

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

PETRA KRAŠOVEC



**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**VIRI FINANCIRANJA HITRO RASTOČIH PODJETIJ IN TVEGANI KAPITAL**

Ljubljana, april 2009

PETRA KRAŠOVEC

## **IZJAVA**

Študentka, Petra Krašovec, izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Berk Skok Aleša, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 02. 04. 2009

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

## UVOD 1

<b>2</b>	<b>VIRI FINANCIRANJA PODJETIJ.....</b>	<b>2</b>
2.1	Dolžniški kapital.....	3
2.2	Lastniški kapital .....	4
2.3	Tvegani kapital kot vir financiranja podjetij.....	6
2.3.1	Postopki pridobivanja tveganega kapitala.....	7
2.3.2	Izbira časa konkuriranja za sredstva sklada .....	7
2.3.3	Izbira sklada tveganega kapitala .....	7
2.3.4	Izdelava poslovnega načrta .....	8
2.4	Ostale oblike financiranja podjetij.....	9
2.5	Financiranje s tveganim kapitalom nasproti financiranju z dolžniškim kapitalom .....	10
2.6	Viri financiranja hitro rastočih podjetij .....	12
2.6.1	Slovenska izvozna in razvojna banka, d.d., Ljubljana - SID banka .....	12
2.6.2	Evropska banka za obnovo in razvoj – EBRD .....	13
2.6.3	Evropska investicijska banka - EIB .....	13
<b>3</b>	<b>HITRO RASTOČA PODJETJA .....</b>	<b>15</b>
3.1	Opredelitev in značilnosti hitro rastočih podjetij .....	15
3.2	Podjetniško okolje .....	16
3.2.1	Ukrepi vlade RS za izboljšanje podjetniške infrastrukture.....	17
3.2.2	Ustanavljanje univerzitetnih inkubatorjev in tehnoloških parkov .....	17
<b>4</b>	<b>TRG TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI .....</b>	<b>19</b>
4.1	Ponudba tveganega kapitala v Sloveniji .....	19
4.1.1	Vrste skladov tveganega kapitala.....	19
4.2	Vloga sekcije slovenskega tveganega kapitala - SLEVCA.....	21
4.2.1	Cilj in aktivnosti sekcije slovenskega tveganega kapitala v okviru PCMG.....	21
4.3	Delujoči skladi tveganega kapitala v Sloveniji .....	22
4.3.1	Horizonte Slovene Enterprise Fund .....	22
4.3.2	Alpe-Adria Venture Fund .....	23
4.3.3	KD Private Equity Fund B.V. ....	23
4.3.4	Sklad tveganega kapitala NLB, d.d. ....	23
4.3.5	Poteza Innovation and Growth Fund.....	24
4.3.6	Prophetes d.d.....	24
4.3.7	The SEAF Greater Europe Opportunities partners L.P. (GEO).....	25
4.3.8	Razvojni sklad gospodarstva GZS.....	25
4.3.9	SIVENT, d.d., Ljubljana .....	26
4.3.10	Slovenski podjetniški sklad .....	26
<b>5</b>	<b>PROBLEMATIKA IN RAZVOJ PODROČJA TVEGANEGA KAPITALA V PRIHODNJE .....</b>	<b>27</b>
5.1	Problematika delovanja skladov tveganega kapitala .....	27
5.1.1	Premajhno gospodarsko okolje.....	27
5.1.2	Neustrezna davčna in gospodarska zakonodaja.....	28
5.1.3	Neučinkovito gospodarjenje z lastniškim kapitalom.....	28
5.1.4	Neustrezne izstopne možnosti .....	28

5.1.5	<i>Podjetniška nenaklonjenost tveganju v Sloveniji</i> .....	28
5.1.6	<i>Premajhne ambicije slovenskih podjetnikov</i> .....	29
5.2	<i>Izboljšave na področju tveganega kapitala</i> .....	29
5.2.1	<i>Ureditev ustrezne gospodarske zakonodaje</i> .....	29
5.2.2	<i>Ureditev ustrezne davčne zakonodaje</i> .....	31
<b>SKLEP 32</b>		
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....		<b>34</b>

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Primerjava financiranja s tveganim kapitalom nasproti dolžniškemu financiranju...	11
---	----

## KAZALO SLIK

Slika 1: Viri financiranja rasti podjetij.....	2
--	---

## UVOD

Razcvet podjetništva se je v Sloveniji pojavil po letu 1988, po začetku procesa lastninskega preoblikovanja, ko so se začela pojavljati mala in srednje velika podjetja. V povezavi z nastankom, rastjo in razvojem podjetij se je pojavilo vprašanje, povezano s financiranjem teh podjetij. Podjetje v posamezni fazi razvoja ter rasti potrebuje različne vire in oblike financiranja. Ko se podjetje nahaja v začetni fazi razvoja, mu je dolžniški kapital težje dostopen, saj ponavadi še nima ustreznega premoženja za zavarovanje najetega posojila. Alternativna možnost za rešitev te težave je primeren tvegani kapital, ki ga je mogoče pridobiti v zameno za lastniški delež v podjetju. Tako se podjetniki hitro rastočih podjetij veliko bolj usmerjajo v pridobitev tveganega kapitala s pomočjo skladov ali pa bogatih posameznikov, tako imenovanih poslovnih angelov. Lastniški kapital je nujno potreben že od samega začetka poslovanja podjetja ter predstavlja dolgoročni vir financiranja podjetja. V poznejši dobi pa podjetje posega predvsem po dolžniških virih financiranja. Kje je meja, do koder se podjetja lahko financirajo sama, brez poseganja po tveganem kapitalu, pa je vprašanje, s katerim se sooča vsak podjetnik.

Dolžniško financiranje je pri nas najstarejša oblika financiranja podjetij, vendar podjetniki spoznavajo nove možnosti financiranja, ki so bistveno bolj tvegane. Med njimi je tudi financiranje s tveganim kapitalom. Težave in omejitve se pojavijo pri zbiranju podatkov, saj je v Sloveniji ponudba tveganega kapitala še vedno dokaj majhna in nepoznana. Pomanjkljiva davčna zakonodaja ter neustrezne izstopne možnosti so v preteklosti ovirale razcvet tveganega kapitala pri nas. Novi zakon o družbah tveganega kapitala pa večino od tega že ureja, zato v prihodnosti pričakujemo izboljšave na področju tveganega kapitala.

Namen diplomskega dela je predstaviti vire financiranja podjetij in tvegani kapital kot eno izmed pomembnih možnosti financiranja hitro rastočih podjetij. V svetovnem gospodarstvu se vedno bolj uveljavljajo hitro rastoča podjetja. Za njihov nastanek in razvoj pa je nujno potreben kapital. V prvem delu diplomske naloge predstavim strukturo kapitala v podjetju, vire financiranja podjetij, s poudarkom na posebnem viru financiranja, tveganem kapitalu. Nato predstavim postopke pridobitve tveganega kapitala ter podam primerjavo med financiranjem s tveganim kapitalom in financiranjem s posojili.

V drugem delu se osredotočim na podjetniški segment in opredelim hitro rastoča podjetja, vire financiranja teh podjetij in okolje, v katerem delujejo. Natančneje opišem tudi področje tveganega kapitala in razmere, ki trenutno vladajo v Sloveniji. Tako najprej navedem ponudbo tveganega kapitala pri nas in problematiko delovanja skladov tveganega kapitala, kasneje podam dejanske izboljšave za odpravo teh ovir ter navedem dejavnike, ki spodbujajo razvoj inovativnega podjetništva pri nas.

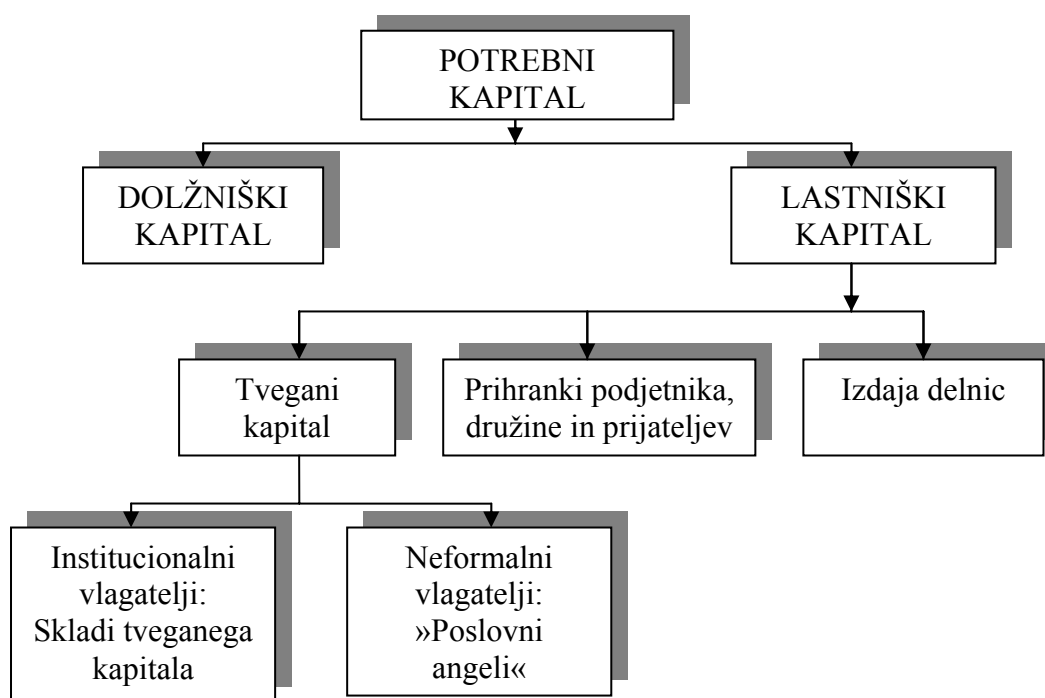
Večina podatkov je pridobljenih s pomočjo baze podatkov, internetnih brskalnikov ter literature v knjižnicah. Uporabljeno pa je bilo tudi interno gradivo bank in skladov tveganega kapitala.

## 2 VIRI FINANCIRANJA PODJETIJ

Namen vsakega podjetnika je zagotavljanje finančnih virov podjetja za nemoten potek poslovanja in rast podjetja. Viri financiranja podjetja kažejo, od kod lahko podjetje pridobi finančna sredstva, kdo jih nudi in pod kakšnimi pogoji so jih pripravljene ponuditi glede na fazo življenjskega cikla podjetja ali glede na vrsto poslovnega procesa.

Podjetje svoja finančna sredstva pridobi na različne načine, s pomočjo dolžniškega ali lastniškega kapitala, kar prikazuje slika 1.

*Slika 1: Viri financiranja rasti podjetij*



Vir: Glas M., Zakaj je vlaganj tveganega kapitala največ v ZDA? 2001, str. 18.

Iz slike je razvidno, da pod vire začetnega lastniškega financiranja spadajo lastna sredstva ustanovitelja, poslovni angeli, skladi tveganega kapitala, med nadaljno lastniško financiranje pa štejemo vse vire začetnega lastniškega financiranja ter investicijske sklade, privatno



ponudbo delnic in javni razpis delnic (Gradišar, 2003, str. 3). Kadar pa si podjetnik izposoja kapital od pravnih ali fizičnih oseb, govorimo o dolžniškem financiranju, kjer nastopi tako imenovano dolžniško upniško razmerje.

Vsako podjetje se mora odločiti, katerega od virov financiranja bo izbralo. Za katero financiranje se je pametno odločiti, je odvisno od oblike podjetja, ki ga podjetnik ustanavlja, njegove bonitete, podjetnikovega nagnjenja k tveganju, kot tudi od njegove možnosti dostopa do dolžniških ali lastniških sredstev in pogojev, ki so z njimi povezani.

## **2.1 Dolžniški kapital**

O dolžniškem financiranju govorimo, kadar nastopi med najemnikom dolžniškega kapitala in ponudnikom takega kapitala tako imenovano dolžniško upniško razmerje, ki se konča tako, da najemnik kredita vrne posojeno glavnico in obresti. Ponudnik finančnih sredstev pride do donosa, ko dolžnik poravnava svojo obveznost do ponudnika. Največkrat je ponudnik zavarovan z vpisom hipoteke na premoženje, s katero razpolaga najemnik dolžniškega kapitala. Podjetje, ki se nahaja v zgodnji fazi in nima ustrezne bonitete, je veliko tveganje za banke in ostale ponudnike dolžniških virov. Pomemben dejavnik pri takem financiranju je, da podjetje uspešno poravnava svoje obveznosti glede odplačevanja obresti in vračanja glavnice.

V okviru financiranja podjetja lahko dolžniški kapital razdelimo v dve skupini, in sicer na formalni in neformalni dolžniški kapital. Osnovne oblike formalnega dolžniškega financiranja podjetij so bančna posojila, ki so lahko kratkoročna (lombardni krediti, faktoring), srednjeročna (fortfetiranje) ali dolgoročna (hipotekarni krediti). Poleg bančnih posojil uvrščamo v skupino formalnega dolžniškega kapitala tudi sredstva, izposojena pri finančnih posrednikih, ki si denar izposojajo pri različnih virih, nato pa ga naprej posojajo posameznikom in podjetjem (Tajnikar, 1997, str. 120). Stroške svojega poslovanja pokrivajo z obrestno maržo. Ta podjetja največkrat financirajo posle, katerih banke ne morejo ali nočejo financirati, zato govorimo o tveganih poslih.

Glavni neformalni viri dolžniškega financiranja so družina, prijatelji, znanci, poslovni partnerji, kreditne kartice, sivi trg. Neformalno dolžniško financiranje je v primerjavi s formalnim dolžniškim financiranjem cenejše, saj družinski člani in prijatelji ponavadi ne zahtevajo plačila obresti na izposojeni kapital, če pa že, so manjše kot pri bančnem posojilu. Tudi postopek odobritve je krajši kot pri formalnem dolžniškem financiranju. Pogosto je neformalni dolžniški kapital poleg lastnih sredstev edini vir financiranja, ki je podjetniku pri ustanavljanju novega podjetja na voljo. Poudariti je treba, da je financiranje na osnovi neformalnega dolžniškega financiranja po obsegu zelo omejeno in ni primerno za zbiranje večjega obsega kapitala, ki je velikokrat potreben za financiranje podjetja.

