

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

TVEGANI KAPITAL KOT VIR FINANCIRANJA MALIH IN
SREDNJIH PODJETIJ

Ljubljana, september 2005

KARMEN LIČEN

IZJAVA

Študentka KARMEN LIČEN izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. MARKA PAHORJA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 12.9.2005

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1. POMEN MALIH IN SREDNJIH PODJETIJ ZA GOSPODARSKI RAZVOJ.....	2
1.1. RAZVOJ PODJETNIŠTVA V SLOVENIJI.....	2
2. FINANCIRANJE MALIH IN SREDNJE VELIKIH PODJETIJ	4
2.1. KRITERIJI ZA UVRSTITEV PODJETJA MED MALA IN SREDNJA PODJETJA	4
2.2. VRSTE PODJETIJ GLEDE NA MOTIV PODJETNIKOV	5
2.3. MOTIVI SLOVENSkih PODJETNIKOV – ANKETNI REZULTATI	6
2.4. VIRI FINANCIRANJA PODJETIJ	6
2.4.1. <i>Dolžniško in lastniško financiranje</i>	7
2.4.2. <i>Prednosti lastniškega pred dolžniškim financiranjem</i>	9
2.4.3. <i>Kdaj v podjetje z lastniškim in kdaj z dolžniškim kapitalom</i>	10
3. TVEGANI KAPITAL KOT VIR FINANCIRANJA	12
3.1. KAJ JE TVEGANI KAPITAL	12
3.2. ZNAČILNOSTI INVESTICIJ TVEGANEGA KAPITALA.....	13
3.3. SEDEM INVESTICIJSKIH STOPENJ TVEGANEGA KAPITALA	14
3.3.1. <i>Semenski kapital</i>	14
3.3.2. <i>Zagonski kapital</i>	15
3.3.3. <i>Zgodnja faza</i>	15
3.3.4. <i>»Druga runda«</i>	16
3.3.5. <i>Kapital za razširitev</i>	16
3.3.6. <i>Odkup podjetja</i>	16
a) Notranji odkup podjetja s strani posloводства	16
b) Zunanji odkup podjetja.....	17
3.3.7. <i>Vmesne finance</i>	17
3.4. RAZVOJ TVEGANEGA KAPITALA V ZDA IN EVROPI.....	17
3.5. RAZLIKA MED FORMALNIM IN NEFORMALNIM TVEGANIM KAPITALOM	18
3.6. FORMALNI TVEGANI KAPITAL	19
3.6.1. <i>Stanje na trgu formalnega tveganega kapitala v Evropi</i>	20
3.6.2. <i>Stanje na trgu formalnega tveganega kapitala v Sloveniji</i>	23
3.7. VRZEL LASTNIŠKIH SREDSTEV.....	26
3.8. NEFORMALNI INVESTITORJI PO NALOŽBAH PRED FORMALNIMI INVESTITORJI.....	26
3.9. PREDNOSTI FINANCIRANJA Z NEFORMALNIM TVEGANIM KAPITALOM ZA MALA IN SREDNJA PODJETJA.....	27
3.10. NEFORMALNI TVEGANI KAPITAL	28
3.10.1. <i>Stanje na trgu neformalnega kapitala v Evropi</i>	29
3.10.2. <i>Neformalni tvegani kapital v Sloveniji</i>	30
3.10.3. <i>Klub poslovnih angelov</i>	31
3.11. SLOVENSKI PODJETNIKI O FINANCIRANJU S TVEGANIM KAPITALOM – ANKETNI REZULTATI.....	33
3.12. GLAVNI PROBLEMI RAZVOJA TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI.....	37
a) Neprimerna pravna ureditev tveganega kapitala.....	38
b) Tveganemu kapitalu nenaklonjen davčni sistem.....	38
c) Neustrezne izstopne možnosti	38
d) Pridobivanje investicij v sklade tveganega kapitala.....	39
e) Administracija ob nastanku podjetij in ob vlaganju tveganega kapitala	39
f) Podjetniška nenaklonjenost tveganju v Sloveniji.....	39
g) Premajhne ambicije slovenskih podjetnikov.....	39
3.13. PREDLOGI IN PRIPOROČILA IZBOLJŠAV NA PODROČJU TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI	40
SKLEP	42
LITERATURA	44
VIRI.....	46

UVOD

Ker je podjetništvo in z njim mala in srednja podjetja (v nadaljevanju MSP) v Sloveniji doživelo razcvet šele v 90-ih letih 20. stoletja, se še danes v strukturi gospodarskih družb čutijo vplivi socialističnega sistema, ko so prevladovala predvsem velika podjetja v družbeni lasti. Zato se je Slovenija primorana spopadati z neprijaznim okoljem do podjetništva in do raznih alternativnih virov financiranja, kot je tvegani kapital, ter s spreminjanjem podjetniške kulture in profitne motivacije podjetnikov. V Sloveniji prevladujejo predvsem podjetja življenjskega sloga in ne hitro rastoča podjetja, kot to velja v razvitih državah, ker so podjetniki premalo nagnjeni k rasti svojih podjetij. Pomanjkljivosti v neprijaznem okolju do alternativnih oblik financiranja se kažejo tudi v pretirani uporabi dolžniških virov financiranja (predvsem posojil pri bankah) tako za ustanovitev kot za kasnejše poslovanje, kar je lahko za MSP, ki se nahajajo v zgodnjih fazah razvoja, usodno.

MSP se v svojem začetnem in tudi kasnejšem obdobju srečujejo predvsem s težavo zbiranja sredstev oz. financiranja podjetja. Kot alternativna rešitev se je v zadnjem času pojavil tvegani kapital, ki je ena od oblik lastniškega kapitala in ga je mogoče pridobiti v zameno za lastniški delež v podjetju. Nastopa v največji meri v začetnih fazah podjetij, ko je tveganje propada še največje. Na tem področju pa je pomembno ločiti med formalnim (skladi tveganega kapitala) in neformalnim (poslovni angeli) tveganim kapitalom, ki se razlikujeta predvsem v njuni organiziranosti in v obdobjih vstopa investicij v podjetje. Formalni investitorji namreč vstopajo v podjetja, ko so že prešla zgodnjo fazo razvoja, vendar še niso dovolj zrela za pridobitev kakršnegakoli posojila. Neformalni pa nastopajo v začetnih in zgodnjih fazah razvoja podjetja, ko je tveganje še večje. Zato menim, da je vloga poslovnih angelov še toliko bolj pomembna za ustanavljanje novih podjetij, čeprav je tudi formalni tvegani kapital za hitrejšo rast MSP v Sloveniji nepogrešljiv.

Namen diplomske naloge je raziskati v kolikšni meri sta trga formalnega in neformalnega tveganega kapitala v Sloveniji že razvita in ju primerjati z evropskima. Pokazati želim kateri so glavni problemi, ki zavirajo razvoj tveganega kapitala v Sloveniji ter podati predloge in priporočila izboljšav na področju tveganega kapitala v Sloveniji. Cilj diplomske naloge je pokazati, da sta formalni in neformalni tvegani kapital najbolj primerna vira financiranja za MSP, dokler le-ta niso dovolj zrela, da brez težav pridobijo in vrnejo kakršnokoli posojilo. S pomočjo anketnega vprašalnika pa želim slovenskim podjetnikom predstaviti tvegani kapital kot eno od oblik finančne in nefinančne pomoči z bližjega zornega kota.

V prvem poglavju opišem, kako je potekal razvoj podjetništva v Sloveniji. V začetku drugega poglavja opredelim podjetja po velikosti in vrstah in te kategorije skupaj s fazami življenjskega cikla podjetja povežem z dvema temeljnima načinoma financiranja (lastniškim ali dolžniškim). V nadaljevanju tega poglavja poudarim lastniške vire financiranja, katerih del je tudi tvegani kapital in navedem prednosti lastniškega pred dolžniškim financiranjem. Kaj je tvegani kapital in kakšne so značilnosti njegovih investicij opredelim v tretjem poglavju.

Investiranje s tveganim kapitalom lahko poteka v sedmih stopnjah, vezanih na življenjski cikel podjetja, ki jih opišem v začetku tega poglavja. V nadaljevanju želim predstaviti prednosti financiranja MSP z neformalnim tveganim kapitalom. Temu sledi prikaz stanja na trgu formalnega in neformalnega tveganega kapitala v Sloveniji in primerjava z omenjenima trgoma v Evropi. Podrobneje opišem poslovanje edinega delujočega Kluba poslovnih angelov v Sloveniji in posvarim podjetnike, ki povprašujejo po neformalnem tveganem kapitalu, na kaj morajo biti pozorni, da prepričajo poslovnega angela investirati v njihovo podjetje. Proti koncu tretjega poglavja (v podpoglavju 3.11.) predstavim rezultate anketnega vprašalnika, s pomočjo katerega raziščem stališče slovenskih malih podjetnikov do zunanjega lastniškega financiranja in v kolikšni meri so seznanjeni s skladi tveganega kapitala in poslovnimi angeli v Sloveniji. Na koncu tretjega poglavja želim pokazati, kateri so glavni problemi, ki zavirajo razvoj tveganega kapitala v Sloveniji ter podati predloge in priporočila izboljšav na področju tveganega kapitala v Sloveniji (v poglavjih 3.12. in 3.13.).

1 POMEN MALIH IN SREDNJIH PODJETIJ ZA GOSPODARSKI RAZVOJ

Mala in srednja podjetja (MSP) so potencialno najbolj dinamičen del gospodarstva, podjetništvo pa kot kreator novih podjetij zaseda pomembno mesto pri izboljševanju alokacijske učinkovitosti kapitala in ustvarjanju novih delovnih mest. S svojo fleksibilnostjo, inovativnostjo in specializacijo se MSP hitreje prilagajajo spreminjajočemu se, konkurenčnemu okolju in pomembno prispevajo k ekonomskemu razvoju kot večja podjetja. Pomembna pa je tudi njihova vloga pri pospeševanju regionalnega razvoja, zlasti v regijah, ki so ekonomsko manj razvite in imajo visoko stopnjo brezposelnosti.

Pred osamosvojitvijo so gonilo gospodarskega razvoja v Sloveniji predstavljala velika podjetja, vendar se je že na koncu 80-ih let v strukturi slovenskega gospodarstva začel povečevati pomen MSP. Ob upoštevanju vloge malih in srednjih podjetij pri prestrukturiranju gospodarstev je naloga držav, da promovirajo razvoj podjetništva, pospešujejo nastajanje novih podjetij preko ustanavljanja podjetniških inkubatorjev in grozdov ter izboljšajo dostop podjetnikov do tveganega kapitala in drugih virov financiranja (Žakelj, 2004, str. 31). V nadaljevanju bom na kratko opisala nastanek in razvoj podjetništva v Sloveniji.

1.1 Razvoj podjetništva v Sloveniji

O razcvetu podjetništva na Slovenskem lahko govorimo po letu 1988, ko je bilo zakonsko (Zakon o podjetjih¹) omogočeno ustanavljanje zasebnih podjetij in ko se je začela privatizacija obstoječih podjetij – predvsem velikih podjetij, ki so bila v državni lasti. Vahčič (2000, str. 15) opozarja, da sta bila s tem sprožena dva procesa, ki sta začela spreminjati

¹ V decembru 1988 je bil v Sloveniji prvič sprejet Zakon o podjetjih, ki je dopustil ustanavljanje podjetij z zasebnim kapitalom.

strukturo gospodarstva iz tipične socialistične strukture v strukturo, značilno za tržna gospodarstva. Gre namreč za polnjenje »socialistične črne luknje«². To je tisti del strukture gospodarstva, ki jo v tržnih gospodarstvih zavzemajo majhna in srednja podjetja. Prvi proces zajema množično nastajanje majhnih podjetij, kar pomeni polnjenje socialistične črne luknje od spodaj. Pri drugem procesu gre za drobljenje velikih podjetij, kar pomeni polnjenje socialistične črne luknje od zgoraj. Oba procesa sta v naslednjih desetih letih povzročila obsežen premik zaposlenih iz velikih podjetij v mikro in majhna podjetja. To pomeni, da je veliko število ljudi našlo poslovne priložnosti izven obstoječih podjetij, kjer so bili zaposleni. Nastalo je veliko število novih podjetnikov, kar je povzročilo spremembo v vedenju ljudi o možnih poteh svoje delovne kariere. Psihološko je postalo povsem sprejemljivo kroženje ljudi iz ene organizacije v drugo in iz ene ekonomske aktivnosti v drugo. Rast dodane vrednosti izvira skoraj izključno iz sektorja MSP in pa podjetij, ki iz majhnih preraščajo v srednja in velika, katera spadajo med t.i. dinamična podjetja (Žugelj, 2001, str. 13).

Število MSP v Sloveniji je iz leta v leto naraščalo, tako je leta 2003 doseglo 99,7 odstotni delež vseh podjetij, le 0,3 % pa je bilo velikih podjetij, to je 297 podjetij. Glede deleža MSP med vsemi podjetji smo precej podobni EU, kjer je leta 2003 99,8 % MSP in le 0,2 % velikih podjetij. Glede deleža zaposlenih v MSP pa se že nekoliko razlikujemo od EU, saj smo v letu 2003 imeli še vedno najmanj zaposlenih v mikro in malih podjetjih in sicer le 16,9 %. Velik delež zaposlenih pa je v velikih podjetjih, kar 36 %. V EU pa je bilo leta 2003 samo v mikro in malih podjetjih zaposlenih več kot polovica ljudi (56,7 %). Za primerjavo še velika podjetja, v katerih je bilo 30,3 % zaposlenih. Še bolj pa odstopamo od evropskih MSP po dodani vrednosti na zaposlenega. V Sloveniji je znašala dodana vrednost na zaposlenega v MSP 21.219 EUR, v EU pa še enkrat toliko in sicer 55.000 EUR na zaposlenega (Žakelj, 2004, str. 42).

Kljub temu pa v Sloveniji odpade večinski delež zaposlenih na MSP (64 %, v EU pa 69,7 %), kar pomeni, da so skupaj MSP najpomembnejši vir ustvarjanja neto delovnih mest in da bi brez nastanka tega sektorja ob prestrukturiranju gospodarstva, imela Slovenija še danes ogromno število nezaposlenih. Zato je podpiranje MSP na področju lažjega dostopa do finančnih sredstev s strani države in drugih finančnih institucij izjemnega pomena za večjo gospodarsko rast tako v Sloveniji kot v EU. Slednje pa vključuje tudi financiranje s tveganim kapitalom, ki igra v podjetniško razvitih okoljih pomembno vlogo pri odkrivanju in podpori »gazel«³. Čeprav je ta vir financiranja relativno majhen, pa je v svetu dokazal, da pospešuje nastanek novih podjetij, in sicer tistih, ki so ključni nosilci gospodarske rasti in razvoja ter bistveni generatorji zaposlenosti.

² V socialističnih gospodarskih sistemih je značilna skoraj popolna odsotnost podjetij z 10 do 100 zaposlenimi. To vrzel so poimenovali »socialistična črna luknja« in je predstavljala osnovno strukturno neravnotežje socialističnih gospodarstev, med katere je spadala tudi Slovenija.

³ To so hitro rastoča podjetja z visokim potencialom rasti pogosto imenovana tudi dinamična podjetja oziroma gazele. V gospodarstvu jih je malo, vsega kakšnih 2 do 5 odstotkov. Poleg gazel Tajnikar (1997) razvršča mala podjetja še v tri skupine, in sicer: obrtniški podjetniki, »miške« in »sloni«.

2 FINANCIRANJE MALIH IN SREDNJE VELIKIH PODJETIJ

V razvitem tržnem gospodarstvu se torej vse bolj uveljavljajo MSP. Prav tako je ta proces značilen za države v tranziciji kot tudi za Slovenijo. S tem se odpira tudi vprašanje načina financiranja teh podjetij, ki je odvisno od lastništva, vrste in pravne oblike podjetja. V nadaljevanju bom opredelila podjetja najprej po velikosti, nato pa še po vrstah in te kategorije povežala z načini financiranja, ki so lahko dolžniške ali lastniške oblike financiranja.

2.1 Kriteriji za uvrstitev podjetja med mala in srednja podjetja

Za pričujočo diplomsko nalogo je nujno opredeliti velikost podjetja. Za vlaganja s strani tveganega kapitala so zanimiva predvsem mala in srednje velika hitro rastoča podjetja. Kriteriji, potrebe in zahteve po razmejitvi podjetij na mala, srednja in velika izhajajo predvsem s strani potreb države v smislu kategorizacije podjetij zaradi različnih davčnih obremenitev podjetij, upravičenosti do državnih subvencij in finančne podpore itd. Komisija Evropske skupnosti je izdala priporočilo o enotni definiciji MSP v EU, ki jo morajo uporabljati vsa telesa skupnosti (npr. Evropska investicijska banka, Evropski investicijski sklad ...) v vseh programih in zakonodaji. Tako so MSP opredeljena kot podjetja, ki imajo manj kot 250 zaposlenih, letne neto prihodke manjše od 50 milijonov EUR ter vrednost aktive manjše od 43 milijonov EUR (velja od 1.1.2005 dalje) (Sever, 2004, str. 8-9).

V Sloveniji se v skladu z Zakonom o spremembah in dopolnitvah zakona o gospodarskih družbah iz leta 2004 (december) podjetja razvrščajo po velikosti v male, srednje in velike družbe na podlagi upoštevanja naslednjih meril:

- povprečno število zaposlenih v zadnjem poslovnem letu,
- čisti prihodki od prodaje v zadnjem poslovnem letu,
- vrednost aktive (sredstev) ob koncu poslovnega leta.

Majhna družba je tista, ki izpolnjuje vsaj dve od naslednjih meril:

- povprečno število zaposlenih v zadnjem poslovnem letu ne presega 50 zaposlenih,
- čisti prihodki od prodaje v zadnjem poslovnem letu so manjši od 1.700.000.000 tolarjev,
- vrednost aktive ob koncu poslovnega leta ne presega 850.000.000 tolarjev.

Srednja družba pa je tista, ki ni majhna družba in ki izpolnjuje vsaj dve izmed naslednjih meril:

- povprečno število zaposlenih v zadnjem poslovnem letu ne presega 250 zaposlenih,
- čisti prihodki od prodaje v zadnjem poslovnem letu so manjši od 6.800.000.000 tolarjev,
- vrednost aktive ob koncu poslovnega leta pa ne presega 3.400.000.000 tolarjev.

V Sloveniji obstaja tudi Zakon o podpornem okolju za podjetništvo, ki opredeljuje srednje veliko podjetje kot podjetje, kjer število zaposlenih ne presega 250 ljudi in njegov letni

prihodek ne presega 11.500.000.000 tolarjev, malo podjetje kot podjetje, v katerem število zaposlenih ne presega 50 ljudi, letni prihodek pa ni višji od 2.300.000.000 tolarjev. Mikro podjetje je tisto, v katerem število zaposlenih ne presega 5 ljudi in kjer letni prihodek ni višji od 50.000.000 tolarjev.

Zaradi enostavnejšega zajemanja podatkov se za razvrščanje po velikosti pretežno upošteva le kriterij števila zaposlenih, po katerem se Slovenija ujema z EU.

2.2 Vrste podjetij glede na motiv podjetnikov

Ena od bistvenih nalog podjetnika je zagotavljanje finančnih virov za nemoten potek poslovanja in rast podjetja. Potrebe po financiranju so odvisne od motivacije ustanovitelja podjetja, ki se lahko odloči za (Ronstadt, 1988, str. 12):

- podjetje življenjskega sloga »lifestyle ventures«;
- manjše donosno podjetje »smaller high-profit ventures«;
- podjetje z visokim potencialom rasti »high growth ventures« - gazele.

Podjetniki v podjetjih **življenjskega sloga** želijo maksimirati neodvisnost, avtonomijo in kontrolo. Niti velik obseg prodaje niti visoki donosi niso pomembnejši od zagotovitve zadovoljivega in udobnega življenja njim in njihovi družini. To so ponavadi družinska podjetja z majhnim številom zaposlenih, ponavadi od 0 do 4 in so ponavadi v privatni lasti. Podjetniki te vrste podjetij ne želijo težav, še posebej ne tistih, ki jih prinese rast, zaposleni in neprestano naraščajoča potreba po kapitalu. Raje imajo podjetje, ki ga je mogoče voditi na osnovi enkratnega začetnega pridobivanja kapitala. Zaradi narave poslov, ciljev samega podjetnika in omejenih sredstev, ki se namenjajo za raziskave in razvoj, dosegajo navadno le skromno rast (Hisrich, Peters, 1992, str. 13). V Sloveniji imamo veliko število takih podjetij, ki so predvsem družinskega značaja.

Za **manjša, visoko donosna podjetja** je dobiček bolj pomemben. Da bo imel visok dobiček, bo moral podjetnik angažirati tudi večji obseg sredstev. Pogosto so potrebni tudi partnerji in drugi managerji, da vodijo posle, ki jih zaradi prevelikega obsega ne zmore več obvladati podjetnik sam. Odreči se je potrebno določenemu obsegu avtonomije in nadzora, vendar ne toliko, da bi bil podjetnik prisiljen odpovedati se lastniškemu nadzoru nad denarnimi tokovi in dobički, za katere se pričakuje, da bodo občutni. Pridobivanje virov in financiranje dejavnosti sta stalni aktivnosti in sta lahko poseben izziv, saj podjetnik sam nima dovolj potrebnega finančnega znanja in talenta. Zato je skoraj nujno, da imajo taka podjetja ustanovljen tudi finančni oddelek. Ker se le redko odločijo za javno prodajo, so navadno privlačna samo za privatne investitorje (poslovne anjele) in ne za sklade tveganega kapitala (Hisrich, Peters, 1992, str. 14).

