

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**NEFORMALNI VIRI FINANCIRANJA NOVEGA
PODJETJA**

Ljubljana, avgust 2002

TINA MAROLT

IZJAVA

Študentka Tina Marolt izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom docent dr. Boštjana Antončiča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 27.8.2002.

Podpis:
Tina Marolt

KAZALO

1	UVOD.....	1
2	NASTANEK IN ZGODNJI RAZVOJ PODJETJA.....	2
2.1	FAZE ZGODNJEGA RAZVOJA PODJETJA.....	2
2.2	OBLIKOVANJE IDEJE.....	2
2.2.1	Kreativno mišljenje.....	2
2.2.2	Viri poslovnih idej.....	4
2.3	PREPOZNAVANJE PRILOŽNOSTI.....	5
2.3.1	Proces ocenjevanja priložnosti.....	6
2.4	PLANIRANJE IN PRIPRAVA NA PODJETNIŠKI VSTOP.....	7
2.4.1	Tržne raziskave in strategije.....	7
2.5	PODJETNIŠKI VSTOP.....	8
2.6	RAZVOJ PODJETJA PO PODJETNIŠKEM VSTOPU.....	9
3	FINANCIRANJE PODJETJA.....	10
3.1	FINANČNE POTREBE MALEGA PODJETJA.....	10
3.2	VIRI FINANCIRANJA PODJETJA.....	11
3.2.1	Dolžniško financiranje.....	11
3.2.2	Financiranje z lastniškim kapitalom.....	13
3.2.2.1	Delniški kapital.....	14
3.2.2.2	Tvegani kapital.....	15
3.2.2.3	Neformalni tvegani kapital.....	16
3.2.3	Državna podpora financiranja malih in srednjih podjetij.....	16
3.3	FINANČNI ŽIVLJENJSKI CIKEL PODJETJA.....	17
4	NEFORMALNI TVEGANI KAPITAL KOT VIR FINANCIRANJA PODJETJA.....	22
4.1	VLOGA TRGA NEFORMALNEGA TVEGANEGA KAPITALA PRI FINANCIRANJU NOVIH PODJETIJ.....	22
4.1.1	Neformalni investitorji in vrzel lastniških sredstev.....	23
4.2	ZNAČILNOSTI NEFORMALNIH INVESTITORJEV.....	26
4.3	KATEGORIZACIJA NEFORMALNIH INVESTITORJEV.....	28
4.4	ISKANJE TVEGANEGA KAPITALA.....	30
4.4.1	Kako napisati dober poslovni načrt.....	31
4.4.2	Izbira pravega vlagatelja.....	32
4.5	PREDNOSTI IN SLABOSTI FINANCIRANJA S STRANI NEFORMALNEGA TVEGANEGA KAPITALA.....	32
5	TRG NEFORMALNEGA TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI.....	33
5.1	KLUB POSLOVNIH ANGELOV V SLOVENIJI.....	34
5.2	RAZISKAVA O FINANCIRANJU DINAMIČNIH PODJETIJ V SLOVENIJI.....	36
6	SKLEP.....	39
7	LITERATURA.....	41
8	VIRI.....	42

1 UVOD

V zadnjih letih smo v Sloveniji priča skokovitemu razvoju podjetništva. Posamezniki ustanovljajo nova podjetja z različnimi nameni, eden izmed najpomembnejših pa je vsekakor želja po neodvisnosti. Kot bomo videli v nadaljevanju, pa lahko ravno ta potreba po samostojnosti ovira razvoj podjetja. Tipično za mala podjetja je namreč to, da se v veliki meri zanašajo na zunanjo pomoč – pa naj bo ta v obliki svetovanja, mreženja ali pa financiranja. Ustanovitelj podjetja običajno ni sposoben sam financirati poslovnega podviga, zato je prisiljen poiskati zunanje vire sredstev, ki so v tej fazi razvoja podjetja najpogosteje lastniške narave. Če torej želi pridobiti sredstva, se mora odreči določenemu lastniškemu deležu, kar pa lahko vodi v izgubo neodvisnosti – primarnega motiva, zaradi katerega je ustanovil lastno podjetje.

V diplomskem delu želim preučiti financiranje novega, malega podjetja ter še posebej vlogo, ki jo pri tem igrajo neformalni investitorji. Le-ti so bogati posamezniki, ki financirajo predvsem zgodnje faze razvoja podjetja. Pri tem pogosto sodelujejo tudi z nasveti, podjetju omogočajo dostop do vzpostavljene mreže kontaktov ter s svojim sodelovanjem nudijo kredibilnost nastajajočemu podjetju.

Financiranje podjetij s strani neformalnih investitorjev je relativno nepoznano predvsem zaradi anonimne narave trga neformalnega tveganega kapitala. Vendar to še ne pomeni, da je takšno financiranje nepomembno. Ocenjuje se, da je samo v Evropi kar 125.000 aktivnih investitorjev. Namen tega dela je prikazati, da je financiranje s pomočjo neformalnega tveganega kapitala za podjetja v zgodnjih fazah razvoja pomemben, če ne ključen način pridobivanja finančnih sredstev.

Diplomsko delo je razdeljeno na več zaključenih celot. Prvi del pojasnjuje faze, skozi katere preide podjetje v svojem zgodnjem razvoju, ter odkriva posamezne dejavnike, ki vplivajo na potek tega razvoja. Predstavila sem paradigmo razvoja po Deakinsu, ki predlaga, da se zgodnji razvoj podjetja razdeli na pet faz. Znotraj teh razvojnih stopenj nastopajo različni dejavniki, ki vplivajo na razvoj podjetja. Med najpomembnejše prištevamo okolje, kulturo, kreativnost podjetnika, mreženje ter dostop do financ.

V drugem delu so opredeljene finančne potrebe malega podjetja in vrste finančnih virov. Predstavljeni so različni načini financiranja, pri čemer je lastniško financiranje še posebej poudarjeno, saj nova podjetja v največji meri potrebujejo in izkoriščajo prav ta vir sredstev. Pojavlja se lahko v treh oblikah. Kot prvega lahko omenimo delniški kapital, ki pa je primeren predvsem za financiranje že uveljavljenih podjetij. Lastniški vir sredstev je tudi tvegani kapital, ki se ga nadalje deli na formalni in neformalni tvegani kapital. Formalni tvegani kapital predstavlja pomemben vir sredstev za razvijajoča se podjetja, vendar pa običajno ne sodeluje ob samem nastanku podjetja ter v njegovih najbolj zgodnjih fazah. Vir tega tako imenovanega semenskega in zagonskega kapitala so neformalni investitorji, katere podrobno predstavlja naslednje poglavje.

Tretji del preučuje udeležbo neformalnih investitorjev pri financiranju novih podjetij. Opredeljena je vrzel lastniških sredstev, ki je žgoč problem malih podjetij, ter vloga, ki jo pri zapolnjevanju tega primanjkljaja igra neformalni tvegani kapital. Predstavljeni sta dve različni kategorizaciji neformalnih investitorjev, ki spodbijata tezo, da naj bi obstajale neke tipične karakteristike, ki so skupne za te vlagatelje. V tem delu je na kratko tudi opisano, kako stopiti v stik z neformalnim investitorjem ter kako izbrati

primernega vlagatelja. Predstavljene so bistvene prednosti in slabosti financiranja s strani neformalnega tveganega kapitala.

O trgu neformalnega tveganega kapitala v Sloveniji govori četrto poglavje, katerega ugotovitev je, da so pri nas neformalni investitorji sicer prisotni, vzpostavljeno je organizirano povezovanje vlagateljev in podjetnikov, vendar pa so raziskave pokazale, da je financiranje podjetij s strani neformalnega tveganega kapitala daleč pod optimalnim nivojem ter bi kazalo vzpostaviti mehanizme za stimuliranje takega načina financiranja.

2 NASTANEK IN ZGODNJI RAZVOJ PODJETJA

2.1 Faze zgodnjega razvoja podjetja

Nastanek novega podjetja lahko razdelimo na več faz: oblikovanje ideje, prepoznavanje priložnosti, planiranje in priprava na vstop, podjetniški vstop ter razvoj po vstopu (Deakins, 1999, str. 50). Vsaka posamezna faza vsebuje različne faktorje, ki vplivajo na razvoj podjetja. Ti faktorji vključujejo lokalno okolje, kulturo, dostop do finančnih virov in podjetniško podporo. Proces zgodnjega razvoja podjetja ilustrira slika 1 (glej str. 3).

2.2 Oblikovanje ideje

Na oblikovanje poslovne ideje vplivajo podjetnikove pretekle izkušnje, izobrazba in spretnosti. Ta akumulacija znanja, spretnosti in izkušenj je poznana pod pojmom človeški kapital. Za mlajše podjetnike, ki imajo omejen človeški kapital, igra izobrazba pomembnejšo vlogo kot sicer. Izobraževalni sistem lahko vzpodbuja ali omejuje kreativno mišljenje ter vpliva na naš pogled na poslovne priložnosti (Deakins, 1999, str. 52).