## 2.2 Lastniški kapital

O lastniškem financiranju poslovanja podjetja govorimo, kadar se podjetnik odloči vložiti sredstva v obliki kapitalskega deleža ali delnic v podjetje. Lastniški kapital je dolgoročni vir financiranja podjetja. Gre torej za sredstva, ki pridejo in ostanejo v podjetju. Zaslужek vlagatelja je odvisen od uspešnosti podjetja, izražena je v udeležbi dobička. Te vrste kapital je ključen za ustanovitev podjetja (kot zagonski oz. semenski kapital), saj podjetja, ki še niso začela s poslovanjem, nimajo preteklih podatkov o poslovanju, s katerimi bi lahko dokazovala svojo kredibilnost za odplačilo dolga, kar je temeljni kriterij, na osnovi katerega dolžniške finančne institucije (npr. banke) odobrijo posojila (Ličen, 2005, str. 8, 9). Poleg kapitala, ki ga ob ustanovitvi v podjetje vložijo lastniki, pa je z večanjem obsega poslovanja potreben dodatni lastniški kapital. Tega največkrat prispevajo obstoječi lastniki v obliki dela dobička, ki se ne izplača lastnikom, ampak se naloži v podjetje, ali pa v obliki novega zunanega lastniškega kapitala. Pri tem lahko obstoječi lastniki nov zunanji kapital prispevajo v obliki povečanja vlog družbenikov oziroma pri delniški družbi z nakupom nove izdaje delnic. Pri odprtih delniških družbah lahko novo izdane delnice kupijo tudi novi lastniki.

Razlika med dolžniškim in lastniškim kapitalom je že v odnosu, ki nastane v prvem primeru med banko in podjetjem, v drugem pa med vlagateljem in podjetjem. Kreditodajalec ima s tem, ko posodi sredstva, zakonsko pravico, da za posojeni znesek zasluži obresti in dobi povrnjeno glavnico ne glede na uspeh ali neuspeh podjetniškega projekta, v katerem so bila sredstva vpletena. Poleg tega si večkrat izbori tudi posebno zavarovanje kredita, ponavadi s sredstvi podjetja kot so npr. nepremičnine, če pa podjetje teh sredstev nima, pa pogosto z zastavno pravico na podjetnikovo osebno premoženje. V najslabšem možnem položaju lahko podjetnik ostane na cesti brez vsega (Vadnjal, 2000, str. 21). Banke pogosto financirajo že uveljavljena podjetja, ker so veliko manj tvegana kot mlada, še neuveljavljena podjetja. Pri podelitvi kredita jih zanima predvsem poslovanje podjetij v preteklosti, saj si edino na tak način lahko pridobijo sliko o podjetju in njegovi uspešnosti. Možnosti nadaljnega poslovanja in poslovne priložnosti podjetja jih ponavadi ne zanimajo preveč, prav tako ne postavljajo nobenih zahtev, kako se bo denar, ki ga posodijo, uporabljal. Podpora pri razvoju podjetja je minimalna ali pa je sploh ni.

Pri lastniškem financiranju pa je odnos povsem drugačen. Vlagatelji lastniškega kapitala dobijo v zameno za vložena sredstva delež v podjetju. To pomeni, da dobijo vlagatelji sredstva povrnjena le v primeru rasti in dobičkonosnosti podjetja. V primeru neuspešnosti podjetja pa to pomeni izgubo za vlagatelja. Lastniški kapital za razliko od dolžniškega torej s seboj nosi proporcionalni del podjetniškega tveganja. Prav tako ne morejo zahtevati nobenih jamstev, kot to zahtevajo kreditodajalci. Ob izstopu iz podjetja, ponavadi po petih do desetih letih, pa so vlagatelji deležni kapitalskega dobička, ki ga dosežejo s tem, ko se odločijo za eno od oblik izstopa iz podjetja (Vadnjal, 2000, str. 22).

Ena od prednosti lastniškega financiranja je tudi ta, da vlagatelji podjetju ne nudijo samo finančne pomoči, ampak tudi pomoč pri poslovanju, saj je tudi njihov cilj, da je podjetje čim bolj uspešno, da raste, ter da doseže čim boljši finančni rezultat. Financiranje s tveganim kapitalom je primerna oblika financiranja malih in srednje velikih podjetij, saj vlagatelj tveganega kapitala ves čas spremlja poslovanje podjetja ter mu nudi pomoč, saj stremi k temu, da bi bilo podjetje čim bolj uspešno ter prinašalo čim večje donose (Viri financiranja podjetij, Poslovni angeli Slovenije, 2008).

Mala podjetja se financirajo pretežno lastniško (lastna sredstva ustanovitelja, kasneje zadržani dobički), če pa je dodatno financiranje neizogibno, pa si podjetja denar najraje izposodijo pri banki (Žugelj, 2001a). Obrestne mere za najemanje kreditov ter stroški zavarovanj kreditov so previsoki, postopki pridobitve posojila so zamudni in pogosto neuspešni, zaradi česar je običajno financiranje iz lastnih prihrankov edina možna rešitev.

V realnosti je vsako podjetje financirano kombinirano, tako z dolžniškim kot z lastniškim kapitalom, saj optimalni donos na naložbo prinese le optimalna zadolženost, ki pa je poleg kapitalske strukture odvisna tudi od raznih parametrov okolja, v katerem podjetje deluje (Vadnjal, 2007).

Optimalni delež lastniškega kapitala v celotnih virih financiranja podjetja je v največji meri odvisen od poslovne dejavnosti podjetja. Mlada podjetja, ki poslujejo v hitro rastočih panogah, naj bi poslovanje financirala skoraj izključno z lastniškim kapitalom, dolžniški kapital pa naj bi pomembnejšo vlogo odigral šele v poznejših fazah razvoja podjetja (Kleindienst, 2000, str. 47). Za mlada in hitro rastoča podjetja je značilno, da ne morejo priti do dolžniškega kapitala zaradi slabih bonitet ali pa se zavedajo, da jim visoko poslovno tveganje dopušča le minimalno zadolženost. Takšna podjetja potrebujejo čim več lastniškega kapitala v svoji kapitalski strukturi. Ker je večina podjetij premajhnih, da bi si pridobila lastniški kapital na borzi, se zatekajo k neformalnim metodam. Lastniški kapital, ki priteka v podjetja na takšen način, označimo za tvegani kapital, saj posamezniki in ustanove, ki ta kapital ponujajo, tvegajo več kot v primeru, da bi ga vložili v delnice že uveljavljenih podjetij na borzi. Po eni strani tvegajo več, saj je poslovno tveganje teh podjetij v povprečju višje kot pri podjetjih, katerih delnice so uvrščene na borzo, v marsičem pa tudi zato, ker je vlaganje v lastniški kapital na borzi precej bolj nadzorovano in samo po sebi manj tvegano kot vlaganje v manj znana podjetja (Kleindienst, 2000, str. 51).

Posebna oblika financiranja podjetja je tudi tvegani kapital, ki ga uvrščamo med financiranje z lastniškim kapitalom. V zadnjem času je postal pomemben vir financiranja malih in hitro rastočih podjetij. V nadaljevanju diplomskega dela je tvegani kapital natančneje definiran, nadalje je predstavljen postopek financiranja podjetij s pomočjo tveganega kapitala ter opisana primerjava tveganega kapitala z ostalimi viri financiranja podjetij.

## 2.3 Tvegani kapital kot vir financiranja podjetij

Tvegani kapital, ki ga v angleški literaturi pojmujejo kot »venture capital« je posebna oblika lastniškega kapitala zasebnikov ali investicijskih podjetij, vložen v posameznika, ki ima izvirno idejo ali patent. Najpogosteje se vlaga v mlada, hitro rastoča podjetja ali zasebna podjetja z enkratno poslovno priložnostjo oziroma s potencialom, da se razvijejo v uspešna regionalna ali globalna podjetja. Glavni cilj investorjev je dolgoročni kapitalski dobiček, ki poplača sprejeto tveganje, zato investitorji zelo pogosto aktivno sodelujejo pri vodenju podjetja in pomagajo podjetnikom z znanjem in poznanstvi (EVCA – European Private Equity & Venture Capital Association, 2006).

Z »venture capital« se označuje samo eno od podskupin tveganega kapitala in pomeni vlaganje v mlada, perspektivna in hitro rastoča podjetja, kjer gre za financiranje predvsem razvojnih naložb in trženja. Venture capital se pogosto enači s tveganim kapitalom, kar pa ni najbolj pravilno. Celotno področje tveganega kapitala, ki je v tujini znano kot »private equity«, poleg venture vlaganj zajema naložbe v notranje odkupe podjetij (MBO), odkupe podjetij z zadolžitvijo (LBO) ter prestrukturiranje in "mezzanine" kapital. V takih primerih gre predvsem za vlaganja v večja delujoča podjetja, ki dosegajo pozitivne finančne rezultate in bi se lahko dodatno zadolževala. Glede na značilnosti malega gospodarstva oziroma podjetništva pa je za prihodnje in zdajšnje podjetnike vsekakor zanimiv predvsem "venture" oziroma tvegani kapital v ožjem pomenu besede (Marter, 2001, str. 31).

Investiranje v obliki tveganega kapitala zahteva določene izkušnje. Nagrado za investiranje tveganega kapitala predstavljajo tvegani dobički. Po drugi strani pa lahko financiranje s tveganim kapitalom prinaša z vidika podjetnika izgubo nadzora nad podjetjem, če investitorji tveganega kapitala niso zainteresirani za investiranje na osnovi usode, upanja in dobrodelnosti. Pri tveganem kapitalu se pričakuje velik kapitalski dobiček ob sicer visokem tveganju. Visoka donosnost se realizira šele potem, ko investitor proda svojo udeležbo v podjetju, ki ga je financiral. Praviloma namreč nekaj let ni dobička (Žugelj, 2001b, str. 42).

Bovaird (1991, str. 3) pravi, da lahko tvegani kapital opredelimo s štirimi značilnostmi:

- **Je trajen:** vlagatelj investira v podjetje brez želje povračila, pomembno mu je le, da ob pravem času odproda svoj delež po vrednosti, večji od vložene (ustvari kapitalski dobiček), če pa naložba postane ugodna, pa se zadovolji tudi z nadaljnim lastništvom (delež v dobičku).
- **Nudi pomoč pri upravljanju:** vlagatelji tveganega kapitala sodelujejo s podjetniki pri vodenju podjetja, saj je njihov motiv čim večji donos podjetja.
- **Višji donos:** investitorji tveganega kapitala pričakujejo višji donos kot pri posojanju; pričakovani donosi so med 30-50%, izhajajo pa predvsem iz kapitalskega dobička.

- **Visoka stopnja potrpežljivosti:** tvegani kapital je tudi tako imenovan potrpežljivi kapital, saj ne pričakuje takojšnjih donosov, ampak računa na uspeh v daljšem roku (od 2 do 7 let).

### **2.3.1 Postopki pridobivanja tveganega kapitala**

Podjetnik, ki želi ustanoviti novo podjetje ali razširiti obstoječe poslovanje z dobro podjetniško zamisljo (patent), vendar nima dovolj sredstev za realizacijo te zamisli, se odloči za pridobitev tveganega kapitala. Pogoj za uspešno kandidaturo za pridobitev sredstev sklada je predhodna pridobitev ustreznega znanja in informacij o načinu delovanja skladov in o potrebni strategiji pristopa k njim. Osnovni koraki za pristop k skladu tveganega kapitala so (Pintarič, 2000):

- izbira časa konkuriranja za sredstva sklada,
- izbira sklada tveganega kapitala,
- dobro izdelan poslovni načrt.

### **2.3.2 Izbira časa konkuriranja za sredstva sklada**

Podjetnik naj najprej premišljeno izbere čas konkuriranja za sredstva skladov. Pomembno je, da ne odlaga iskanja kapitala vse do resnega pomanjkanja sredstev. Vsak investitor se pred dokončno odločitvijo o naložbi želi trdno prepričati o vseh podrobnostih podjetja, v katerega namerava vložiti sredstva. V primeru, da podjetnik izbere nepravi čas, se pravi, da ne predvideva tudi časa potrebnega za proučitev predloga financiranja s potencialnim vlagateljem, to pomeni diskreditacijo podjetnika in negativno vpliva na njegovo pozicijo v pogajanjih (Pintarič, 2000).

### **2.3.3 Izbira sklada tveganega kapitala**

Naslednji korak, ki zahteva predhodni premislek, je izbira sklada tveganega kapitala. Danes je v razvitem svetu vse več skladov tveganega kapitala, ki se nagibajo k specializaciji (po geografskih področjih, po industrijah, po vrstah in velikostih investicij). Poleg samih finančnih sredstev je pri vlagateljih potrebno iskati tudi druge kvalitete, kot so managerska znanja, izkušnje, poslovni kontakti, itn. Pri iskanju in izbiri sklada, ki bi ustrezal zahtevam podjetnika, je koristna pomoč odvetnika, računovodje in nacionalnega ali evropskega združenja tveganega kapitala (Pintarič, 2000).

### 2.3.4 *Izdelava poslovnega načrta*

Večina podjetij, ki se zanima za financiranje s strani tveganega kapitala, je zavrnjena že na začetku in sicer zaradi neprimerne narave izdelka oziroma storitve, zaradi slabe kakovosti poslov, neustreznega managementa ali zaradi slabo pripravljenega poslovnega načrta.

Poslovni načrt mora biti jedrnat, izčrpen, vsebovati mora dobro opredeljene podjetniške cilje in usmeritve ter način, kako jih doseči. Z vidika vlagatelja je poslovni načrt dokument, ki vsebuje informacije o uspešnosti poslovanja podjetja, na podlagi česar se odloči, ali naj investira v podjetje ali ne.