V podjetjih z **visokim potencialom rasti** je ponavadi pomemben obseg prodaje, vendar se prav tako pričakujejo visoki in naraščajoči dobički. Cilj je oblikovati nacionalno in

internacionalno priznano podjetje. Potrebna so velika investicijska sredstva za začetek in delovanje te oblike podjetja. Večina investicijskih sredstev prihaja iz obsežnih individualnih vlaganj, institucionalnih virov v smislu tveganega kapitala, strateških partnerstev z velikimi podjetji, lahko pa se jih pridobi celo s pomočjo javne ponudbe delnic. Hitro rastoča podjetja so zanimiva za vlagatelje in so deležna največje publicitete. Slej ko prej se bodo odločila za javno prodajo delnic, ali pa ga bo kupilo kakšno večje podjetje (Hisrich, Peters, 1992, str. 14).

Da nam bo lažje razumeti, kakšne potrebe po financiranju ustanovitve in rasti podjetij imajo slovenski podjetniki, bi v nadaljevanju pogledali, kakšni so motivi slovenskih podjetnikov za ustanovitev podjetij.

2.3 Motivi slovenskih podjetnikov – anketni rezultati

Tudi slovenski podjetniki imajo različne motive za ustanavljanje podjetij. Kateri so ti motivi, pa nam bodo pokazali rezultati vprašalnika (Priloga 1, str. 2), ki sem ga opravila junija 2005 med slovenskimi malimi podjetji (med katerimi je bilo maksimalno število zaposlenih 30). Zaradi slabe odzivnosti podjetnikov je v vzorcu podjetij vključenih le 10 malih podjetij iz Slovenije, zato sem rezultate vprašalnika primerjala z rezultati primerljive raziskave (Glas, Vadnjal, Mirtič, 2002, str. 32), ki je bila leta 2002 opravljena med slovenskimi podjetniki in je bilo v vzorec vključenih 222 slovenskih malih in srednje velikih podjetij. Ker so bili rezultati vprašalnika iz leta 2005 zelo podobni tistim iz leta 2002, lahko trdim, da se trend ustanavljanja podjetij zaradi različnih motivov nadaljuje in ocenim rezultate vprašalnika za verodostojne.

Večina anketiranih podjetnikov je kot prvi najpomembnejši motiv za ustanovitev podjetja uvrstilo **neodvisnost** (delo na svoje), željo, da poslujejo po svojem premisleku, kar kaže na manjšo naravnost k rasti. Tudi **ekonomska nuja** je bila večkrat uvrščena kot najpomembnejši motiv za ustanovitev podjetja, kar pa je posledica prestrukturiranja velikih podjetij iz začetka 90-ih let, ko je veliko ljudi ostalo brez zaposlitve. **Želja po dosežku**, pa tudi **želja po prihodnosti** (denar) sta manj pomemben motiv. Rezultati nam povejo, da je med slovenskimi malimi podjetji veliko podjetij, ki so življenjskega sloga (lifestyle) in ne izrazito dinamična, rastoča podjetja. Njihov cilj so zadovoljni kupci ter osebna neodvisnost, finančni dosežki in rast podjetja so manj pomembni. Seveda ta motivacija in cilji podjetnikov vplivajo tudi na odnos do financiranja, zlasti do vstopa lastniških financ, ki so bolj zaželeni ob močni naravnosti k rasti.

2.4 Viri financiranja podjetij

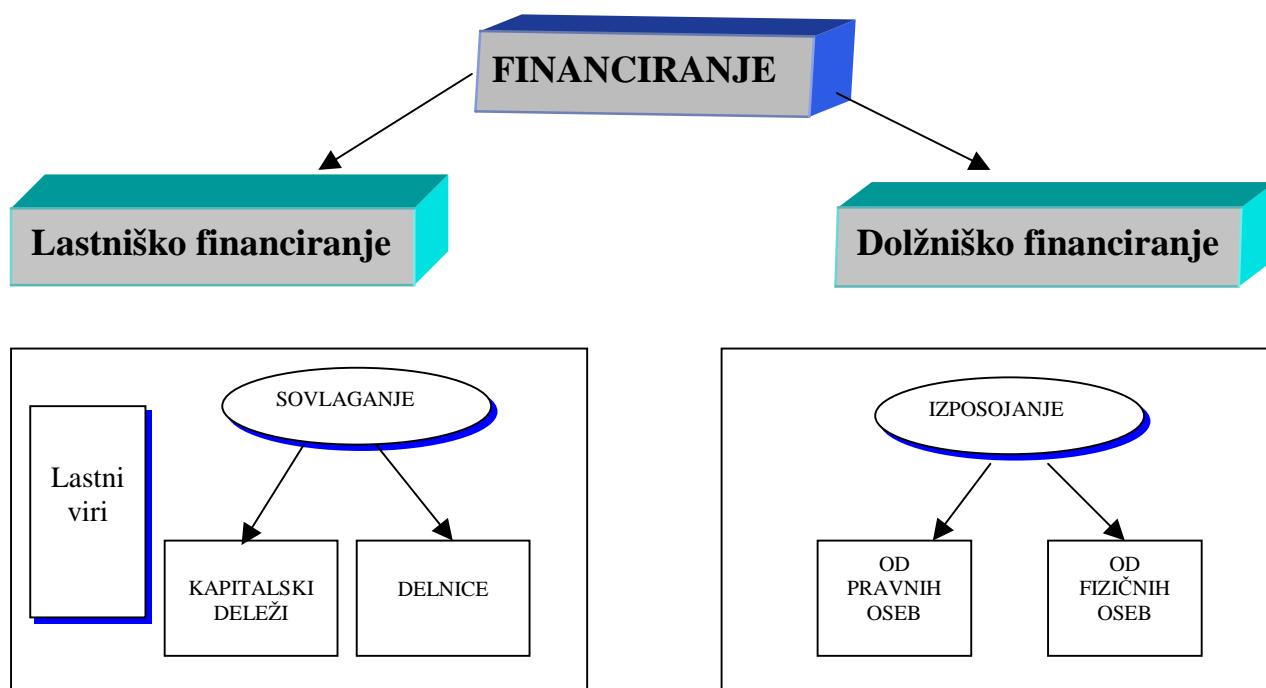
Eden ključnih problemov podjetniškega začetka oziroma zagona novega podjetja je prav pomanjkanje kapitala. Višina potrebnega semenskega in zagonskega kapitala (glej poglavji 3.3.1. in 3.3.2. na str. 14 in 15) je od panoge do panoge različna, zato je težko posploševati, koliko sredstev je potrebnih za začetek novega podjetja.

Za financiranje podjetniškega začetka in kasnejšega poslovanja podjetje izbira med različnimi viri. Kakšen vir sredstev podjetje išče, je v veliki meri odvisno od tega, koliko sredstev podjetje potrebuje in v katerem življenjskem obdobju podjetja, ali pred začetnim obdobjem, v začetnem obdobju, ali kasneje ter ali financiranje zahteva dolžniška ali lastniška sredstva (Pinterič, 2000, str. 8). Možen vir sredstev pa nakazuje tudi izbira finančne strategije.

2.4.1 Dolžniško in lastniško financiranje

V osnovi delimo vire financiranja na dolžniške in lastniške vire financiranja, kar nam prikazuje tudi Slika 1. Iz slednje lahko vidimo, da so viri lastniškega financiranja lastna sredstva podjetnika in sredstva drugih sovlagateljev, ki so lahko v podjetje vložena v obliki kapitalskih deležev ali v obliki delnic. Vlagatelju kapitala dajejo pravico do lastništva podjetja. Kadar pa si podjetnik izposodi od pravnih in/ali fizičnih oseb, govorimo o dolžniškem financiranju. To ločevanje je še posebej pomembno za podjetja, ki so v zgodnjih fazah življenjskega cikla in še niso uveljavljena na trgu ter ne ustvarjajo dobičkov, da bi si lahko privoščila kakršnokoli obliko financiranja. Dolžniška sredstva namreč zahtevajo redno izplačevanje obresti, ki pa predstavlja denarni odtok v času, ko je za podjetje najvažnejše ohranjanje največjega možnega obsega sredstev in vlaganje v razvoj. Zato je vredno dobro premisliti za katero obliko financiranja se bo podjetje odločilo.

Slika 1: Viri financiranja podjetja



Vir: Weston, 1993, str. 226.

V nadaljevanju bom opisala kakšne oblike dolžniškega in lastniškega financiranja poznamo ter v naslednjem poglavju pojasnila razliko med dolžniškim in lastniškim financiranjem.

Pri **dolžniškem financiranju** se med podjetnikom in posojilodajalcem, ki je lahko pravna ali fizična oseba, vzpostavi dolžniško-upniško razmerje, po katerem dolžnik – podjetnik/podjetje v predhodno določeni dobi vrne izposojeno glavnico skupaj z obrestmi po vnaprej določeni obrestni meri. Od teh dveh elementov (doba vračila in obrestna mera) je odvisen strošek financiranja za podjetje in s tem tudi donos za posojilodajalca. Do donosa pride pa seveda le v primeru, če dolžnik svojo obveznost lahko poravnava. V primeru stečaja pa so upniku na voljo le razpoložljiva sredstva ter pravica do odločanja v kasnejših operacijah. Zato se kreditodajalec skuša zavarovati na različne načine. Najpogostejši način je vpisovanje hipotek na premoženje (Žugelj et al., 2001, str. 28). Kot posojilodajalci se v Sloveniji pojavljajo: poslovne banke, hranilnice, podjetja za finančni lizing, podjetja za faktoring, zavarovalnice, različna ministrstva (razpisovanje garancij, subvencionirane obrestne mere, itd) in državni skladi (Javni sklad RS za podjetništvo). Najpogostejše oblike dolžniškega financiranja pa so:

- bančni krediti in obveznice,
- lombardni krediti,
- hipotekarni krediti,
- faktoring,
- forfeziranje,
- lizing,
- franšizing,
- obveznosti do dobaviteljev ter
- kreditne kartice.

Faktoring je oblika financiranja prodaje (izvoza) blaga in storitev in predstavlja pravno razmerje med finančno ustanovo (faktorjem) in podjetjem (komitentom), ki prodaja svojim partnerjem (kupcem) blago ali storitev. Faktor odkupi komitentove knjižne terjatve in opravlja vodenje knjigovodstva komitentovih terjatev do različnih kupcev. Bistvo faktoringa je, da komitent takoj po odpremi blaga in izstavitvi fakture dobi od faktorja denarna sredstva. Forfeziranje ima zelo podobno funkcijo kot faktoring, le da je ta oblika namenjena financiranju izvoza blaga in storitev, kjer mora izvoznik poleg tega ponuditi tudi srednjeročno in dolgoročno financiranje. Gre namreč za odkup srednjeročnih in dolgoročnih terjatev komitentov s strani finančne ustanove (forfeter) in s pomočjo teh denarnih sredstev lahko komitenti financirajo nadaljnje investicije .

Kadar se podjetnik (vlagatelj) odloči za vlogo sredstev v podjetje v obliki kapitalskega deleža ali delnic, ki se izrazi z lastniškim deležem vlagatelja v podjetju, govorimo o **lastniškem financiranju** poslovanja podjetja. Lastniški kapital je dolgoročni vir financiranja nekega podjetja. Gre torej za sredstva, ki pridejo in ostanejo v podjetju. Zasluge vlagatelja je odvisen od uspešnosti podjetja, izražene v udeležbi v dobičku. 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 razne dolžniške finančne institucije (npr. banke) odobrijo posojila.

Viri lastniškega financiranja so:

- lastna sredstva ustanovitelja, družine, prijateljev,
- zadržani dobički,
- **neformalni tvegani kapital (poslovni angeli),**
- **formalni tvegani kapital (skladi tveganega kapitala),**
- zaprta prodaja,
- sredstva drugega podjetja,
- javna prodaja delnic.

Vse naštetе vire lastniškega financiranja pa lahko delimo na vire začetnega in nadaljnega lastniškega financiranja. Viri začetnega lastniškega financiranja so lastna sredstva ustanovitelja, družine, prijateljev, poslovni angeli, špekulanti in podjetja tveganega kapitala (skladi). Med vire nadaljnega lastniškega financiranja pa štejemo vse vire začetnega lastniškega financiranja ter investicijske sklade, privatno ponudbo delnic in javni razpis delnic (Gradišar, 2003, str. 3).

2.4.2 Prednosti lastniškega pred dolžniškim financiranjem

Zanesljivega odgovora na vprašanje, ali je financiranje z lastniškim kapitalom boljše ali slabše od financiranja z dolgom, ni. To je namreč odvisno od oblike podjetja, ki ga podjetnik ustanavlja, njegove bonitete, podjetnikovega nagnjenja k tveganju, kot tudi od njegove možnosti dostopa do dolžniških sredstev ali lastniških sredstev in pogojev, ki so z njimi povezani. V splošnem pa je pametno, da se uporabi lastniški kapital v predzačetni dobi, četudi je na voljo tudi dolg (Ronstadt, 1988, str. 31). To potrjuje tudi primer podjetja Vitalis, ki ga predstavljam v poglavju 2.4.3. (str. 11-12). Kleindienst (2000, str. 47) meni, da se le redkokatero slovensko podjetje sistematično ukvarja z enim od temeljnih vprašanj poslovnih financ: kolikšen delež poslovanja financirati z lastniškim in kolikšen z dolžniškim kapitalom? Vsak podjetnik mora kljub temu nedvomno poznati razliko med viroma financiranja ter prednosti in slabosti, ki jih prinašata. Zato bom v nadaljevanju opisala **razliko med dolžniškim in lastniškim kapitalom** na primeru odnosa, ki v prvem primeru nastane 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 (nepremičnine, stroji), če pa podjetje teh sredstev nima, pa pogosto tudi z zastavno pravico na podjetnikovo osebno premoženje. V najslabšem možnem primeru lahko torej podjetnik s svojo družino ostane na cesti brez strehe nad glavo, kar je gotovo velika tragedija (Vadnjal, 2000, str. 21). Banke pogosto financirajo že uveljavljena podjetja, ker so veliko manj tvegana kot mlada - še neveljavljena podjetja. Pri podelitvi kredita jih zanima predvsem poslovanje podjetij v preteklosti, saj si edino na ta način lahko pridobijo sliko o podjetju in njegovi uspešnosti. Možnosti nadaljnega poslovanja in poslovne prilžnosti podjetja v katerega vlaga, 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 »v dobrem in slabem smislu« pravi Vadnjal (2000, str. 21). To pomeni, da dobijo vlagatelji sredstva povrnjena le v primeru rasti in dobičkonosnosti podjetja. V primeru propada pa to seveda pomeni izgubo za vlagatelja. Lastniški kapital za razliko od dolžniškega torej s seboj nosi proporcionalni del podjetniškega tveganja, tudi nobenih jamstev ne morejo zahtevati, kot to zahtevajo kreditodajalci. Ob izstopu iz podjetja (ponavadi je to po petih do desetih letih) pa so vlagatelji deležni kapitalnega dobička, ki ga dosežejo s tem, ko se odločijo za eno od oblik izstopa iz podjetja (Vadnjal, 2000, str. 22):

- svoj delež prodajo podjetniku ali managementu podjetja,
- svoj delež prodajo drugemu vlagatelju,
- podjetje se v celoti proda,
- podjetje gre z delnicami na borzo (ta možnost izhoda je v Sloveniji še zelo nerazvita), kar je **eden od** razlogov, da lastniški kapital (tvegani kapital) ni v večji meri zastopan v slovenskih podjetjih.

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 večji finančni rezultat. Financiranje s tveganim kapitalom je primerna oblika financiranja MSP, saj vlagatelj tveganega kapitala ves čas spremlja poslovanje podjetja ter mu nudi razne vrste pomoči, saj stremi k temu, da bi bilo podjetje čim bolj uspešno in želo čim večje donose.

V Sloveniji se mala podjetja financirajo pretežno lastniško (lastna sredstva ustanovitelja, kasneje zadržani dobički), če pa je dodatno financiranje neizogibno, pa si podjetja denar najraje sposodijo pri banki, čeprav je dolžniški kapital pri nas zelo drag (Žugelj, 2001, str. 30). 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 odvisna od poleg kapitalne strukture tudi od raznih parametrov okolja, v katerem podjetje deluje (Vadnjal, 2000, str. 22).

2.4.3 Kdaj v podjetje z lastniškim in kdaj z dolžniškim kapitalom

Lastniško financiranje lahko nadomešča, največkrat pa dopolnjuje dolžniški kapital in eventualne državne podpore pri financiranju rasti podjetja, to pomeni pri uvajanju novih proizvodov, tehnologij, itd. Za samo ustanovitev podjetja pa je lastniški kapital ključen, ki ga

običajno zagotovi podjetnik sam oz. skupaj z družino, meni Mramor (1993, str. 250). Ustrezen obseg lastniškega kapitala naj bi predstavljal tudi osnovo za zadolžitev podjetja, saj naj bi omogočil poravnavanje obveznosti do kreditodajalcev, tudi v primeru manjše izgube iz poslovanja. Viri lastniškega financiranja pa so v kasnejših stopnjah razvoja različni. Njihova različnost je delno odvisna od organizacijske oblike podjetja, delno pa je tudi od poslovnih (ne)zmožnosti podjetja (Mramor, 1993, str. 251).

Kot sem že v prejšnjem odstavku omenila, se financiranje ustanovitve in samega zagona podjetja izvede s sredstvi podjetnika (lastnika, njegove družine in prijateljev). Kasneje, ko podjetje išče dodatne vire, se lahko dokapitalizira z novimi kapitalskimi vložki, ki izvirajo iz lastnih prihrankov ali pa z reinvestiranjem dobička. Vendar je lastnik navadno lastne prihranke že vložil, dobički pa ne zadostujejo za doseganje zadanih poslovnih ciljev, zato se poslužuje drugih oblik zbiranja sredstev in kot eden od možnih virov se pojavi neformalni tvegani kapital. V tej fazi tudi podjetje nima na voljo dovolj podatkov o preteklem poslovanju ter ne izpolnjuje še drugih pogojev, ki so potrebni za pridobitev dolžniških sredstev, npr. bančnih kreditov. Zato je skupina neformalnih investorjev izjemno pomembna, saj financira velik obseg novih podjetij. Ko pa ima podjetje na voljo tudi podatke o preteklem poslovanju, lahko pridobiva sredstva tudi v obliki bančnih posojil in dobaviteljskih kreditov (Ronstadt, 1988, str. 33). Toda tu gre za kratkoročno dolžniško financiranje, ki je bolj premostitvenega značaja, namenjeno reševanju likvidnostnih težav. Banke, skladi tveganega kapitala in drugi institucionalni viri redko investirajo, preden podjetje ne deluje že vsaj nekaj časa in ima željo po sredstvih za širjenje in rast podjetja. Šele v fazi bistvene širitve podjetja, in ko je podjetje že zrelo in trdno, se podjetniki lahko poslužujejo možnosti prodaje lastniških vrednostnih papirjev in financiranja z zadržanimi dobički (Mramor, 1993, str. 251).

Vendar mora podjetje tudi v kasnejših fazah življenjskega cikla, npr. faza razvoja ali faza rasti, skrbno izbirati med viri financiranja, ki so mu na voljo, da ne zaide v likvidnostne težave. Kot primer bi navedla slovensko podjetje »Vitalis«, za katero je bilo kratkoročno, dolžniško financiranje poslovanja usodno, saj se je le-to znašlo v prevelikih likvidnostnih težavah. Zanimiv podatek za mojo diplomsko pa je, da so vodilni v podjetju videli edino možno rešitev za ponovno oživitev podjetja v tveganem kapitalu.

Podjetje »Vitalis«, ki je proizvajalo energijske stole je v *fazi razvoja* naredilo usodno napako pri financiranju le-tega. Ker so za investiranje v opremo potrebovali trikrat več denarja kot so imeli lastnih sredstev, so začeli iskati zunanje vire. Najprej so poskusili z dolgoročnimi, ki jih pri bankah niso dobili. Nato so se začeli pogovarjati z dvema skladoma tveganega kapitala, in sicer s skladom Horizonte, kjer so izdelek ocenili za preveč tvegan, ker je šlo namreč za popolno novost na trgu. V drugem primeru, ko je za skladom stala banka, pa je bila nujna garancija (dejansko niti ni šlo za tvegani kapital). Edini, ki so jim bili pripravljene dati dolgoročni kredit so bili na Tehnološko razvojnem skladu, od katerega so dobili le 20 % denarja od celotne vrednosti projekta. Nato so dodatni denar začeli iskati med kratkoročnimi viri pri bankah. Zanimivo, da so jim banke brez problema dajale kratkoročna posojila, nikakor pa ne dolgoročnih. Financiranje razvoja s kratkoročnimi posojili je spravilo podjetje v

nelikvidnost, zadolženost in upočasnjen razvoj. Direktorica podjetja meni, da bi bilo boljše, da država ne bi zagotovila niti tistih 20 % denarja, ker tako podjetnika samo vzpodbudi za nadaljnji razvoj, ki pa ga kasneje ne more financirati. V podjetju so takrat videli edino možno rešitev, ki bi jih spravila iz likvidnih težav, v povezavi z zunanjim, po verjetnosti tudi tujim strateškim partnerjem, ki bi podjetje dokapitaliziral. Za uspeh izdelka so se bili pripravljene odpovedati lastništvu, tudi večinskemu deležu, saj je bila edino tu rešitev, da obdržijo razvoj podjetja (Kaučič, 2000, str. 32-33). Glede na podatke iz GV IN-a so isti ustanovitelji leta 2000 ustanovili novo podjetje »Vitalis e – style«, vendar so podatki o njegovem poslovanju le za dve leti. Lani pa je bilo podjetje izbrisano iz registra (GV IN, 2005). Iz tega lahko sklepamo, da se podjetje ni dovolj opogumilo in sprejelo kakšnega zunanjega strateškega partnerja ob ustanovitvi novega podjetja, ampak je ostalo v krogu istih ustanoviteljev. Tudi zaradi tega se podjetju ni uspelo obdržati na tržišču dalj časa.