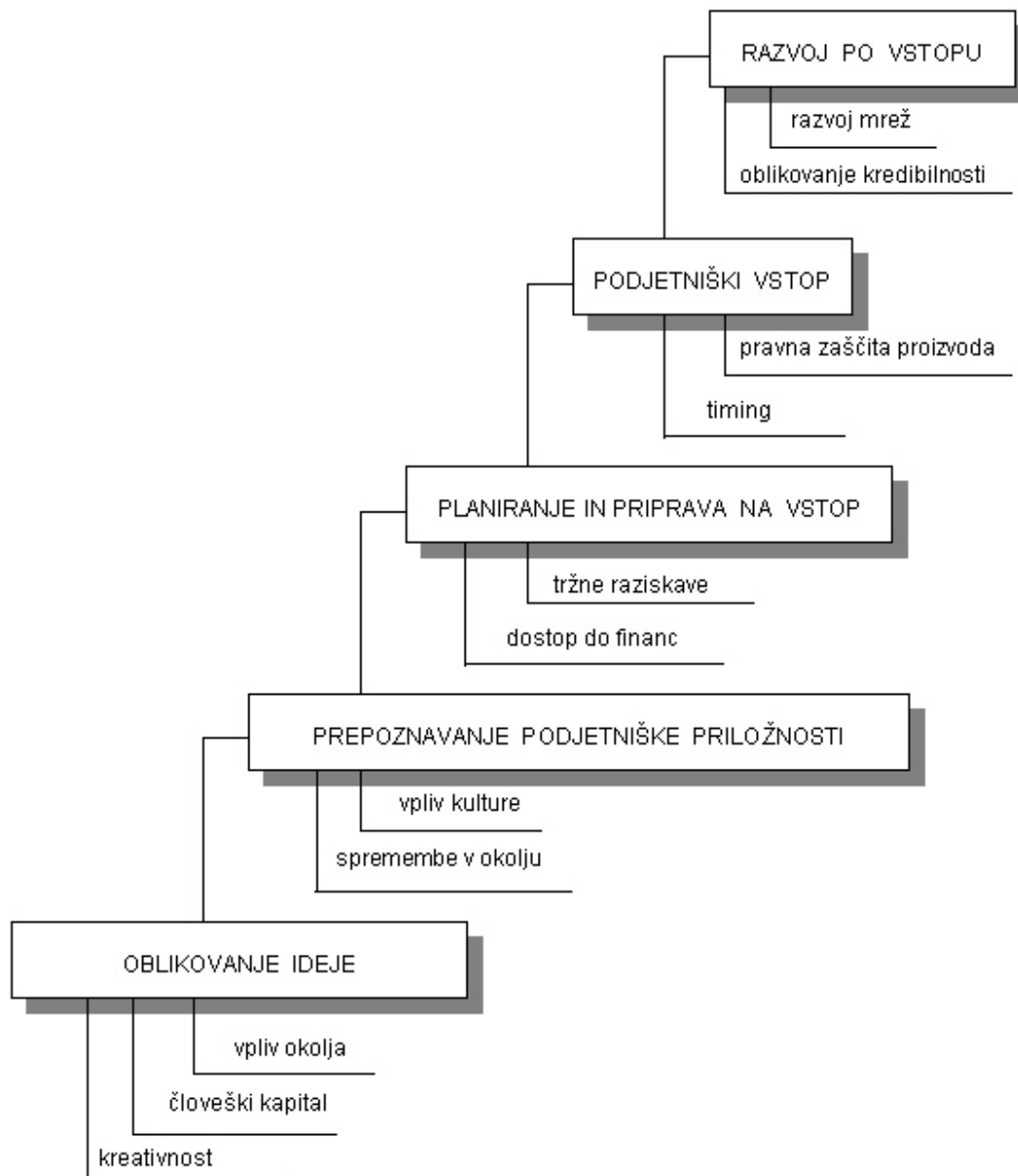
2.2.1 Kreativno mišljenje

Mnogo let je veljalo, da je sposobnost kreativnega mišljenja prirojena. Različne raziskave pa so pokazale, da se skoraj vsakdo lahko nauči kreativnosti. Najpomembnejše ovire na poti h kreativnemu mišljenju so (Zimmerer, Scarborough, 1996, str. 59):

- iskanje enega »pravega« odgovora (v večini izobraževalnih sistemov je vgrajena predpostavka ene pravilne rešitve problema; v realnem življenju obstaja več različnih rešitev),
- osredotočanje na logičnost (logično mišljenje je pomemben del kreativnega procesa, zlasti pri ocenjevanju in implementaciji idej; v zgodnjih fazah procesa pa logičnost lahko omejuje kreativnost),

- slepo sledenje pravilom (kreativnost pogosto sloni na sposobnosti prelomiti pravila, kar omogoča drugačno rešitev obstoječega problema),
- praktičnost (neupoštevanje pravil praktičnosti omogoča kreativne odgovore na vprašanja, ki sicer nikoli ne bi bila odgovorjena),

Slika 1: Nastanek in razvoj podjetja po posameznih fazah



Vir: Deakins, 1999, str. 51.

- pojmovanje igre kot neke vrste frivolnost (igriv odnos je bistven za kreativno mišljenje, igra namreč daje priložnost za nov pogled na stvarnost; podjetnik združi spoznanja, ki jih je pridobil prek igre s svojim ostalim znanjem ter jih prenese v prakso),
- pretirana specializacija (opredelitev področja, na katerega naj bi problem spadal, onemogoči spoznanja, ki temeljijo na povezanosti različnih dejavnosti),
- izogibanje nejasnosti (nejasnost in dvoumnost lahko močno stimulirata kreativnost, saj vzpodbujata drugačen način mišljenja, pretirana natančnost pa lahko kreativnost zaduši),
- konformnost (ljudje se pogosto nagibajo h konformnosti, ker se bojijo, da bi izgledali neumno, vendar se nove ideje redko rodijo v konformnem okolju; podjetniki konvencionalne načine delovanja nenehno postavljajo pod vprašaj),
- bojazen pred napakami in neuspehom (novosti pogosto vodijo v neuspeh, vendar je potrebno tega jemati le kot izkušnjo in stopnico na poti h končnemu cilju – poslovnemu uspehu),
- prepričanje v lastno pomanjkanje kreativnosti (tako prepričanje pogosto postane resnično, saj človek sam na ta način omeji svoj kreativni potencial).

Z izogibanjem navedenih napak lahko podjetniki sprostijo svojo kreativnost. Uspešni podjetniki so pripravljeni prevzeti tveganje, raziskati nove ideje, se igrati, vprašati »kaj če« ter se naučiti ceniti nejasnost. Prek tega razvijejo spretnosti, odnos in motivacijo, ki jim omogočijo večjo kreativnost – eno od ključnih elementov poslovnega uspeha.

2.2.2 Viri poslovnih idej

Obstajajo številni razlogi, zakaj je potrebno poslovno idejo dodelati in izoblikovati še pred začetkom izvajanja posla (Tajnikar, 2000, str. 95). Zelo pogosto ideje niso prilagojene tržnemu povpraševanju oziroma kupci v številnih podrobnostih želijo drugačne proizvode in storitve, kot naj bi jih ponujalo novo podjetje. Ideje so lahko tudi s finančnega stališča slabo analizirane, kar pomeni, da ni natančno znano, koliko denarja potrebuje podjetnik za zagon takega posla, in zlasti, ali bo v smiselnem času dosegel pozitivni denarni tok in ustrezen profit. Pogosto so ideje tako slabe, da podjetja ni mogoče ustanoviti, in je zato pametneje, da podjetnik opusti takšno poslovno idejo ter poskuša poiskati novo.

Generiranje novih poslovnih idej ni proces, ki bi bil točno določen in za katerega bi veljale strogo opredeljene metode. Zlasti v malih podjetjih si ne morejo privoščiti visokih stroškov razvitih marketinških metod za generiranje novih poslovnih idej, zato morajo pogosto poseči po preprostejših in bolj improviziranih načinih (Tajnikar, 2000, str. 97).

Najpreprostejši način generiranja poslovnih idej je s pomočjo obstoječih in potencialnih kupcev. Podjetnik bi moral stalno komunicirati s kupci, poizvedovati, kaj si želijo, in v najkrajšem času prilagajati svojo ponudbo njihovim željam. Pri tem vedno obstaja nevarnost, da tudi kupec nima prav dobre ideje, kaj od proizvoda pričakuje, in da lahko konkurent ponudi nekaj, česar ni pričakoval niti kupec niti

prvotni ponudnik. Zlasti v sodobni družbi, kjer želje porabnikov v veliki meri izoblikuje sama ponudba, je takšna nevarnost še toliko bolj preteča.

Vir generiranja poslovnih idej so tudi objavljeni viri in pregledi. Najpreprostejša pot do poslovne ideje je, da se obstoječi programi prenesejo na nov teren. Takšen način, ki temelji na posnemanju, je zlasti značilen za tiste dežele, v katerih je podjetništvo slabo razvito. V primeru imitacije je podjetje v večji meri obsojeno na hitro menjavanje proizvodov in storitev. Če podjetnik imitaciji priključi določeno inovativnost, značilno zgolj zanj, pridobi konkurenčno prednost.

Bolj zahteven način pridobivanja poslovnih idej je uporaba raziskovalnih in razvojnih dosežkov univerz, inštitutov, države in drugih podobnih ustanov. Pri nas ni navada, da bi se podjetniki obračali na fakultete in tako iskali poslovne priložnosti. Le-te se razvijajo v podjetniške projekte najpogosteje tako, da raziskovalci sami razvijajo podjetje.

Po svetu so se razvili podjetniški forumi, na katerih se srečujejo ljudje iz raziskovalnega in razvojnega dela, podjetniki in investitorji. Podjetniki na njih poskušajo s predstavljanjem svojih idej organizirati iz njih skupine, ki so sposobne izpeljati podjetniški proces. V takem primeru se rezultati razvojno–raziskovalnega dela odkupijo, raziskovalci in razvojniki pa sami ne vstopajo v poslovni svet.