Gre torej za proces opisovanja stanja, postavljanja ciljev v prihodnosti in določitev dejanj na poti k njihovem uresničevanju ter realistično analizo možnih scenarijev razvoja dogodkov.

Glavne točke poslovnega načrta so:

- *PODJETJE*: Opis podjetja v sedanjosti in preteklosti, postavitev strategije razvoja podjetja v prihodnosti in opis management tima s seznamom znanj ter dosedanjih izkušenj in dosežkov.
- *TRG*: Določitev ciljnega trga, populacije in kupne moči. Tu opredelimo potencialne stranke in kakšna je možnost, da se bodo stranke pridobile. Sledi raziskava trga, njegov dosednji razvoj in projekcija razvoja v prihodnje.
- *PROIZVOD ali STORITEV*: Na tem mestu je treba proizvod ali storitev podrobno opisati, opredeliti njegovo ali njeno kakovost in uporabnost. Poudariti je treba korist za kupca, ki jo ima proizvod ali storitev, ter opisati dodatne storitve, kot so garancija, vzdrževanje, servis, itd.
- *PROIZVODNI in IZDELAVNI NAČRT*: V tem delu je opisan postopek izdelave, potrebni stroji in tehnologija v proizvodnem procesu – število in postavitev strojev, število in naloge delavcev ter opis celotne logistike poslovnega procesa v podjetju. Opisan je lahko tudi razvoj proizvoda oziroma storitve ali pa je temu posvečeno posebno poglavje.
- *PRODAJA in PROMOCIJA*: Določimo velikosti in vrednosti prodaje po letih – za preteklost navedemo dosežene rezultate, za prihodnost pa pričakovane projekcije. Razložimo uporabljene načine in tržne poti, ki vodijo do dosega take prodaje. Opredeliti je potrebno, kako bo izvedena promocija izdelka ali storitve, možne so promocije preko oglaševanja v medijih, odnosov z javnostjo ali kako drugače.
- *FINANČNI NAČRT*: Poslovni načrt mora vsebovati tudi finančni načrt podjetja z opisom sredstev, potrebnih za opravljanje poslovnega procesa, z vrednostjo teh sredstev in razlago, od kod bodo pritekli viri za financiranje. Glavne postavke in procesi so opisani v tekstu, ostali podatki pa so podani v izkazu poslovnega izida, izkazu finančnih tokov in bilanci stanja.

Računovodski izkazi morajo vsebovati podatke o preteklem poslovanju in projekcije poslovanja v prihodnje.

- *PRILOGE*: Tu najdemo podrobnejše tehnične rešitve in načrte izdelkov, življenjepis članov management tima, patente in podobno. Interes vsakega podjetnika je, da bi bil poslovni načrt oblikovno in vsebinsko dodelana, domiselna in prepričljiva celota. Enako velja tudi za strategijo predstavitve tega načrta skladu tveganega kapitala (Pintarič, 2000).

Načrtovanje predstavitve podjetja vlagatelju je zelo pomembna aktivnost, vendar ji podjetniki ne namenijo vedno dovolj pozornosti ali pa jo namenijo le posameznim sestavinam. Načrtovanje je potrebno razumeti kot proces, v katerem se določijo cilji, opredelijo sredstva za njihovo doseganje in opiše način, kako bodo sredstva uporabljena, da bi premagali morebitne ovire. Določitev cilja je osnova priprav na predstavitev podjetja. Jasno postavljen cilj je najpomembnejši kriterij za presojanje uspešnosti predstavitve.

Najpogostejše ovire pri doseganju postavljenih ciljev, na katere naletimo med pogovori s skladom tveganega kapitala, so (Pintarič, 2000):

- podjetje se nahaja v dejavnosti, ki ni zanimiva za sklad tveganega kapitala,
- podjetje potrebuje več sredstev, kot jih sklad namenja posameznemu projektu,
- razhajanje med vlagateljevim predlogom in podjetnikovo sprejemljivostjo,
- pomanjkanje časa na eni ali drugi strani,
- nezaupanje, da podjetnik ni sposoben izpeljati projekta.

Uspešna predstavitev podjetja je ključnega pomena za pridobitev zaupanja vlagatelja. Potrebno ga je namreč prepričati, da je naložba ekonomsko upravičena, da je organizacija sposobna doseči zastavljene cilje, da je mogoče ustvariti ugodno klimo v organizaciji in da obstaja pripravljenost za izvedbo aktivnosti, ki so potrebne za uresničitev zastavljenih ciljev.

Dejstvo, da je predinvesticijski postopek preverjanja podjetja najobsežnejši ter časovno najzahtevnejši del odločanja o investiranju v podjetje, pomeni, da je dobra pripravljenost, sposobnost in usmerjenost podjetnika k jasno zastavljenemu cilju lahko ključen, če ne odločilen moment na skupni poti uresničevanja poslovnih izzivov partnerjev (Pintarič, 2000).

## **2.4 Ostale oblike financiranja podjetij**

Hitro rastoča podjetja se lahko pri svojem financiranju odločijo tudi za ostale oblike financiranja, če so že prešla prvotno start up fazo, imajo dobro boniteto in realen poslovni načrt. Pomemben vir dolžniškega financiranja predstavljajo poslovne banke, ki imajo pomembno vlogo pri obstoju, razvoju, rasti in uspehu podjetja. Banke pri obravnavanju kreditov zahtevajo sprejem vloge za odobritev kredita s podatki o bilanci stanja in izkazu

uspeha. Če je potrebno, zahtevajo tudi poslovni načrt podjetja. Ocena kreditne sposobnosti, odobritev naložbe, črpanje kredita, spremljava poslovanja podjetij, vračilo kredita ali izterjava pa so nadaljnje faze postopka odobravanja kredita.

Nova podjetja je težko bonitetno razvrstiti ter kvalificirati, zato jim banke ponavadi določijo najvišji obrestni razred in s tem najvišjo obrestno mero. Težave so tudi v strožjem načinu obravnavanja novih in rastočih podjetij, zato banke vedno dobro preverijo njihovo kreditno sposobnost ter sposobnost odplačevanja kreditov (Zorko, 2003, str 15).

Glede na navedeno je očitno, da v praksi manjše hitro rastoče podjetje brez ustreznega zavarovanja težko pride do bančnih kreditov, če pa že pa po zelo visoki obrestni meri (Kragelj, 2006, str. 14-15). Zato je njihova prva izbira v večji meri financiranje s tveganim kapitalom.

## **2.5 Financiranje s tveganim kapitalom nasproti financiranju z dolžniškim kapitalom**

Posojilodajalec prejme kot nagrado za dano posojilo obresti in odplačilo glavnice posojila, ki je navadno zavarovano s strani podjetja z njegovim premoženjem. V primeru slabega poslovanja podjetja lahko posojilodajalec sproži stečaj v podjetju, ki navadno vodi v likvidacijo podjetja in njegovega premoženja. Slednje lahko pomeni tudi finančni propad podjetnika, če je posojilo zavaroval s svojim premoženjem (Žugelj, 2001a).

Tvegani kapitalist ne zahteva zavarovanja za svojo naložbo, zato se največkrat sooča z negotovostjo in tveganjem propada podjetja in deli svojo usodo z ostalimi lastniki podjetja. Tvegani kapitalist je lastniški partner podjetja, ki je nagrajen za svojo naložbo in tveganje z visokim kapitalskim dobičkom, seveda če je pri tem zagotovljen izhod v eni izmed naslednjih oblik (Žugelj, 2001a):

- prodaja deleža drugemu strateškemu vlagatelju,
- prodaja deleža managementu podjetja,
- prodaja celotnega podjetja ali
- prodaja delnic na trgu.

V tabeli 1 so prikazane primerjave financiranja s tveganim kapitalom nasproti financiranju z dolžniškim kapitalom.



Tabela 1: Primerjava financiranja s tveganim kapitalom nasproti dolžniškemu financiranju

TVEGANI KAPITAL	DOLŽNIŠKO FINANCIRANJE
• srednjeročno/dolgoročno financiranje	• kratkoročno/dolgoročno financiranje
• realizacija, tj. kapitalni dobiček, je dosežen z izhodom	• cena posojila so obresti, ki se določajo na trgu v skladu s povpraševanjem, ni potenciala rasti (kapitalni dobiček)
• omogoča trdno, fleksibilno kapitalno osnovo za doseg prihodnje rasti in razvojnega plana	• koristen vir financiranja, če ima podjetje pozitiven denarni tok
• povračilo tveganim kapitalistom je odvisno od rasti in uspeha podjetja	• zahteva pozitiven denarni tok za servisiranje posojila, za plačilo obresti in odplačilo glavnice
• če podjetju ne uspe, se tveganemu kapitalistu vložek poplača iz stečajne mase po poplačilu obveznosti	• je odvisen od sposobnosti podjetja, da servisira stroške obresti in zagotavlja vrednost sredstvom, s katerim je posojilo zavarovano
• če podjetje zaide v težave, bo tvegani kapitalist s svojim znanjem in možnostmi pomagal pri preobratu v podjetju	• če podjetje ne uspe, ima v tem primeru posojilodajalec prvi pravico do premoženja podjetja
• tvegani kapitalist je pravi poslovni partner, ki deli s podjetnikom tako tveganje kot nagrado za tveganje (dobiček).	• če podjetje zaide v težave, lahko posojilodajalec zahteva stečaj podjetja in poplačilo svojega dolga, kar lahko pomeni finančni neuspeh podjetnika

Vir: BVCA, *A Guide to private Equity*, 2004.

Podjetja, ki so v zgodnjih fazah rasti in razvoja, potrebujejo takšen obseg kapitala, ki pogosto presega njihova lastna razpoložljiva sredstva, njihovo sposobnost financiranja ter odplačevanje dragih bančnih posojil. To pomeni, da so podjetja za banke in druge posojilodajalce, ki so na začetku rasti in razvoja, z vidika posojanja denarja nezanimiva in nepriljubljena. V takih podjetjih pa potrebujejo »cash flow«, denar za naložbe v kapitalno opremo, za testiranje izdelkov in zaposlitev profesionalnih menedžerjev ter strokovnjakov za zagon in razvoj dejavnosti. Zato se je po drugi svetovni vojni v nekaterih bogatejših državah pojavila nova oblika financiranja malih in srednjih podjetij, to je tvegani kapital. Gre za lastniško obliko vlaganja sredstev v podjetja, ki imajo ocenjen visok potencial rasti. Tako je tvegani kapital glavni vir sredstev, investiranih v hitro rastoča podjetja z visokim potencialom rasti (Bajec, 1998, str. 89).

Od običajnega dolžniškega financiranja se vlaganje tveganega kapitala razlikuje v treh značilnostih (BVCA, A Guide to private Equity, 2004):

- tvegani kapitalist postane z vlaganjem solastnik podjetja,
- tvegani kapitalist aktivno sodeluje pri poslovanju podjetja,
- sredstva so vložena v podjetje kot dolgoročna investicija, z namenom realizirati kapitalski dobiček.

V nadaljevanju diplomskega dela se bom osredotočila na podjetniški segment in opredelila hitro rastoča podjetja, vire financiranja teh podjetij in okolje, v katerem delujejo. Ker imajo mlada podjetja v Sloveniji probleme pri pridobivanju sredstev za ustanovitev in nadaljnje poslovanje podjetja, opišem tudi razmere, ki trenutno vladajo na trgu tveganega kapitala v Sloveniji.

## **2.6 Viri financiranja hitro rastočih podjetij**

Poleg skladov tveganega kapitala se lahko hitro rastoča podjetja financirajo tudi pri SID banki (Slovenska investicijska banka), Evropski investicijski banki (EIB) in pri Evropski banki za obnovo in razvoj (EBRD).

### **2.6.1 *Slovenska izvozna in razvojna banka, d.d., Ljubljana - SID banka***

Slovenska izvozna in razvojna banka (SID banka) s financiranjem izvoznih poslov in pripravo na izvoz in izhodnih investicij (prvenstveno gre za financiranje dolgoročnejših poslov na tujih trgih in poslov večjih vrednosti) dopolnjuje možnosti financiranja podjetij iz lastnih sredstev ter financiranje njihovih poslov s strani poslovnih bank in drugih finančnih institucij.

SID banka financira posle izvoza v dveh oblikah (Financiranje, SID banka, 2008):

- financiranje domačih podjetij oziroma izvoznikov ("supplier's credit") ter
- financiranje tujih kupcev slovenskega blaga in storitev ali njihovih bank ("buyer's credit"), vključno s kreditnimi linijami.

Financiranje je možno v domači valuti (EUR) ali tuji valuti (USD), pri čemer SID banka v glavnem:

- refinancira izvozne kredite bank in drugih finančnih institucij,
- izvozne posle in investicije v tujini pa lahko tudi sofinancira ali
- neposredno samostojno financira.

### **2.6.2      *Evropska banka za obnovo in razvoj – EBRD***

Projekti Evropske banke za obnovo in razvoj (v nadaljevanju EBRD) v Sloveniji so uspešni v ciljnih sektorjih, kot so infrastruktura, finančni sektor, privatizacija, lokalne skupnosti ter mala in srednje velika podjetja. EBRD ima v Sloveniji prek bank odprtih več kreditnih linij za mala in srednje velika podjetja, ki so v razmerah finančne krize še posebej v težkem položaju. Zato nameravajo ponuditi še več, čeprav bankam ne bodo dajali posojil za likvidnostne namene, saj želijo, da gre denar v realno gospodarstvo.