Raziskava, ki jo je pred nekaj leti opravilo svetovalno podjetje Price Waterhouse med evropskimi ustanovitelji/lastniki podjetij je pokazala, da jih je kar 60 % financiralo svojo **rast** izključno s pozitivnim denarnim tokom, dolgoročne vire financiranja pa so začeli iskati šele, ko so zašli v likvidnostne težave. Vendar je tudi med dolgoročnimi viri prevladoval dolgovan kapital v povprečju do dveh tretjin vseh sredstev. V Severni Ameriki je položaj ravno obraten: kar dve tretjini sredstev je financiranih z lastniškim kapitalom, ki pa seveda ni samo ustanoviteljski, ampak v veliki meri tudi rizični (tvegani) in kapital poslovnih angelov (Vadnjal, 2000, str. 21-22).

3 TVEGANI KAPITAL KOT VIR FINANCIRANJA

3.1 Kaj je tvegani kapital

Tvegani kapital, ki ga v angleški literaturi pojmujejo kot »venture capital« (»private equity«)⁴, je po opredelitvi EVCA⁵ (European Venture Capital Association) posebna oblika lastniškega kapitala zasebnikov ali investicijskih podjetij, vložen v posameznika, ki ima izvirno idejo ali patent, v mlada, hitro rastoča podjetja ali spreminjajoča se zasebna podjetja z enkratno poslovno priložnostjo oziroma inovacijo s potencialom, da se razvijejo v uspešna regionalna, kontinentalna ali globalna podjetja. Glavni cilj investorjev je dolgoročni kapitalski dobiček, ki poplača prejeta tveganje, zato investorji zelo pogosto aktivno sodelujejo pri vodenju podjetja in pomagajo podjetnikom z znanjem in poznanstvi (EVCA Yearbook, 2002, str. 11). Angleška beseda nam pove, da gre za drzno dejanje, če se nekdo odloči, da vloži svoje

⁴ Venture capital in private equity ju pri nas pogosto zamenjujemo, v razvitih državah pa strogo ločujejo ta dva izraza. In sicer EVCA ju opredeljuje tako: Prvi izraz uporabljajo, ko gre za naložbo za ustanovitev novega podjetja ali pa za naložbo, ki poveča osnovni kapital v že obstoječi družbi oz. v zelo mladi družbi (razvojni kapital, ang. development capital). Tu gre predvsem za čisti tvegani kapital. Drugi izraz pa so naložbe, ko gre za notranji oz. zunanji odkup družbe, kar pomeni, da so vključene tudi zasebne naložbe podjetij v druga podjetja. Tvegani kapital, ki je zajet v EVCA, je večinoma privat equity capital.

⁵ European Venture Capital Association (Evropsko združenje tveganega kapitala), ustanovljeno 1983. Več o organizaciji: <http://www.evca.com/html/home.asp>.

premoženje v podjetje na takšen način. Za to obliko kapitala je značilno, da vstopa predvsem v zgodnjih fazah razvoja podjetja, ko je tveganje propada podjetja največje.

Dejstvo je, da je tvegani kapital vir lastniškega financiranja in da investiranje v obliki tveganega kapitala zahteva določene izkušnje, nagrado za investiranje tveganega kapitala pa predstavljajo tvegani dobički. Na drugi strani pa lahko financiranje tveganega kapitala prinaša z vidika podjetnika močno izgubo nadzora nad podjetjem, saj investitorji tveganega kapitala niso zainteresirani za investiranje na osnovi usode, upanja ali dobrodelnosti. Pri tveganem kapitalu se pričakuje velik kapitalski dobiček ob sicer visokem tveganju, in sicer investitor običajno pričakuje povprečno letno donosnost 40 odstotkov. Ta visoka donosnost se realizira šele potem, ko investitor proda svojo udeležbo v podjetju (pet do deset let), ki ga je financiral. Praviloma namreč vrsto let ni nobenega dobička. Pri tveganem kapitalu velja tudi pravilo 2 : 6 : 2, kar pomeni, da se od desetih naložb tveganega kapitala običajno izkažeta dve kot izjemno donosni, dve kot čista izguba, šest pa jih ostane povprečnih (Žugelj et al., 2001, str. 42).

Na tem mestu je tvegani kapital smiselno ločiti tudi na:

- formalni tvegani kapital, tu mislimo predvsem na sklade tveganega kapitala oz. na institucionalizirano obliko tveganega kapitala,
- neformalni tvegani kapital, ki ga predstavljajo bogati posamezniki, t.i. poslovni angeli.

Kasneje v diplomski nalogi (glej poglavje 3.5. na str. 18-19) bom predstavila razliko med tema dvema viroma pri financiranju malih in predvsem mladih podjetij.

3.2 Značilnosti investicij tveganega kapitala

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

- **Je trajen:** financer vlaga v podjetje, ne da bi želel povračilo; pridobitveni motiv, zaradi katerega vlaga tvegani kapital, je, da ob pravem času odproda svoj delež po vrednosti večji od vloženega (ustvari kapitalski dobiček), lahko pa se zadovolji tudi z nadaljnim lastništvom, če naložba postane zelo ugodna (delež v dobičku).
- **Nudi pomoč pri upravljanju**⁶: investitorji tveganega kapitala podjetnikom tudi pomagajo pri managementu podjetja, da bi bilo le-to čimbolj uspešnejše. Torej investitorji tveganega kapitala ne nudijo zgolj finančne pomoči, ampak tudi pomoč pri poslovanju. Prednost pa je ta, da se ne vpletajo v vsakodnevne poslovne odločitve, ampak pomagajo podjetju pri večjih stvareh kot so npr. pridobivanje novih poslov, ekspertnem svetovanju, navezovanju stikov z drugimi finančnimi ustanovami itd.
- **Višji donos:** financerji tveganega kapitala pričakujejo višji donos kot pri posojanju; pričakovani donosi so med 30 in 50 odstotki, izhajajo pa predvsem iz kapitalskega dobička.

⁶ Vrste nefinančne pomoči, ki jih nudijo investitorji tveganega kapitala so podrobneje opisane v poglavju, ko sem analizirala vprašalnik v poglavju 3.11, str. 34).

- **Visoka stopnja potrpežljivosti:** tvegani kapital je tudi t.i. potrpežljivi kapital; je tisti, ki ne pričakuje takojšnjih donosov, ampak računa na uspeh v daljšem roku (od 5 do 10 let).

Raziskave po svetu ugotavljajo, da podjetja, v katerih je tvegani kapital, hitreje rastejo in so veliko uspešnejša. Zelo dobro misel navaja Vadnjal (2000, str. 22), ki pravi, da čeprav boste kot podjetnik dobili najbrž manjši kos torte kot drugi vlagatelji tveganega kapitala – vaši partnerji, pa je bistvo vsega v tem, da bo ta kos torte kljub vsemu bistveno večji, kot bi ga lahko spekli sami.

3.3 Sedem investicijskih stopenj tveganega kapitala

Bovaird (1990, str. 29-64) definira sedem stopenj investiranja tveganega kapitala. Te stopnje se vsaj delno skladajo z življenjskim ciklom podjetja, saj kažejo, kakšen kapital potrebuje podjetje v posamezni fazi življenjskega cikla. Za posamezno fazo pa so značilne različne vrste investicij tveganega kapitala, ki jih ločimo glede na doseženi razvoj podjetja, v katerega se investira kapital, glede na zrelost podjetja in dolžino časa do realizacije investicije.

Investicijske stopnje tveganega kapitala po Bovairdu torej so:

1. semenski kapital;
2. zagonski kapital;
3. financiranje zgodnje faze;
4. financiranje druge runde;
5. razširitveni kapital;
6. zunanji in notranji odkup;
7. vmesne finance.

Omenjene investicijske stopnje se v grobem razdelijo na tri faze, ki se skladajo s potrebami podjetja, ki nastajajo v posamezni življenjski dobi:

1. zgodnje financiranje (semenski + zagonski kapital);
2. financiranje razvoja (zgodnja faza + druga runda + razširitveni kapital);
3. financiranje poznih faz in prevzemi ter odkupi podjetij.

V nadaljevanju bom opisala značilnosti vsake faze, ker je pomembno, da vsak podjetnik pozna možnosti financiranja prilagojene posameznim fazam, v katerih se nahaja podjetje.

3.3.1 Semenski kapital

Semenski kapital (angleško: seed capital) je povezan z nastankom, razvojem in proučevanjem smiselnosti podjetniške ideje oziroma podjetniškega projekta. To so finance, ki jih potrebuje podjetje tedaj, ko nastaja podjetniška ideja in mogoče tudi vzorčni proizvod/storitev, vendar še nista razvita do take faze, da bi ju lahko poskusno proizvajali. Za to fazo je značilen majhen obseg investicij. Semenski kapital je v glavnem kapital podjetnika, njegovih prijateljev in partnerjev. Najemanje kreditov za podjetnika in pridobivanje zahtevnejših oblik

kapitala bi bilo pretvegano, saj ni v tem obdobju nobenega zagotovila, da bo projekt dejansko uspel in da bo podjetju uspelo vračati glavnice in obresti. Tudi tvegani kapital ni oblika kapitala, ki bi bila značilna za financiranje te faze, saj je le-ta tudi najbolj tvegana faza v ciklu investicij tvegane kapitala. Po drugi strani pa omenjena faza omogoča izjemne zaslužke za investitorje in je na dolgi rok odlična priložnost za doseg visokih kapitalskih dobičkov. Ker podjetnik v tej fazi potrebuje več kot le denar, so investitorji tvegane kapitala zelo primerni, saj je to prav njihova značilnost, da poleg finančne pomoči nudijo tudi nefinančno pomoč (svetovanje, pomoč, idr. ...). Običajni časovni horizont do realizacije investicij semenskega kapitala je 5 do 7 let.

3.3.2 Zagonski kapital

Zagonski kapital (ang. start-up capital) se razlikuje od predhodne faze po tem, da je podjetje, v katerega se investira, že bližje ustanovitvi in zagonu. Ta kapital se namreč še vedno potrebuje za razvoj proizvoda, vendar že v fazi, ko je mogoče organizirati poskusno proizvodnjo in tudi izpeljati začetni marketing. Podjetje potrebuje denar, da pripravi opremo, surovine, material, delovno silo, idr., vse kar omogoča normalno proizvodnjo. Investiranje v zagonski kapital je še vedno zelo tvegano dejanje, saj so zneski večji kot v primeru semenskega kapitala. Kapital podjetnika, njegovih prijateljev in partnerjev je v tej fazi še vedno pomemben vir financ. Za investitorje tvegane kapitala pa omenjena faza predstavlja manjše tveganje kot stopnja semenskega kapitala, vendar je malo investitorjev tvegane kapitala, ki bi imeli interes vlagati na tej investicijski stopnji, saj so zneski investicij še vedno majhni in čas do realizacije še vedno dolg. Običajni časovni horizont za investicije v zagonski kapital je 8,5 let.

3.3.3 Zgodnja faza

V zgodnji fazi (ang. early-stage finance) so finance namenjene predvsem dokončanju proizvoda in s tem omogočanju normalne in v nekaterih primerih tudi serijske proizvodnje, vendar po drugi strani še ne predstavljajo optimalne velikosti proizvodnih zmogljivosti podjetja. Z zgodnjo fazo podjetnik prestopi črto, prek katere se ne more več vračati v preteklost brez zanj določenih posledic, saj je investiral že preveč, da ne bi poskušal pripeljati podjetja do zamišljene velikosti. Za to fazo je značilna popolna komercializacija proizvoda ali storitve in pridobivanje prvega izkupička od prodaje proizvoda, vendar proizvodnja še ne prinaša dobička in zahteva dodatna finančna sredstva, da jo ohranimo in mnogokrat tudi povečamo. Odsotnost pozitivnih denarnih tokov v tej fazi povečuje tveganje za vstop tvegane kapitala, ki v tej fazi ponavadi še ne vstopa in je zato tudi na tej stopnji podjetnik v veliki meri še vedno odvisen od svojih sredstev, sredstev prijateljev, znancev, družine in zlasti partnerjev. Običajni časovni horizont do realizacije investicij zgodnje faze je že manjši in znaša 4 do 5 let.

3.3.4 »Druga runda«

S financiranjem druge runde (ang. second-round finance) naj bi podjetje dozorelo in postalo sposobno normalno poslovati na trgu in tudi ustrezno rasti. Zato je financiranje druge runde v določeni meri prehodno financiranje, ki je rezultat uspešnega financiranja v zgodnji fazi in hkrati podlaga za kasnejše financiranje rasti podjetja. V tej fazi se pojavljajo vse oblike kapitala, s tem da na pomenu izgublja zasebni kapital podjetnika oz. tiste oblike kapitala, ki so omogočile nastanek samega podjetja in obstoj podjetja v prvih dneh njegovega delovanja. Vse bolj se uveljavlja tudi dolžniški kapital v najrazličnejših oblikah. Pomembni postanejo tudi dobavitelji in kupci, hkrati pa vstopajo v podjetje tudi financerji tveganega kapitala, saj je usoda podjetja v tem času zelo pregledna in zato tudi privlačna za tvegani kapital. Običajni časovni horizont do realizacije investicij druge runde je krajši kot pri predhodnih fazah.

3.3.5 Kapital za razširitev

Na tej stopnji podjetje uporablja kapital za razširitev (ang. expansion or development capital), ki je potreben za normalno življenje rastočega podjetja, ki se že približuje fazi zrelosti. Z njim se razširja proizvodnja, investira v nove trge, v izboljšave proizvodov, v dodatni obratni kapital, v zaposlovanje nove specializirane delovne sile, v novo organizacijo podjetja, idr. Prihodnost podjetja je v tej fazi dobro vidna, donosi so visoki in zato so investicije v razširitev manj tvegane in povezane z visokimi nagradami za investitorje. V to fazo vstopajo vse oblike kapitala, najbolj aktiven pa je prav tvegani kapital, saj so tu visoki kapitalski dobički z investiranjem najbolj zagotovljeni. Običajni časovni horizont do realizacije investicij v tej fazi je tri do pet let.

3.3.6 Odkup podjetja

To je faza, ko rastoče podjetje želi svoj uspeh izkazati na ta način, da v neki življenjski fazi postane dobičkonosni predmet nakupa oz. prodaje. To je tedaj, ko po eni strani tržno, kadrovsko, organizacijsko in proizvodno dozori, po drugi strani pa jasno izraža možnosti realizacije visokih dobičkov tudi v bodočih letih. Tedaj se cena takega podjetja ne oblikuje zgolj po vrednosti premoženja, ki ga sestavlja, pač pa predvsem po pričakovanih donosih v bodočnosti, ki pogosto nekajkrat presegajo vrednost premoženja v podjetju v času prodaje. V takem trenutku nastaneta potrebi po dveh vrstah kapitala, s katerima se uresničujeta dva različna cilja, in sicer govorimo o t.i. notranjem odkupu s strani posloводства in t.i. zunanjem odkupu podjetja.

a) Notranji odkup podjetja s strani posloводства

Ponavadi se zgodi, da je prav podjetnik zainteresiran za odkup podjetja (ang. management buy-out), nakar postane ne le manager, temveč tudi lastnik podjetja. Mnogokrat se zgodi, da podjetnik odkupi le del proizvodnje oz. posamezni oddelek v obstoječem podjetju, v obeh primerih pa potrebuje sredstva. Najem kredita je predrag način za takšen nakup podjetja s

strani podjetnika, le dovolj visoki dobički omogočajo »servisiranje« (plačevanje obresti in glavnice) tovrstnih kreditov. Prav zaradi tega je odkup s strani posloводства običajno tipična investicija tveganega kapitala, pri kateri podjetnik pridobi za odkup trajni kapital, pomoč tveganega kapitalista in veliko mero njegove potrpežljivosti. Tvegani kapitalist, ki je financiral notranji odkup predvideva, da bodo podjetniki in managerji, ki so kupili podjetje, še naprej uspešno vodili podjetje in mu zagotavljali, da bodo v nekem trenutku s prodajo podjetja zagotovili pomemben del kapitalskega dobička, s katerim si bo kot financer tveganega kapitala lahko povrnil vložena sredstva. Običajni časovni horizont do realizacije investicije je le še 2 do 3 leta.

b) Zunanji odkup podjetja

V primeru zunanjega odkupa (ang. management buy-in) gre za financiranje kupcev, ki naj bi kupili podjetje od lastnikov, ki se želijo umakniti iz posla. Gre za skupino managerjev, ki želi prevzeti podjetje, ker meni, da ga lahko s svojim znanjem in sposobnostmi spremeni v uspešno podjetje. V teh primerih se kot viri za nakup podjetja pojavljajo: lastni kapital managerjev, kapital tveganih kapitalistov in dolžniški kapital. Dolžniški kapital je v tej fazi zelo neprimerna oblika financiranja zunanjega odkupa, saj ni verjetno, da bi novo podjetje dosegalo take dobičke, ki bi omogočali novim lastnikom plačevanje glavnice in obresti. Zato je financiranje takšnega odkupa bolj podprto s strani tveganega kapitala, ki na ta način olajša kupcem nakup podjetja, tveganemu kapitalu pa daje ustrezno donosnost in varnost pri financiranju.

3.3.7 Vmesne finance

Vmesne finance (ang. bridge finance) vstopajo v podjetje v zadnji fazi pred prodajo podjetja, ki zgolj dopolnjujejo že obstoječe financiranje podjetja in hkrati omogočajo, da stara upravljavška ekipa upravlja podjetje, dokler ne pride v podjetje nov lastnik. Do teh potreb pa pride, ker je mnogokrat potrebno daljše obdobje za pripravo in izvedbo prodaje podjetja. V tem času pa stari lastniki in upravljavci podjetja nimajo velikega interesa, da bi vlagali dodatni kapital, zlasti pa ne kakšne trajne oblike kapitala. Po drugi strani pa novi lastniki še niso vstopili v podjetje in ga tudi ne morejo financirati. Zato morajo sami v podjetju pridobiti finance za poslovanje. Tvegani kapital, ki temelji na upravljavski pravici ni primeren za tako obliko financiranja, saj je jasno, da se bo upravljavška funkcija prenesla od starih k novim lastnikom podjetja. Tako vmesno financiranje omogoča bančno posojilo ali vir, podoben bančnemu posojilu z določenimi upravljavskimi možnostmi, ki jih financer prenaša na staro vodstveno ekipo v podjetju.

3.4 Razvoj tveganega kapitala v ZDA in Evropi

Panoga tveganega kapitala je danes v razvitih državah zrela in zelo formalizirana. Najprej se je razvila v ZDA in sicer, pomembno vlogo je tu odigrala država s spremembo zakonodaje in spremembo pogojev na trgu vrednostnih papirjev. S spremembo zakonodaje so omogočili, da

lahko zavarovalnice, pokojninski skladi in druge institucije vložijo v sklade tveganega kapitala, uzakonili so nizko obdavčitev kapitalskih dobičkov, ki pomembno vpliva na donosnost tveganega kapitala ter sprejeli zakon o spodbujanju investicij v malo gospodarstvo z dajanjem ugodnih kreditov finančnim družbam, ki so se obvezale, da bodo na podoben način kot skladi tveganega kapitala ta denar plasirala v mala podjetja. Pri borznih gibanjih je za sklade predvsem pomembno, koliko so investitorji pripravljene vlagati v nove vrednostne papirje, torej kakšne so perspektive za javne ponudbe delnic njihovih portfeljskih podjetij. Ko je leta 1988 prišlo do zloma borze, ki je ustavil kotacije novih podjetij in s tem tudi rast panoge tveganega kapitala, so postali tvegani kapitalisti bolj previdni in posledica tega je bil precejšen upad števila novih podjetij, kar za 50 %, leta 1988 (Morris, 1992, str. 9). Danes deluje v Ameriki več kot 800 skladov tveganega kapitala.