Generiranje poslovnih idej je možno tudi z opazovanjem obstoječe in potencialne konkurence, s kopiranjem njenih proizvodov in storitev ter z njihovim izboljšanjem. To je najenostavnejši način za generiranje novih poslovnih idej, kar velja zlasti, če vstopamo na trg, na katerem do tedaj ni bilo velike konkurence in je nizka stopnja konkurenčnosti uspravala obstoječe ponudnike. Dolgoročno pa je to tudi pot, da razvijemo svojo raziskovalno delo in da iz generiranih poslovnih idej s posnemanjem pridemo do oblikovanja izvirnih poslovnih idej. Zato je to zlasti dobra pot na področjih, kjer obstaja visoka tehnologija.

Zelo značilna pot za generiranje novih poslovnih idej je zasledovanje trendov na trgu in iskanje praznih prostorov. Ta pot je skoraj vedno povezana s tržnimi raziskavami. Smiselna je tudi primerjava trga, na katerega prodaja podjetje, z bolj oddaljenimi trgi.

Vse navedene načine generiranja poslovnih idej se lahko izvede po različnih metodah. Podjetje lahko izpelje marketinško analizo, razpravlja s porabniki ali naredi intervju z njimi, lahko opazuje in kupuje izdelke konkurentov ali pa se poveže z raziskovalno in razvojno institucijo. Načinov je veliko, od podjetja, njegovih potreb in finančnih sredstev pa je odvisno, katerega bo izbralo (Tajnikar, 2000, str. 102).

2.3 Prepoznavanje priložnosti

Veliko podjetnikov je prepričano, da za uspeh zadostuje, da najdejo in razvijajo dobro idejo. To prepričanje pogosto vpliva na njihovo objektivnost pri ocenjevanju poslovnega potenciala ideje. Ideja še ne predstavlja poslovne priložnosti. Priložnost je namreč vsebovana v proizvodu ali storitvi, ki ustvarja ali doda vrednost za kupca oziroma končnega uporabnika (Timmons, 1999, str. 80).

Premik od idejne faze do faze izkoriščanja priložnosti je pogojen z različnimi okoliščinami. Primerno mora biti ekonomsko okolje, kultura vzpodbujati prevzemanje tveganja, bodoči podjetnik pa mora verjeti, da bo izpolnitev poslovne ideje vodila v uspeh.

Priložnosti ustvarjajo spremembe (Deakins, 1999, str. 50). Spremembe so lahko politične, gospodarske, socialne, demografske ali tehnološke. Gospodarske spremembe so lahko, na primer, karakterizirane z daljšim obdobjem gospodarske rasti in posledično povečanim povpraševanjem, ki ustvari priložnost za poslovne ideje, ki izkoristijo povečan dohodek prebivalstva, prosti čas in kupno moč. Povečana hitrost tehnoloških sprememb je omogočila širšo uporabo interneta ter aplikacije novih tehnologij na različnih področjih. Socialne ali demografske spremembe priskrbijo priložnosti prek spreminjanja prepričanij prebivalstva ali prek ustvarjanja novih trgov na podlagi spreminjajoče se starostne strukture prebivalstva.

Vsi ti faktorji omogočijo nastanek poslovne priložnosti, vendar je pomembna kombinacija poslovne ideje in priložnosti ter njuna časovna usklajenost.

2.3.1 Proces ocenjevanja priložnosti

Ocenjevanje poslovne priložnosti je zapleten proces (Zimmerer, Scarborough, 1996, str. 84). Začne se s postavljanjem osnovnih vprašanj, ki pomagajo podjetniku oceniti razsežnost priložnosti. Ta del analize postavi pod drobnogled poslovno idejo. Vprašati se je potrebno, koliko je ideja različna od že obstoječih proizvodov in storitev. Odgovori na to vprašanje lahko izpostavijo več problemov. Če se bo novi proizvod od starega le malo razlikoval, bo težko prepričati kupce obstoječega proizvoda, da bodo kupovali novega. Po drugi strani pa lahko proizvod, ki se drastično razlikuje od že ponujenega na trgu, naleti na močan odpor. V takem primeru je potrebno odkriti vzroke odpora ter jih odpraviti ali oceniti možnost, da podjetje odpor premaga.

Ocenjena morata biti najmanj dva elementa trga: pričakovano povpraševanje po našem proizvodu ali storitvi in timing tega povpraševanja (Zimmerer, Scarborough, 1996, str. 84). Timing postane kritičen za uspeh novega podviga, kadar se pričakuje, da bo preteklo veliko časa, preden bo trg sprejel nov proizvod oziroma storitev v tolikšnem številu, da bo to zagotovilo primeren denarni tok.

V naslednjem koraku je potrebno oceniti tri ključne faktorje uspeha novega podjetja: čas, denar in tveganje. Podjetnik mora poskušati odkriti, ali potencialni konkurenti razvijajo soroden proizvod, oceniti na podlagi preteklih podatkov njihovo stopnjo uspešnosti pri razvoju in trženju novih proizvodov, finančno podporo teh aktivnosti ter obstoječe prednosti, ki jih imajo konkurenti na trgu. Prek analize teh dejavnikov določimo konkurenčno tveganje novega podviga. Poleg tega obstajata še tehnično in finančno tveganje. Tehnično tveganje izhaja iz tega, da proizvod ali storitev, izpeljana iz poslovne ideje, pogosto ne vsebujeta značilnosti, ki smo si jih zamislili. Finančno tveganje pa ugotavlja, ali obstaja zadosten kapital za podporo novega podviga.

V nadaljevanju je potrebna podrobna razčlenitev proizvodnega procesa, da se zagotovi, da je mogoča proizvodnja v zadostnem številu, primerne kvalitete ter po konkurenčnih stroških. Podjetnik mora priskrbeti informacije o vsakem potencialnem nabavnem viru ter narediti podrobno analizo dobaviteljev. Določeni morajo biti stroški materialov in komponent, narejena mora biti ocena proizvodnih stroškov.

Naslednji korak je ocenitev celotnih začetnih stroškov novega podjetja. Brez dobre ocene stroškov in izdatkov tudi ne bo mogoče pridobiti zunanje finančne podpore. V končnem dejanju je potrebno oceniti celoten nivo tveganja novega podjetja ter določiti različne vire in načine zmanjševanja tveganja (Zimmerer, Scarborough, 1996, str. 89).

2.4 Planiranje in priprava na podjetniški vstop

Pridobivanje informacij za določitev vstopne strategije ter zbiranje finančnih sredstev sta med najpomembnejšimi faktorji, ki določajo uspeh novega podjetja (Deakins, 1999, str. 54). Kljub temu, da je bilo malo raziskav narejenih na podlagi novih podjetij, ki so hitro propadla, se v splošnem verjame, da so za njihov propad v veliki meri kriva nezadostna finančna sredstva.

Iskanje finančnih sredstev je odvisno od značilnosti podjetja. Podjetje se odloča med različnimi viri financiranja. Ta proces in značilnosti posameznih virov bom podrobneje opisala v naslednjem poglavju.

2.4.1 Tržne raziskave in strategije

V fazi planiranja in priprave na vstop so še posebej pomembne tržne raziskave ter na njih oblikovane strategije trženja. Tržne raziskave vključujejo sistematično zbiranje, analiziranje in interpretiranje podatkov, ki se tičejo trga, potencialnih kupcev in konkurentov podjetja.

Pri tržnih raziskavah imajo majhna podjetja določene prednosti pred velikimi (Zimmerer, Scarborough, 1996, str. 108). Čeprav nimajo na razpolago velikih sredstev in raziskovalnih strokovnjakov, pa so bližje kupcem in lahko bolje zaznavajo njihove potrebe. Kljub temu se mnoga mala podjetja ne poslužujejo tržnih raziskav ter ne poskušajo identificirati specifičnih značilnosti in potreb ciljnega trga. Rezultati tega so slaba lokacija, nepravilne produktne linije, neprimerne cene in tržne strategije, ki vodijo v propad podjetja.

Podjetja se lahko prilagodijo spreminjajočim se tržnim potrebam že samo s tem, da opazujejo odnose in dejanja kupcev. Podjetnik, ki želi spremljati pomembnejše trende, mora (Zimmerer, Scarborough, 1996, str. 108):

- prebrati čim več tekočih publikacij,
- spremljati najbolj gledane TV-oddaje, ki so indikator prepričan in vrednot kupcev,
- videti 10 najbolj gledanih filmov, ker le-ti vplivajo na vedenje kupcev,
- anketirati najmanj 150 kupcev na leto,
- govoriti z 10 ljudmi, za katere meni, da lahko nudijo dragocene vpogleda in sveže perspektive.

Podjetniki naj bi tudi ocenili, v kolikšni meri njihov proizvod ali storitev ustreza trendom, ki so jih zabeležili. Po interpretaciji rezultatov tržne analize sledi oblikovanje strategije. Uspešna tržna strategija je osnovana na šestih temeljih (Zimmerer, Scarborough, 1996, str. 111):

- usmerjenost h kupcem (najuspešnejša podjetja razvijejo odnos, ki teži k zadovoljstvu kupcev in to miselnost sprejmejo vsi zaposleni v podjetju),

- kvaliteta (kvaliteta proizvodov in storitev je v današnjem konkurenčnem okolju predpogoj za uspeh; uspešna podjetja pojmujejo kvaliteto kot strateški cilj in integralni del kulture podjetja),
- prikladnost (raziskave so pokazale, da kupci lahek dostop do storitev ali proizvodov rangirajo zelo visoko na svoji listi kupnih kriterijev),
- inovacija (trgi se spreminjajo prehitro, da bi podjetje lahko mirovalo in ostalo konkurenčno; inovacija je zaradi njihove fleksibilnosti ena močnejših točk malih podjetnikov – kaže se v novih proizvodih, različnih tehnikah izdelave in uvedbi novih pristopov h kupcem),
- hitrost (filozofija, ki temelji na hitrosti, se imenuje management časovne zgoščenosti (TCM – time compression management); ima dva aspekta: pospeševanje prihoda novih produktov na trg in skrajševanje časa odzivnosti proizvodnje in dostave na želje kupcev),
- poprodajne storitve in zadovoljstvo kupcev (podjetniki spoznavajo, da so dobre poprodajne storitve eden od najboljših načinov ohranjanja starih in privabljanja novih kupcev).