Finančna kriza, ki pesti svetovne trge, lahko ustvarja nove priložnosti za EBRD, saj so podjetja doslej zelo lahko dostopala do dolžniškega kapitala, zdaj pa bodo znova v ospredju prednosti lastniškega vstopa. EBRD je kapitalsko močna, v rezervah ima več kot 15 milijard evrov, lani se je obseg investicij povzpел na 5,6 milijarde evrov, približno enako raven naj bi dosegla letos. V Sloveniji bodo v skladu s strategijo še naprej aktivni, do sprejetja skupne odločitve EBRD in vlade o zrelosti države, predvidoma do konca leta 2010. Predvidoma po letu 2010 EBRD sicer ne bo več vlagala v slovenska podjetja, jim je pa pripravljena pomagati pri vlaganjih v države na vzhodu (EBRD v Sloveniji predvidoma le še do leta 2010, gospodarstvo, 2008).

### **2.6.3      *Evropska investicijska banka - EIB***

Evropska investicijska banka (EIB) je bila ustanovljena leta 1958 z Rimsko pogodbo kot banka Evropske unije, ki zagotavlja dolgoročna posojila. EIB posoja denar javnemu in zasebnemu sektorju za projekte v evropskem interesu, kot so (EIB Group, European Investment Bank-EIB, 2008):

- kohezija in konvergenca regij EU,
- podpora za mala in srednja podjetja,
- okoljski programi,
- raziskave, razvoj in inovacije,
- promet,
- energija.

EIB je neprofitna banka, ki deluje na podlagi politik. Za razliko od komercialnih bank EIB ne vodi osebnih bančnih računov, ne ponuja storitev na okencih in ne zagotavlja svetovanj za zasebne naložbe. EIB ponuja dolgoročna posojila za kapitalske naložbe (zlasti stalna sredstva), vendar ne zagotavlja donacij. Lastnice EIB so države članice Evropske unije. Skupaj prispevajo k njenemu kapitalu; prispevek posamične države članice pa odraža njeno gospodarsko težo v Uniji. Banka ne prejema nobenih sredstev iz proračuna EU, ampak se financira sama s posojili na finančnih trgih. Ker so delničarji banke države članice EU, to daje EIB najvišjo kreditno sposobnost (AAA) na denarnih trgih, zato EIB lahko pod zelo konkurenčnimi pogoji zbere velike vsote denarja. Ker je EIB neprofitna banka, lahko ponuja

posojila pod izredno ugodnimi pogoji, vendar pa banka ne more odobriti posojila, ki presega 50 % celotnih stroškov posameznega projekta.

Projekti, v katere investira EIB, so skrbno izbrani v skladu z naslednjimi merili (Projects, European Investment Bank-EIB, 2008):

- pomagati morajo doseči cilje EU;
- biti morajo ekonomsko, finančno, tehnično in okoljsko ustrezni;
- pomagati morajo pritegniti druge vire financiranja.

EIB podpira tudi trajnostni razvoj v državah kandidatkah in državah, ki bodo morda postale kandidatke, v sosednjih državah EU na jugu in vzhodu ter v partnerskih državah drugod po svetu. EIB je tudi večinski delničar v Evropskem investicijskem skladu. EIB je samostojna ustanova. Sama odloča o najemanju in dajanju posojil izključno na podlagi značilnosti posameznega projekta in možnosti, ki jih ponujajo finančni trgi. Banka spoštuje načelo preglednosti in redno poroča o svojih dejavnostih. EIB tesno sodeluje z vsemi institucijami EU in skupaj z njimi izpolnjuje cilje Skupnosti. Banka ima svoje predstavnike v številnih odborih Evropskega parlamenta in v Svetu ministrov za ekonomsko-finančne zadeve.

Odločitve banke sprejemajo naslednji upravni organi (Structure, European Investment Bank-EIB, 2008):

- **svet guvernerjev** sestavljajo ministri (ponavadi finančni ministri) vseh držav članic EU. Določa splošno posojilno politiko EIB, potrjuje bilanco stanja in letno poročilo, pooblašča EIB za financiranje projektov zunaj EU in odloča o povečanju kapitala;
- **svet direktorjev** odloča o najemanju in dajanju posojil ter skrbi za pravilno poslovanje EIB. Sestavlja ga 28 direktorjev, po en predstavnik vsake države članice EU in predstavnik Evropske komisije;
- **upravni odbor** je izvršilni organ banke s polnim delovnim časom. Skrbi za tekoče opravljanje poslov EIB in ima devet članov;
- **revizijska komisija** je neodvisen organ, ki odgovarja neposredno svetu guvernerjev in je odgovoren za preverjanje, ali so bile dejavnosti banke izvedene in ali so njeni računi vodeni na ustrezen način.

## 3 HITRO RASTOČA PODJETJA

### 3.1 Opredelitev in značilnosti hitro rastočih podjetij

Tajnikar (2004, str. 3) pri definiranju rastočega podjetja ugotavlja, da so podjetja, ki dolgoročno sprejemajo odločitve na način, ki vodi do njihove rasti, rastoča ali dinamična. Rastočih podjetij ne enačimo niti z malimi podjetji niti z novimi podjetji. Nikakor se ne sme rastočih podjetij iskati med tistimi podjetji, ki se po raznih klasifikacijah glede na obseg poslov, višino kapitala ali število zaposlenih razvrščajo med mala in srednja podjetja. Za rastoča podjetja je značilna hitra rast, uspešna uveljavitev profesionalizacije vodenja in izoblikovanje procesa strateškega upravljanja podjetja. Tudi zrelo podjetje, ki doseže preobrat, zastavi in uresniči novo strategijo rasti, štejemo med rastoča podjetja.

Rast dinamičnih podjetij je odvisna od poslovnega okolja, podjetnika, podjetniško-managerskega tima in njihovih zmožnosti, odnosa podjetnika in podjetja do inovativnosti, razvojne in raziskovalne dejavnosti in uvajanja sprememb, strategije ali modela rasti in žetvene strategije, sistema poslovanja in poslovnega modela, zaposlenih in od upravljanja s človeškimi viri ter financiranja rasti (Pšeničny, 2002, str. 4).

Po Birchu so značilnosti hitro rastočih podjetij naslednje (Vahčič, 1993, str. 124):

- hitro rastoča podjetja začnejo kot majhna podjetja, zato se na začetku njihove rasti ne razlikujejo od drugih majhnih podjetij;
- v vseh dejavnostih gospodarstva se pojavljajo skoraj enakomerno;
- za hitro rastoča podjetja so značilna velika nihanja, kar je posledica dejstva, da ta podjetja mnogo poizkušajo in tudi velikokrat zgrešijo, vendar pa jih to ohranja pri življenju in jim omogoča rast;
- že v zgodnji fazi začnejo izvažati;
- ključni dejavnik rasti je lokacijski, zato so hitro rastoča podjetja koncentrirana na zelo ozkih geografskih področjih, kjer imajo dostop do visoko usposobljene delovne sile in do globalnih komunikacij;
- za uspeh hitro rastočega podjetja je potrebno razmeroma dolgo obdobje, od 8 do 10 let;
- hitro rastoča podjetja večinoma črpajo začetni kapital od neformalnih privatnih virov (prijatelji, znanci in bogati posamezniki). Tudi rast podjetja gazele večinoma financirajo iz lastnih sredstev (zadržani dobički).

### 3.2 Podjetniško okolje

Sama podpora podjetništvu v Sloveniji še nima dolge tradicije, izjema je delovanje Obrtne zbornice Slovenije in Zavoda za zaposlovanje. Po osamosvojitvi je država največ sredstev namenjala reševanju nekaterih velikih podjetij, državna politika spodbujanja malih in srednje velikih podjetij (v nadaljevanju MSP) in podjetništva pa je bila precej spremenljiva in neodločna. Politika razvoja MSP je delovala nedosledno in improvizirano, kar malemu gospodarstvu ni dajalo stalne in predvidljive opore (Rebernik et al., 2003, str. 21).

Najpomembnejše ovire za podjetniško okolje, tudi za hitro rastoča podjetja, so finančna nedisciplina, zapletenost in nepreglednost davčnega sistema, ki najbolj prizadene najmanjše gospodarske subjekte, številne administrativne ovire pri poslovanju ipd. Razlog za premalo hitro rastočih podjetij v Sloveniji je v institucionalnem okolju, ki ga oblikuje država in je izrazito naravnano proti razvoju podjetništva. Dosedanji sistem je podjetništvo zatrl že na začetku, saj smo imeli v tranziciji zapleten, birokratiziran in drag sistem za ustanavljanje podjetij. Ko pa je posameznikom vendarle uspelo odpreti in zagnati podjetje, so hitro prišli do zgornjih meja rasti, saj so ključni podjetniški viri, zemlja, kapital in ljudje pri nas bistveno dražji kot v konkurenčnih državah (Vahčič, 2005, str. 46). Tudi za področje finančnega poslovanja podjetij je bila značilna neurejenost zakonodaje, poleg tega razmere niso bile spodbudne za vstopanje tujega kapitala v slovenski podjetniški prostor. Ekonomska, davčna in finančna politika države dolgo časa ni sledila potrebam razvijajočega gospodarstva, spodbujevalni instrumenti za podjetniški razvoj pa so le počasi začeli dopolnjevati klasične instrumente, oblikovane za podporo obstoječih podjetij (Pšeničny et al., 2000, str. 43).

Za vzpostavitev prijaznejših okoljskih pogojev za rast podjetij in posledično več rastočih podjetij je potrebno spremeniti družbeni odnos do podjetništva in podjetnikov, spremeniti negativen odnos do tveganja, izboljšati izobraževalni sistem v smeri večjega spodbujanja ustvarjalnosti, vzpostaviti prijaznejšo klimo za podjetnike, učinkoviteje širiti intelektualno lastnino, vzpostaviti pogoje za boljše povezovanje rastočih podjetij z raziskovalno in razvojno dejavnostjo ter vzpostaviti pogoje za aktivne strategije rasti predvsem na tujih trgih (Pšeničny et al., 2000, str. 43).

Posledice neustrezne podjetniške politike iz druge polovice 90. let bodo opazne še nekaj časa, vendar je v Sloveniji že čutiti zasuk v odnosu do podjetništva. Dokaz za to je pospešeno ustanavljanje tehnoloških centrov in visoko zmogljivih tehnoloških podjetij. Slovenija se zaveda pomena podjetništva, saj je povečevanje globalne konkurenčnosti s spodbujanjem inovativnosti in podjetništva opredelila kot enega ključnih nacionalnih ciljev konec junija 2006 sprejete nove strategije razvoja Slovenije za obdobje 2006-2013 (Tajnikar & Pušnik, 2005, str. 10).

### **3.2.1      *Ukrepi vlade RS za izboljšanje podjetniške infrastrukture***

Služba vlade Republike Slovenije za razvoj želi spremeniti odnos do podjetništva in želi prispevati k razvoju Slovenije na področju podjetništva z izboljšano podjetniško infrastrukturo. Vlada želi doseči naslednje ukrepe (Podjetna Slovenija jutri, 2006):

- hitrejša in cenejša ustanavljanje podjetij (omogočiti registracijo gospodarskih družb že v 7 dneh in zmanjšati stroške ustanavljanja);
- dvig podjetniške kulture in vzpostavitev celotnega sistema izobraževanja za podjetništvo;
- razvito podporno okolje za nova nastala podjetja (spodbuditi razvoj infrastrukture za podjetja v smislu tehnoloških parkov ter podjetniških inkubatorjev);
- večji delež inovacijsko dejavnih podjetij;
- višjo dodano vrednost v podprtih podjetjih;
- omiliti težave pri financiranju novonastalih podjetij ter podjetij z visokim potencialom rasti in razvoja (do leta 2013 omogočiti delovanje treh skladov tveganega kapitala, ki bodo delovali po načelu javno-zasebnega partnerstva).

Za spodbujanje podjetništva in konkurenčnosti ima Služba vlade Republike Slovenije pripravljen dober program, ki temelji na štirih temeljnih programih, povezanih v celoto (Podjetna Slovenija jutri, 2006):

- spodbujanje podjetništva in podjetništvu prijaznega okolja (izobraževanje in s tem izboljšanje podjetniške kulture);
- znanje za gospodarstvo (spodbujanje tehnološkega znanja in visoko izobraženih strokovnjakov);
- razvoj in inovacije v gospodarstvu (vzpostavitev podpornega okolja in krepitev finančnih virov za razvoj).

Za dosego zastavljenih ciljev v podjetniškem vsakdanu bodo morali poleg vlade RS ukrepe izvajati tudi podjetja, zaposleni, izobraževalne in raziskovalne ustanove, ter jih tudi dopolnjevati, če bo potrebno.

### **3.2.2      *Ustanavljanje univerzitetnih inkubatorjev in tehnoloških parkov***

Ljubljanski univerzitetni inkubator je organizacija, ki pomaga ustanavljati in razvijati nova podjetja. Inkubirancem (podjetnikom) nudi pomoč v obliki prostora, svetovanja in storitev, poleg tega nudi pomoč pri organizaciji poslovanja na osnovi tržno zanimive ideje. Deluje v okviru Univerze ter izboljšuje prenos znanja na trg.

Ljubljanski univerzitetni inkubator postaja osrednja organizacija za spodbujanje podjetništva in večanje prenosa znanja v gospodarstvo na posameznih fakultetah članicah Univerze v Ljubljani. V svojem delovanju nudi popolno podporo inkubirancem pri realizaciji svoje podjetniške ideje, od zasnove do uspešne uveljavitve podjetja na trgu. Inkubator je pomemben most med univerzo in gospodarstvom, obenem bo svojim ciljnim skupinam nudil alternativo zaposlitvi s samoaktulizacijo in takojšnjo praktično uporabo znanja v okviru lastnega podjetja (Predstavitev LUI, 2008).

Končno in najpomembnejše poslanstvo Ljubljanskega univerzitetnega inkubatorja je večanje gospodarske rasti in izboljšanje nacionalne konkurenčnosti na globalnem trgu.