Tudi v EU so začeli namenjati vse več pozornosti razvoju hitro rastočih podjetij z razvijanjem ugodne regulative, namenjene razvoju tveganega kapitala. Ker je Slovenija polnopravna članica EU, je za poslovanje izjemno koristno poznavanje vloge tveganega kapitala v okviru evropskih držav. Iz Amerike se je tvegani kapital prenesel tudi v druge dele sveta, tako se je pričel v **Evropi** razvijati v osemdesetih letih, v devetdesetih je sledila hitra rast, ki pa je dosegla prvi vrhunec leta 2000, drugega - rekordnega pa leta 2004 (Slika 3 na str. 21). Tvegani kapital je v Evropi kar nekaj časa potreboval, da se je razvil. Glavni vzrok za to je bilo še nepripravljeno okolje. Toda s časom se je to začelo spreminjati. Ljudje (poslovneži) so postajali vedno bolj ambiciozni in pripravljene sprejeti tveganje. Anketa o atraktivnih načinih investiranja celo pravi, da kar 42 % vseh vprašanih britanskih poslovnežev trdi, da je investiranje v tvegani kapital najatraktivnejši način investiranja (EVCA Yearbook 2002, str. 12-13). Z leti so se izboljšale tudi možnosti izstopa investicij. Prej so tvegani kapitalisti za izhod uporabljali predvsem lokalne trge. Dandanes za izstop uporabljajo predvsem borzo vrednostnih papirjev, kot je Euronex. Velik vpliv na hitrejši razvoj tveganega kapitala ima tudi globalizacija. Zaenkrat je trg tveganega kapitala v Evropi še vedno segmentiran nacionalno. Vendar je v interesu EU, da bi se meje čimprej izbrisale. To pa zna zelo zanimivo vplivati na razvoj tveganega kapitala v Evropi. S tem se bo trg tveganega kapitala razširil, konkurenca se bo povečala, portfelj skladov tveganega kapitala se bo razširil na tuje investitorje, a najpomembnejše je, da bodo s tem podjetja dobila veliko večjo možnost izbire sredstev tveganega kapitala, saj je problem trgov tveganega kapitala v evropskih državah veliko večje povpraševanje po tveganem kapitalu (s strani podjetnikov), kot je ponudba tveganega kapitala (s strani investorjev).

Za lažje razumevanje nadaljnjega besedila pa je dobro, da predstavim razliko med formalnim in neformalnim tveganem kapitalom.

3.5 Razlika med formalnim in neformalnim tveganim kapitalom

Ko govorimo o formalnem tveganem kapitalu, mislimo predvsem na sklade tveganega kapitala, zato bom v nadaljevanju pisala o skladih tveganega kapitala. Pri neformalnem

tveganem kapitalu pa mislim na poslovne angele, zato v nadaljevanju pišem o poslovnih angelih.

Med skladi tveganega kapitala in poslovnimi angeli je razlika predvsem v njihovi organiziranosti, saj so skladi finančne institucije, ki delujejo kot posredniki med investitorji tveganega kapitala in podjetji, ki povprašujejo po tveganem kapitalu. Investitorji v sklade tveganega kapitala dajejo manjše zneske denarja dolgoročno v roke tveganim kapitalistom. Tvegani kapitalisti pa ta akumuliran kapital vlagajo v portfelj svojih podjetij. Vlagatelju, ki se odloči vložiti svoje prihranke v sklad tveganega kapitala, usposobljene službe tega sklada (tvegani kapitalisti) za ustrezno provizijo (ki jo plača vlagatelj) razpršijo njegov denar tako, da ob minimalnem predvidenem tveganju ta kapital prinaša maksimalne dobičke. Ostali finančni subjekti nalagajo svoja finančna sredstva za razliko od skladov tveganega kapitala v podjetja prek različnih finančnih instrumentov (Penca, Vadnjal, 2002, str. 5). Bistvena razlika je tudi v tem, da skladi tveganega kapitala financirajo predvsem visoko tehnološka, hitro rastoča podjetja, t.i. gazele, ki so že prešla predzačetno obdobje in so se že postavila »na svoje noge«. Poleg tega pa skladi vlagajo v podjetja le večje zneske, saj imajo ponavadi formaliziran proces preverjanja poslovne ideje in odločanja o investiciji, za kar potrošijo relativno veliko časa in sredstev, tako da se jim z manjšimi zneski ne splača ukvarjati.

Zasebni vlagatelji – poslovni angeli pa nastopajo brez posrednika in vlagajo denar neposredno v podjetje. Za razliko od skladov tveganega kapitala se odločijo za vstopanje v podjetja, ko se le-ta nahajajo še v zelo zgodnji fazi razvoja, še preden pride v podjetju do komercializacije produkta ali storitve in ko gre za manjše zneske kapitala. Ti zneski kapitala so predvsem med najvišjimi možnimi zneski bančnih posojil in zneski, ki že zanimajo sklade tveganega kapitala (Žugelj, 2001, str. 59). Evropski poslovni angeli so pripravljene vložiti v podjetje že od 10.000 evrov za razliko od skladov tveganega kapitala, ki investirajo večje zneske (nad 250.000 evrov). Za primerjavo naj povem, da tipična investicija poslovnega angela v ZDA znaša med 20.000 in 50.000 dolarji. Značilno zanje je, da težijo predvsem k investiranju na lokalni ravni, največkrat v panogo, v kateri že imajo izkušnje. Na njihovo odločitev za investicijo ne vplivata toliko rast ter interna stopnja donosa (kot pri skladih tveganega kapitala), temveč dajejo večji poudarek na osebnostno ustreznost in složnost s podjetnikom (Vadnjal, 2003, str. 86). Organizirajo se sicer v klube (v Sloveniji imamo »Klub poslovnih angelov«, ki deluje preko PCMG) in združenja, katerih osnovni namen je pravzaprav izmenjava informacij o ponudbi (s strani vlagateljev) in povpraševanju (s strani podjetnikov) po lastniškem kapitalu, ne pa upravljanje z akumuliranim kapitalom. Za razliko od skladov tveganega kapitala so poslovni angeli zainteresirani za vlaganje v podjetja, v začetnem in zgodnjem obdobju razvoja. Zato lahko trdimo, da so poslovni angeli izjemno pomemben vir financiranja, saj financirajo velik obseg novih podjetij (Ronstadt, 1988, str. 33).

3.6 Formalni tvegani kapital

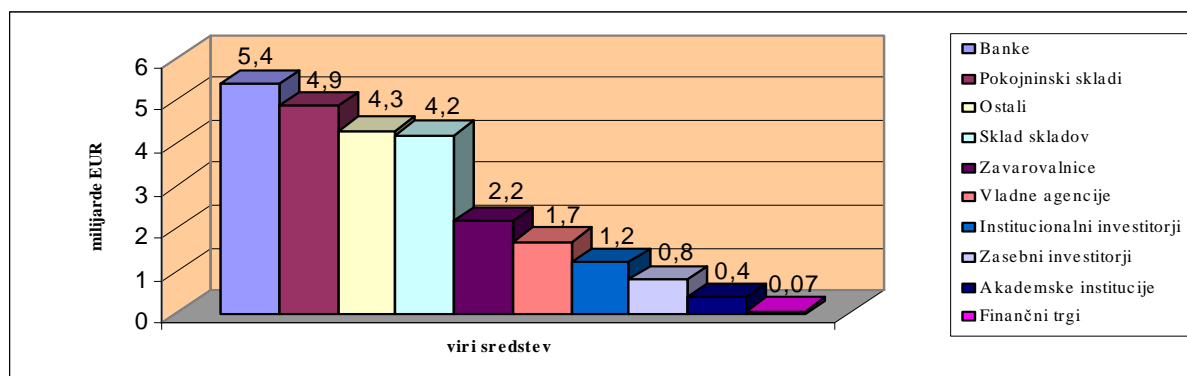
Formalni tvegani kapital je organiziran v t.i. sklade tveganega kapitala – specializirane finančne institucije, ki neposredno dolgoročno investirajo v hitro rastoča, visoko tehnološka

podjetja, t.i. gazele. Ta podjetja so zelo pomembna za gospodarsko rast ene države, zato bom slovenski trg formalnega tveganega kapitala primerjala z evropskim, da ugotovim razlike in kakšne so možnosti v Sloveniji, da pride do večjega razvoja formalnega tveganega kapitala. Podatke o trgu formalnega tveganega kapitala v Evropi in Sloveniji sem raje povzela iz EVCE Yearbook 2004 kot iz EVCE Yearbook 2005, zaradi tega, ker so bili v zadnjem Yearbook-u podatki o trgu formalnega tveganega kapitala za Slovenijo združeni s podatki za Hrvaško, kar mi je preprečilo pridobiti podatke o slovenskem trgu⁷.

3.6.1 Stanje na trgu formalnega tveganega kapitala v Evropi

Evropski skladi tveganega kapitala so povezani v mednarodni mreži, ki deluje v okviru Evropskega združenja tveganega kapitala (European Venture Capital Association – EVCA), ki ima danes več kot 900 članov. To so razne finančne institucije, pravne pisarne, inštituti, itd. skratka vsa zainteresirana javnost, ki lahko vpliva na razvoj tveganega kapitala. Če pogledamo strukturo virov sredstev skladov tveganega kapitala v Evropi v letu 2003, ki nam jo prikazuje Slika 2, lahko vidimo, da poznajo kar 10 različnih virov sredstev skladov tveganega kapitala, med katerimi pa največji delež sredstev predstavljajo banke. Njihov delež sredstev v skladih tveganega kapitala v letu 2003 je znašal 21,5 %. Takoj za njimi sledijo pokojninski skladi z 19,4 %, ki so bili še leta 2001 na prvem mestu, kot glavni vir sredstev skladov tveganega kapitala (EVCA 2004 Yearbook, str. 30-31). Tudi v ZDA predstavljajo pokojninski skladi glavni vir sredstev skladov tveganega kapitala, v Sloveniji pa je povsem drugače – glej tudi Sliko 5 (na str. 25).

Slika 2: Viri sredstev formalnega tveganega kapitala v Evropi glede na investitorje v letu 2003



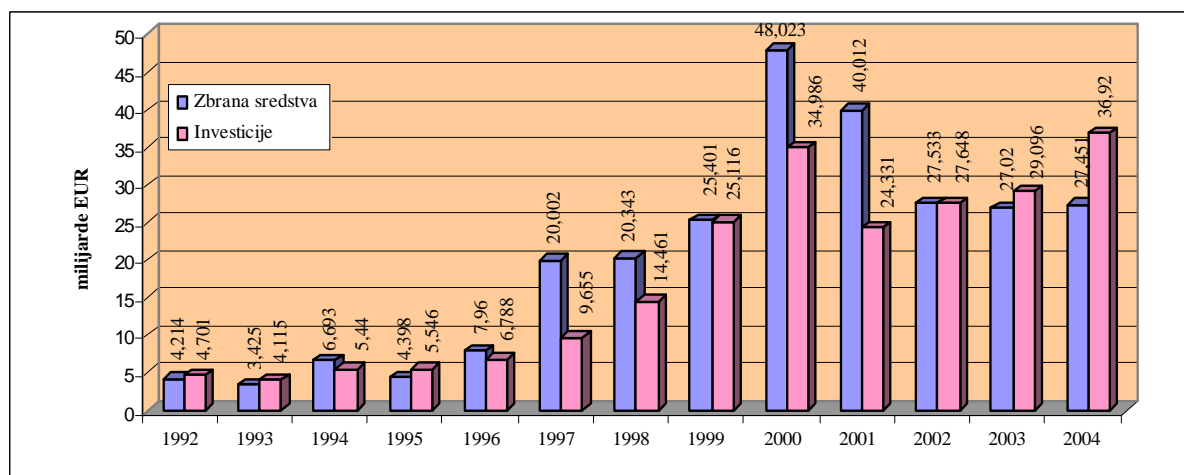
Vir: EVCA Yearbook, 2004, str. 37

⁷ Na PCMG pravijo, da je prišlo do tega, ker jim ni uspelo pripraviti obsežnejših podatkov o slovenskem stanju na trgu formalnega tveganega kapitala, zaradi pomanjkanja finančnih sredstev, ki jih zahteva tovrstna raziskava. Na PCMG upajo, da jim bo za naslednje leto (2006) uspelo narediti raziskavo, ki bo odsevala stanje na trgu formalnega tveganega kapitala v Sloveniji za leto 2005.

Do leta 2000 so zbrana sredstva v skladih tveganega kapitala in z njimi tudi investirana sredstva v podjetja rasla (Slika 3). Po tem pa se je rast pričela umirjati. Največji razlog je v gospodarski krizi, ki je po 11. septembru zajela ZDA in Evropo in posledično v zlomu borze, ki je med investitorje v sklade tveganega kapitala vnesel preplah, zaradi katerega so za nekaj časa prenehali z investiranjem. Leta 2003 se je vrednost zbranih sredstev spet nekoliko stabilizirala v primerjavi s predhodnim letom. K ponovnemu vlaganju v sklade tveganega kapitala so prvi pristopili institucionalni investitorji, ki so kasneje privabili tudi manjše investitorje.

Tudi pri nalaganju sredstev (Slika 3) so bili skladi tveganega kapitala zelo previdni po letu 2000. Tako je bil obseg investiranega kapitala leta 2001 24,331 milijard EUR krepko manjši od zbranega (40,012 milijard EUR). Da bi skladi zmanjšali tveganje svojih naložb, so se odločili za razpršitev premoženja v različne panoge. Tako se je znesek investicij, primerjan z zbranim kapitalom skladov tveganega kapitala, v naslednjih letih povečal. V letu 2002 je bil znesek zbranega kapitala 27,533 milijard EUR, medtem ko je bilo investirano nekoliko več, tj. 27,648 milijard EUR. Leta 2003 je bilo v sklade tveganega kapitala vplačanih 27,020 milijard EUR, investicijski znesek pa se je povečal za 5,2 % oziroma je znašal 29,096 milijard EUR (EVCA 2004, Yearbook, str. 60). V letu 2004, pa je vrednost investiranih sredstev dosegla rekordnih 36,920 milijard EUR, krepko več kot je znašala vrednost zbranih sredstev tj. 27,451 milijard EUR. Tako je bilo leto 2004 najuspešnejše leto investiranja tveganega kapitala (EVCA Yearbook, 2005, str. 44).

Slika 3: Zbrana in investirana sredstva po letih od 1992 – 2004 v Evropi



Vir: EVCA 2005, Yearbook, str. 44

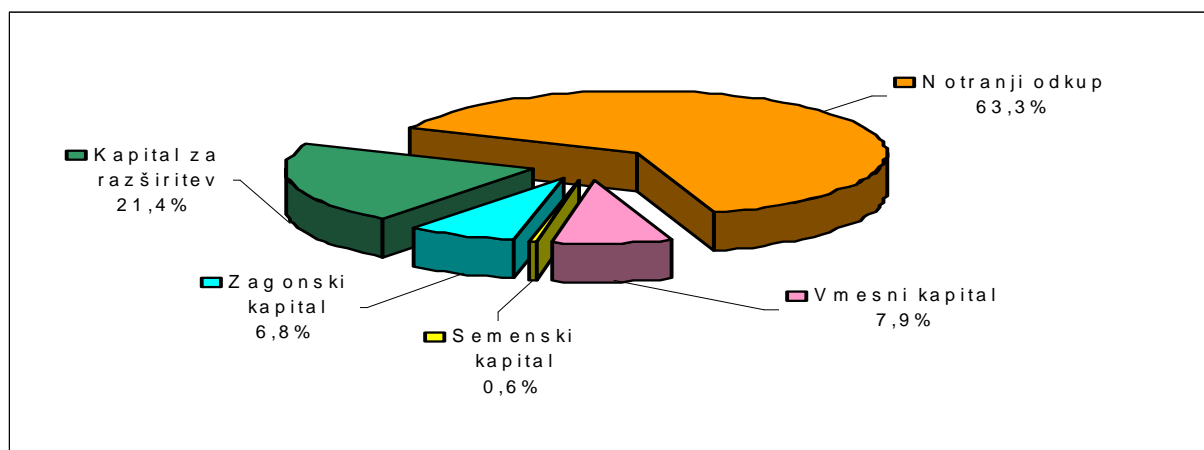
Investicije so bile v glavnem usmerjene v tri industrijske sektorje, in sicer v sektor potrošnje z 19,4 odstotnim deležem, sledil je sektor komunikacij s 16,9 odstotnim deležem in v ostale storitve z 9,8 odstotnim deležem. Delež investiranih sredstev v high-tech⁸ podjetja je bolj

⁸ High-tech podjetja so podjetja z visoko tehnologijo.

skromen, in je leta 2003 znašal le 25 % vseh investiranih sredstev, se pa iz leta v leto povečuje.

Zanimiv podatek za mojo diplomsko nalogo je tudi, v katere faze življenjskega cikla podjetja največ vlagajo formalni tvegani kapitalisti v Evropi. Po podatkih EVCE so bile investicije formalnega tveganega kapitala najpogostejše v naslednjih fazah (Slika 4):

Slika 4: Skupna vrednost investicij formalnega tveganega kapitala glede na faze v razvoju podjetja leta 2003 v EU:



Vir: EVCA Yearbook, 2004, str.49.

Notranji odkupi podjetja s strani poslovodstva so leta 2003 predstavljali kar 63,3 % skupne vrednosti investicij tveganega kapitala v EU, leta 2002 pa so znašali 61,2 %. Skupna vrednost investicij v semenski kapital je leta 2003 v EU znašala 0,6 %, leta 2002 pa 1,1 %. Skupna vrednost investicij v zagonski kapital se je ravno tako zmanjšala kot vrednost investicij v semenski kapital, in sicer leta 2003 je znašala 6,8 %, leta 2002 pa 9,5 %. Tudi skupna vrednost investicij v kapital za razširitev se je zmanjšala v primerjavi z letom 2002, ko je znašala 24,8 %, leta 2003 pa 21,4 %.

Kot vidimo iz Slike 4, je večina investicij formalnega tveganega kapitala v EU v podjetja na stopnji notranjega odkupa podjetja z 63,3 odstotnim deležem, kar je kasnejša faza življenjskega cikla nekega podjetja. Ne samo to, ampak se delež iz leta v leto povečuje. Investicije formalnega tveganega kapitala v vse ostale faze finančnega življenjskega cikla podjetij, predvsem v semenski in zagonski kapital, pa so zelo skromne in jih je vsako leto manj. Tudi iz prakse je torej razvidno, da financiranje s formalnim tveganim kapitalom prevladuje v poznejših fazah razvoja podjetja, medtem ko je le malo investicij formalnega tveganega kapitala v podjetja na stopnji semenskega in zagonskega kapitala (samo 7,4 odstotkov od skupne vrednosti investicij formalnega tveganega kapitala leta 2003).

Največji trg tveganega kapitala v Evropi predstavlja Velika Britanija, ki ima najdaljšo tradicijo tržnega gospodarstva in razvitih finančnih trgov. Tako je v letu 2003 znašala vrednost zbranih sredstev v skladih tveganega kapitala 14,991 milijarde EUR, kar predstavlja

55,5 % vseh zbranih sredstev skladov tveganega kapitala v Evropi v letu 2003. Daleč za njo je bila na drugem mestu Švedska z 8 %, na tretjem mestu pa Nizozemska z 7,6 %. Skupna vrednost investicij skladov tveganega kapitala v Veliki Britaniji pa je v letu 2003 znašala 13,539 milijard EUR, kar predstavlja 46,5 % vrednosti vseh investicij skladov tveganega kapitala v Evropi. Število podjetniških projektov, v katere so investirali, znaša 2.508. Eden od vzrokov, da je ta država vodilna na področju formalnega tveganega kapitala, je veliko število različnih oblik skladov, ki prinašajo različne davčne olajšave. Poleg tega pa država spodbuja večja podjetja, naj vlagajo v mala in hitro rastoča podjetja, tako da imajo velika podjetja ob vložku v mala 1-odstotno davčno olajšavo na investicije. Davčna stopnja na osebni dohodek znaša trenutno 40 %, kar pomeni, da je enako kot pri kapitalskih dobičkih. Britanska vlada bo kmalu ustanovila novo shemo, ki naj bi vsebovala kombinacijo zasebnih in javnih virov sredstev ter zapolnjevala t.i. »vrzel lastniških sredstev« (investicije med 250.000 in 2 milijoni dolarjev). (EVCA Yearbook, 2005, str. 260-261). Posledica prijaznega okolja in politične podpore tveganemu kapitalu v Veliki Britaniji je naraščajoči trend zbranih in investiranih sredstev s strani skladov tudi po letu 2000, za razliko od investiranih sredstev v Evropi (glej Sliko 3 na str. 21). Marca 2005 pa je začel veljati nov zakon, ki prinaša slabe novice za tvegani kapital v primeru posojil ene ali več (fizičnih ali pravnih) oseb neki družbi. Nov zakon smatra, da gre v takem primeru za povezane družbe, za katere pa velja, da obresti na posojila, ki ga ena družba (oseba) odobri drugi, niso davčno priznan odhodek.

3.6.2 Stanje na trgu formalnega tveganega kapitala v Sloveniji

Z idejo tveganega kapitala so se v Sloveniji prve spoprijele banke⁹, ki organizacijsko in strokovno v tistem obdobju še niso bile pripravljene na takšno obliko poslovanja in cena »romantičnega« poskusa je bila visoka: dezinvestiranje. Država je Tehnološki razvojni sklad – TRS z namenom vlaganja v perspektivna tehnološko inovativna podjetja ter z namenom zagotavljanja učinkovitega prenosa raziskovalno-razvojnih rezultatov v podjetja ustanovila šele leta 1994 (Žugelj et al., 2001, str. 137). Kot pravi sklad tveganega kapitala ni nikdar zaživel, bil je vezan predvsem na odobravanje posojil. Kasneje je bil vključen v Slovensko razvojno družbo in izgubil svoj pomen pri financiranju malih in srednjih podjetij. Leta 1994 je bil ustanovljen tudi prvi pravi sklad tveganega kapitala Horizonte Management Group, ki je podružnica avstrijskega krovnega sklada Horizonte Venture Management in uspešno posluje še danes. Še več, prvi sklad je že izčrpal svoja sredstva in ustanovil se je nov sklad (Alpe Adria Fund). Je tudi edini sklad tveganega kapitala v Sloveniji, ki je realiziral tudi izstop iz podjetja (več o oblikah izstopa iz podjetja na str. 10) in sicer s štiri- do petkratnim donosom na vložena sredstva v višini 300.000 evrov. V letu 2004 so realizirali investicije v tri nova slovenska podjetja v višini 2 milijona evrov (Interni podatki sklada Horizonte Ventures management, 2005).

