akaderske institucije	0	5.577	794	0	0	709	10.442	17.050	678.362
Ostalo	158.269	94.600	26.993	46.039	5.197	18.778	180.043	171.279	1.072.362
<b>Skupaj zbrano</b>	<b>715.762</b>	<b>365.820</b>	<b>175.754</b>	<b>117.739</b>	<b>5.197</b>	<b>751.166</b>	<b>1.814.816</b>	<b>667.347</b>	<b>20.484.995</b>