Strateški cilji v povezavi s poslanstvom inkubatorja (Vizija in poslanstvo LUI, 2008, str.1) so:

- širitev podjetniške zavesti v univerzitetnem okolju ter mlade vzpodbuditi k realizaciji svojih podjetniških idej v obliki obstoječih ali novonastalih podjetij,
- ustanavljati nova v rast usmerjena podjetja,
- prispevati k razvoju regije ter celotne države in doprinesti k večji konkurenčnosti gospodarstva,
- splošna promocija podjetništva,
- prenos znanja med Univerzo v Ljubljani in gospodarstvom.

Pri ustvarjanju uspešnega, na znanju temelječega podjetništva, imajo tudi tehnološki parki pomembno vlogo, ne le kot ponudniki kakovostnih vsebinskih in infrastrukturnih storitev podjetjem, temveč tudi kot pomemben partner državnim in lokalnim institucijam pri udeleževanju strategij gospodarskega razvoja. Tudi pri nas že nekaj časa deluje Tehnološki park Ljubljana d.o.o.. Leta 1995 ga je ustanovilo osem družbenikov: Institut Jožef Stefan, Kemijski institut, Nacionalni institut za biologijo, Tehnološki razvojni sklad (kasneje Slovenska razvojna družba), Iskra Tel d.o.o., Iskra Sistemi d.d., Lek d.d., in SKB banka (O tehnološkem parku, 2003-2006). Glavno poslanstvo je zagotavljanje vrhunskega podpornega okolja za prenos raziskovalnih izsledkov in inovativnih poslovnih zamisli v uspešno in mednarodno konkurenčno tehnološko podjetništvo.

Tehnološki park Ljubljana izvaja skupaj s poslovnimi partnerji več kot 90 različnih storitev za člane tehnološkega parka Ljubljana. Storitve so razdeljene na dve razvojni fazi podjetništva, na inkubacijsko fazo oz. fazo rasti (namenjene start-up podjetjem) in na fazo sodobnih podjetniških oblik povezovanja. Tehnološki park Ljubljana za svoje člane načrtuje ter oblikuje usmerjene, ciljnim skupinam prilagojene programe. Programi temeljijo na izkušnjah, potrebah podjetij in mednarodnih dobrih praksah. Programi, ki se delno financirajo preko javnih sredstev, združujejo prostor, opremo in posamezne storitve, imajo dolgoročne cilje, kot so dostop do financ, dvig podjetniške kulture ter internacionalizacijo oz. globalno podjetniško delovanje (Dejavnost Tehnološkega parka Ljubljana, 2008).



Ugodnosti, ki jih nudi tehnološki park za podjetja, so zagotavljanje kreditov, posojil in infrastrukture. Služijo kot povezava med raziskovalnimi institucijami in industrijo. Po drugi strani pa je še vedno dokaj pomanjkljiva infrastruktura. Tako stanje kaže na pomanjkanje vlaganj in nerazumevanje pomembnosti vloge, ki jo podjetja z visoko tehnologijo igrajo v sodobni družbi.

Za hitro rastoča, inovativna in visoko tehnološka podjetja predstavlja vključitev v tehnološki park pomemben dejavnik pri razvoju takega podjetja. Podjetjem nudi takojšnjo pomoč pri reševanju prostorskega problema in jim zagotavlja stabilnejše dolgoročno poslovanje. Pri vstopu podjetij v tehnološki park so oblikovani ustrezni instrumenti spodbud, kot so sklad začetnega kapitala, uvajanje raznih olajšav ter klubi pridruženih članic. Podjetjem zagotavljajo optimalno povezavo s sorodnimi programi nosilcev razvoja v regiji, v državi in na tujem. Tehnološki parki s svojo mednarodno vpetostjo in poznanstvi veliko prispevajo k internacionalizaciji poslovanja vključenih podjetij (O tehnološkem parku, 2008).

## 4 TRG TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI

Poznamo več vrst trgov tveganega kapitala, ki imajo različno vlogo v financiranju posameznih faz razvoja podjetja. Poznamo trg neformalnega tveganega kapitala, ki ga predstavljajo tako imenovani poslovni angeli in trg formalnega tveganega kapitala, ki ga predstavljajo skladi tveganega kapitala. Omenjena trga imata pomembno vlogo pri financiranju prve faze razvoja in rasti podjetja.

### 4.1 Ponudba tveganega kapitala v Sloveniji

Skladi tveganega kapitala so specializirane finančne institucije, ki se ukvarjajo z neposrednim finančnim vlaganjem v hitro rastoča podjetja, imenovana tudi gazele. Skladi tveganega kapitala ne predstavljajo samo vir sredstev za podjetnika, ampak podjetniku nudijo tudi znanja in poznanstva. Sredstva skladov tveganega kapitala pomagajo podjetniku s sredstvi vse do takrat, ko ima sam toliko denarja, da lahko financira poslovanje z bančnimi posojili.

#### 4.1.1 *Vrste skladov tveganega kapitala*

Razvoj delovanja skladov tveganega kapitala in povpraševanje po kapitalu skladov sta pripeljala do oblikovanja različnih vrst skladov (Garner, 1994, str. 57-61).

Največ skladov je oblikovanih kot **zasebno partnerstvo**, kjer managerji sklada zberejo lastna sredstva, sredstva drugih bogatih posameznikov, pokojninskih in zavarovalnih skladov ter jih

nato investirajo v mlada obetajoča podjetja. Tako oblikovani skladi segajo od zelo majhnih do zelo velikih podjetij.

**Javni skladi tveganega kapitala** so organizirani kot delniške družbe in zbirajo denar z vpisom delnic sklada. Njihovo poslovanje je bolj na očeh javnosti zaradi zahtev regulatornih oblasti s področja vrednostnih papirjev glede dostavljanja poročil o poslovanju.

**Korporacijski skladi tveganega kapitala** delujejo kot del večje korporacije, ki z uporabo tega mehanizma išče strateške povezave z manjšimi, razvojno orientiranimi podjetji. Cilji teh skladov se pogosto znatno razlikujejo od ciljev drugih skladov, pri katerih je v ospredju kapitalski dobiček. Pri korporacijskih skladih je mnogokrat glavni cilj razvoj novih tehnologij v malih podjetjih in pozneje cenejši dostop do teh tehnologij s strani matične korporacije.

Poznamo še **sklade investicijskih bank**, ki se ukvarjajo z večjimi investicijskimi posli. Skladi kombinirajo lastniške naložbe z dolgoročnimi posojili. Predmet investicij so večja podjetja, ki se pripravljajo na javno ponudbo delnic oziroma na prevzem ali združitev z nekim drugim podjetjem (Žugelj 2001b, str. 72).

Vlagatelji tveganega kapitala lahko delujejo tudi neformalno in ne le v okviru sklada, to so bogati posamezniki, ki sami ali s soinvestitorji vlagajo denar v obetavna podjetja. Ti posamezniki so bolj znani pod imenom **poslovni angeli** in ponavadi priskrbijo denar pod bistveno ugodnejšimi pogoji kot formalni skladi tveganega kapitala.

**Državni in paradržavni skladi tveganega kapitala** so sofinancirani s strani države. Glavni cilj takšnih skladov ni ustvarjanje dobička, temveč podpreti podjetja v zgodnjih fazah razvoja. Država želi s temi ukrepi spodbuditi regionalni razvoj, zato so investicijske odločitve tudi politično obarvane, kar pa povzroča neoptimalno alokacijo kapitala. Običajno gre za manjše posamezne naložbe financiranja doma razvitih tehnologij, kar omogoča komercializacijo znanstveno raziskovalnega dela. Paradržavni skladi pa pod določenimi pogoji dobijo sredstva od države za vlaganja v MSP. V takšnih skladih so učinki javnih sredstev večji, saj se državni denar multiplicira z zasebnim kapitalom in omogoča bolj optimalno alokacijo kapitala. (Tvegani kapital- Slovenija 2001, str. 59).

Osnovna filozofija skladov tveganega kapitala je sistematično vlagati v kapital podjetij, za katera upravljalci menijo, da imajo možnost zelo visokega povečanja vrednosti. Iščejo torej naložbe z zelo visokim pričakovanim donosom, kar je povezano z zelo visoko stopnjo tveganja. Za zmanjšanje tveganja morajo zato upravljalci skladov zgraditi portfelj naložb tako, da vlaganja, ki so uspešna, pokrijejo z izgubo iz vlaganj, ki niso uspešna, pri tem pa je pričakovani donos še vedno zadovoljivo visok.

## **4.2 Vloga sekcije slovenskega tveganega kapitala - SLEVCA**

V Sloveniji zasledimo prve poskuse financiranja v obliki tveganega kapitala v začetku devetdesetih let (Abanka, Ljubljanska banka, Tehnološko razvojni skladi). Sredi devetdesetih sta bila ustanovljena dva sklada, Horizonte Venture Management in Slovenian Fund Management, pri čemer je predvsem prvi dosegel precejšen razmah in bil najbolj aktiven ter uspešen. V splošnem lahko ugotovimo, da je trg tveganega kapitala v Sloveniji še v povojih in da predstavlja njegov razvoj priložnost tako za investitorje kot tudi za podjetja. To je bil eden izmed razlogov za ustanovitev, delovanje in razvoj sekcije za slovenski tvegani kapital – SLEVCA leta 2001 (Vabšek, 2001).

### **4.2.1 *Cilj in aktivnosti sekcije slovenskega tveganega kapitala v okviru PCMG***

Sekcija slovenskega tveganega kapitala kot nacionalna organizacija tveganega kapitala deluje v okviru Pospeševalnega centra za malo gospodarstvo (PCMG). Med ustanovitelji so bili naslednji skladi tveganega kapitala: Horizonte Venture Management, Kmečka družba, Aktiva Group, Prophetes, Nova Ljubljanska banka in PCMG kot krovna organizacija sekcije. Osnovni cilj sekcije za tvegani kapital je bil predvsem vzpodbuditi razvoj trga tveganega kapitala v Sloveniji z ustreznimi sistemskimi (davčnimi) olajšavami, predstaviti možnosti financiranja s tveganim kapitalom podjetnikom, pritegniti državo in tuje investicijske sklade, stalno analizirati in raziskovati trg tveganega kapitala v Sloveniji, usposabljanje podjetnike, bančnike in svetovalce na področju tveganega kapitala (Ručna, 2001).

Na žalost je med slovenskimi podjetji še precej predsodkov in zadržanosti, da sprejmejo tiste, ki so pripravljeni z njimi tvegati in investirati v njihovo podjetje (Tvegani kapital-Slovenija 2001, 34-35). Preko Pospeševalnega centra za malo gospodarstvo (PCMG) in Ministrstva za gospodarstvo se izvaja stalna promocija podjetništva z namenom izboljšanja podjetniške kulture v Sloveniji. Tako se je avgusta 2005 oblikovala Javna agencija RS za podjetništvo in tuje investicije (JAPTI) na podlagi sklepa vlade o preoblikovanju tedanjega Pospeševalnega centra za malo gospodarstvo (PCMG). S 1. januarjem 2006 pa se je agenciji pridružila tudi Agencija za gospodarsko promocijo in tuje investicije. Agencija deluje z namenom ustvarjanja konkurenčnega gospodarstva in inovativnega okolja, delovanja na področju podjetništva in podjetniškega okolja, tujih neposrednih investicij, internacionalizacije podjetij, razvoja in pospeševanja finančnega okolja, partnerstva med akademsko in gospodarsko sfero, znanja za gospodarstvo ter zagotavljanja informacij. Osnovno poslanstvo agencije je dvig podjetniške kulture v okolju in vzpostavljanje učinkovitega podpornega sistema za dostop do informacij in storitev za slovenske in tuje podjetnike. Njen cilj je pospeševanje nastajanja novih malih in srednje velikih podjetij ter uspešnejše delovanje že obstoječih v Sloveniji in v tujini (Informacije javnega značaja, JAPTI, 2008).

### 4.3 Delujoči skladi tveganega kapitala v Sloveniji

Trenutno delujoči skladi v Sloveniji so:

- Horizonte Slovene Enterprise Fund,
- Alpe-Adria Venture Fund,
- KD Private Equity Fund B.V.,
- Sklad tveganega kapitala NLB, d.d.,
- Poteza Innovation and Growth Fund,
- Prophetes d.d.,
- The SEAF Greater Europe Opportunities Partners L.P. (GEO),
- Razvojni sklad gospodarstva GZS,
- Sivent, d.d., Ljubljana.
- Slovenski podjetniški sklad

Ponudba skladov se med seboj razlikuje glede na ustanovitelja, vrsto, namen, velikost, višino vložka, način vlaganja, kriterije in dosedanje rezultate.

#### 4.3.1 *Horizonte Slovene Enterprise Fund*

Ustanovitelj je Horizonte Venture Management d.o.o. ter drugi institucionalni investitorji, kot so EBRD, nizozemski pokojninski sklad IBM, USAiD, SRD, SKB in Hypo-Alpe-Adria. Sklad sestoji predvsem iz zasebnega, pretežno tujega tveganega kapitala. Namenjen je malim in srednjim podjetjem v zgodnjih razvojnih fazah, usmerjenim v rast, ki imajo nadpovprečni razvojni potencial; sklad selektivno omogoča tudi vlaganje semenskega kapitala v podjetja ali projekte z nerazvitim poslovnim modelom ali trženjem. Panožno je sklad primeren za vse panoge in storitve, ki temeljijo na tehnološko visoki dodani vrednosti, geografsko pa je usmerjen na območje Slovenije. Velikost sklada je 8,4 mio. EUR, višina vložka pa od 300.000 EUR do 1,5 mio. EUR na posamezno podjetje (Fund case study, Horizonte Venture Management, d.o.o., Ljubljana, 2008).

Sklad ponuja lastniško financiranje z največjim deležem, za katerega ni nujno, da je večinski. Podjetju in podjetnikom pomagajo pri iskanju prave vodstvene ekipe, pri vzpostavljanju poslovnih stikov, iskanju kupcev ter iskanju strateških ali finančnih partnerjev. Sklad s solastniki imenuje svojega predstavnika v strateški odbor za aktivno podporo managementu pri razvoju družbe. Pred investiranjem je obvezno izdelati poslovni načrt ter odpraviti skrbni pregled družbe. Horizonte Venture Management d.o.o. svoj delež v podjetju običajno odproda v 3 do 5 letih.