⁹ A banka: leta 1989, Nova ljubljanska banka: pa leta 1991.

Leto kasneje, 1995, je bil ustanovljen drugi sklad tveganega kapitala, Slovenian Fund Management, leta 1999 še sklad Prophetes, leta 2000 sklad Aktiva Group in leta 2001 sklad KD Group. Leta 2002 pa je bil znotraj banke NLB d.d. ustanovljen sklad tveganega kapitala, ki je znotraj banke organiziran v Sektor za investicijsko bančništvo (NLB, 2005). Vsi skladi se financirajo z mešanimi viri (tujimi in domačimi), prevladujejo pa domači viri. Danes v Sloveniji deluje 5 skladov tveganega kapitala in sicer: Horizonte Ventures management, Aktiva Group, KD Group, Prophetes in Sklad tveganega kapitala pri NLB. Za hitro vlaganje je od teh družb na voljo od 85 do 125 milijonov EUR, kar pa je v primerjavi z razvitimi državami malo. Kot merilo se šteje, da se višina naložbenega kapitala v posamezni državi v povprečju giblje v višini 1 % njenega BDP, kar pomeni, da bi pri nas moralo biti na voljo okrog 258 milijonov EUR sredstev. Državnega sklada tveganega kapitala nimamo, kar pa nam kaže na nezainteresiranost države, da naredi kaj na tem področju. Tudi v PCMG nimajo večjih pričakovanj s strani države, da bi storila kaj več za večjo uveljavitev tveganega kapitala v Sloveniji (Interna gradiva PCMG, 2005).

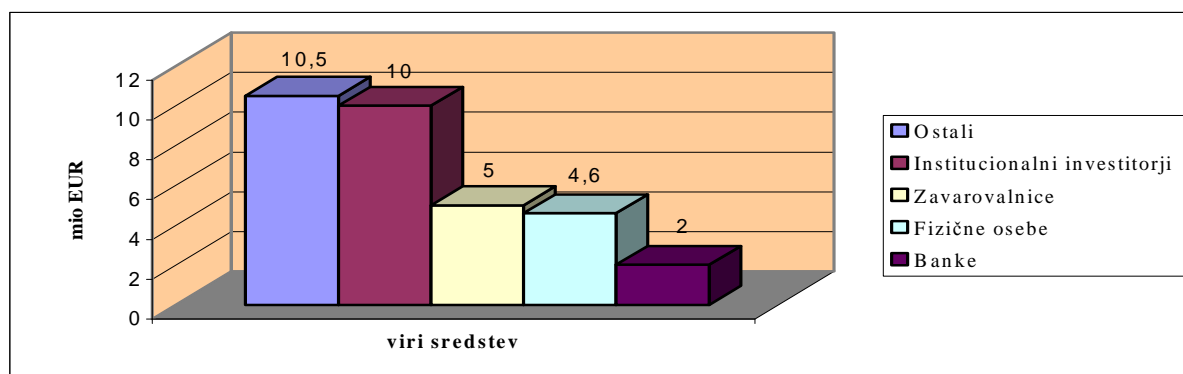
Pet delujočih skladov Horizonte Ventures management, Aktiva Group, Kmečka družba, Prophetes in Sektor za investicijsko bančništvo pri NLB se je skupaj s pospeševalnim centrom za malo gospodarstvo (PCMG) septembra 2001 povezalo in ustanovilo Sekcijo slovenskega tveganega kapitala – SLEVCA. Njen osnovni namen je predvsem vzpodbuditi razvoj trga tveganega kapitala v Sloveniji z ustreznimi sistemskimi (davčnimi) olajšavami. V skladu s tem Sekcija SLEVCA omogoča stike in dialog z ustvarjalci javne politike, raziskovalnimi institucijami, univerzami, gospodarskimi združenji in drugimi sorodnimi institucijami. SLEVCA je članica Evropskega združenja za tvegani kapital (EVCA). Skupaj z njim pripravlja razne seminarje na temo tveganega kapitala v Evropi in Sloveniji. Poleg tega mora vsako leto pripraviti poročilo o stanju tveganega kapitala v Sloveniji. To poročilo skupaj s poročili vseh držav članic EVCE izide v letnem zborniku. Kar se tiče promocijske aktivnosti, pa SLEVCA izdaja Novice/News, pripravlja promocijsko-informativni material ter sodeluje in soorganizira promocijsko-informativne dogodke na temo financiranje malih in srednjih podjetij (PCMG, 2005a). V Sloveniji so skladi tveganega kapitala dokaj poznani, saj samo 20 % anketiranih podjetnikov še nikoli ni slišalo zanje (Tabela 6 na str. 35). To je zagotovo tudi zasluga promocijske aktivnosti SLEVCE.

Sekcija SLEVCA omogoča polnopravno in pridruženo članstvo. Polnopravno članstvo je odprto predvsem za posameznike ali podjetja, ki so definirana kot dajalci tveganega kapitala. Pridruženi člani pa so predstavniki zainteresirane javnosti, ki lahko vplivajo na razvoj tveganega kapitala v Sloveniji, na primer: banke, organizacije za razvoj kapitala, borze, svetovalci, finančni posredniki, borzni posredniki, pokojninski skladi, zavarovalnice, zasebniki in državne institucije (PCMG, 2005a).

Po podatkih EVCE Yearbook iz leta 2004 lahko vidimo (glej Sliko 5 na naslednji strani), da ima Slovenija po številu pol manj različnih investitorjev, ki vlagajo v sklade tveganega kapitala, kot jih ima Evropa. Poleg tega je potrebno poudariti, da so viri slovenskih skladov tveganega kapitala predvsem tujega izvora, saj večina skladov v Sloveniji deluje kot

podružnice tujih skladov. Od tod tudi tistih 5 milijonov EUR sredstev s strani zavarovalnic (tujih seveda). Med najpomembnejšimi viri formalnega tveganega kapitala v Sloveniji leta 2003 so bili institucionalni investitorji, katerih delež je v skladih tveganega kapitala znašal 31,2 %. Za njimi sledijo zavarovalnice (iz tujine) 15,6 %, nato fizične osebe s 14,3 % ter najmanjši delež sredstev formalnega tveganega kapitala prispevajo banke, in sicer 6,2 %. Pod ostale (32,7 %) pa spadajo tisti investitorji, ki so nepoznani oz. jih ni moč identificirati. Med viri formalnega tveganega kapitala pa ni zaslediti pokojninskih skladov, saj nimajo v Sloveniji ne slednji ne zavarovalnice dovoljenja za vlaganje v sklade tveganega kapitala. V ZDA in v večini razvitih evropskih držav pa predstavljajo prav pokojninski skladi najpomembnejši vir sredstev formalnega tveganega kapitala.

Slika 5: Viri sredstev tveganega kapitala v Sloveniji glede na investitorje v letu 2003



Vir: EVCA 2004, Yearbook, str. 280-281

V Sloveniji je bilo v skladih v letu 2003 zbranih 32,1 milijona EUR formalnega tveganega kapitala, investiranih pa samo 2,22 milijona EUR (7 % sredstev od vseh zbranih sredstev v skladih tveganega kapitala). Razlog za tako majhen delež investiranih sredstev bi lahko bil v premajhnem številu podjetij, ki povprašujejo po tveganem kapitalu, ali pa v nepripravljenosti podjetnikov oziroma premajhnih ambicijah le-teh.

Glede na faze življenjskega cikla podjetja, v katera skladi najpogosteje investirajo, se v Sloveniji precej razlikujejo kot v Evropi (za primerjavo glej Slika 4 na str. 22) in sicer sta aktualni le dve fazi, v kateri se investira formalni tvegani kapital: zagonski kapital, kamor je bilo investirane 45 % vseh investicij formalnega tveganega kapitala ter razširitveni kapital s 55 % deležem vseh investicij formalnega tveganega kapitala. Največ, kar 45 % investicij, je bilo realiziranih v sektor zdravstva, 22,5 % v sektor trgovine blaga široke potrošnje, 13,5 % v sektor računalništva in preostalih 18,9 % pa v ostale storitve (EVCA Yearbook, 2004, str. 281-282).

Tako kot v Evropi tudi v Sloveniji prihaja do pomanjkanja kapitala v MSP, ki se nahajajo v zgodnjih fazah in tako prihaja do t.i.»vrzeli lastniških sredstev«. Več o tem govori naslednje poglavje.

3.7 Vrzel lastniških sredstev

V državah, kjer je trg tveganega kapitala najbolj razvit, v ZDA in Veliki Britaniji, namenja stroka veliko pozornosti problemu pomanjkanja lastniških sredstev za financiranje malih in srednjih podjetij. To so podjetja v fazi, ko potrebujejo za uresničitev podjetniških projektov manjše zneske semenskega oz. zagonskega kapitala v zgodnjih fazah življenjskega cikla podjetja, ki ga je izmed lastniških virov sredstev tudi najtežje pridobiti. Do pojava »vrzeli lastniških sredstev«¹⁰ (ang. equity gap) je prišlo iz več razlogov. Kot smo tudi v poglavju «Stanje na trgu formalnega tveganega kapitala v Evropi» (Slika 4 na str. 22) videli, imajo skladi tveganega kapitala v zadnjih letih tendenco vlaganja večjega obsega sredstev v že uveljavljena podjetja (Bygrave, Timmons, 1992, str. 10), predvsem v notranji odkup. Enega izmed vzrokov za to bi lahko iskali predvsem v dejstvu, da so stroški ocenjevanja in spremljanja investicijskih priložnosti visoki, ter je iz tega razloga za sklade tveganega kapitala neekonomično vlagati manjše zneske. Podjetja, ki že poslujejo so za vlagatelje privlačnejša tudi z vidika manjšega tveganja, saj že razpolagajo s podatki o preteklem poslovanju, stroški analiz in spremljanja trgov so manjši, ker gre za že uveljavljena podjetja.

Eden od mehanizmov, s katerim se lahko zapolni vrzel lastniških sredstev v ponudbi lastniškega kapitala za financiranje zgodnjih faz razvoja podjetja, je tudi izboljšanje učinkovitosti trga neformalnega tveganega kapitala. Moderna finančna teorija sloni na predpostavki učinkovitih trgov, kjer so informacije o virih sredstev in investicijskih priložnostih v polnem obsegu in so neomejeno dostopne tako ponudnikom kot povpraševalcem po kapitalu. V primeru trga neformalnega kapitala to še ni izpolnjeno (Wetzel, 1989, str. 10). V zadnjem času, pa je na trgu neformalnega tveganega kapitala zaznati spremembe, ki vodijo k vedno večji organiziranosti, vedno večji dostopnosti informacij in s tem k njegovi večji učinkovitosti.

3.8 Neformalni investitorji po naložbah pred formalnimi investitorji

Želela bi izpostaviti zanimivo ugotovitev do sedaj največje opravljene raziskave na področju neformalnega trga tveganega kapitala s strani znamenite harvardske univerze. Raziskava je privedla do zelo zanimivega trenda, ki se je pojavil v zadnjih letih v večini ZDA in pa tudi v nekaterih državah zahodne Evrope (Velika Britanija, Nemčija, Francija, Nizozemska, Avstralija). Prišlo je do ugotovitev, da je delež naložb poslovnih angelov večji, kot so naložbe skladov tveganega kapitala in da poslovni angeli prevzemajo tudi vse večja tveganja v primerjavi s skladi tveganega kapitala. To pomeni, da v novo nastala podjetja s potencialom hitre rasti vstopajo pred formalnim tveganim kapitalom (Žugelj, 2001, str. 64).

Tudi v raziskavi GEM 2004 (v kateri je sodelovalo že 41 držav iz celega sveta med njimi tudi Slovenija) je bilo ocenjeno, da je leta 2002 v svetovnem merilu formalni tvegani kapital investiral 32 milijard USD v 12.446 podjetij, kar je komaj slaba desetina tistega, kar so

¹⁰ Besedno zvezo »vrzel lastniških sredstev« sem povzela po Žuglju (2001).

investirali neformalni investitorji: 359 milijard USD v 33.655.116 podjetij. To torej pomeni, da je tvegani kapital angažiran v zelo ozkem segmentu podjetniškega procesa, predvsem je usmerjen v rast tistih podjetij, ki že poslujejo in ne v novoustanovljena podjetja, ki potrebujejo semenski oz. zagonski kapital. Zato bi pomenilo odvracanje pozornosti od pravih problemov, če bi trdili, da je odsotnost formalnega tveganega kapitala vzrok za premajhno podjetniško aktivnost (Rebernik, 2005, str. 33).

To pa seveda še zdaleč ne pomeni, da formalni tvegani kapital ni zelo pomemben. Odsotnost formalnega tveganega kapitala sicer ne zmanjšuje nastajanja novih podjetij, vendar pa povzroča izgubo potencialov, ki bi jih lahko predstavljala hitro rastoča podjetja. Pomeni tudi onemogočanje nastajanja tehnoloških podjetji, ki potrebujejo večji semenski in zagonski kapital in za katere zaradi njihove inovativnosti in s tem rizičnosti, drugi viri financiranja niso zadostni (Rebernik, 2005, str. 34). Na nastajanje novih MSP pa bolj kot formalni vpliva neformalni tvegani kapital.

3.9 Prednosti financiranja z neformalnim tveganim kapitalom za mala in srednja podjetja

V zadnjih letih so se tudi v Evropi začeli zavedati pomena razvijanja kulture dinamičnega gospodarstva, ki predstavlja rast, nova delovna mesta in inovacije, tako so uvedli številne finančne podpore na nacionalni ravni. Delež BDP držav članic EU, namenjen financiranju začetne faze razvoja malih in srednjih podjetij, se je med letoma 1999 in 2000 podvojil. Problem malih in srednjih podjetij v EU pa je, da ne izkoristijo vseh danih finančnih priložnosti, ker nimajo dovolj informacij ter niso dovolj usposobljena za ustrezno predstavitev poslovne zamisli (Cvirn, 2003, str. 26).

Zaradi številnih prednosti, ki jih ima financiranje malih in srednjih podjetij z neformalnim tveganim kapitalom, mnoge državne institucije v Evropi finančno podpirajo delovanje mrež poslovnih angelov. Vse regionalne mreže oziroma klubi v Evropi so povezani v skupno mrežo, t.i. European Business Angels Network (EBAN).

Prednosti investicij poslovnih angelov so (Žugelj, 2001, str. 60–61):

- poslovni angeli investirajo **manjše zneske**, pri nas med 10.000 in 250.000 evri (tako zapolnijo vrzel v financiranju),
- kapital vlagajo predvsem v **začetnem in zgodnjem obdobju** razvoja podjetja (podjetja v tem obdobju najtežje pridobijo zunanje vire financiranja, zato je prispevek angelov še toliko bolj pomemben),
- večja **prilagodljivost** (čas pridobivanja investicije je za podjetja krajši kot pri skladih tveganega kapitala, tudi zahteve poslovnega angela po donosu so navadno nižje: ponavadi angeli pričakujejo od podjetja, v katerega vložijo v petih letih desetkratne kapitalske donose oziroma neto 10 % do 15 % letne donose),
- njihove **provizije so nizke** v primerjavi z drugimi finančnimi ustanovami (banke),

- **dodatna vrednost** je v obliki aktivnega sodelovanja poslovnega angela pri upravljanju (ker se angeli odločajo za investicije na področjih in regijah, ki jih dobro poznajo, so lahko te prednosti še večje),
- **geografska razpršenost:** ker so angeli bolj vezani na regijo, v kateri bivajo, prispevajo tudi k usklajenemu regionalnemu razvoju celotne države. Skladi tveganega kapitala pa se nahajajo v večjih poslovnih središčih,
- **sprožanje dodatnih vzvodov** (z vstopom angela postane podjetje bolj zanimivo za druge investitorje, predvsem formalni tvegani kapital),
- **bančne garancije** (nekateri poslovni angeli so podjetju, v katerega so vložili, tudi bančni garanti za pridobitev kreditov),
- **naklonjenost investiranju v nove tehnologije** (čeprav so te panoge zelo tvegane, so angeli usmerjeni prav v te, tako povečujejo inovativnost).

Za podjetnike, ki razmišljajo o poslovnem angelu kot eni izmed možnosti zunanjega lastniškega financiranja za svoje podjetje, je dobro, da pozna tudi slabosti investiranja s strani poslovnih angelov. Slabosti investiranja poslovnih angelov v mala in srednja podjetja se torej kažejo v:

- **ni dodatnih investicij** (skladi tveganega kapitala porabijo dve tretjini sredstev za že obstoječe investicije, medtem ko pri angelih ne zasledimo mnogo dodatnih investicij, ker so njihova sredstva omejena in ker želijo z razpršitvijo zavarovati svoje naložbe),
- **sodelovanje pri vodenju podjetja** (ker je vloga angela v podjetju mnogo bolj aktivna kot pri skladih tveganega kapitala, želi biti vključen pri pomembnih odločitvah in zahteva dodatno stopnjo kontrole. Problem pa se pojavi, ko angel ne pozna dovolj področja, v katerega je investiral in želi kljub temu soodločati pri vodenju),
- **možnost »slabega« angela** (obstaja možnost, da se angel preveč posveča lastnim interesom in ne interesom podjetja),
- **manjša prepoznavnost angelov** (na finančnem trgu je prepoznavnost angela manjša v primerjavi s skladi tveganega kapitala, to pa zato, ker angeli hočejo biti anonimni in se jih dobi zgolj prek interneta).

3.10 Neformalni tvegani kapital

Neformalni trg tveganega kapitala dejansko predstavlja nevidna skupina investorjev (t.i. poslovni angeli), ki išče investicijske priložnosti za lastniško vlaganje sredstev v različne vrste podjetij. Ponavadi gre za dobro izobražene posameznike srednjih let, ki imajo bogate poslovne izkušnje in obsežno neto premoženje. To so več kot samo bogati posamezniki, ki svoj kapital investirajo v dobre podjetniške projekte, hkrati pa so z določenimi poslovnimi znanji in izkušnjami pripravljeni malemu in pogosto mlademu podjetju še dodatno pomagati pri vsakodnevnih odločitvah. Njihovih vlog ne smemo razumeti kot pomoč, dobrodelni prispevek ali sponzorstvo za nek projekt, ampak je to partnerstvo. Gre torej za vlaganje, kjer si partnerja delita dobiček, če projekt uspe, ali izgubo, če ta propade (Vadnjal et al., 2003a, str. 48). Prvi razmah je neformalni tvegani kapital doživel predvsem v ZDA in nekoliko

kasneje v Evropi konec sedemdesetih in v začetku osemdesetih let 20. stoletja. Trg neformalnega tveganega kapitala je zelo slabo poznan in pogosto napačno razumljen (Hisrich, Peters, 1992, str. 275). Evropa se vse predolgo ni ukvarjala s poslovnimi angeli, zato je trenutno ustanavljanje omrežij poslovnih angelov ena zelo vročih oblik finančne podpore za mala in srednje velika podjetja (Žugelj, 2001, str. 59). Statistike o tem, koliko poslovnih angelov obstaja ter višina naložb, so pomanjkljive in ne odražajo realnega stanja.

3.10.1 Stanje na trgu neformalnega kapitala v Evropi

Ko so konec osemdesetih let v ZDA začele nastajati prve mreže poslovnih angelov, so se kmalu zatem začele vzpostavljati tudi v Evropi. Z vedno večjim razvojem trga neformalnega tveganega kapitala ter informacijskih tehnologij je v zadnjem desetletju zaslediti spremembe: podatkov in statistik o delovanju trga je vedno več. Vir podatkov so nacionalne in zasebne mreže poslovnih angelov. Nacionalne mreže poslovnih angelov v Evropi so povezane v skupno mrežo EBAN – European Business Angel Network, ki vsako leto pripravlja poročila o poslovnih angelih in mrežah za vsako državo članico. V Evropi ima najbolj razvito mrežo poslovnih angelov Velika Britanija, ki ima tudi najdaljšo tradicijo delovanja trga neformalnega tveganega kapitala in razvit sistem nadzora nad pretokom kapitala, ki ga vložijo investitorji preko mrež. BVCA – British Venture Capital Association je krovno telo, ki predstavlja nacionalen trg tveganega kapitala in vsako leto pripravlja letno poročilo o stanju na trgu tveganega kapitala, ki vsebuje tudi poročilo o investicijskih aktivnostih poslovnih angelov ter izda imenik vseh mrež poslovnih angelov v Veliki Britaniji.

V Tabeli 1 sem naredila primerjavo med tremi najbolj razvitimi državami v EU po neformalnem tveganem kapitalu (Velika Britanija, Nemčija in Francija), in Slovenijo, ki pa ni najslabša vsaj po številu sklenjenih poslov v EU. Za njo sta še Portugalska s tremi in Grčija z dvema sklenjenima posloma do prve polovice leta 2004. Velika Britanija pa je tako po številu mrež poslovnih angelov kot po številu sklenjenih poslov daleč najboljša v EU.