2.5 Podjetniški vstop

Timing podjetniškega vstopa je izredno pomemben. Medtem ko obstajajo velike prednosti za podjetja, ki so prva na nekem področju, lahko prezgodnji vstop rezultira v nezadostnem povpraševanju. Problem timinga je bistven predvsem za proizvode, pri katerih je potrebna zaščita industrijske lastnine (Deakins, 1999, str. 55).

Pravno varstvo pravic industrijske zaščite se lahko v Sloveniji zahteva na dva načina, in sicer z nacionalno prijavo, vloženo pri Uradu Republike Slovenije za intelektualno lastnino, ter na podlagi prijav, vloženi v tujini, če je to v skladu z mednarodno pogodbo, ki obvezuje Republiko Slovenijo. Poznamo pet osnovnih oblik pravic, z uporabo katerih lahko podjetje zaščiti svoj proizvod ali storitev (Puharič, 2001, str. 215).

- Patent

Patent se podeli za izum s slehernega področja tehnike, ki sočasno izpolnjuje tri zahteve, in sicer mora biti nov, na inventivni ravni in industrijsko uporabljiv. Šteje se, da je izum na inventivni ravni, če za strokovnjaka predmet izuma očitno ne izhaja iz stanja tehnike. Industrijsko uporabljiv pa je izum tedaj, če se predmet izuma lahko proizvede ali uporabi v katerikoli gospodarski dejavnosti, vključno s kmetijstvom.

- Topografije polprevodniških vezij

Ta pojavnost intelektualne ustvarjalnosti je po zakonu opredeljena kot naprava za izvajanje elektronske funkcije, ki je v končni ali vmesni obliki nedeljiva celota iz ene ali več spojenih plasti s polprevodniškimi elementi. Topografija se lahko zavaruje le tedaj, če je izvirna in je rezultat lastnega ustvarjalnega napora ter ob času njenega nastanka ni bila znana iz vsakodneвне uporabe v industriji.

- Model

Model se registrira za videz izdelka, ki izpolnjuje dve zahtevi: biti mora nov ter imeti mora individualno naravo. Videz izdelka pomeni izgled celotnega izdelka ali njegovega dela, ki izhaja iz značilnosti zlasti linij, obrisov, barv, oblike, teksture oziroma materialov izdelka samega ali ornamentov na njem.

- Znamka in kolektivna znamka

Kot znamka se lahko registrira kakršenkoli znak ali kakršnakoli kombinacija znakov, ki omogočajo razlikovanje blaga ali storitev enega podjetja od blaga in storitev drugega podjetja in jih je mogoče grafično prikazati (besede, črke, tridimenzionalne podobe...).

Kot kolektivna znamka se lahko registrira vsak znak, ki ustreza zahtevam zakona za znamke in je primeren za razlikovanja blaga ali storitev članov nosilca kolektivne znamke od blaga ali storitev drugih podjetij. Nosilec kolektivne znamke je lahko vsako društvo ali združenje pravnih ali fizičnih oseb.

- Geografske označbe

Geografske označbe udeležence v gospodarskem prometu seznanjajo s tem, od kod določeno blago izvira, torej kje ga izdelujejo ali pridelujejo, npr. idrijske čipke, muransko steklo, bohinjski sir, ... Hkrati pa so te označbe tudi sporočilo o določeni posebni kakovosti ali kakšni drugi posebni lastnosti proizvodov, ki je v neposredni zvezi z določenim krajem ali širšo ozemeljsko enoto.

Kljub temu, da torej obstaja veliko načinov zaščite industrijske lastnine, se jih mali podjetniki običajno ne poslužujejo (Deakins, 1999, str. 156). Zaščita namreč terja čas in denar, postopki pridobitve so zapleteni, povrh vsega pa ne zagotavlja, da bo proizvod dejansko in ne samo na papirju zaščiten. Podjetniku se tudi splača, da je prvi na trgu in ne prvi, ki npr. prijavi patent. Zatorej so podjetja bolj zaskrbljena glede zgodnjega vstopa na trg, kakor pa s pridobitvijo zakonske zaščite njihove invencije ali novega proizvoda.

2.6 Razvoj podjetja po podjetniškem vstopu

Za to obdobje velja, da podjetnik vzpostavlja prve bližnje stike z najpomembnejšimi interesnimi skupinami podjetja (Deakins, 1999, str. 55). Podjetnik je naiven in se mora hitro naučiti razumeti kupce, dobavitelje ter druge skupine, s katerimi se srečuje, vključujoč z bančniki in drugimi finančniki. Uči se umetnosti prilagajanja in kompromisov ter včasih nepopustljivosti. Za podjetja, ki temeljijo na delu teama, je obdobje po podjetniškem vstopu prvo resno testiranje odnosov med udeleženci letga. Posamezniki se morajo soočiti s svojimi vlogami v teamu, oceni se, koliko dejanske vrednosti doda vsak član teama.

Eden od najpomembnejših izzivov, s katerimi se sooča novo podjetje, je kredibilnost. Podjetja, ki vstopajo na trg, morajo upoštevati, da bo potrebno zaupanje kupcev šele pridobiti, dobavitelji verjetno ne bodo naklonjeni trgovinskemu kreditu, pri bankah pa bo potrebno podati dodatna jamstva za odobritev kreditnih linij. Ena izmed strategij, s katerimi lahko podjetje premaga ovire zaradi pomanjkanja kredibilnosti, je vključitev izkušenega podjetnika kot sodelavca, kar omogoči podjetju, da prek njega spozna ključne kupce in doseže kredibilnost pri dobaviteljih. Tak mentor nudi podjetju

neprecenljive izkušnje, ki preprečijo, da bi naivnost podjetnika začetnika ogrozila uspeh posla.

Poleg vzpostavitve kredibilnosti je pomemben faktor uspeha tudi razvoj mrež (Deakins, 1999, str. 56). Delni razlog za vključitev izkušenega podjetnika v posel je dejstvo, da podjetje preko tega dobi dostop do njegove mreže kontaktov. Če to ni mogoče, morajo novi podjetniki osnovati svojo kontaktno mrežo. Raziskave so namreč pokazale, da obstaja visoka stopnja povezanosti med obstojem poslovne mreže in uspešnostjo podjetja.

Veliko vlogo igra slučajnost. Negativne učinke slučajnih dogodkov lahko zmanjšamo, če je podjetnik v predhodnih fazah za to ustvaril potrebne pogoje. Obdobje je polno negotovosti in je eno bolj nevarnih v življenju podjetja. Označuje ga tudi večinoma negativni denarni tok. V povprečju se eno od dveh podjetij nikoli ne prebije čez obdobje negativnega denarnega toka. V tem času podjetnik potrebuje veliko spretnosti, potrpežljivosti in kreativni denarni management (Zimmerer, Scarborough, 1996, str. 461).

3 FINANCIRANJE PODJETJA

3.1 Finančne potrebe malega podjetja

Ne glede na to, ali je podjetje v lasti posameznika ali je organizirano kot partnerstvo, spada v enega izmed dveh tipov: podjetje življenjskega stila ali dinamično podjetje. Glavni razlog za obstoj podjetij življenjskega stila je preživljanje zaposlenih. Na drugi strani so dinamična podjetja, ki jih lastniki ustanovijo z namenom ustvarjanja bogastva. Podjetja življenjskega stila imajo v splošnem manj problemov s financiranjem kot dinamična podjetja, saj so njihove finančne potrebe znatno nižje (Osteryoung et al., 1997, str. 249).

V splošnem mala podjetja potrebujejo finančna sredstva iz štirih temeljnih razlogov:

- ustanovitveni in zagonski stroški, inventar in človeški viri,
- delovna sredstva,
- delovni kapital, potreben za financiranje tekočih poslovnih operacij,
- sredstva, potrebna za razširitev poslovanja.

Ravno na področju pridobivanja finančnih sredstev postane razlika med velikimi in malimi podjetji najbolj očitna. V primeru velikih podjetij je financiranje dostopno prek javnih trgov lastniškega in dolžniškega kapitala. Za mala podjetja je dostop na te trge v veliki meri onemogočen.

Začetno financiranje majhnega podjetja bo interno; prispevali ga bodo lastniki prek lastniškega kapitala ali zadržanih dobičkov (Timmons, 1999, str. 82). Ustanovitveni kapital večine podjetij je minimalen. Raziskava iz leta 1991 med ameriškimi podjetniki je pokazala, da je 77 % anketiranih podjetij pričela s 50.000 \$ ali manj, 46 % podjetij

pa je bilo ustanovljenih z manj kot 10.000 \$. Osnovni finančni viri so bili osebni prihranki, ki so prispevali kar 74 % kapitala. Kot primer skromnega pričetka, ki se je razvil v korporacijo s tržno vrednostjo, ki presega 16 milijard dolarjev, pogosto navajajo brata Disney – pričela sta s skupno le 290 dolarji.