Sklad je uspešno zaključil 12 investicij v vrednosti 100 odstotkov sklada. Te investicije so: Novaflow International d.o.o., Ljubljana, Komptech d.o.o., Ljubljana, EKU Industrial Components d.o.o., Ptuj, Belin d.o.o., Rogaška Slatina, MK Tiskarna d.d., Ljubljana, SAŠ d.o.o., Ljubljana, EDUCELL d.o.o., Ljubljana, Transcell, d.o.o., Ljubljana, Bia separations d.o.o., Ljubljana, Športni center Rateče - Planica d.o.o., Ljubljana, Keko Varicon d.o.o., Žužemberk, Bofex, d.o.o., Ljubljana (Who we are, Horizonte Venture Management, d.o.o., Ljubljana, 2008). Horizonte Venture Management d.o.o. ter drugi institucionalni investitorji so se leta 2001 razširili in ustanovili novejši sklad tveganega kapitala Alpe-Adria Venture Fund.

#### **4.3.2 *Alpe-Adria Venture Fund***

To je sklad zasebnega tujega tveganega kapitala. Sklad je namenjen malim in srednje velikim podjetjem, ki so usmerjena v rast, še posebej v zgodnjih razvojnih fazah, ki imajo nadpovprečni razvojni potencial. Sredstva iz sklada so namenjena za "high-tech" podjetja (biotehnologija, elektrotehnika) ter za podjetja iz tradicionalnih panog, ki imajo bodisi novost oz. patent na trgu, vodilni položaj na trgu ali dobro ime. Geografsko je sklad poleg Slovenije usmerjen na Hrvaško in BiH. Velikost sklada je 20 mio. EUR, višina vložka v posamezno podjetje pa znaša od 300.000 EUR do 2 mio. EUR. Svoj delež v podjetju običajno odproda v 3 do 5 letih. V Sloveniji je sklad do sedaj investiral v 6 projektov v skupni vrednosti 3 mio. EUR (Kam po denar v letu 2009? Podjetnik 2009).

#### **4.3.3 *KD Private Equity Fund B.V.***

Sklad slovenskega in mednarodnega tveganega kapitala, večinoma institucionalnih investitorjev, je ustanovil KD Holding, finančna družba, d.d.. Geografsko pokriva Slovenijo in druge države bivše Jugoslavije, Romunijo ter Bolgarijo. Panožno je usmerjen v finančne storitve, distribucijo, logistiko, komunikacijo, medije in zdravstvo. Investira predvsem v že obstoječa podjetja, ki potrebujejo dodatni kapital in znanje za nadaljnjo rast. Sklad želi biti aktiven lastnik v podjetju. Način vlaganja v podjetja je preferenčna dokapitalizacija, možen je tudi MBO ali MBI. Velikost sklada je 70 mio. EUR, višina vložka pa od 3 do 15 mio. EUR. Dosedanji rezultati sklada so investicije v Simobil, Seaway ter Kolosej (Vadnjal, 2006, str.12).

#### **4.3.4 *Sklad tveganega kapitala NLB, d.d.***

Sklad zasebnega bančnega domačega tveganega kapitala je NLB d.d. ustanovila z namenom financiranja inovativnih, hitro rastočih in perspektivnih podjetij s potencialom za realizacijo visoke stopnje donosnosti. Sklad med drugim vlaga tudi v družbe, ki jim zaradi neprimerne bonitete ocene financiranja v okviru komercialnega bančnega kreditiranja ni omogočeno.

Geografsko je namenjen Sloveniji in drugim trgom, kjer je prisotna skupina NLB. Stopnje razvoja podjetja, ki jih sklad lahko financira so: semenska faza, zagonska faza, faza hitre rasti in ekspanzije, faza prestrukturiranja, managerski odkupi. Gre za pretežno lastniško in stopenjsko financiranje, praviloma do 5 let, možne so tudi oblike dolžniškega ter “mezzanine” financiranja. Sklad nudi pomoč tudi pri upravljanju. Sklad zahteva, da mora družba imeti potencial hitre rasti; obvezen je tudi natančen pregled družbe. Velikost sklada je 5-10 mio. EUR, višina vložka v podjetje pa 100.000 EUR do praviloma največ 1 mio. EUR. Dosedanji rezultati sklada so podjetje Contraco - Špesov dom Vojnik d.o.o., ter GA - Gospodinjski aparati d.d (Financiranje iz sklada tveganega kapitala, Nova Ljubljanska banka, 2008).

#### **4.3.5 *Poteza Innovation and Growth Fund***

V letu 2007 je Poteza Skupina d.d. ustanovila investicijski sklad zasebnega domačega in mednarodnega kapitala v vrednosti 40 mio. EUR, ki je namenjen financiranju začetnih faz inovativnih MSP z visokim potencialom rasti. Investicijsko območje, ki ga pokriva, je Slovenija, Hrvaška in Srbija. Panožno pa je sklad usmerjen v informacijsko – komunikacijsko tehnologijo, medicinsko in bio-tehnologijo, napredne procesne tehnologije, inovativne poslovne procese ter druga perspektivna področja. Poleg lastniškega financiranja pomagajo tudi po poslovni plati in začetnikom svetujejo pri prvih podjetniških korakih ter povezavah z znanstveno-raziskovalnimi centri in gospodarstvom. Kriteriji sklada za financiranje podjetij so opravljen preizkus tehnologije in poslovne zamisli, skrbno izdelan poslovni načrt in zagotovljena strokovno usposobljena in zanesljiva vodstvena ekipa, ki bo načrt izpeljala. Sklad namerava tudi v letu 2009 iskati podjetja z izrazitim potencialom rasti ter investirati skoraj 15 mio EUR. Vlagal bo predvsem v sektorje, ki jih zaznamuje velika globalna rast, to so mediji, internet, telekomunikacije, poslovne storitve, medicinske znanosti (O skladu Poteza Growth and Innovation Fund, 2008).

#### **4.3.6 *Prophetes d.d.***

Več fizičnih in pravnih oseb iz Slovenije je ustanovilo sklad Prophetes d.d., ki je sklad zasebnega tveganega kapitala. Namen sklada je vlagati v zelo inovativna, zaprta partnerska ali družinska podjetja, v inovacije ter podjetja gazele. Poleg lastniškega financiranja nudi strokovno podporo inovativnim družbam, inovatorjem posameznikom in podjetjem gazelam pri izpeljavi podjetniške ideje s celovitim podjetniškim znanjem, kriteriji in metodologijami za sestavo celostnega poslovnega načrta. Kriterij sklada je proizvodni program podjetja za globalno tržno nišo. Sklad ima skupno vplačano okoli 995.815 EUR kapitala, višina vložka pa je od 10.000 EUR dalje. Najpomembnejše dosedanje naložbe so: Mycycle d.o.o., blagovna znamka X safe, projekt ogledal za mrtve kote pri vožnji z avtomobilom in vzratnih ogledal za kolesarjenje ter druge namene (Vadnjal, 2006, str. 15).

#### **4.3.7      *The SEAF Greater Europe Opportunities partners L.P. (GEO)***

Ustanovitelj je The Small Enterprise Assistance Funds (SEAF) s sedežem v Washingtonu DC, ki investira preko podjetja Luxembourg Holding Company. GEO je sklad zasebnega tujega kapitala. Sklad investira v podjetja iz različnih sektorjev, za katera so prepričani, da izkoriščajo pozitiven in dinamičen gospodarski razvoj v Srednji in Vzhodni Evropi. Osredotočen je na lokalna podjetja v regiji, ki imajo zanesljivo in sposobno vodstvo, pozitivne pretekle rezultate poslovanja in so usmerjena v iskanje priložnosti, povezanih z integracijo in povezovanjem novih članic v EU, ter priložnostmi visoke gospodarske rasti v regiji.

Način financiranja je lastniško, pretežno s kontrolnim deležem oz. pomembnim manjšinskim deležem v lokalnih podjetjih Srednje in Vzhodne Evrope. Sklad ne sodeluje pri vsakodnevnem poslovanju podjetij v portfoliu sklada, vendar pa imajo svetovalci sklada aktivno vlogo v po-investicijski fazi. S podjetji sklada sodelujejo predvsem v vlogi nadzornikov in svetovalcev pri prihodnjem razvoju in rasti. Kriteriji sklada za investiranje v podjetje so močna vodstvena ekipa z uspešno zgodovino poslovanja in jasno vizijo prihodnje rasti podjetja, močna konkurenčna prednost podjetja oz. uspešno diferencirano pozicioniranje na trgu, potencial, da podjetje postane vodilno podjetje v določenem tržnem segmentu in jasno definirana izhodna strategija, ki vključuje alternativne poti glede izhoda tveganega kapitala. Velikost sklada je 150 mio EUR, višina vložka pa sega od 5 do 10 mio. EUR v posamezno podjetje. Sklad GEO je delujoč sklad, ki se zanaša na SEAF-ovo skupino investicijskih strokovnjakov. Med njimi je pet ključnih izkušenih strokovnjakov, ki vlagajo v Srednjo in Vzhodno Evropo že več kot 10 let. Krovni sklad SEAF, pod katerega spada tudi GEO, ima 15 podružnic po svetu, upravlja z 300 mio. USD investicijskega kapitala in je izvedel več kot 230 investicij, od tega je iz 130 podjetij že dokončno ali pa vsaj delno tudi izstopil. (Vadnjal, 2006).

#### **4.3.8      *Razvojni sklad gospodarstva GZS***

Ustanovitelj sklada zasebnega domačega kapitala je Gospodarska zbornica Slovenije. Sklad nudi strokovno pomoč in svetovanje pri preverjanju poslovne ideje, iskanju razvojnih partnerjev ali najugodnejših virov financiranja ter pri pripravi razvojnih načrtov. Sklad prav tako sofinancira pripravo projekta z neposrednim kritjem dela stroškov, potrebnih za kvalitetno pripravo projekta. Pri uspešni realizaciji projekta se vložena sredstva skladu povrnejo, v nasprotnem primeru sklad kot partner deli tveganje. Sklad nudi podporo vsem podjetjem ali posameznikom, ki so prepoznali novo poslovno idejo, v katero vejamejo in vanjo nameravajo vložiti lastna sredstva. Ključna merila pri nudenju podpore sklada so kredibilnost, prepričljivost in sposobnost lastnika ideje, da zastavljene cilje tudi doseže, ter velika verjetnost uspeha poslovne ideje. Velikost sklada znaša 3,5 mio. EUR, višina vložka pa je odvisna od projekta. Dosedanji rezultat pa je Bioenerg d.o.o. (Razvojni sklad GZS bo pomagal podjetjem, 2006).

#### **4.3.9 SIVENT, d.d., Ljubljana**

Družba je bila ustanovljena leta 2002 z razdelitvijo premoženja in obveznosti družbe Mercata Holding d.d., Ljubljana. Gre za sklad zasebnega domačega tveganega kapitala, ki svoja sredstva investira skladno z načeli "venture" in "equity" kapitala, katerega glavni namen je udeležba v kapitalu drugih družb. Sklad je namenjen za direktno vlaganje (portfeljsko ali neportfeljsko) ali indirektno preko svojih podjetij, ki jih za ta namen ustanovi v tujini. Geografsko je sklad usmerjen v Slovenijo, Jugovzhodno Evropo in države EU. Panožno pa je primeren za podjetja, ki se ukvarjajo z energetiko, telekomunikacijami, informatiko, farmacijo, turizmom, biotehnologijo, kemično industrijo, industrijo pijače in hrane, filmsko industrijo, transportnimi storitvami, finančnimi storitvami, programsko produkcijo in distribucijo, inženiringom dejavnosti, gradbeništvom. Sklad je primeren za lastniško financiranje podjetij, brez večinskega deleža. Velikost naložbe je odvisna od velikosti družbe in števila družbenikov. Najpomembnejše dosedanje naložbe so: Gostinsko podjetje Ljubljana, d.d., Sinfonika d.d., Moneta, Družba za upavljanje investicijskih skladov (Srbija in Črna Gora), In.life d.d., Zora-plus d.o.o (Vadnjal, 2006, str. 19).

#### **4.3.10 Slovenski podjetniški sklad**

Ustanovitev sklada je bila leta 1992, ko se je na osnovi Zakona o razvoju malega gospodarstva sprejel Statut Sklada Republike Slovenije za razvoj malega gospodarstva. Leta 2004 se je javni finančni sklad preoblikoval v Javni sklad RS za podjetništvo, skrajšano ime Slovenski podjetniški sklad, in je pravni naslednik Javnega sklada RS za razvoj malega gospodarstva. Slovenski podjetniški sklad je ustanovljen z namenom izboljšanja dostopa do finančnih sredstev za razvojne investicije MSP v Sloveniji. Kot izvajalska institucija Ministrstva za gospodarstvo za finančno podporo podjetniškemu sektorju v Sloveniji vsako leto razpisuje državno pomoč za razvojno-širitvene investicije v podjetniškem sektorju, pri tem pa tesno sodeluje z ostalimi domačimi in mednarodnimi finančnimi institucijami, kot so poslovne banke, Evropski investicijski sklad in Evropsko združenje garancijskih shem. Od leta 2004 Ministrstvo za gospodarstvo preko sklada v podjetniški sektor usmerja tudi evropska strukturna sredstva za razvojne investicije v podjetniškem sektorju, še posebej iz Evropskega sklada za regionalni razvoj.