Tabela 1: Število mrež poslovnih angelov in število sklenjenih poslov v nekaterih evropskih državah in EU v letih od 2001 do pol. 2004 (samo do prve polovice leta 2004)

Država	Število mrež poslovnih angelov				Število sklenjenih poslov			
	2001	2002	2003	Pol. 2004	2001	2002	2003	Pol. 2004
Francija	32	48	48	40	35	30	31	28
Nemčija	36	40	40	40	115	139	88	49
Velika Britanija	48	48	51	101	239	299	*	84
Slovenija	1	1	1	1	2	2	0	1
Evropska unija	155	177	197	277	454	573	300	226
EU brez V.Brit.	107	129	146	176	215	274	-	142

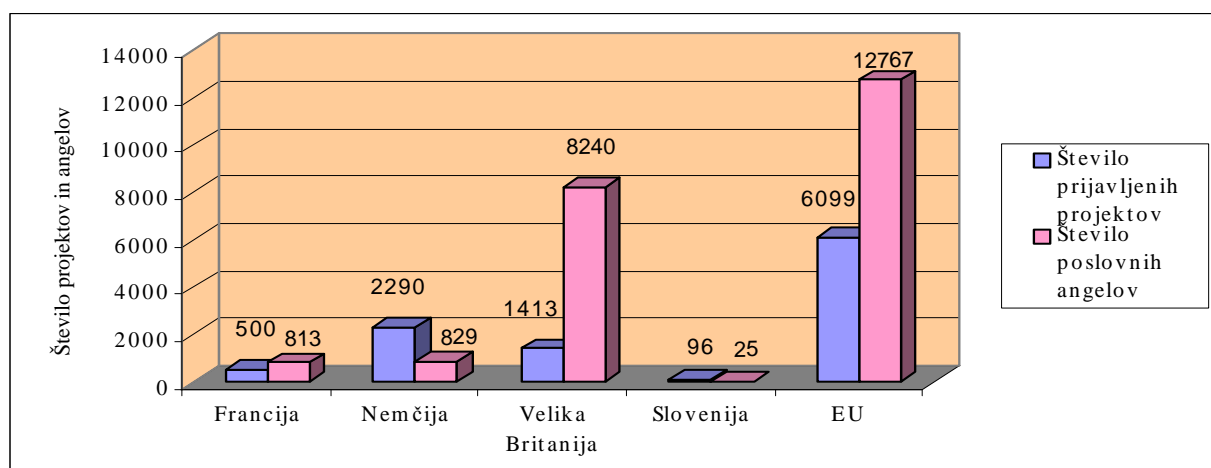
*podatki za Veliko Britanijo za leto 2003 niso bili dostopni

Vir: EBAN, 2005, str. 6.

Podjetja, ki iščejo financiranje s strani poslovnih angelov morajo najprej svoj projekt prijaviti v mrežo ali klub poslovnih angelov. Tako se uvrstijo na seznam povpraševalcev po kapitalu, ki je ponavadi objavljen na internetu. Na drugi strani pa so poslovni angeli, ki se ravno tako včlanijo v klub ali mrežo in se s svojo ponudbo kapitala ravno tako uvrstijo na seznam, objavljen na internetu. Če pride do obojestranskega zanimanja, klub organizira sestanek, kjer se podjetnik in poslovni angel srečata. Strokovna sodelavka na PCMG (ga. Mojca Cvirn) primerja to srečanje z ženitnim zmenkom, saj si morata biti bodoča partnerja všeč tako na poslovni kot na osebni ravni. Na katere stvari mora biti podjetnik pozoren, da prepriča vlagatelja, bom podrobneje opisala kasneje (v poglavju 3.10.3. na str. 31-33).

V šestih državah EU (med njimi tudi Slovenija in Nemčija – glej Sliko 6) je število prijavljenih projektov večje od števila poslovnih angelov, za katere po vsej verjetnosti velja, da imajo večje povpraševanje po neformalnem tveganem kapitalu, kot je ponudba le-tega. Ostale štiri države so: Belgija, Norveška, Poljska in Švica. Te države bodo morale še pospeševati investicije v neformalni tvegani kapital, da se bo prijavljalo več poslovnih angelov, in tako čimbolj izenačevati povpraševanje in ponudbo na tem področju.

Slika 6: Število prijavljenih projektov in število poslovnih angelov v nekaterih evropskih državah in EU v prvi polovici leta 2004



Vir: EBAN, 2005, str. 4.

3.10.2 Neformalni tvegani kapital v Sloveniji

Ocena stanja na trgu neformalnega tveganega kapitala je zahtevna naloga, saj poleg tega, da gre za nevidni trg, v Sloveniji nima niti daljše tradicije – za nami je šele dobro desetletje tržnega gospodarstva. Še pred nekaj leti o pojmu poslovnih angelov ni govorila niti strokovna javnost, tako da tudi statistike na tem področju ni bilo. Prvi in edini klub poslovnih angelov je bil v Sloveniji ustanovljen leta 2001, tako so dostopni tudi prvi podatki o delovanju kluba in rezultatih.

3.10.3 Klub poslovnih angelov

Klub poslovnih angelov deluje pod okriljem Pospeševalnega centra za malo gospodarstvo - PCMG od leta 2001, pobuda za ustanovitev kluba pa je prišla tudi s strani revije Podjetnik. Osnovna dejavnost kluba je zbiranje ponudbe lastniškega kapitala in povpraševanja po kapitalu, ter posredovanje podatkov in pomoč pri navezovanju stikov med obema stranema. Organizacija sestankov poteka diskretno in sestanek je mogoč le, če se za srečanje odločita obe strani. Klub deluje neprofitno, to pomeni, da člani ne plačujejo nikakršnih pristopnin ali članarin. Klub tudi ni finančni posrednik in ne nosi materialne ali moralne odgovornosti za neuspešno sodelovanje članov, kadar pride do sklenitve posla. Klub tudi ne preverja in analizira podjetniških projektov, za to morajo poskrbeti poslovni angeli sami. Člani se lahko prijavijo v klub preko interneta, možno pa je poslati prijavnico tudi po pošti (Cvirn, 2003, str. 33).

Namen »pilotnega« projekta Kluba poslovnih angelov je preveriti, ali je slovensko podjetniško okolje že zrelo za financiranje z neformalnim tveganim kapitalom in poskus zapolnitve vrzeli v financiranju malih in srednjih podjetij.

Cilj Kluba je ustvariti borzo ponudbe lastniškega kapitala in povpraševanja s strani podjetij, ki poslujejo v dejavnostih z visoko dodano vrednostjo ali s strani hitro rastočih podjetij. Ta podjetja so tudi ključni generator novih zaposlitvenih možnosti. Med cilje pa lahko štejemo tudi ustvarjanje investicijsko naravnane podjetniške klime, kar je dolgoročen proces in ga je možno doseči z ustrezno promocijo programa in izobraževanjem podjetnikov, podjetniških svetovalcev, managerjev in vseh ostalih.

Aktivnosti Kluba, ki jih le-ta izvaja za večjo promocijo programa, so na področju informiranja podjetnikov, partnerskega povezovanja z drugimi nacionalnimi institucijami (Mreža lokalnih podjetniških centrov, Regionalna agencija za razvoj) in Univerzami, Tehnološkimi parki in Finančnimi institucijami ter na področju sodelovanja na domačih in mednarodnih poslovnih dogodkih (PCMG, 2005). Glede na slabo poznavanje samega Kluba poslovnih angelov med slovenskimi podjetniki (glej Tabela 6 na str. 35) bo moral le-ta še veliko narediti na tem področju.

Novost na področju finančne pomoči malim in mladim podjetjem je sodelovanje PCMG pri projektu e-NEC - New European Capital, ki omogoča, da tudi slovenska podjetja lahko poslej prek spletne strani aktivno iščejo potencialne investitorje v drugih državah EU. Portal Venture Route povezuje ponudbo in povpraševanje po tveganem kapitalu v spleten trg kapitala, storitev in posredovanja. Spletna stran povezuje mala in srednje velika podjetja z investitorji. Ena izmed storitev, ki jih ponuja portal je uporaba orodja »Matchmaking tool« s katerim lahko podjetnik oceni svoj projekt; orodje mu tudi ponudi kontakte v bazo vpisanih potencialnih investitorjev, ki najbolj ustrezajo profilu njegovega podjetja (Interna gradiva PCMG, 2005).

Pri sami organizaciji delovanja kluba se PCMG opira tudi na tuje izkušnje, kar je posebej pomembno z vidika primerjav izkušenj in pogledov na nadaljnji razvoj oblik financiranja malih in srednjih podjetij. Klub je tudi član evropske zveze poslovnih angelov EBAN. Sredstva za delovanje kluba in izvajanje aktivnosti trenutno še zagotavlja država iz proračunskih sredstev.

Na PCMG-ju ocenjujejo, da je vrednostno gledano desetkrat večje povpraševanje po tveganem kapitalu s strani podjetnikov, kot je ponudba poslovnih angelov. Največkrat poslovni angeli ponudijo povprečno 5 do 6 milijonov tolarjev. Podjetniški projekti so iz zelo različnih gospodarskih panog, največ pa jih klub beleži na področju gradbeništva. Zelo malo podjetniških projektov je ustrezno pripravljenih, mnogi sploh ne vedo, za kaj kapital potrebujejo, celo poslovni načrt se jim zdi nepotrebno pripraviti. Praktično vsi pričakujejo hitre odločitve poslovnih angelov, morda kar na prvem sestanku, pravi Vadnjal (2003a, str. 48-49). Tako je bilo leta 2004 v Klubu prijavljenih 98 projektov, izpeljan pa je bil samo en posel.

Tabela 2: Rezultati delovanja kluba poslovnih angelov v letih od 2001 do 2004 v Sloveniji

Rezultati delovanja kluba posl. angelov po letih	2001	2002	2003	2004
Število podjetniških projektov	51	66	79	98
Število poslovnih angelov (aktivni)	11	21	21	25
Sklenjeni posli	2	2	-	1
Povprečna vrednost sklenjenega posla	*	16.000 €	*	10.416 €

* Ni podatka.

Vir: Interna gradiva PCMG, 2005.

Za srečanje s poslovnim angelom mora biti podjetnik ustrezno pripravljen in na srečanju jasno pokazati, da so njegove namere resne. Razne analize zanimivih uspešnih podjetniških zgodb iz tujine so pokazale, da se s podpisom pogodbe končajo le 3 odstotki vseh začetih pogajanj v ZDA, v Evropi pa je ta odstotek še nižji. Torej poudarek je na podjetniku, ki se mora naučiti kako pridobiti poslovnega angela (Cvirn, 2003, str. 22-24):

- Prva ovira, ki jo mora podjetnik preskočiti je, da je podjetniški projekt zanimiv in drugačen, ker izkušenih poslovnih angelov ne zanimajo produkti, ki so rahle izboljšave poplave sorodnih produktov na trgu.
- Naslednja točka, v kateri je potrebno prepričati poslovnega angela, je, da je podjetniški tim dovolj motiviran in sposoben uresničiti v poslovnem načrtu zastavljene cilje. Kajti večina poslovnih angelov, ki investira v določeno podjetje, se ne misli ukvarjati še z vodenjem samega podjetja. To je naloga podjetniškega tima.
- Sam poslovni načrt mora biti sestavljen profesionalno in je nujno potreben za pridobitev poslovnega angela.
- Pomembna točka pri pridobitvi investitorja so tudi podjetnikove ambicije. Podjetnik naj odkrito pokaže, da želi zaslužiti veliko denarja, vendar tudi, da se zaveda, da je visok donos posledica dobro opravljenega dela. Poslovnim angelom je tudi všeč dinamičen

podjetnik, ki je globalno orientiran in vidi svoj izdelek tudi na tujih trgih, ne le v ožji okolici.

Sklenjeni posli (5 poslov), ki so bili do danes izpeljani so na kratko predstavljeni v spodnji tabeli.

Tabela 3: Študije primerov petih sklenjenih poslov na Klubu poslovnih angelov do konca leta 2004

Primer	Zgodba
Distribucija kave Leta 2001	Gospod, ki je prodajal in distribuiral kavo za mlado italijansko podjetje, je dobil priložnost od lastnika podjetja za prevzem. Potreboval je 15.000 EUR za nakup osnovne opreme. Poslovni angel, ki je že imel izkušnje s tega področja, mu je pomagal z investicijo. Dogovorila sta se za 50 % lastništvo novega podjetja.
Nepremičnine Leta 2001	Dva podjetnika sta zbrala denar za nakup zemlje, na kateri naj bi kasneje gradili stanovanjsko zgradbo, delo pa naj bi plačali kasnejši kupci stanovanj. Podjetnika si bosta po zaključku projekta izplačala dobiček in novo podjetje zapustila.
Črna škatla Leta 2002	Študent elektrotehnike je izumil črno škatlo za osebne računalnike. Sklenil je pogodbo s poslovnim angelom za investicijo v njegov projekt. Kasneje se je pogodba preoblikovala tako, da ima študent sedaj možnost zaposlitve v podjetju.
Vitraž Leta 2002	Dva od treh partnerjev mladega podjetja sta želela izplačati tretjega. Zato sta potrebovala 20.000 EUR. Poslovni angel tokrat ni investiral, ampak posodil denar za nedoločen čas. Poleg tega je poslovni angel zaposlen v velikem gradbenem podjetju, preko katerega lahko nudi pomoč mlademu podjetju pri vstopu na nove trge.
Odkup patenta Leta 2004	Tuje podjetje je odkupilo patent slovenskega podjetnika (iz gradbeništva), ki je potreboval kapital. Še vedno sodeluje s tem podjetjem za določen čas.

Vir: Vadnjal, 2003a, str. 48-49; Interna gradiva PCMG, 2005.

Sklenjeni posli v Klubu pa niso vedno povezani z vstopom poslovnega angela v podjetje kot solastnika. Izkušnje Kluba poslovnih angelov kažejo sklenjene posle tudi v naslednjih oblikah:

- da poslovni angel kreditira podjetnika ter mu nudi pomoč pri navezovanju novih poslovnih stikov,
- skleneta poslovno sodelovanje,
- poslovni angel je zaposlil podjetnika, ki je iskal sredstva za implementacijo inovativnega projekta.

3.11 Slovenski podjetniki o financiranju s tveganim kapitalom – anketni rezultati

Za boljši prikaz realne slike na trgu neformalnega in formalnega tveganega kapitala v Sloveniji je pomembno poznati tudi, kaj podjetniki menijo o možnostih financiranja podjetja, v kolikšni meri se poslužujejo lastniških virov financiranja in zakaj je tako.

Zanesljivih podatkov o tem kako se financirajo mala in srednja podjetja ni, saj še ni bilo narejene celovite in podrobnejše analize (Glas, Vadnjal, Mirtič, 2002, str. 6). Na centru za razvoj podjetništva na Ekonomski fakulteti je bila leta 2002 narejena anketna raziskava

»Slovenski podjetniki o financiranju MSP«. Ker sem hotela poizvedeti, ali so se stališča Slovenskih podjetnikov do financiranja s tveganim kapitalom v teh treh letih kaj spremenila, sem sestavila vprašalnik s podobnimi vprašanji in v vzorec podjetij vključila predvsem mala podjetja, ki so bila ustanovljena po letu 2002. Zanimalo me je predvsem, če so se podjetniki v fazi ustanovitve in zagona posluževali tudi kaj zunanjega zasebnega kapitala ter v kolikšni meri slovenski podjetniki poznajo sklade tveganega kapitala in klub poslovnih angelov. Moje ugotovitve so predstavljene v nadaljevanju tega poglavja.

Primerjava je pokazala, da se podjetniki v fazi ustanovitve in zagona (Tabela 4) še vedno financirajo pretežno z lastnimi prihranki, prihranki podjetniške skupine ter sredstvi družine in prijateljev, pomembno vlogo pa imajo tudi posojila, predvsem kratkoročna bančna posojila. O zasebnih investitorjih skoraj niti ne razmišljajo (glej tudi Tabelo 5 na naslednji strani). V kasnejših fazah razvoja podjetja ostajajo lastni prihranki in dobiček podjetja še vedno najpomembnejša vira financiranja. Manj pomembna pa so kratkoročna bančna posojila, ki pa so prehitela dolgoročna bančna posojila (v primerjavi z letom 2002), in državne finančne pomoči. Ostali viri financiranja pa zaradi majhnosti vzorca niso prišli do izraza.

Tabela 4: Primerjava uporabe različnih virov financiranja za zagon in prvo leto obratovanja ter za kasnejše investicije in rast podjetja v Sloveniji v letih 2002 in 2005 (v %)

Vir financiranja	Leto 2002		Leto 2005 (moji rezultati)	
	Ustanovitev in zagon	Zadnja leta poslovanja (maks. 2)	Ustanovitev in zagon	Zadnja leta poslovanja (maks. 2)
Lastni prihranki	79,2	32,7	64,4	38,9
Sredstva družine in prijateljev	33,5	18,8	7,1	-*
Prihranki podjetniške skupine	9,0	10,6	7,1	-*
Drugi zasebni investitorji (skladi TK, poslovni angeli)	7,8	5,7	-*	-*
Državne finančne pomoči	4,5	4,9	-*	5,5
Kratkoročna bančna posojila	16,7	2,5	14,3	16,7
Dolgoročna bančna posojila	8,5	31,8	7,1	5,5
Dobiček podjetja	9,8	52,2	-*	33,3

* Rezultati v teh poljih, niso bili zajeti v odgovorih desetih malih podjetnikov, ki so se odzvali na moj vprašalnik. Če bi bil odziv malih podjetnikov večji, bi morda bili tudi rezultati v teh poljih nekoliko drugačni. Iz rezultatov sem prišla do ugotovitve, da se trend financiranja samega zagona in kasnejšega poslovanja podjetja iz leta 2002 nadaljuje tudi v letu 2005, zato lahko smatramo razlago slednjih rezultatov (zgornji odstavek) kot smotrno.

Vir: Glas, Vadnjal, Mirtič, 2002, str. 6 (za leto 2002); Rezultati ankete, ki so v prilogi (za leto 2005).

Da imajo zunanji investitorji tako majhen pomen pri financiranju ne samo ustanovitve in zagona, ampak tudi rasti podjetij, bi lahko iskali tudi v dejstvu, da je velika večina malih in srednjih podjetij v Sloveniji družinskih. V eni od raziskav med slovenskimi družinskimi podjetji jih je namreč kar 80 % anketiranih odgovorilo, da pod nikakršnimi pogoji ne želijo

zunanjega lastniškega financiranja oziroma nedružinskih vlagateljev. Podoben rezultat je pokazala tudi moja anketa .

Tabela 5: Razmišljanje podjetnikov o tem, da bi poiskali zasebnega investitorja oziroma sami investirali v drugo zasebno podjetje kot solastniki (v %), 2005

	Iskanje investitorja v vaše podjetje	Vaše vlaganje v druga podjetja
O tem nisem razmišljal	60	60
Samo enkrat sem o tem razmišljal	10	10
Razmišljal sem ob več priložnostih, nisem uresničil	20	10
To sem tudi naredil, enkrat	10	10
To sem tudi naredil, večkrat	-*	10

*Glej opombo pod Tabelo 4.

Vir: Rezultati ankete malih podjetij, 2005.

Med mojimi anketiranimi podjetij je bilo kar 60 % družinskih. Temu velja pripisati, da kar 60 % anketiranih podjetnikov niti ne razmišlja o možnostih financiranja z lastniškim kapitalom, v obe smeri. Tistih 10 % podjetji, ki pa so se odločila za zasebnega investitorja, so bila v fazi rasti. Razbrati pa je tudi (Tabela 5), da je bilo za malenkost več vlaganj podjetnikov v druga podjetja. V anketi sem tudi vprašala podjetnike, ali bi jih bolj motilo solastništvo državnega sklada ali solastništvo zasebnega investitorja. Iz odgovorov je bilo razvidno, da je državno solastništvo zanje bolj moteče kot zasebno. Vendar tudi zasebno solastništvo ni tista izbira, za katero bi se zlahka odločil velik del podjetnikov. Kar se tiče poznavanja skladov tveganega kapitala in Kluba poslovnih angelov v Sloveniji pa so rezultati predstavljeni v Tabeli 6.

Med podjetniki je zelo slabo poznavanje Kluba poslovnih angelov, kar 60 % jih še ni slišalo zanj (glej Tabelo 6). To pomeni, da bo morala država oziroma PCMG še veliko storiti na področju promocije le-tega. Bolj poznani so skladi tveganega kapitala, za katere le 20 % anketiranih podjetnikov še ni slišalo.

Tabela 6: Stopnje poznavanja skladov tveganega kapitala in Kluba poslovnih angelov v Sloveniji leta 2005

	Skladi tveganega kapitala	Klub poslovnih angelov
Nisem slišal zanj/e	20	60
Bežno sem slišal	30	30
Poznam	40	10
Zelo dobro poznam	10	-*

*Glej opombo pod Tabelo 4 (na prejšnji strani).

Vir: Rezultati ankete malih podjetij, 2005.