Finančna teorija predpostavlja obstoj optimalne kapitalske strukture, pri kateri naj bi imelo podjetje najnižje stroške kapitala (Osteryoung et al., 1997, str. 263). Pri tem so stroški kapitala sestavljeni iz različnih komponent: stroškov lastniškega kapitala, dolga, prednostnih delnic in novo izdanih navadnih delnic. Podjetja naj bi pri svojem financiranju upoštevala načela, ki bi vodila v optimalno kapitalsko strukturo. Tudi mala podjetja skušajo minimizirati stroške kapitala, vendar jih pri tem pogosto ovira njihov omejen dostop do finančnih trgov.

3.2 Viri financiranja podjetja

Eden od ključnih dejavnikov uspešnosti podjetja je gotovo izbira sestave kapitala. Skupini dejavnikov, ki odločilno vplivata na izbiro sestave kapitala, sta (Peterle, Torkar, 2001, str. 11):

- Zastavljeni cilji podjetja, odvisni od subjektov, ki imajo prevladujoč vpliv v podjetju. Ti cilji se izoblikujejo na podlagi boja interesov med lastniki, dolžniki, managementom podjetja in zaposlenimi. Temeljni cilj lastnikov je maksimiziranje tržne vrednosti podjetja.
- Finančni dejavniki, ki so opredeljeni kot dostopnost različnih finančnih virov, stroški in čas pridobivanja virov, poslovno in finančno tveganje podjetja.

Viri financiranja so še posebej pomembni za nova podjetja, ki vstopajo na trg. Razlog je v razmeroma velikih finančnih potrebah teh običajno malih gospodarskih subjektov. Najpogostejši viri financiranja (zadržani dobički, javna prodaja delnic, izdaja obveznic ali bančna posojila) zaradi specifičnosti podjetij (majhnost, visoko tveganje) pogosto niso dosegljivi. Kljub temu finančni svet pozna veliko zasebnih in državnih ustanov, ki omogočajo nastanek ter razvoj že nastalih podjetij z možnostjo visoke rasti.

V osnovi lahko vire financiranja razdelimo na dolžniške in lastniške (Žugelj et al., 2001, str. 28). Viri lastniškega financiranja so lastna sredstva podjetnika in sredstva drugih sovlagateljev, ki so lahko v podjetje vložena v obliki kapitalskih deležev ali pa v obliki delnic. Vlagatelju kapitala dajejo pravico do lastništva podjetja. Na drugi strani gre pri dolžniškem financiranju zgolj za izposojanje kapitala od pravnih ali fizičnih oseb – gre za t. i. dolžniško-upniško razmerje.

3.2.1 Dolžniško financiranje

Podjetje potrebuje za svoje poslovanje finančna sredstva, ki si jih lahko izposodi pri drugih ekonomskih subjektih. Izposoja denarja vzpostavlja med podjetnikom in posojilodajalcem dolžniško-upniško razmerje, ki se konča na takšen način, da najemnik sredstev vrne posojeno glavnico. Tu je potrebno upoštevati še dva elementa takšnega financiranja, in sicer vnaprej določeno obrestno mero ter dobo vračila. Raziskave, ki so bile opravljene med lastniki malih in srednje velikih podjetij, so pokazale, da je bila obrestna mera šele tretja na seznamu značilnosti, za katere so navedli, da opredeljujejo njihov odnos z banko. Podjetniki namreč primarno upoštevajo odnos banke do njih samih (banka naj bi smatrala podjetje kot partnerja in

ne stranko), ključna značilnost pa je tudi dostopnost sredstev (banka stoji podjetju ob strani, tudi če začasno ni sposobno odplačevati svojih tekočih obveznosti). Za podjetja je torej najbolj pomemben neprekinjen dostop do sredstev. Čeprav je to necenovna komponenta posojila, je ta značilnost vkalkulirana v ceno – obrestno mero (Garner et al., 1994, str. 82).

Pri dolžniškem financiranju ni značilno, da bi ponudnik kapitala posegel v upravljanje podjetja, pač pa skuša svojo finančno naložbo zavarovati na druge načine, med katerimi so najbolj pogosti vpisovanje hipotek na premoženje, s katerim razpolaga najemnik dolžniškega kapitala.

Temeljne oblike dolžniškega financiranja so najemanje kratkoročnih bančnih kreditov, razpisovanje obveznic, lombardni krediti, hipotekarni krediti, faktoring, lizing, franšizing, obveznosti do dobaviteljev ter ne nazadnje tudi kreditne kartice. Kot vire dolžniškega financiranja rastočih poslov v Sloveniji bi lahko omenili predvsem poslovne banke, hranilnice, podjetja za finančni lizing, podjetja za faktoring, zavarovalnice, ministrstva (garancije, subvencije, obrestne mere, tehnološke vzpodbude) in državne sklade (Žugelj et al., 2001, str. 30).

Kot vir dolžniškega financiranja podjetij prednjačijo banke, ki zato igrajo eno pomembnejših vlog pri obstoju, rasti in uspehu podjetja. Podjetnik lahko zaprosi za posojilo pri katerikoli banki, praviloma pa le-te pogojujejo komitentstvo. Seveda se jamstva razlikujejo glede na poznavanje in značilnosti posameznega komitenta. Pogoji in cena kredita so odvisni od bonitete komitenta, kreditne sposobnosti, kvalitete in realnosti poslovnega načrta, likvidnosti, oblike zavarovanj in odplačilne dobe kredita (www.gzs.si).

Kratkoročni krediti so na voljo predvsem v obliki raznih premostitvenih kreditov, posojil po principu tekočega računa za financiranje tekočega poslovanja, t. j. nakup obratnih sredstev, kakor tudi odkupa in financiranja izvoznih terjatev. Doba vračanja je do enega leta. Dolgoročni krediti pa so namenjeni nakupu, gradnji in adaptaciji poslovnih prostorov ter financiranju nakupa strojev in opreme. Doba vračanja je od 3 do 10 let, najpogosteje pa znaša pet let.

Za pridobitev posojila mora podjetje pripraviti kar obsežno dokumentacijo, ki mora vsebovati poleg poslovnega načrta v glavnem identifikacijske dokumente podjetja. Najpomembnejši vsebinski del za pridobitev posojila pa je natančen, konsistenten poslovni načrt, ki mora natančno predstaviti vse sklope podjetniške ideje s tem, da bo za banko seveda najzanimivejši finančni načrt s pretokom denarja, likvidnostjo, obračanjem sredstev, lastno udeležbo in zavarovanjem. Žal za podjetnike, ki so na začetku poti, predstavlja eno najmočnejših zavarovanj le hipoteka, katere vrednost je skoraj praviloma trikratna glede na vrednost posojila.

Najpogostejše kritike med podjetniki na račun bank so sledeče (www.gzs.si):

- predolgi in preveč birokratski postopki za pridobitev posojila,
- zahtevnost, kar se tiče zavarovanj,
- previsoke obrestne mere,
- ni interesa za vlaganje v mala podjetja.

Velika podjetja z visoko kreditno sposobnostjo se lahko kratkoročno financirajo tudi z izdajo kratkoročnih vrednostnih papirjev – komercialnih zapisov, ki predstavljajo alternativo bančnim kreditom (Mramor, 1993, str. 288). Komercialne zapise izdajajo podjetja sama ali s pomočjo finančnih posrednikov. Najpomembnejši kupci so finančne institucije, vendar jih kupujejo tudi druga podjetja kot obliko kratkoročnih

naložb. Stroški financiranja z izdajanjem komercialnih zapisov so za velika, znana podjetja lahko precej nižji od stroškov kratkoročnih bančnih kreditov.

Tudi sivi trg je lahko eden izmed virov zagotavljanja finančnih sredstev za zagon ali dodatne vzpodbude pri uresničevanju podjetnikove zamisli o samostojnem poslovanju (www.gzs.si). Podatki o razširjenosti zadolževanja na sivem trgu so skopi, prav tako kot pogoji za pridobitev finančnih sredstev. Glede na podatke, ki so jih posredovala podjetja, ki se s posojanjem denarja ukvarjajo (čeprav je posojilna dejavnost po zakonu strogo v domeni bank, hranilnic in hranilno-kreditnih družb), lahko podjetnik pri njih pričakuje:

- gotovinska izplačila na podlagi diskontiranja čekov, cesije in obročnega plačevanja,
- gotovinska posojila na podlagi zastave avtomobilov, dragih in umetniških predmetov,
- hipotekarna posojila na podlagi zastave nepremičnin.

Posojilo, ki je običajno na voljo v višini od 500 pa tja do 2.500 evrov in le v redkih primerih več, bo podjetnik lahko najel, če je pripravljen poravnati mesečno zahtevano obrestno mero. Pri tem ne gre pozabiti tudi na stroške zavarovanja zastavljenih sredstev in stroške notarskega zapisa, ki poleg obresti bremenijo posojilojemalce. Ta vir pridobivanja sredstev navadno predstavlja izhod v sili in se ga podjetja redko poslužujejo (www.gzs.si).