Osnovna razvojna usmeritev Sklada v obdobju do leta 2013 je ponuditi tiste produkte, ki so med podjetniki prepoznavni in je po njih izraženo povpraševanje s strani MSP. Tako je Sklad produkte združil v tri močne finančne linije. Prva linija je garancijsko-kreditna linija za MSP, ki vsebuje garancije za zavarovanje bančnih investicijskih kreditov s subvencijo obrestne mere, druga linija je sofinanciranje projektov MSP, ki vsebuje subvencije za zagon podjetij v tehnoloških parkih, za nakup nove tehnološke opreme ter za turistične projekte v MSP. Tretja finančna linija pa je lastniško financiranje MSP, ki zajema kapitalske naložbe Prva, družbe



tveganega kapitala (PDTK) v mlada in hitro rastoča podjetja (Poslovne in razvojne usmeritve, Slovenski podjetniški sklad 2009).

## **5 PROBLEMATIKA IN RAZVOJ PODROČJA TVEGANEGA KAPITALA V PRIHODNJE**

### **5.1 Problematika delovanja skladov tveganega kapitala**

Neprimerno okolje za razvoj tveganega kapitala je ponavadi razlog, zakaj tvegani kapital v preteklosti ni bil večkrat uporabljen kot vir financiranja podjetij. Med pglavitne razloge štejemo (Winterleitner, 2003):

- premajhno gospodarsko okolje,
- pomanjkanje ustrezne davčne in gospodarske zakonodaje,
- neučinkovito gospodarjenje z lastniškim kapitalom,
- neustrezne izstopne možnosti.

Nekaj razlogov pa je na strani podjetnikov samih. Za slovenske podjetnike je značilno, da vedo, da obstaja možnost financiranja s tveganim kapitalom, a je zaradi neznanja in strahu ne uporabijo. Po mnenju Gradišarja (2003, str. 23-24) so razlogi naslednji:

- podjetniška nenaklonjenost tveganju v Sloveniji,
- premajhne ambicije slovenskih podjetnikov,
- premajhna inovativnost in drznost.

#### **5.1.1 *Premajhno gospodarsko okolje***

Slovensko gospodarsko okolje je premajhno, česar se zaveda tudi država, ki je lastniško še vedno prisotna v tem okolju. Država v največji meri pomaga slovenskim podjetnikom s spodbujanjem izvoza. Podpisi sporazumov, navezovanje stikov in promocija Slovenije kot konkurenčne države lahko gospodarsko okolje močno razširijo. Država naj svojo pomoč nudi tudi pri tehnološkem razvoju in zagotavljanju ustrezno izobražene delovne sile, saj slovenska podjetja najlažje prodrejo na tuje trge z inovativnim managementom in visoko izobraženo delovno silo.

Mala podjetja z inovativnimi idejami večinoma niso sposobna ponuditi na svetovni trg svojih produktov, ponavadi zaradi pomanjkanja znanja ali kapitala. Za lažji dostop do kapitala bi bilo potrebno razviti takšen finančni sistem, ki bi omogočal ustanovitev skladov tveganega kapitala.

### **5.1.2 *Neustrezna davčna in gospodarska zakonodaja***

Do leta 2007 je bila slovenska panoga formalnega kapitala še zelo nerazvita, zato je tudi davčna zakonodaja ni zaznala. Tako se je vse obdavčevalo enakovredno ostalim pravnim osebam. Pravni okvir, ki dovoljuje urejen cikel naložb v Sloveniji, je bil sprejet in ga ureja Zakon o gospodarskih družbah. Poleg tega je bila sprejeta tudi zakonodaja na področju investicijskih skladov in družb. Vendar v Sloveniji še ni bila izdelana politika, ki bi usmerjala v zasebne kapitalske naložbe. Za delovanje trga tveganega kapitala je nujna potrebna podpora države.

### **5.1.3 *Neučinkovito gospodarjenje z lastniškim kapitalom***

Večina slovenskih podjetij se še vedno obnaša enako kot v času samoupravljanja, ko so v podjetju upoštevali interese delavcev in ne lastnikov. V interesu lastnikov je, da je struktura virov financiranja čim bolj uravnotežena. To pomeni, da podjetja sledijo cilju maksimizacije vrednosti enote lastniškega kapitala, ki pa je še vedno v ozadju. V Sloveniji še vedno prevladujejo predvsem lastni viri in manj dolžniški kot drugje.

### **5.1.4 *Neustrezne izstopne možnosti***

Izstopna možnost je najpomembnejši kriterij skladov tveganega kapitala, ki jo mora podjetje opredeliti v finančnem planu, ko se predstavi investitorju. Ta informacija je pomembna za investitorje, saj šele ob izstopu iz podjetja dobijo povrnjeno investicijo in morebiten dobiček. Če so možnosti izstopa slabe, se s tem za investitorje še poveča tveganost že tako tvegane naložbe. Najbolj priljubljeni izstopni možnosti iz podjetja za vlagatelje tveganega kapitala sta uvrstitev podjetja na borzo, javna prodaja delnic in odprodaja deleža finančnemu investitorju ter prodaja podjetja strateškemu partnerju (Žugelj, 2001a).

### **5.1.5 *Podjetniška nenaklonjenost tveganju v Sloveniji***

Slovenski podjetniki so še vedno nenaklonjeni tveganemu kapitalu. Pridobitev zunanjega investitorja, in s tem tudi solastnika podjetja, predstavlja strah ter izgubo moči nad podjetjem in odločitvami. Ne zavedajo se, da lahko z boljšo strukturo kapitala dosežejo učinkovitejše financiranje podjetja in tudi boljšo poslovno uspešnost.

### **5.1.6 Premajhne ambicije slovenskih podjetnikov**

Ključna ovira, da tvegani kapital dokončno ne zaživi v večji meri je, da podjetniki pri nas nimajo velikih ambicij glede prihodnosti. To se kaže tudi v tem, da malo naših podjetnikov ustanovi podjetje samo zato, da bi ga kasneje nekdo kupil, še posebej, če so v družinski lasti.

## **5.2 Izboljšave na področju tveganega kapitala**

V Sloveniji dolgo nismo imeli izdelane politike in programov, ki bi usmerjali v zasebne kapitalske naložbe. Glavna ovira je bila nepoznavanje mehanizmov delovanja tveganega kapitala in njegovega vpliva na narodno gospodarstvo. Za delovanje trga tveganega kapitala je torej potrebna tudi podpora države. Rešitev se ponuja z ustrežno gospodarsko podporo in s spremembo ustrezne davčne zakonodaje, predvsem s spodbudami in olajšavami.

Država lahko vzpodbudi ustanavljanje in dejavnost družb tveganega kapitala predvsem tako, da:

- statusno pravno opredeli družbe (sklade) tveganega kapitala (v nadaljevanju DTK) in določi omejitve v zvezi z delovanjem DTK in zagotovi, da bo glavna dejavnost DTK vlaganje tveganega kapitala v perspektivna MSP, ki niso sposobna pridobiti zadostnih virov financiranja na trgu;
- določi davčne olajšave, ki bodo vzpodbujale ustanavljanje in delovanje DTK in investiranje v DTK;
- ustanovi DTK v lasti države ali pravnih oseb javnega prava, ki skupaj z zasebnimi investitorji investira v MSP, pri čemer tako DTK upravljajo zasebniki.

### **5.2.1 Ureditev ustrezne gospodarske zakonodaje**

Izboljšave na področju trga tveganega kapitala se kažejo v ureditvi novega Zakona o družbah tveganega kapitala leta 2007. Osnovni cilji zakona o družbah tveganega kapitala (v nadaljevanju ZDTK) so: definirati tvegani kapital in pojme, ki so povezani z lastniškim financiranjem podjetij, ter statusno pravno opredeliti družbe tveganega kapitala tako, da bodo nudile ustrezen pravnoorganizacijski okvir za akumulacijo prostih sredstev in distribucijo teh sredstev v obliki tveganega kapitala v gospodarske družbe.

ZDTK sledi opredelitvam tveganega kapitala s strani Evropske komisije in EVCE (Evropsko združenje tveganega kapitala). Za tvegani kapital je značilno, da je del zasebnega lastniškega kapitala. Zasebni lastniški kapital se vlaga v gospodarske družbe, katerih vrednostni papirji ne kotirajo na organiziranem trgu. Tvegan kapital vedno predstavlja nova sredstva. Pravno formalno to pomeni, da se tvegani kapital zagotavlja v obliki povečanja osnovnega kapitala z vložki ali z ustanovitvijo gospodarske družbe. Tvegani kapital niso naložbe v delnice,

poslovne deleže in deleže, pridobljeni od obstoječih družbenikov gospodarske družbe. Tvegani kapital niso naložbe v gospodarske družbe, ki poslujejo na organiziranem trgu, niti naložbe v družbe, katerih namen je saniranje gospodarskih družb. Investitorji, ki zagotavljajo tvegani kapital, vedno težijo k maksimiranju donosa v zvezi z naloženim kapitalom, zato je pričakovati, da bo DTK izbirala predvsem naložbe v panoge z visoko dodano vrednostjo.

ZDTK predvideva, da bi bile DTK gospodarske družbe. Nalaganje v DTK je zelo tvegana dejavnost, ki je namenjena predvsem profesionalnim vlagateljem, ki so sposobni, da zaščitijo lastne interese. S primerjalno pravno analizo lahko ugotovimo, da je večina družb tvegane in zasebnega lastniškega kapitala (*venture and private equity funds*) ustanovljena v obliki gospodarskih družb. Obstajajo pa tudi države, kjer je najbolj pogosta oblika teh skladov pravi sklad (Zakon o družbah tvegane kapitala 2007).

V zvezi z upravljanjem DTK ZDTK uveljavlja načelo zunanjega upravljanja DTK. Družbo tvegane kapitala zastopa, vodi in opravlja vse njene posle druga gospodarska družba. Razlog za to je večja transparentnost poslovanja DTK, ki je pomembna tako za investitorje v DTK kot tudi za olajšan nadzor nad DTK. Zaradi uveljavitve navedenega načela naj DTK ne bi imela drugih stroškov kot tistih, ki so zajeti v računu, ki ga izstavi gospodarska družba, ki DTK upravlja. Prav tako naj bi DTK sklepala le tiste pravne posle, ki so strogo usmerjeni v nalaganje in upravljanje določenih finančnih naložb. Investitorji v DTK bodo pri izbiri te gospodarske družbe svobodni. Družba tvegane kapitala lahko opravlja le tisto dejavnost in sklepa tiste pravne posle, ki so povezani z njenim namenom – nalagati, upravljati in odsvajati tvegani kapital.

Minimalna vrednost udeležbe vlagatelja v družbi tvegane kapitala naj bi bila 50.000 evrov. Vložki morajo biti vplačani v denarju in v rokih, ki jih določajo predpisi, ki urejajo gospodarske družbe.

Družba tvegane kapitala mora najmanj 50 odstotkov svojih sredstev nameniti za naložbe tvegane kapitala. Nadaljnjih 30 odstotkov svojih sredstev mora družba tvegane kapitala nameniti za naložbe zasebnega lastniškega kapitala ali za posojila družbam, v katerih je udeležena s tveganim kapitalom. Z ostalimi sredstvi lahko družba razpolaga v skladu z določbami 6. člena ZDTK. Glede na to, da DTK v začetni fazi poslovanja zelo težko dosega navedeno strukturo naložb, je v prvem letu od ustanovitve prosta teh omejitev, pri čemer DTK svojih sredstev, dokler ne bo poslovala v skladu z navedenimi omejitvami, ne sme vlagati v gospodarske družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ali se je trgovalo na organiziranem trgu. S tem se bo preprečila možnost zlorab statusa DTK v prvem letu poslovanja. Namen DTK je, da se vzpodbudi širši krog podjetij, zato lahko DTK po treh letih obstoja vlaga tvegani kapital v določeno družbo samo, če v trenutku pridobitve vrednost vseh vložkov v družbo, vključno z danimi posojili ali poroštvi, ne presega 25 odstotkov vrednosti bilančne vsote družbe tvegane kapitala. V skladu z naravo tvegane kapitala je, da se vlaga za časovno omejeno obdobje, zato ZDTK omejuje lastniške naložbe kapitala na največ 12 let.

Nadzor DTK se izvaja z namenom, da bodo DTK poslovale v skladu z ZDTK in s tem upravičile davčne olajšave, ki so priznane v zvezi z naložbami tveganega kapitala preko DTK. Glede na namen nadzora in naravo DTK naj bi nadzor opravljalo Ministrstvo za gospodarstvo (Zakon o družbah tveganega kapitala, 2007).

### **5.2.2 Ureditev ustrezne davčne zakonodaje**

Nova pravna ureditev družb tveganega kapitala (DTK) je prinesla davčne olajšave za naložbe teh družb in za naložbe vlagateljev v te družbe. S sprejetjem zakona o družbah tveganega kapitala (Uradni list RS, št. 92/2007; v nadaljevanju ZDTK) je namreč RS določila pravno-organizacijski okvir za akumulacijo prostih sredstev in distribucijo teh sredstev v obliki tveganega kapitala v gospodarske družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje na organiziranem trgu (zasebne gospodarske družbe).

Evropska komisija je 13. junija 2008 z odločbo o ukrepu tveganega kapitala v Sloveniji potrdila splošno shemo državne pomoči za tvegani kapital. S tem datumom lahko začnejo uveljavljati davčne ugodnosti vse družbe tveganega kapitala, ki so ustanovljene v skladu z ZDTK, ter njihovi vlagatelji, pravne in fizične osebe.

Za DTK velja po 61. členu ZDDPO-2 posebna davčna stopnja, in sicer ničta, če ima družba status DTK po ZDTK, pri čemer je bistvenega pomena, da DTK ni upravičen do ničte davčne stopnje za svojo celotno dejavnost, temveč le za obdavčitev dejavnosti izvajanja dopustnih naložb tveganega kapitala. Del naložbene dejavnosti DTK, ki je upravičen do ničte stopnje, se nanaša na dejavnost nalaganja, upravljanja in odsvajanja TK (to je po 6.členu v povezavi s 4. členom ZDTK). To so lastniške naložbe v gospodarske družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje in se ni trgovalo na organiziranem trgu ter katerih vrednosti papirji se vlagajo po načelu aktivnega upravljanja v obliki (Davčne ugodnosti za družbe tveganega kapitala, 2009):

- povečanja osnovnega kapitala ali
- ustanovitve gospodarske družbe z namenom zagotavljanja semenskega, zagonskega ali razširitvenega kapitala.