Vemo, da naložbe tveganega kapitala (predvsem poslovnih angelov) ne prinašajo le finančnih sredstev, temveč tudi druge pomembne dejavnike, povezane z vlagatelji: nasvete, pomoč pri odločitvah, promociji itd. V anketi sem vprašala podjetnike, katere vrste pomoči se jim zdijo

bolj pomembne, katere manj. Med **najbolj pomembnimi pomočmi**, ki bi jih podjetniki potrebovali od zasebnih vlagateljev so: *pomoč pri dostopu do ključnih informacij na trgu, pomoč pri vstopu na nov trg, ideje o novih proizvodih/storitvah ter pomoč pri poslovnih znanstvih*. Za **pomembno pomoč** so podjetniki navedli tudi *pomoč pri iskanju strokovnih sodelavcev*, saj je problem kako najti strokovne, osebnostno zrele, iniciativne, ustvarjalne osebe, ki jih v Sloveniji nedvomno primanjkuje po hitrem širjenju števila podjetij v 1990-tih letih. Prav presenetljivo je, da podjetniki od sovlagateljev pravzaprav ne pričakujejo oziroma skoraj ne želijo *podpore pri pridobivanju bančnih posojil oziroma drugih zasebnih investitorjev*, saj imajo investitorji ponavadi pomembne stike z bankami in lahko veliko pripomorejo k izboljšani podobi podjetja pri iskanju bančnih posojil. Razlog bi lahko bil, da se podjetnik ne želi znati v situaciji, ko bi bili zunanji financerji povezani in bi tako deloval osamljeno proti njim.

Vemo, da velik del odgovora na odnos do solastništva drugih ni vezan preprosto na psihološki odnos do solastništva, temveč tudi na zakonsko ureditev, ki lahko tako obliko spodbuja ali zavira. Kot vemo že iz poglavja o glavnih problemih razvoja tveganega kapitala v Sloveniji, imamo pri nas še veliko neustreznih dejavnikov (davkov, zakonov, izstopnih možnosti, administrativnih postopkov, itd.), ki zavirajo solastniška vlaganja tako s podjetnikove strani kot z vlagateljeve. Zanimalo me je, kako na številne dejavnike gledajo podjetniki. Iz odgovorov je moč razbrati, da je v Sloveniji precej takih dejavnikov, ki zavirajo sovlaganja in da posebej spodbudnih dejavnikov pravzaprav ni:

- Najbolj zaviralna dejavnika po mnenju anketiranih podjetnikov sta slovenski davčni sistem, ki **ne nudi pravih davčnih spodbud** za samo vlaganje. Hkrati naj bi bile **dohodnine previsoke** in bi s tem zajemale tudi v kapitalne dobičke kot enega od virov dohodkov (dvojno obdavčenje).
- Naslednji dejavniki, ki tudi zavirajo solastniška vlaganja, so po mnenju anketiranih podjetnikov **pretirana usmeritev investitorjev v izplačilo dobička** namesto v reinvestiranje in nepripravljenost investitorjev **počakati dalj časa v podjetju na primerne donose**.
- Podjetniki so zadržani do sovlaganj tudi zaradi osebne negotovosti, ki izhaja iz **skromnih pravnih in finančnih znanj**, zaradi katerih se ne čutijo enakopravne partnerje tistim investitorjem, ki so izkušeni. Podjetniki v mojem vzorcu se tudi bojijo, da bi lahko bili nekateri nezanesljivi investitorji, vzrok za **odtekanje pomembnih informacij** o podjetju, čeprav v številnih podjetjih ni veliko pomembnih poslovnih skrivnosti, pravijo Glas, Vadjal, Mirtič (2002, str. 28).
- Še zadnja dva dejavnika, ki iz odgovorov podjetnikov izstopata po stopnji zaviranja, sta **zapletene in drage formalnosti** pri vsaki spremembi strukture lastništva, ki gotovo niso spodbudne, saj sovlagatelji že v izhodišču investicije predvidevajo spremembo strukture lastnine pri vstopu in izstopu kapitala. Dejstvo, da investitorji nimajo prave **možnosti za prodajo svojega deleža** je pereč problem v vsej Evropi in se ga zavedamo tudi v Sloveniji, saj so primarni plasmaji¹¹ delnic na borzi pri evropskih MSP sorazmerno redki.

¹¹ Plasma pomeni uveljavitev, izdaja (v tem primeru delnic) na trgu (SSKJ, 1979, str. 619).

Rada bi izpostavila še dva dejavnika solastniškega vlaganja, ki sta bila pogosto omenjena kot zavirajoča dejavnika med anketiranimi podjetniki leta 2002, ki pa v moji analizi odgovorov, nista prišla do izraza zaradi skromnega odziva podjetnikov. In sicer, podjetniki priznavajo, da so zavore prisotne tudi zaradi ravnanja samih podjetnikov, saj nekateri težijo k **luksuzni porabi na račun podjetja**, kot so dragi avtomobili in mobilni telefoni, ki jih uvrščajo med stroške podjetja, potem pa so deležni bonitet v davčnih prijavah. Številni podjetniki so zavora za atraktivne naložbe tudi zaradi svojega **vodstvenega stila**, ki težijo, da vse naredijo sami in niso pripravljeni na skupinsko delo oz. na pravo partnerstvo v odločanju.

3.12 Glavni problemi razvoja tveganega kapitala v Sloveniji

Slovenska panoga formalnega in neformalnega tveganega kapitala je na začetku svojega razvoja, toda v Sloveniji deluje že kar nekaj skladov in tudi že prva mreža poslovnih angelov, ki pa so pri svojem delovanju že naleteli na razne probleme. Kot nam je potrdila raziskava GEM 2003 o prijaznosti finančnega okolja za MSP, je glavni problem razvoja tveganega kapitala v Sloveniji, da slovenski podjetniki in slovensko okolje še niso pripravljeni na tvegani kapital. Razvoj tveganega kapitala pa temelji na mladih, hitro rastočih, ponavadi visoko tehnoloških podjetij. Število teh pa je v Sloveniji še vedno manjše kot v razvitih državah in se še zmanjšuje, kar pa predstavlja veliko oviro pri razvoju tveganega kapitala v Sloveniji.

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

- (a) neprimerna pravna ureditev tveganega kapitala,
- (b) nenaklonjen davčni sistem tveganemu kapitalu,
- (c) pridobivanje investicij v sklade tveganega kapitala,
- (d) administracija ob nastanku podjetij in ob vlaganju tveganega kapitala,
- (e) težak izhod skladov oziroma zasebnih vlagateljev (poslovnih angelov) iz podjetja zaradi nerazvitosti slovenske borze – neustrezne izstopne možnosti.

Nekaj razlogov pa je poleg okolja potrebno iskati tudi pri podjetnikih samih, torej na strani povpraševanja po finančnih sredstvih. Za slovenske podjetnike je značilno, da ne znajo izkoristiti tistega, kar imajo na razpolago. Do tega pride predvsem zaradi pomanjkanja informacij o različnih alternativnih možnostih financiranja, strahu slovenskih podjetnikov in neznanja pri predstavitvi svoje dejavnosti zainteresiranim investitorjem. To pomeni, da četudi vedo, da obstaja možnost financiranja s tveganim kapitalom, je zaradi neznanja in strahu ne uporabijo. Razloga sta:

- (f) podjetniška nenaklonjenost tveganju v Sloveniji,
- (g) premajhne ambicije slovenskih podjetnikov.

a) Neprimerna pravna ureditev tveganega kapitala

V Sloveniji nista ne zakonodaja in ne pravni sistem ravno naklonjena naložbam in razvoju. Kljub temu, da imamo v Sloveniji veliko zakonov, ki predstavljajo pravni temelj za delovanje skladov tveganega kapitala, pa se niti eden od teh ne specifično ukvarja s tveganim kapitalom. Ti zakoni so: Zakon o gospodarskih družbah, Zakonodaja na področju prisilne poravnave, stečaja in likvidacije, Zakonodaja na področju investicijskih skladov in družb za njihovo upravljanje, Zakon o prevzemih, Zakon o finančnem poslovanju, Zakon o davku na dodano vrednost in Zakon o finančnih transakcijah s tujino (Žugelj et al., 2001, str. 147). Zaradi zakonske in pravne neopredeljenosti skladov tveganega kapitala, se le-ti srečujejo z resnimi operativnimi težavami pri vsakodnevnem delovanju.

b) Tveganemu kapitalu nenaklonjen davčni sistem

V Sloveniji se skladi tveganega kapitala v skladu z Zakonom o davku od dobička pravnih oseb obdavčujejo kot davčni zavezanci po stopnji davka od dobička, ki znaša 25 % (Žugelj et al., 2001, str. 147). Omenjeni zakon ne vključuje nobenih posebnih določil, niti posebnih davčnih olajšav ali oprostitev za naložbe skladov tveganega kapitala, kot to velja za večino evropskih držav, niti na strani podjetij niti na strani skladov tveganega kapitala. Kot primer lahko navedem Veliko Britanijo, ki ima 30 % stopnjo davka na dobiček, a imajo uvedene posebne davčne olajšave za sklade tveganega kapitala in mala ter srednja podjetja. Tudi za vlagatelje v sklade tveganega kapitala slovenska zakonodaja ne predpisuje davčnih olajšav. Za nekatere institucionalne investitorje (npr. zavarovalnice in pokojninski skladi) pa naložbe sploh niso zakonsko predvidene. Le-ti v tujini zagotavljajo glavni vir sredstev skladov tveganega kapitala (glej Sliko 2 na str. 20). Naši skladi imajo tudi zelo omejene možnosti vlaganja (npr. v druge države) in tudi omejene možnosti pridobitve sredstev (iz drugih držav), saj Slovenija še ni sklenila meddržavnega sporazuma o preprečevanju dvojnega obdavčevanja z vsemi državami. Ena izmed rešitev privabljanja vlagateljev bi bila z davčnimi olajšavami (to so neobdavčeni ali manj obdavčeni kapitalski dobički), druga alternativa je tudi različna davčna stopnja, ki bi bila odvisna od časovnega trajanja naložbe (Pinterič, 2000, str. 59).

c) Neustrezne izstopne možnosti

Za sklade tveganega kapitala, ki se odločajo o investiciji v določeno podjetje, je najpomembnejši kriterij izstopna možnost, ki jo mora podjetje opredeliti v finančnem planu, s katerim se predstavi investitorju. Izstopne možnosti so pomembne za investitorje, saj le-ti dobijo povrnjeno investicijo in morebiten dobiček šele ob izstopu iz podjetja. Če so možnosti izstopa slabe, se za investitorje še bolj poveča tveganost že tako tvegane naložbe. Najbolj priljubljena načina izstopa iz podjetja za vlagatelje tveganega kapitala po svetu sta uvrstitev podjetja na borzo in s tem javna prodaja delnic ter odprodaja deleža strateškemu partnerju oz. finančnemu investitorju (Žugelj et al., 2001, str. 147). Zaradi nerazvitosti finančnega sistema in finančnih trgov v Sloveniji lahko pričakujemo, da bodo prevzemi in združitve glavni načini dezinvestiranja slovenskih skladov tveganega kapitala (Kaučič, Vilfan, 2000, str. 31). Z

vstopom Slovenije v EU pa naj bi se izboljšale možnosti za izstop preko na novo dostopnih trgov vrednostnih papirjev (npr. EASDAQ).

d) Pridobivanje investicij v sklade tveganega kapitala

Problem v Sloveniji je zakon, ki zavarovalnicam, pokojninskim skladom in investicijskim skladom predpisuje samo kakovostne naložbe (npr. v državne vrednostne papirje, obveznice in delnice, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, ter naložbe v nepremičnine). V tujini imajo tudi razne tipe institucionalnih investitorjev, ki so najpomembnejši vlagatelji v sklade tveganega kapitala, pri nas pa se še niso dodobra razvili. Zato je v Sloveniji potrebno ustvariti pogoje, da bodo tudi naši institucionalni investitorji lahko investirali.

e) Administracija ob nastanku podjetij in ob vlaganju tveganega kapitala

Registracijski postopki so za nova podjetja še posebej počasni in zapleteni. Po raziskavi IMD za leto 2003 se Slovenija z 62 dnevi, ki so potrebni za ustanovitev podjetja, uvršča na 43. mesto. V Latviji je na primer za to potrebnih osem dni, v ZDA lahko podjetje ustanovijo čez noč (Mrkaić, 2004, str. 45). Pri vložitvi tveganega kapitala v podjetje je nujna sprememba organizacijske strukture iz samostojnega posameznika v družbo z omejeno odgovornostjo ali delniško družbo. Pri nas se spremeni tudi lastniška struktura. Vse to pa zahteva dobršno mero potrpežljivosti, časa in denarja s strani podjetnika in sklada tveganega kapitala. Država bi z boljšo organizacijo administrativnih služb lahko veliko pripomogla k lažji in predvsem cenejši ustanovitvi novih podjetij in investiranju tveganega kapitala vanje.

f) Podjetniška nenaklonjenost tveganju v Sloveniji

Kot je razvidno tudi iz analize anketiranih slovenskih podjetnikov (glej Tabelo 5 na str. 35), je za slovenske podjetnike značilno, da jih velika večina sploh ne razmišlja o tem, da bi poiskala zunanje investitorje ne ob ustanovitvi podjetja in niti kasneje. Ugotavljamo, da imajo naši podjetniki strah pred tveganim kapitalom, ker je lastniški, ker jim pomeni izgubo na moči, saj pridobijo solastnika. Ne zavedajo pa se, da lahko z boljšo strukturo kapitala dosežejo optimalnejše financiranje podjetja in s tem tudi boljšo poslovno uspešnost podjetja. Problem je tudi v sami transparentnosti poslovanja, vključno s finančnimi poročili MSP, saj le-ta imajo strah pred zunanjimi solastniki, da jim bodo prevzeli ključni položaj pri obvladovanju informacij in odločitev. Skladi tveganega kapitala, še posebej pa poslovni angeli, ponavadi ne želijo večjih lastniških deležev v podjetju kot je 10–20 % delež.

g) Premajhne ambicije slovenskih podjetnikov

Ena od ključnih ovir, da tvegani kapital ne zaživi v večji meri je, da slovenski podjetniki nimajo ambicij glede prihodnosti. Malo kateri podjetnik pri nas ima ambicijo, da bi imeli podjetje, ki bi bilo evropska ali svetovna uspešnica. Primož Kaučič in Jože Vilfan (2000, str. 30) pravita, da pri njih nimajo težav s pomanjkanjem kapitala in dobrih projektov, temveč z

ljudmi in managementom, ki imajo premajhne ambicije. Majhne ambicije naših podjetnikov se kažejo tudi v tem, da nihče v Sloveniji ne ustanovi podjetja zato, da bi ga kasneje nekdo kupil. V Ameriki je takšnih podjetij kar 70 %, pri nas pa o žetveni strategiji razmišlja le 10 % podjetnikov. Menim, da je vzrok tudi v tem, da je v Sloveniji veliko družinskih podjetij, ki imajo značilnosti »lifestyle«podjetja (glej poglavje 2.2., str. 5).

Zaradi številnih podobnih davčno-administrativnih ovir za sklade in strahu podjetnikov pred tem, da bi jim ti speljali idejo ali se preveč vmešavali v vodenje podjetij, je tvegani kapital (v skladu Horizonte Venture management) lani, t.j. 2004, vstopil le v tri nova slovenska podjetja in vanje skupaj z nujnimi dokapitalizacijami investiral le 2 milijona evrov. Potrebno je poudariti, da vse te naložbe so bile direktno iz avstrijskega krovnega podjetja, ne pa iz slovenske podružnice. (Interni podatki sklada Horizonte, 2005).

Da je trg tveganega kapitala v Sloveniji dokaj nerazvit, je potrebno iskati v pomanjkanju podjetniške kulture, majhnem gospodarskem okolju in neustreznih izstopnih možnostih, neustrezni pravno-formalni strukturi podjetij, nezainteresiranosti države ter neustrezni davčni in gospodarski zakonodaji na tem področju, pa tudi v premajhnem številu dobrih podjetniških projektov in nepoznavanju možnosti, ki jih nudi lastniško financiranje med podjetniki.

3.13 Predlogi in priporočila izboljšav na področju tveganega kapitala v Sloveniji

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

Ukrepi za spodbujanje financiranja s tveganim kapitalom gredo v tri smeri in sicer (Penca, Vadnjal, 2002, str. 22):

- pomoč investitorjem,
- pomoč »posrednikom« (skladom, mreži poslovnih angelov) in
- pomoč podjetjem, v katera se investira.

Naštete skupine pomoči imajo lahko dve obliki, in sicer:

- finančno pomoč in
- druge oblike pomoči,

saj morajo biti finančne pomoči povezane tudi z drugimi oblikami pomoči, da bi zagotovili optimalne rezultate.

Za pomoč investitorjem in posrednikom, bi morala vlada najprej spremeniti potrebno zakonodajo na področju investicij slovenskih pokojninskih skladov in zavarovalnic v sklade tveganega kapitala, da bi lahko tudi slednji vlagali v sklade tveganega kapitala, saj v ZDA in Evropi predstavljajo glavnino investicijskih sredstev skladov tveganega kapitala. Na področju davkov bi bilo potrebno sprejeti davčne olajšave na kapitalske dobičke skladov, saj so sedaj

obdavčeni po Zakonu o dobičku gospodarskih družb, ki poslujejo v okviru normalnih tržnih tveganj (Žugelj, 2002, str. 7). Posebno obravnavo zaslužijo ideje o zagotavljanju jamstev in garancij za investicije skladov tveganega kapitala. Jamstvo v določenem obsegu, na primer 50 % naložbe, je močan podporni mehanizem skladom tveganega kapitala. Tovrstna garancijska institucija bi v primeru, ko gre podjetje, v katerega je sklad investiral, v stečaj, skladu povrnila 50 % investicijskega vložka. Taka politika zmanjšuje tveganost investicij skladov tveganega kapitala in povečuje donosnost celotnega portfelja sklada (Žugelj, 2002, str. 7). Državna pomoč bi morala zajemati tudi kritje dela administrativnih stroškov skladov tveganega kapitala.

Administracija predstavlja veliko oviro tudi za podjetja, ki so v fazi nastajanja, saj morajo leta obiskovati posamezne ustanove (AJPES, DURS, ZPIZ, ZZZS ...) in pri tem zamudijo veliko časa. Na tem področju je Slovenija končno naredila korak naprej, saj je uvedla državni portal za poslovne subjekte »Vse na enem mestu – e-Vem«, ki je začel delovati 1.7.2005. Portal se nahaja še v prvi fazi, saj se zaenkrat lahko registrirajo le samostojni podjetniki. S tem je omogočeno podjetnikom, da lahko postopke, ki so potrebni za registracijo podjetja, opravijo na enem mestu – po elektronski pošti preko svetovnega spleta (Interna gradiva PCMG, 2005).

Država ne sme dopustiti, da se število novo nastalih podjetij manjša in da vedno več novih podjetij propade. Po podatkih iz Statističnega letopisa lahko vidimo, da vsako leto število prenehanj prerašča število ustanovitev poslovnih subjektov¹². Tako je bilo leta 2003 ustanovljenih 10.936 poslovnih subjektov in prenehalo je poslovati 11.535 poslovnih subjektov. Zato mora poskrbeti, da podjetjem zagotovi kapital v zelo zgodnjih fazah razvoja, ko je tveganje zelo visoko in ga zato težko pridobijo od skladov tveganega kapitala ali drugih finančnih institucij. Tudi malokateri poslovni angel se bo odločil za investicijo v zelo zgodnjo fazo razvoja podjetja, če ne bo popolnoma prepričan v njen uspeh. V Sloveniji že deluje en tak nacionalni sklad (Slovenski podjetniški sklad), ki naj bi na podlagi »Zakona o podpornem okolju za podjetništvo« spodbujal zasebna vlaganja in financiranje podjetniških projektov v vseh fazah razvoja z lastniškim kapitalom, s pomočjo zagotavljanja ugodnih kreditnih virov in garancij za investitorje (Slovenski podjetniški sklad, 2005). Menim, da bi moral biti bolj učinkovit pri zagotavljanju finančnih pomoči podjetjem v tistih najbolj občutljivih fazah razvoja, ko se še ne ve, ali bo podjetje preživelo in se uveljavilo na trgu ali bo propadlo. Kako bi moral tak državni sklad delovati, da bi čimbolj spodbujal lastniško financiranje s strani zunanjih investitorjev navaja Dr. Hisrich v zadnjem odstavku tega poglavja. S tem, ko bo vedno več novih malih podjetij, bo vedno več mladih podjetnikov, ki jim tvegani kapital ne bo več neznanka in se ga bodo v vedno večji meri posluževali. Torej država s tem, ko spodbuja mlado podjetništvo, posredno spodbuja tudi razvijanje tveganega kapitala in s tem podjetniško rast.

V Sloveniji imamo veliko raznih pospeševalnih centrov, agencij in institucij, ki so bili

¹² Med poslovne subjekte so uvrščene pravne in fizične osebe (Stat. letopis RS, str. 54).

ustanovljeni za pospeševanje podjetništva. Problem je, ker vsi delujejo samostojno in izolirano, namesto da bi delovali povezano za skupni cilj, ki je hitrejši razvoj podjetništva. Po poročanju slovenskih medijev v zadnjih dneh (julij 2005) vlada pripravlja ustanovitev »Javne agencije RS za podjetništvo in tuje investicije«. Ta bo združevala naloge PCMG, Javnega sklada za malo gospodarstvo in Agencije za gospodarsko promocijo Slovenije ter tuje investicije. Njen cilj je zagotoviti transparentnost delovanja, izboljšati usklajevanje nalog in povezovanje med institucijami ter racionalizirati njihovo delovanje. V programe agencije bodo vključeni tudi programi za spodbujanje nastanka in razvoja skladov tveganega kapitala. Mislim, da bo ta združitev institucij veliko pripomogla k boljši razvitosti trga tveganega kapitala, saj bo nova agencija zaradi svoje velikosti bolj uspešna pri raznih pogajanjih z vlado, če ne drugega mislim, da bo imela večji posluš pri uveljavljanju raznih spodbud na trgu tveganega kapitala.