Prednosti dolžniškega financiranja se kažejo v bolj ali manj znani ceni izposojenih sredstev in relativno dobri institucionalni urejenosti takšnega financiranja, ki se kaže v obširni državni regulativi in množici ekonomskih subjektov, ki delujejo na tem področju (banke, hranilnice, zavarovalnice, zadnje čase tudi pokojninski skladi...). Bistvena pomanjkljivost dolžniškega financiranja pa je za podjetje v tem, da mora sproti skrbeti za vračanje glavnice in plačilo obresti (Žugelj et al., 2001, str. 30). V določenih podjetjih bi se bilo potrebno dolgu izogibati ali ga minimizirati, ker so tako tveganje kot finančne zahteve tako visoke (relativno glede na podjetnikovo vrednost premoženja), da katastrofalna izguba pomeni osebni finančni polom za podjetnika in njegovo družino. Kot pravilo palca je v splošnem pametno, da se uporabi lastniški kapital v začetni dobi, četudi je na voljo dolg (Ronstadt, 1988, str. 31).

3.2.2 Financiranje z lastniškim kapitalom

Lastniški kapital je dolgoročni vir financiranja nekega podjetja. Lastniški kapital se bistveno razlikuje od dolžniškega (Žugelj et al., 2001, str. 31). Kreditodajalec ima zakonsko pravico, da za posojeni znesek zasluži obresti in dobi povrnjeno glavnico ne glede na uspeh ali neuspeh podjetniškega projekta, v katerem so bila ta sredstva vpletena. Lastniški kapital pa dobi v zameno delež v podjetju v dobrem in slabem smislu: zaslužki vlagateljev so torej izključno odvisni od rasti in dobičkonosnosti podjetja.

Lastniški kapital je ključen za ustanovitev podjetja, ko pa je podjetje ustanovljeno, lastniški kapital prevzema največje tveganje v zvezi s poslovanjem podjetja. 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. Lastniško financiranje tveganih poslov v časovnem okvirju od nič do treh let igra zelo pomembno vlogo zaradi nezaupanja in nefleksibilnosti bank pri poslovanju z malimi, še neuveljavljenimi podjetji. V poznejši razvojni dobi podjetja posegajo predvsem po dolžniških virih financiranja iz povsem praktičnih razlogov, saj

je za uveljavljeno podjetje lažje pridobiti posojilo od banke, kot pa razpisati novo izdajo delnic, ki jo mora odobriti večina lastnikov ter zahteva precej več časa in stroškov.

Skupine virov lastniškega financiranja oblikujemo na podlagi različnih nosilcev posameznih vrst kapitala, njihovega različnega odnosa do podjetja, v katerega vlagajo kapital, in različnih pravnoorganizacijskih oblik, v katerih sodelujejo s podjetjem (Žugelj et al., 2001, str. 32). Tako so nosilci lahko: bogati posamezniki, podjetja za upravljanje tveganega kapitala, banke, zavarovalnice, pokojninski skladi, prebivalstvo (v smislu posameznikov, ki so sposobni in pripravljeni kupovati delnice in s tem prispevati kot dodaten vir lastniškega financiranja podjetij) in drugi. Njihov odnos do podjetja je lahko aktiven, nosilci dejavno sodelujejo pri vodenju in delovanju podjetja, ali pa pasiven, nosilci posameznih vrst kapitala odločajo le o temeljnih usmeritvah in nalogah podjetja.

Vire lastniškega financiranja lahko v splošnem razdelimo v tri skupine:

- delniški kapital,
- tvegani kapital,
- neformalni rizični kapital.

3.2.2.1 *Delniški kapital*

Podjetje lahko pridobi trajni kapital prek javne prodaje delnic na trgu. Razlogi, ki večino podjetij vodijo v javno prodajo, so sledeči (Tuller, 1994, str. 199):

- z novim kapitalom želijo poplačati dolžniške obveznosti podjetja,
- velika razširitev, ki vključuje investicije v nove zmogljivosti in nepremičnine,
- prevzem drugega podjetja,
- odprtje nove podružnice,
- ugotovitev tržne vrednosti z namenom prodaje celotnega podjetja,
- odcepitev obstoječe divizije ali podružnice.

Zbiranje delniškega kapitala za zagon ali začetno rast podjetja je težko, zato se tega postopka poslužujejo zrelejša podjetja. Odločitev za javno ponudbo delnic (v angleški literaturi poznano pod kratico IPO – initial public offering) je zadnja odločitev, ki jo sprejme lastnik majhnega podjetja. Po definiciji podjetje, ki kotira na organiziranem trgu kapitala, postane veliko podjetje z dostopom do mehanizmov financiranja, ki so takim podjetjem na voljo (Osteryoung et al., 1997, str. 253).

Zavedati se je potrebno, da udeležba podjetja na borzi prinese tako prednosti kot slabosti. Obstajajo štiri poglobitve prednosti (Hisrich, Peters, 1989, str. 300). Javna prodaja delnic priskrbi mehanizem za ocenjevanje vrednosti podjetja. To omogoča investitorjem, ki želijo iz podjetja izstopiti, da lažje unovčijo svoj delež. Zaradi povečane likvidnosti je vrednost takega podjetja pogosto višja kot vrednost podobnega podjetja, ki ne kotira na borzi. Podjetje ima tudi olajšan dostop do virov sredstev, še posebej do dolžniškega financiranja. Kot zadnjo prednost se navaja povečan ugled podjetja, ki mu omogoča večjo pogajalsko moč glede dobaviteljev in podpornih storitev.

Čeprav so prednosti javne ponudbe delnic znatne, pa obstajajo tudi določene pomanjkljivosti. Ena glavnih slabosti je potencialna izguba kontrole nad podjetjem ter

javna izpostavljenost takega podjetja. Sprejemanje dolgoročnih odločitev je oteženo, saj so v ospredju kratkoročni motivi, katerih glavno gonilo je gibanje tečajev delnic. Podjetja, ki kotirajo na organiziranem trgu kapitala, so pogosto tudi manj fleksibilna ter nagnjena k povečevanju administracije. Podjetje je zavezano k nenehnemu obveščanju javnosti, kar povzroča dodatne stroške, izgubo časa ter omogoča konkurentom vpogled v poslovanje podjetja. Povrhu vsega so z javno ponudbo delnic povezani tudi ogromni stroški – računovodske provizije, zakonske provizije, stroški underwritinga, stroški priprave in tiskanja prospektov ter registracije (Hisrich, Peters, 1989, str. 301).

Kljub temu ponudba delnic na trgu vrednostnih papirjev predstavlja za mnogo podjetij zelo dober vir financiranja, seveda ob predpostavki, da takšen trg sploh obstaja in je dobro razvit, kar pa za trg vrednostnih papirjev v Sloveniji ne moremo trditi (Žugelj et al., 2001, str. 33). V Sloveniji zaradi omenjenega razloga javna ponudba delnic predstavlja zelo drag in dolgotrajen postopek, zato se slovenska mala in srednje velika podjetja poslužujejo drugih oblik financiranja.

3.2.2.2 Tvegani kapital

Začetki institucionalne oblike tveganega kapitala segajo v leto 1946, ko je bil ustanovljen prvi sklad tveganega kapitala na svetu American Research & Development (ARD). Kapital za sklad so zbrali s pomočjo javne ponudbe delnic sklada. Ustanovitelji prvega sklada tveganega kapitala so bili iz vrst akademikov in njihovo vodilo je bilo predvsem vzpodbujati komercializacijo visokotehnoloških proizvodov (Bygrave, 1999, str. 16).

Tvegani kapital je poseben vir kapitala, ki ga štejemo med trajni kapital, ima pa lastnosti, ki ga ločijo od drugih oblik trajnega kapitala (Tajnikar, 2000, str. 214). Opredeljujemo ga s štirimi značilnostmi:

- trajnost (investitor ne pričakuje, da mu bo podjetnik vračal glavnico, ki jo je vložil v podjetje, v rednih obrokih, zato pristane na solastniški delež v podjetju),
- pomoč pri poslovanju (svetovanje, vzpodbujanje),
- zahteva po višjem donosu glede na druge oblike kapitala (vzrok je v tem, da ti investitorji vlagajo trajni kapital, da pomagajo pri poslovanju in da prevzemajo veliko mero tveganja),
- visoka stopnja potrežljivosti (donosi nastanejo šele po nekaj letih in so odvisni od razvitosti finančnega trga – čim bolj je razvit ta trg, tem višjo vrednost prodanih deležev v podjetju se pričakuje).

Bistvo tveganega kapitala je vlaganje v kapital podjetij, za katera upravljavci skladov tveganega kapitala ugotovijo, da imajo možnost za visoko povečanje vrednosti (Glas, 2001, str. 18). Taka podjetja tudi najbolj potrebujejo lastniški kapital, po možnosti brez pritiska na takojšnje odplačilo anuitet. V nekaj letih, ko pride do visoke vrednosti podjetja, tvegani kapital izstopi iz podjetja, pri tem pa pobere kapitalski dobiček. Podjetje je zanimivo za naložbo tveganega kapitala, če ima posel, v katerem trg omogoča dinamično rast, podjetnik pa je dobesedno »obseden« z rastjo in dobičkom. Podjetij, ki bi bila po naravi posla in možnosti rasti primerna za tvegani kapital, je zato malo, največkrat gre za podjetja z visoko tehnologijo. Tvegani kapital vstopi le pri manjšem številu teh podjetij, zato nikoli ne pomeni večjega deleža v skupnem financiranju vseh malih podjetij.

Evropa, z izjemo Velike Britanije, na področju tveganega kapitala precej zaostaja za ZDA. Razlogi za zaostajanje drugih delov Evrope za ZDA so številni (Glas, 2001, str. 18):

- Sociološki – evropski podjetniki ne želijo odpreti svojih podjetij za zunanji kapital. Varčevalci neradi prevzemajo velika tveganja z malimi in srednjimi podjetji, če ne obetajo zadosti visokega donosa.
- Davčni – evropski davčni sistem vzpodbuja predvsem vlaganja v vrednostne papirje s fiksnim donosom (državne obveznice).
- Institucionalni – v Evropi ni dovolj učinkovitih mehanizmov za pretok prihrankov v mala in srednja podjetja: borze pri tem niso uspešne, investicijski skladi in drugi institucionalni vlagatelji imajo omejitve pri vlaganjih, podobno velja za banke.