DTK pa ni upravičen do ničte stopnje pri preostalih naložbenih dejavnostih, kot so:

- nalaganje razpoložljivih denarnih sredstev v obliki lastniških deležev v druge gospodarske družbe, v dolžniške vrednostne papirje in depozite pri bankah ter
- dajanje posojil ali poroštev ali mezzanin kapitala gospodarskim družbam.

## SKLEP

Poslovanje podjetij je v veliki meri odvisno od gospodarskega okolja, v katerem delujejo. Kot posledica vedno bolj nestabilnega gospodarskega okolja in s tem nihanja prihodkov podjetja je postalo financiranje z bančnimi posojili za podjetja zelo tvegano početje. Banka lahko zaradi nezmožnosti rednega odplačevanja obrokov posojila hitro sproži postopek stečaja podjetja. Zato so hitro rastoča podjetja prisiljena iskati nove vire financiranja podjetij. Financiranje podjetij s pomočjo skladov tveganega kapitala je ena od alternativnih možnosti financiranja poslovanja podjetij. Skladi tveganega kapitala vlagajo predvsem v mlada, hitro rastoča podjetja, s čimer nosijo veliko tveganje, saj je možnost neuspeha teh podjetij velika. Zaradi visokega tveganja, ki ga skladi nosijo, pričakujejo visoke kapitalske dobičke ob izstopu iz podjetja. Visoki kapitalski dobički so ponavadi primarni cilj skladov tveganega kapitala.

Tvegani kapital je zelo pomemben za razvoj hitro rastočih podjetij, saj na njih temelji bodoče gospodarstvo. Za krepitev razvoja slovenskega trga tveganega kapitala je država poskrbela za določene spremembe na področju davčne in gospodarske zakonodaje. Pozitivne spremembe se kažejo v davčnih olajšavah za podjetja, v katerih nastopa tvegani kapital in spodbudah za vlagatelje, ki svoja sredstva vlagajo v sklade tveganega kapitala. Tudi ustanavljanje tehnoloških parkov in njihovo podporno inovativno okolje pozitivno vpliva na razvoj visoko tehnoloških podjetij v Sloveniji.

Med viri financiranja hitro rastočih podjetij v Sloveniji je možnost uporabe skladov tveganega kapitala najslabše razvita. Upravljalci skladov menijo, da je za to kriva miselnost slovenskih podjetnikov, ki se še vedno raje odločijo za bančno posojilo. Primanjkuje tudi izvirnih idej oz. izdelkov, ki bi bili sposobni preživeti na trgu. Skladi tveganega kapitala običajno namreč financirajo le projekte podjetij, ki imajo dobre obete, saj pričakujejo povrnitev sredstev ter določen donos za sprejeto tveganje.

Priložnost zbiranja sredstev za sklade tveganega kapitala se bo v prihodnosti povečevala sorazmerno z večanjem sredstev pri institucionalnih vlagateljih, še bolj pa, ko bo olajšano zbiranje sredstev za sklade tako doma kot v tujini. Konkurenca na tem področju se vse bolj povečuje. Konkurenca prihaja s strani ostalih investicijskih produktov, ki ponujajo visoke donose, ravno tako je več priložnosti lastniškega investiranja v bolj geografsko oddaljenih krajih. Učinkovito trženje in komunikacija, prilagojena potrebam vlagateljev, postajata pomembna in ključna faktorja za uspeh v konkurenčnem svetu. V prihodnjih letih bodo najpomembnejši dejavniki razvoja financiranja s tveganim kapitalom zavedanje potreb po virih financiranja, izboljšanje podjetniškega okolja ter iskanje novih priložnosti pri institucionalnih vlagateljih.

Ne glede na število domačih in tujih skladov, ki delujejo v slovenskem prostoru, je stanje tveganega kapitala v Sloveniji še vedno skromno, kažejo pa se trendi rasti. Eden ključnih ciljev gospodarske politike pri nas mora biti gospodarska rast, ki ustvarja nova delovna mesta in povečuje splošno blaginjo v državi. Te cilje lahko Slovenija doseže le, če bo znala oblikovati prijazno podjetniško okolje in usmeriti večjo pozornost tehnološkim hitro rastočim podjetjem ter jim omogočiti učinkovit pretok lastniškega in tveganega kapitala od subjektov s finančnimi presežki k subjektom, ki takšne finančne vire najbolj potrebujejo.

## LITERATURA IN VIRI

1. Bajec, M. (1998). Neformalni tvegani kapital. *Gospodarski vestnik*, 47 (13), 89-92.
2. Bovaird, C. (1991). *What is Venture Capital?* Stirling: University of Stirling.
3. BVCA, (2004). *A Guide to private Equity*. Najdeno 2. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.bvca.co.uk/>
4. *Davčne ugodnosti za družbe tveganega kapitala [Finance akademija]*. Najdeno 12. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.financeakademija.si/?go=article&artid=223574>
5. *Dejavnost Tehnološkega parka Ljubljana [Tehnološki park Ljubljana]*. Najdeno 12. marca 2008 na spletnem naslovu [http://www.tp-lj.si/index.php?sv\\_path=666](http://www.tp-lj.si/index.php?sv_path=666)
6. *EBRD v Sloveniji predvidoma le še do leta 2010 [Siol.net]*. Najdeno 12. novembra 2008 na spletnem naslovu [http://www.siol.net/gospodarstvo/2008/11/ebrd\\_v\\_sloveniji\\_predvidoma\\_le\\_se\\_do\\_leta\\_2010.aspx](http://www.siol.net/gospodarstvo/2008/11/ebrd_v_sloveniji_predvidoma_le_se_do_leta_2010.aspx)
7. *EIB Group, Strategy [European Investment Bank-EIB]*. Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.eib.europa.eu/about/strategy/index.htm>
8. EVCA – European Private Equity & Venture Capital Association (2006). Global trends in venture capital 2006 survey. Najdeno 12. junija 2008 na spletnem naslovu [http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_8\\_art\\_204\\_att\\_1014.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_8_art_204_att_1014.pdf).
9. *Financiranje [Slovenska izvozna in razvojna banka- SID banka]*. Najdeno 2. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.sid.si/sidslo.nsf>
10. *Financiranje iz sklada tveganega kapitala [Nova Ljubljanska banka d.d.]*. Najdeno 15. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/cgibin/nlbweb.exe?doc=13401&SeS=66249721912718-116653113>
11. *Fund case study [Horizonte Venture Management, d.o.o., Ljubljana]*. Najdeno 10. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.horizonte.at/index.php?page=6>
12. Garner Daniel, R. et al. (1994). *The Ernst &Joung Guide To Financing for Growth*. New York: John Wiley & Sons.
13. Glas, M. (2001). Zakaj je vlaganj tveganega kapitala največ v ZDA? *Finance*, 42, str. 18.
14. Gradišar, L. (2003). *Tvegani kapital v malih in srednjih podjetjih*. Diplomaska naloga. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. Hočevar, M. (2004). *Tvegan kapital kot vir financiranja malih in srednjih podjetij*. Diplomsko delo. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
16. *Informacije javnega značaja [Javna agencija RS za podjetništvo in tuje investicije (JAPTI)]*. Najdeno 6. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.japti.si/informacije-javnega-znacaja>
17. *Kam po denar v letu 2009? [Podjetnik, Januar 2009]*. Najdeno 10. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.podjetnik.si/default.asp?KatID=387&ClanekID=4338>
18. Kleindienst, R. (2000). Kdo najbolj potrebuje lastniški kapital in zakaj? *Podjetnik*, 4, str. 46-51.



19. Kragelj, M. (2006). *Bančno financiranje podjetij: Mala in srednja podjetja v Sloveniji*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Ličen, K. (2005). *Tvegani kapital kot vir financiranja malih in srednjih podjetij*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
21. Marter, U. (2001). Kdaj in kako po denar v tujino. *Finance*, Ljubljana, 165, str. 31.
22. *O skladu Poteza Growth and Innovation Fund [Poteza Skupina, d.d.]*. Najdeno 20. marca 2008 na spletnem naslovu [http://www.potezaventures.com/o\\_skladu\\_pigf/sredstva\\_sklada.aspx](http://www.potezaventures.com/o_skladu_pigf/sredstva_sklada.aspx)
23. *O tehnološkem parku [Tehnološki park Ljubljana]*. Najdeno 12. marca 2008 na spletnem naslovu [http://www.tp-lj.si/index.php?sv\\_path=668](http://www.tp-lj.si/index.php?sv_path=668)
24. Pintarič, M. (2000). *Upravljanje s portfeljskimi podjetji v skladu tveganega kapitala*. Specialistično delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
25. Podjetna Slovenija jutri. (2006). Ljubljana: Ministrstvo za gospodarstvo in služba vlade RS za razvoj.
26. *Poslovne in razvojne usmeritve [Slovenski podjetniški sklad 2009]*. Najdeno 17. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.podjetniskisklad.si/index.php?id=126>
27. *Predstavitev LUI [Ljubljanski Univerzitetni inkubator]*. Najdeno 5. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.lui.si/predstavitev/>
28. *Projects [European Investment Bank-EIB]*. Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.eib.europa.eu/>
29. Pšeničny, V. (2002). *Pogoji in možnosti za dinamično podjetništvo v Sloveniji*. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
30. Pšeničny, V. et al. (2000). *Podjetništvo: Podjetnik, podjetniška priložnost, podjetniški proces in podjetje*. Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo.
31. *Razvojni sklad GZS bo pomagal podjetjem [Gospodarska zbornica Slovenije, 2006]*. Najdeno 16. novembra 2008 na spletnem naslovu [http://www.gzs.si/slo/o\\_gzs/27846](http://www.gzs.si/slo/o_gzs/27846)
32. Rebernik, M. et al. (2003). *Global entrepreneurship monitor Slovenija: Kako podjetna je Slovenija*. Maribor: Inštitut za podjetništvo in management malih podjetij.
33. Ručna, N. (2001, 20. november). Spodbuda tveganemu kapitalu, *Finance*. Najdeno 16. decembra 2008 na spletnem naslovu [http://www.finance.si/13568/Spodbuda\\_tveganemu\\_kapitalu](http://www.finance.si/13568/Spodbuda_tveganemu_kapitalu)
34. *Structure [European Investment Bank-EIB]*. Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.eib.europa.eu/about/structure/index.htm>
35. Tajnikar, M. (1997). *Tvegano poslovanje. Knjiga o gazelah in rastočih poslih*. Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo.
36. Tajnikar, M. et al. (2004). Vzroki rasti in značilnosti hitro rastočih podjetij v Sloveniji. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
37. Tajnikar, M., Pušnik, K. (2005). Kdo kupi slovensko podjetništvo? *Sobotna priloga Dela*, str. 10.
38. Tvegani kapital – Slovenija 2001: Financiranje tehnoloških/inovacijskih podjetniških projektov.

39. Vabšek, S. (2001, 19. november). Ustanovitev Sekcije slovenskega tveganega kapitala, *Finance*. Najdeno 15. marca 2008 na spletnem naslovu [http://www.finance.si/13473/Ustanovitev\\_Sekcije\\_slovenskega\\_tveganega\\_kapitala](http://www.finance.si/13473/Ustanovitev_Sekcije_slovenskega_tveganega_kapitala)
40. Vadnjal, J. (2000). Lastniško financiranje: Številni naši podjetniki ne vidijo dlje od družinskega koncepta lastništva in ne vedo, kaj v resnici pomeni lastniško financiranje. *Podjetnik*, 9, str. 21-24.
41. Vadnjal, M. (2006). Ponudniki tveganega kapitala v Sloveniji. Ljubljana: CRMG.
42. Vadnjal, J. (2007, 26. november). *Tvegani kapital : mit ali realnost? Konferenca WIPO*. Ljubljana. Najdeno 17. februarja na spletnem naslovu [http://www.crmg.si/Dokumenti/dogodek/T3\\_Jaka\\_Vadnjal.pdf](http://www.crmg.si/Dokumenti/dogodek/T3_Jaka_Vadnjal.pdf)
43. Vahčič, A. (1993). Podpora dinamičnemu podjetništvu v državah srednje in vzhodne Evrope. *IB revija*, 37 (8/10), str. 123-127.
44. Vahčič, A. (2005). Nimamo prave podjetniške elite. *Mag*, 46, str. 36-46.
45. *Viri financiranja podjetij [Poslovni angeli Slovenije]*. Najdeno 22. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.poslovniangeli.si/domov/tvegani-kapital/viri-financiranja-podjetij.aspx>
46. *Vizija in poslanstvo LUI [Ljubljanski Univerzitetni inkubator]*. Najdeno 5. maja 2008 na spletnem naslovu [http://www.lui.si/predstavitev/vizija\\_in\\_poslanstvo/](http://www.lui.si/predstavitev/vizija_in_poslanstvo/)
47. *Who we are [Horizonte Venture Management, d.o.o., Ljubljana]*. Najdeno 10. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.horizonte.at/index.php?page=2>
48. Winterleitner, B. (2003). *Kako slovenske gazele financirajo svojo rast?* Dostop do virov za prenos invencij, 24 posvetovanje PODIM, Maribor. Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://epfip.uni-mb.si/publica/proc/podim24.pdf>
49. Zakon o družbah tveganega kapitala. (2007). *Uradni list RS*. (Št.92/2007, 10. oktober 2007).
50. Zorko, N. (2003). Bankam bodo kmalu ostala le še mala podjetja. *Gospodarski vestnik*, 16, str. 15-17.
51. Žugelj, D. (2001a, 14. september). Tvegani kapital: Si upate tvegati? *Finance*, št. 165
52. Žugelj, D. (2001b). *Tvegani kapital kot alternativni vir financiranja malih in srednje velikih podjetij s poudarkom na skladih tveganega kapitala*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.