Dr. Hisrich, ki je v svoji karieri sodeloval pri ustanovitvi več kot 50 podjetij in predava na več priznanih svetovnih univerzah, navaja dva ukrepa pri spodbujanju posameznikov (poslovnih angelov), da bi vlagali v nova podjetja. In sicer pravi, da tam, kjer podjetniška kultura glede tveganega vlaganja ni razvita (to velja tudi za Slovenijo), jo je smiselno načrtno krepiti, saj se trg poslovnih angelov, sam od sebe ne bo razvil (Basle, 2004, str. 26):

- Ena od oblik bi lahko bila ta, da država prevzame pobudo in vzpostavi nekakšne državne sklade, ki pa naj jih ne upravlja sama, temveč naj za vodenje najame neodvisne in zelo sposobne finančne managerje. V te sklade lahko ljudje vložijo del svojega denarja, sklad pa ga nato nalaga v obetavna na novo nastajajoča podjetja. Tak sistem lahko zelo učinkovito spodbudi trg lastniškega kapitala, saj večina ljudi, ki ima denar, noče tvegati, ker ni spretna pri vrednotenju poslovnih priložnosti.
- Drug učinkovit sistem so posebni izobraževalni programi, ki posameznike, ki imajo denar, naučijo, kako analizirati podjetja, da bi lahko ocenili, ali je vložek v kako gospodarsko družbo smiseln ali ne.

SKLEP

Slovenija je majhna in mlada država, ki pa se kljub svoji kratki samostojni poti in vsem težavam, s katerimi se pri prilagajanju globalnemu tržnemu gospodarstvu srečuje, pričinja zavedati, da je podjetništvo eden ključnih razvojnih faktorjev. Vendar bo morala precej zavihati rokave in od besed preiti k dejanjem, da bomo imeli več uspešnih, v rast usmerjenih malih in srednjih podjetij, ki bodo sposobna zrasti v gazele svetovnih dimenzij. Posebej pomemben je večji razvoj in zagotovitev dobro delujočega in stabilnega trga tveganega kapitala. Tvegani kapital je kot finančni, svetovalni, inovativni in partnerski kapital še posebej pomemben za državo, kot je Slovenija, ki nima globokih zgodovinskih korenin v podjetništvu. Potrebno bo spremeniti odnos države do tveganega kapitala, kar bo pomenilo odpravo neurejene zakonodaje, zmanjšanje administrativnih ovir, uvedbo davčnih olajšav tako na strani pridobivanja virov v sklade tveganega kapitala kot na strani investiranja le-teh

oziroma poslovnih angelov v podjetja. Tako lahko naredimo Slovenijo privlačnejšo za dodatni kapital, poleg tega pa moramo omogočiti tudi domačim potencialnim investitorjem, da lahko vložijo v sklade tveganega kapitala. Pri tem mislim predvsem na zavarovalnice in pokojninske sklade. Za preoblikovanje davčne in zakonodajne politike se pri nas močno zavzema Slovensko združenje za tvegani kapital, SLEVCA, ki v vladnih krogih zastopa interese tveganih kapitalistov. V bližnji prihodnosti, pa naj bi se Pospeševalni center za malo gospodarstvo še skupaj z nekaterimi drugimi institucijami, ki delujejo na področju gospodarstva združil v »Javno agencijo RS za podjetništvo in tuje investicije«, kar naj bi po mojem mnenju pozitivno vplivalo na poslušnost vlade zastopanih interesov tveganih kapitalistov. Tudi na strani kulture samih podjetnikov bo potrebno še veliko storiti, da bodo le-ti ustanavljali več uspešnejših dinamičnih podjetij, ki niso zgolj družinskega značaja, ker so v tem primeru preveč čustveno navezani nanje in se zato težko odločijo za tveganega kapitalista, saj ta zahteva svoj delež v podjetju. Zato je tudi zelo pomembna promocija lastniškega financiranja razvoja dinamičnih podjetij, saj mora biti podjetnik seznanjen z možnostjo lastniškega načina financiranja, z njegovimi prednostmi pred dolžniškim kapitalom ter tudi tveganji. Enako pomembno je tudi, da glas doseže (potencialne) investitorje, katerim tovrsten način financiranja lahko pomeni alternativno naložbo.

Slovenska vlada bo morala začeti bolj podpirati (tudi finančno) naš Klub poslovnih angelov, ki je edini posrednik med neformalnim tveganimi kapitalisti – poslovnimi angeli in podjetniki, poleg tega pa s strani poslovnih angelov prihaja v veliki meri semenski oziroma začetni kapital. Tako bi morda z večjo promocijo Klub postal bolj poznan investitorjem še posebej pa podjetnikom, saj, kot so rezultati ankete v diplomskem delu pokazali, večina slovenskih podjetnikov zanj ne ve. Z večjo pobudo države za vzpostavitev nekakšnega državnega sklada, ki bi ga upravljali uspešni managerji, bi privabili marsikaterega investitorja tveganega kapitala, ki ni spreten pri vrednotenju poslovnih priložnosti.

LITERATURA

1. Basle Andreja: Bogati in neodvisni. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2004, 41, str. 26.
2. Bovaird Chris: Introduction to Venture Capital Finance. London : Pitman Publishing, 1990, 280 str.
3. Bovaird Chris: »What is Venture capital?« Stirling : University of Stirling, 1991. 29 str.
4. Bygrave William D., Timmons Jeffrey A.: Venture Capital at the Crossroads. Boston, MA : Harvard Business School Press, 1992. 356 str.
5. Cvirn Mojca: Klub poslovnih angelov v Sloveniji. Diplomsko delo Visoke poslovne šole. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 44 str.
6. Glas Miroslav et al.: Projekt izgradnje celovitega sistema ugodnejšega financiranja malih in srednjih podjetij po sistemu držav Evropske unije. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, Center za razvoj podjetništva, 2002. 216 str.
7. Glas Miroslav, Vadnjal Jaka, Mirtič Damjan: Slovenski podjetniki o financiranju malih in srednjih podjetij. Projekt izgradnje celovitega sistema ugodnejšega financiranja malih in srednjih podjetij po sistemu držav Evropske unije. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, Center za razvoj podjetništva, 2002. 32 str.
8. Gradišar Lenka: Tvegani kapital v malih in srednjih podjetjih. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 44 str.
9. Hisrich Robert D., Peters Michael P.: Entrepreneurship: Starting, Developing and Managing a New Enterprise. Second Edition. Homewood, IL : Irwin, 1992. 641 str.
10. Kaučič Primož: Kako financirati razvoj. Podjetnik, Ljubljana, 2000, 5, str. 32-33.
11. Kaučič Primož, Vilfan Jože: Kapital za donosnost ali za »asfalt«. Podjetnik, Ljubljana, 2000, 3, str. 28–32.
12. Kleindienst Robert: Kdo najbolj potrebuje lastniški kapital in zakaj?. Podjetnik, Ljubljana, 2000, str. 46–51.
13. Morris Koloski J.: An Overview of the Venture Capital Industry. Schutt David, Grover-Lizzard Judith, ed., Pratt's Guide to Venture Capital Sources. 16th Edition. 1992, str. 7-10.
14. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1993. 381 str.

15. Mrkaić Mićo: Slovenske konkurenčne prednosti in slabosti. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2004, 14, str. 45.
16. Penca Primož, Vadnjal Jaka: Poročilo o tveganem kapitalu v Sloveniji. Projekt izgradnje celovitega sistema ugodnejšega financiranja malih in srednjih podjetij po sistemu držav Evropske unije. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, Center za razvoj podjetništva, 2002. 23 str.
17. Pinterič Marjana: Upravljanje s portfeljskimi podjetji v skladu tveganega kapitala. Specialistično delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 103 str.
18. Rebernik Miroslav et al.: Spodbujati in ohraniti razvojne ambicije: GEM SLO 2003. Maribor : Ekonomsko – poslovna fakulteta, Inštitut za podjetništvo in management malih podjetij, 2004. 47 str.
19. Rebernik Miroslav, Tominc Polona, Pušnik Ksenja: Podjetništvo na prehodu: GEM SLO 2004. Maribor : Ekonomsko – poslovna fakulteta, Inštitut za podjetništvo in management malih podjetij, 2005. 73 str.
20. Ronstadt Robert C.: Entrepreneurial Finance: Taking Control of Your Financial Decision Making. Dana Point, CA : Lord Publishing, 1988. 157 str.
21. Sever Alojzija: Politika pospeševanja podjetništva v malih in srednjih podjetjih s poudarkom na podpornih storitvah. Magistrsko delo : Ekonomska fakulteta, 2004. 87 str.
22. Slavnič Niko: Prvo poročilo o tveganem kapitalu v Sloveniji. SLEVCA novice, Ljubljana, 1(2002), 2, str. 12-14.
23. Vadnjal Jaka: Lastniško financiranje: Številni naši podjetniki ne vidijo dlje od družinskega koncepta lastništva in ne vedo, kaj v resnici pomeni lastniško financiranje. Podjetnik, Ljubljana, 2000, 9, str. 20–24.
24. Vadnjal Jaka: Partner v dobrem in slabem. Obrtnik, Ljubljana, 2003, ŠT., str. 86.
25. Vadnjal Jaka: Štiri zgodbe poslovnih angelov. Podjetnik, Ljubljana, 2003a, 11, str. 48-49.
26. Vahčić Aleš: Razvoj podjetništva in malega gospodarstva. Podjetništvo – izziv za 21. Stoletje. Ljubljana : Gea College, 2000. 498 str.
27. Žakelj Luka: Razvoj malih in srednje velikih podjetij v Sloveniji in Evropski uniji. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2004. 51 str., 2 pril.

28. Žugelj Damjan: Davčni vplivi na razvoj skladov tveganega kapitala v Sloveniji še neznanka. SLEVCA Novice, Ljubljana, 1(2002), 1, str. 7–9.
29. Žugelj Damjan et al.: Tvegani kapital: Si upate tvegati?. Ljubljana : Lisac&Lisac d.o.o., 2001. 176 str.
30. Weston J. Fred, Brigham F. Eugene: Essentials of managerial finance. 10. izdaja. Orlando: Harcourt Brace Jovanovich. 1993. 892 str.
31. Wetzel William E., Jr.: Venture Capital in the Year 2000: The Informal Venture Capital Market. Nineteenth Annual Meeting. Boston, MA : Financial Management Association, 1989, 22 str.

VIRI

1. EVCA 2002 Yearbook. Zaventem: EVCA, 2002. 312 str.
2. EVCA 2004 Yearbook. Zaventem: EVCA, 2004. 304 str.
3. EVCA 2005 Yearbook. Zaventem: EVCA, 2005. 320 str.
4. EBAN European Business Angel Network. 9 str. [URL: <http://www.eban.org/doc/Statistics%20Compendium%202004.pdf>], 2005.
5. GVIN. [URL: <http://www.gvin.com/GVINRegister/>], 2005.
6. Interna gradiva PCMG, 2005.
7. Interni podatki sklada Horizonte Ventures management, 21.07.2005.
8. Nova ljubljanska banka. [URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=2884>], 13.9.2005.
9. PCMG: Klub poslovnih angelov. [URL: <http://www.pcmg.si/index.php?id=805>], 2005.
10. PCMG: SLEVCA. [URL: <http://www.pcmg.si/index.php?id=1053>], 2005a.
11. Slovenski podjetniški sklad. [URL: <http://www.podjetniskisklad.si/Predstavitev.htm>], 21.7.2005.
12. Statistični letopis RS 2004. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 2004. 650 str.

13. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o gospodarskih družbah (ZGD-H) (Uradni list RS, št.139/04).
14. Zakon o podpornem okolju za podjetništvo (Uradni list RS, št. 40/04).
15. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/93).

PRILOGA

ANKETA

Leto ustanovitve: _____

Število zaposlenih v vašem podjetju: _____

Organizacijska oblika podjetja:

- (a) d.o.o.
- (b) d.n.o.
- (c) d.d.
- (d) drugo, navedite: _____

Ali gre za družinsko podjetje:

- (a) da, družinsko podjetje
- (b) ne

Dejavnost podjetja:

- (a) proizvodnja
- (b) gradbeništvo
- (c) transport in komunikacije
- (d) inženiring
- (e) trgovina
- (f) turizem in gostinstvo
- (g) finančne in druge poslovne storitve
- (h) drugo, navedite: _____

Spol ustanovitelja oziroma podjetnika:

- (a) moški
- (b) ženska

Dokončana izobrazba ustanovitelja oz. podjetnika:

- (a) poklicna šola
- (b) srednja šola
- (c) višja šola
- (d) visoka šola
- (e) univerzitetna šola
- (f) podiplomski študij

(g) drugo, navedite: _____

Ali ste pred sedanjim že imeli lastno podjetje:

- (a) da
- (b) ne

Motivi zaradi katerih ste se odločili za ustanovitev podjetja:

(če se odločite za več odgovorov, jih razvrstite po pomembnosti s številkami od 1,2,..., ki jih napišete na črto: 1 - najbolj pomembno, 2 - malo manj pomembno,...)

- _____ neodvisnost, delo na svoje
- _____ želja po dosežku
- _____ ekonomska nuja (ste bili mogoče brezposelni, ali v finančni stiski)
- _____ kariera, prihodnost
- _____ status in prestiž
- _____ obvladovanje, oblast
- _____ drugo, navedite: _____

Kot podjetnik (ustanovitelj) imate izkušnje predvsem z:

- (a) proizvodnjo
- (b) vodenjem
- (c) marketingom (prodajo)
- (d) financami
- (e) drugo, navedite: _____

Promet podjetja v letu 2004:

- (a) manj kot 10 mio
- (b) 10 – 30 mio
- (c) 30 – 60 mio
- (d) 60 – 100 mio
- (e) več kot 100 mio

Pričakovanja o rasti prometa v letu 2005:

- (a) negativna
- (b) 10 – 50%
- (c) 50 – 100%
- (d) za več kot 100%

S številkami od 1 do 5 ocenite kateri so za Vas najpomembnejši (1) ... in kateri najmanj pomembni (5) cilji v vašem podjetju:

- _____ zadovoljni kupci
- _____ osebna neodvisnost
- _____ zadovoljstvo z ustvarjanjem proizvodov/storitev
- _____ finančni dosežki
- _____ rast podjetja

Katere vire financiranja ste uporabili za USTANOVITEV IN ZAGON podjetja:

(če boste označili več odgovorov, jih s številkami od 1 naprej razvrstite po velikosti deleža uporabljenih sredstev npr. če je bilo največ lastnih prihrankov, na črto napišite 1, če so bila na drugem mestu dolgoročna bančna posojila, napišite 2,...)

- _____ lastni prihranki
- _____ sredstva (posojila) družine in prijateljev
- _____ prihranki podjetniške skupine
- _____ drugi zasebni investitorji (poslovni angeli, tvegani kapital)
- _____ družbe za investiranje, vzajemni skladi
- _____ krediti dobaviteljev
- _____ krediti kupcev
- _____ kratkoročna bančna posojila
- _____ dolgoročna bančna posojila
- _____ državne finančne pomoči
- _____ dobiček podjetja
- _____ drugo, navedite: _____

Katere vire financiranja ste uporabili V ZADNJIH LETIH (max. dveh letih) poslovanja:

(isto velja kot pri prejšnjem vprašanju)

- _____ lastni prihranki
- _____ sredstva (posojila) družine in prijateljev
- _____ prihranki podjetniške skupine
- _____ drugi zasebni investitorji (poslovni angeli, tvegani kapital)
- _____ družbe za investiranje, vzajemni skladi
- _____ krediti dobaviteljev
- _____ krediti kupcev
- _____ kratkoročna bančna posojila
- _____ dolgoročna bančna posojila
- _____ državne finančne pomoči
- _____ dobiček podjetja
- _____ drugo, navedite: _____

Ste že kdaj razmišljali o tem, da bi poiskali zasebnega investitorja v vaše podjetje?

- (a) O tem nisem niti razmišljal
- (b) Samo enkrat sem razmišljal
- (c) Razmišljal sem ob več priložnostih, nisem uresničil
- (d) To sem tudi naredil, enkrat
- (e) To sem tudi naredil, večkrat

Ste že kdaj razmišljali, da bi sami investirali v drugo zasebno podjetje kot solastniki?

- (a) O tem nisem niti razmišljal
- (b) Samo enkrat sem razmišljal
- (c) Razmišljal sem ob več priložnostih, nisem uresničil
- (d) To sem tudi naredil, enkrat
- (e) To sem tudi naredil, večkrat

Kako po vašem mnenju naslednji dejavniki vplivajo na pripravljenost podjetnikov, da sprejmejo solastniška vlaganja drugih investitorjev oziroma pripravljenost investitorjev na vlaganja v podjetja?

(črko X vpišite v polje, ki ustreza vašemu odgovoru – za vsak dejavnik, en odgovor)

Dejavnik, ki vplivajo na pripravljenost na solastniška vlaganja	Spodbuja	Ne eno ne drugo	Zavira
Ni davčnih spodbud za vlaganje			
Visoke stopnje dohodnine na kapitalske zasluške			
Zapletene in drage formalnosti pri spremembi lastništva podjetja			
Prepričanje podjetnikov, da hočejo investitorji velika izplačila dobička v škodo rasti podjetja			
Nepripravljenost investitorjev, da bi čakali daljše obdobje na primerne donose			
Prepričanje podjetnikov, da hočejo investitorji za majhen denar prevelik nadzor			
Težnja podjetnikov, da imajo na račun podjetja drage avtomobile, mobilne telefone, drugo			
Negotovost podjetnikov zaradi pomanjkanja pravnih in finančnih znanj			
Vodstveni stil podjetnika, da naredi vse sam			
Strah podjetnika pred odtokanjem pomembnih informacij			
Podjetnik sploh noče rasti			
Težnja, da se računovodsko prikrije dobiček			
Želja podjetnikov po popolni kontroli podjetja			
Odnos podjetij do ideje o investitorstvu			
Dejstvo, da investitorji nimajo prave možnosti za prodajo svojega deleža (ko hočejo izstopiti iz podjetja)			
Raven zaupanja med podjetniki in investitorji			
Višja donosnost drugih finančnih naložb			

Ali bi vas motilo solastništvo DRŽAVNEGA SKLADA kot zunanjega investitorja?

- (a) Ne bi me motilo
- (b) Malo bi me motilo
- (c) Precej bi me motilo
- (d) Zelo bi me motilo
- (e) To je zame nesprejemljivo

Ali bi vas motilo solastništvo ZASEBNEGA INVESTITORJA kot zunanjega investitorja?

- (a) Ne bi me motilo
- (b) Malo bi me motilo
- (c) Precej bi me motilo
- (d) Zelo bi me motilo
- (e) To je zame nesprejemljivo

Ste že kdaj slišali za Sklade tveganega kapitala?

- (a) Nisem slišal zanje
- (b) Bežno sem slišal
- (c) Poznam
- (d) Zelo dobro poznam

Ste že kdaj slišali za Klub poslovnih angelov, ki deluje pod okriljem Pospeševalnega centra za malo gospodarstvo?

- (a) Nisem slišal zanj
- (b) Bežno sem slišal
- (c) Poznam
- (d) Zelo dobro poznam

Ali ste že kdaj uporabili finančna sredstva Skladov tveganega kapitala?

- (a) Sploh se nisem zanimal zanje
- (b) Zanimal sem se, nisem zaprosil
- (c) Zaprosil sem, nisem dobil
- (d) Dobil sem sredstva

Če ste se zanimali ali celo pridobili sredstva Skladov, v kateri fazi razvoja vašega podjetja ste potrebovali ta sredstva:

- (a) Za ustanovitev podjetja

- (b) Za zagon podjetja
- (c) Za rast podjetja
- (d) Drugo, navedite: _____

Ali ste že kdaj uporabili finančna sredstva poslovnih angelov?

- (a) Sploh se nisem zanimal zanje
- (b) Zanimal sem se, nisem zaprosil
- (c) Zaprosil sem, nisem dobil
- (d) Dobil sem sredstva

Če ste se zanimali ali celo pridobili sredstva poslovnih angelov, v kateri fazi razvoja vašega podjetja ste potrebovali ta sredstva:

- (a) Za ustanovitev podjetja
- (b) Za zagon podjetja
- (c) Za rast podjetja
- (d) Drugo, navedite: _____

Katere oblike pomoči (poleg finančne) bi želeli / pričakovali od sovlagateljev, če bi jih sprejeli v vaše podjetje:

(črko X vpišite v polje, ki ustreza vašemu odgovoru – za vsako obliko pomoči, en odgovor):

Oblika pomoči sovlagatelja	Manj pomembne	Pomembne	Zelo pomembne
Pomoč pri vstopu na novi trg			
Dostop do ključnih informacij o trgu			
Ideje o novih proizvodih / storitvah			
Managerska znanja			
Poslovna znanstva			
Iskanje usposobljenih strokovnih sodelavcev			
Vloga zaščitnika z izkušnostjo in umirjenim odločanjem			
Pomoč pri internacionalizaciji poslov			
Pogajanja z dobavitelji			
Podpora pri pridobivanju bančnih posojil			
Neformalna promocija podjetja			
Pomoč pri pridobivanju drugih zasebnih investitorjev			
Svetovalna pomoč, ki lahko nadomesti komercialne svetovalce			
Psihološka podpora v primeru poslovnih težav			