Kljub oviram je evropski tvegani kapital v zadnjih desetletjih hitro naraščal. Leta 1985 so naložbe znašale skupno le 4,3 milijarde evrov, leta 1996 že 27 milijard evrov. EVCA navaja (www.evca.com), da so v letu 2001 zbrali skupno 38,2 milijardi sredstev, od tega jih je bilo 24,3 milijarde investiranih v 8104 podjetij.

Ocenjuje se, da naj bi v letošnjem letu na trgu tveganega kapitala prišlo do precejšnje konsolidacije. Število podjetij tveganega kapitala naj bi se zmanjšalo za deset odstotkov (Urbanija, 2002, str. 56). Pomemben razlog za selekcijo je krepak upad bruto naložb. Le-te so se lani v Nemčiji zmanjšale za četrtno, s 4,8 na 3,6 milijarde evrov, v celotni Evropi pa s 7,3 milijarde na 5,3 milijarde evrov. Močneje kot pričakovano so upadle predvsem naložbe v nova podjetja, saj se družbe tveganega kapitala sedaj raje usmerjajo v sekundarno financiranje. Po eni strani primanjkuje mladih podjetij z domišljenim poslovnim načrtom, po drugi strani pa imajo ponudniki kapitala dovolj opraviti s tem, da obdržijo nad vodo tista podjetja, ki jih že imajo v svojem portfelju.

3.2.2.3 Neformalni tvegani kapital

Trg neformalnega tveganega kapitala predstavlja skupina individualnih investitorjev. Gre za bogate posameznike, ki so pripravljeni svoje finančne vire vlagati v tvegane investicije. Neformalni investitorji vlagajo na ta način, da postanejo lastniki deleža podjetja, v katerega investirajo. Investirajo predvsem v mala in srednja podjetja. Neformalni tvegani kapital bom podrobneje obravnavala kasneje.

3.2.3 Državna podpora financiranja malih in srednjih podjetij

Pomemben vir za rastoča podjetja so tudi državne oblike pomoči. Država nudi različne oblike pomoči (Tajnikar, 2000, str. 347). Lahko daje posojila, državna poročila, nepovratna darilna sredstva, kot so subvencije obrestne mere, izvozne spodbude, sredstva za razvoj proizvoda in raziskave, financira obstoj razvojnih institucij, kot so tehnološki centri in inkubatorji. Čestokrat država tudi ustanavlja sklade tveganega kapitala, najpogosteje pa srečamo denar, ki koristi malim in rastočim podjetjem, v programih zaposlovanja in usposabljanja.

V vseh teh primerih naj bi država nudila sredstva po načelih, ki so konkurenčna drugim investitorjem. Tako v primeru posojil zahteva nižje obrestne mere, v primeru daril in subvencij pa poskuša zniževati obrestne mere in stroške financiranja, ko podjetniki nastopajo na finančnih trgih. Pogosto z državnimi poročili poizkuša

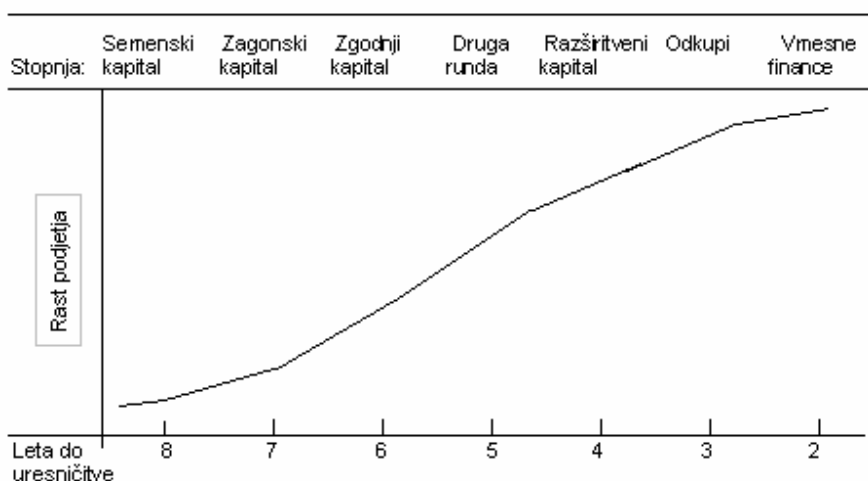
prevzeti del tveganja pri financiranju malega gospodarstva. Najpogosteje pa ustvarja določene institucije, ki so del ugodnega okolja za razvoj malega podjetništva – tehnološki parki, obrtne in podjetniške cone, podjetniški inkubatorji, ...

Usmerjeno in formalno finančno vzpodbujanje razvoja malega gospodarstva v Sloveniji sega v leto 1992, ko je začel delovati Sklad za razvoj malega gospodarstva v Ljubljani in nekatere lokalne – občinske neformalne oblike izvajanja finančnih pomoči enotam malega gospodarstva na osnovi Zakona o razvoju malega gospodarstva (Podvršnik, 2000, str. 349). S finančnimi pomočmi se ukvarjajo številne državne in lokalne inštitucije. Za leto 1999 so npr. zabeleženi izdatki za finančne pomoči enotam malega gospodarstva pri Skladu RS za razvoj malega gospodarstva, pri Ministrstvu za malo gospodarstvo in turizem, pri Ministrstvu za delo, družino in socialne zadeve, pri Ministrstvu za gospodarske dejavnosti, pri Slovenski razvojni družbi, pri Skladu za regionalni razvoj in ohranjanje poseljenosti slovenskega podeželja ter pri mnogih občinah. Občine izvajajo finančne pomoči v več oblikah: ali neposredno iz svojih proračunov preko bank ali preko lokalnih in regionalnih skladov.

3.3 Finančni življenjski cikel podjetja

Finančni cikel podjetja običajno razdelimo v sedem investicijskih stopenj, ki se vsaj delno skladajo z življenjskim ciklom podjetja, saj kažejo, kakšen kapital potrebuje podjetje v posamezni fazi življenjskega cikla (Tajnikar, 2000, str. 186). Posamezne stopnje znotraj tega finančnega življenjskega cikla ne kažejo zgolj vrste financ, ki jih potrebuje podjetje v svojem življenju, pač pa tudi to, kakšne finance lahko podjetje pridobi v posamezni fazi. Investicijske stopnje torej ne kažejo le optimalne izbire virov financ, pač pa tudi ponudbo financ v posamezni življenjski fazi podjetja.

Slika 2: Finančni življenjski cikel podjetja



Vir: Bovaird, 1990, str. 31.

1. Semenski kapital

Značilnosti faze semenskih investicij so (Bovaird, 1990, str. 31):

- odsotnost dokončanega, tržnega proizvoda ali storitve,
- odsotnost management teama,
- proizvod ali proces, ki je še vedno v fazi raziskav ali razvoja.

Prva investicijska stopnja je opredeljena po tako imenovanem semenskem kapitalu. Povezan je z nastankom, razvojem in proučevanjem smiselnosti podjetniškega projekta (Tajnikar, 2000, str. 189). To so finance, ki jih potrebujejo tedaj, ko obstajata podjetniška ideja in mogoče tudi vzorčni proizvod ali storitev, vendar še nista razvita do take faze, da bi ju lahko poskusno proizvajali. Denar se potrebuje za pripravo vzorcev, za njihovo izpopolnjevanje in za prve študije o smiselnosti podjetniškega projekta. Investicije v semenski fazi so tvegane in vsakdo, ki vlaga denar v to fazo, mora pričakovati, da se mu nikoli ne bo povrnil. Semenski kapital je v glavnem kapital samega podjetnika, njegovih prijateljev, partnerjev in pogosto države. Najemanje kreditov in pridobivanje zahtevnejših oblik kapitala bi bilo preveč tvegano, saj ni v tem obdobju nobenega zagotovila, da bo projekt dejansko uspel ter da bo podjetje zmožno odplačevati glavnico in plačevati obresti.

Investitorji, ki so pripravljeni priskrbeti semenski kapital, njegovo tveganost kompenzirajo z visoko zahtevano stopnjo donosa. Poleg tega pa ima zgodnja faza financiranja tudi določene prednosti za investitorje (Bovaird, 1990, str. 36). V tej fazi namreč podjetnik poleg samega financiranja potrebuje tudi obilo podpore in nasvetov s strani investitorja, zato se je pripravljen odreči precejšnemu delu lastniškega kapitala. V semenski fazi imajo investicije največjo dodano vrednost v obliki svetovanja pri trženju, managementu, finančnem upravljanju ter v že vzpostavljenih socialnih mrežah investitorjev. Investicije v tem obdobju imajo največji potencial za visoke kapitalske dobičke v prihodnosti. Raziskave so pokazale, da je realizirana stopnja donosa investitorja povezana s tremi karakteristikami: pozitivno je korelirana s fazo razvoja proizvoda in ekstenzivnostjo opravljenega tržnega ocenjevanja, negativno pa je korelirana z višino deleža kapitala, ki je v lasti investitorja in ne samega podjetnika.

2. Zagonski ali startni kapital

Značilnosti faze investiranja v zagonski kapital so (Bovaird, 1990, str. 38):

- oblikovanje podjetja,
- vzpostavitev management teama, vendar običajno še ne v celoti,
- razvoj poslovnega načrta, prototip proizvoda ter dokončno razvita poslovna ideja.

Zagonski kapital potrebujemo še vedno za razvoj proizvoda, vendar že v fazi, ko je mogoče organizirati poskusno proizvodnjo in tudi izpeljati začetni marketing. Poskusna proizvodnja se na koncu te faze lahko spremeni v normalno, v nekaterih primerih tudi serijsko proizvodnjo. Čeprav je proizvod v tem obdobju razvit za normalno proizvodnjo, pa še ne obstaja komercialno in ga ni mogoče prodajati. Prav zato je investiranje v zagonski kapital še vedno zelo tvegano dejanje, saj so zneski večji kot v primeru semenskega kapitala, ne zagotavljajo pa niti normalne proizvodnje

in še manj normalnega donosa ter povračila financ, vloženih v razvoj proizvoda in podjetja. Največ zagonskega kapitala še vedno prihaja iz zasebnih virov, v podjetja pa vstopa zagonski kapital tudi v obliki daril države (Tajnikar, 2000, str. 190).

3. Financiranje zgodnje faze

Značilnosti zgodnje faze so (Bovaird, 1990, str. 40):

- majhni prodajni prihodki ali odsotnost prihodkov,
- denarni tokovi so negativni, izguba iz poslovanja,
- majhen, vendar entuziastičen management team, ki je običajno sestavljen iz podjetnikov tehničnih, specialističnih strok, brez izkušenj z upravljanjem rastočega posla.

S temi financami dokončamo razvoj proizvoda in omogočimo proizvodnjo. To so finance, ki omogočijo oživitvev podjetja, saj z njimi nakupimo vso potrebno strojno opremo, orodje, surovine in zaposlimo ustrezne delavce (Tajnikar, 2000, str. 191). Z zgodnjo fazo financiranja podjetja je podjetnik prestopil črto, prek katere se ne more več vračati v preteklost, saj je že preveč investiral, da ne bi skušal pripeljati podjetja do zamišljene velikosti. Finance, ki jih potrošimo v tej fazi, omogočijo, da podjetje preživi svoje začetno obdobje, čeprav proizvodnja ne prinaša dobička. Tudi tu je podjetnik še zelo odvisen od svojih sredstev ter sredstev prijateljev, znancev, družine in zlasti partnerjev. Podjetniki v tej fazi že dobijo kredite, kar zlasti velja za primere, pri katerih lahko kredite zavarujejo s hipotekami na opremo.

4. Financiranje druge runde

Značilnosti faze drugega kroga so (Bovaird, 1990, str. 43):

- razvit proizvod ali storitev na trgu,
- zaokrožen management team,
- prihodki, generirani na podlagi enega ali več proizvodov,
- v izkazu uspeha je še vedno prikazana izguba.

Z rastjo podjetja se financiranje zgodnje faze spremeni v četrto investicijsko stopnjo, ki jo označuje izraz financiranje druge runde ali drugega kroga (Tajnikar, 2000, str. 192). S financiranjem zgodnje faze podjetje še ne doseže tistega obsega proizvodnih zmogljivosti, ki si jih je podjetnik zamislil kot normalne. Da bi podjetje doseglo to fazo, potrebuje dodatni kapital. Z njim naj bi dozorelo in postalo sposobno normalno tržno poslovati in tudi ustrezno rasti. Zato je financiranje drugega kroga 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 zasebni kapital podjetnika izgublja pomen. Vse bolj se uveljavlja dolžniški kapital v najrazličnejših oblikah. Za financiranje podjetja postanejo pomembni dobavitelji in kupci, hkrati pa vstopajo v podjetje tudi investitorji s tveganim kapitalom.

5. Kapital za razširitev

Značilnosti faze razširitvenih investicij za uspešno podjetje so (Bovaird, 1990, str. 46):

- razvit spekter proizvodov,
- konkurenčna prednost v identificirani tržni niši,
- dobiček.

Kapital za razširitev je kapital, potreben za normalno življenje rastočega podjetja (Tajnikar, 2000, str. 193). Investicije v tem obdobju ne pomenijo zgolj investicij v proizvodne zmogljivosti, pač pa tudi v nove trge, v dodatni obratni kapital, v izboljšave proizvodov, v zaposlovanje nove specializirane delovne sile in v novo organizacijo podjetja. V rastočem podjetju so donosi visoki in zato so investicije v razširitev manj tvegane in povezane z visokimi nagradami za investitorje. Zato v to fazo vstopajo vse oblike kapitala, pri čemer je najbolj aktiven tvegani kapital, saj so cilji, ki jih ta oblika kapitala zasleduje, to pa so visoki kapitalski dobički, z investiranjem v tej fazi najbolj zagotovljeni.

Navedeno velja, kadar govorimo o uspešno rastočem podjetju. Rast podjetja pa je lahko povezana tudi z neuspehom. Z vidika financ se tedaj pojavita dve obliki kapitala, povezani z reševanjem neuspešnega podjetja. Tako poznamo v okviru kapitala za razširitev tako imenovani kapital za preobrat in nadomestitveni kapital.

Kapital za preobrat se vlaga v tista podjetja, ki so zašla v težave in jih poskušajo rešiti. Finance se potrebuje za izpeljavo programa preobrazbe v podjetju. Takšno financiranje je smiselno takrat, kadar nadaljnje financiranje v resnici lahko reši podjetje poslovnih težav. Včasih tak kapital nadomešča dražji dolžniški kapital s cenejšim, včasih pa se podjetje s tem kapitalom dokapitalizira, tako da se v njem poveča delež trajnega kapitala. Zelo pogosto pa je to tudi dolžniški kapital, s katerim zagotovimo tekoče poslovanje podjetja v razmerah, v katerih zaradi težav ne ustvarja ustreznega priliva sredstev.

Nadomestitveni kapital pa se uporablja za nakup deleža v podjetju s strani drugih tveganih investitorjev ali delničarjev. Eden od načinov reševanja podjetja v težavah je namreč tudi prodaja podjetja v celoti ali prodaja dela lastniških deležev. Kupec v tem primeru pridobi ustrezni kontrolni lastniški delež in tudi možnost, da na svoj način rešuje podjetje (Tajnikar, 2000, str. 194).

6. Odkup podjetja

Pri šesti fazi moramo ločiti dve obliki odkupa podjetja: notranji (MBO – management buy-out) in zunanji (MBI – management buy-in). Pri notranjem odkupu podjetje prevzamejo obstoječi managerji ali zaposleni, pri čemer je prevzemna skupina običajno že prej aktivno vpletena v upravljanje podjetja. V nasprotju z notranjim, zunanji odkup vključuje tuj management team, ki predhodno ni bil povezan z upravljanjem podjetja (Bovaird, 1990, str. 57).

Značilnosti podjetja, ki je predmet notranjega odkupa, so:

- podjetje ima zgodovino dobičkonosnosti,
- zagotovljen tržni delež in visok prihodnji potencial.

Značilnosti podjetja, ki je predmet zunanjega odkupa, so:

- večje tveganje investiranja kot pri notranjem odkupu; investitor mora tesno sodelovati s prevzemnim teamom,
- obstoječi management je pripravljen sodelovati s prihajajočem managementom med obdobjem tranzicije,
- verjame se, da bo podjetje pod prevzemnim teamom bolje poslovalo – je podcenjeno.

Številna podjetja so nastala tako, da sta obstajala podjetniška ideja in podjetnik, ki ni imel na voljo ustreznih finančnih sredstev za ustanovitev podjetja in za kasnejše financiranje rasti podjetja. Zato je moral pridobiti investitorja, ki je svoje prihranke vložil v to podjetje. V razmerah, ko je podjetje nastalo na ta način, je pogosto podjetnik kasneje sam zainteresiran, da se pojavi v vlogi kupca podjetja. V takem primeru govorimo o odkupu podjetja s strani posloводства oziroma *notranjem odkupu* (Tajnikar, 2000, str. 197). Pogosto se zgodi, da podjetnik odkupi zgolj del proizvodnje ali posamezni oddelek v obstoječem podjetju.

Kupec pa mora pridobiti ustrezna sredstva. Ta lahko pridobi na podlagi dejstva, da bo kot lastnik lahko gospodaril s premoženjem podjetja, ki ga bo kupil, in da bo lahko s profiti, zasluženimi v podjetju, investitorjem odplačal svoj dolg. Le redko so sredstva za take nakupe krediti oziroma določena oblika dolžniškega kapitala. Malo je namreč možnosti, da bi bila donosnost podjetja tako visoka, da bi lahko podjetnik iz profitov odplačeval glavnico in plačeval tudi obresti. Odkup podjetja s strani posloводства je običajno tipična investicija tveganega kapitala, pri kateri podjetnik pridobi za odkup trajni kapital, pomoč tveganega kapitalista in veliko mero njegove potrpežljivosti. Sam mu je sposoben dokončno vrniti denar šele tedaj, ko pride do dokončne prodaje podjetja tudi s strani podjetnika.

Pri *zunanjem odkupu* gre za financiranje kupcev, ki naj bi kupili podjetje od lastnikov, ki se želijo umakniti iz posla. Takšen zunanji odkup tudi omogoča, da skupina managerjev prevzame podjetje oziroma upravljanje podjetja, ker meni, da je podjetje samo po sebi dovolj atraktivno in zagotavlja dovolj možnosti za visoke donose tudi v bodoče, ali pa ker meni, da lahko s svojim znanjem in sposobnostmi spremeni podjetje, ki ga kupuje, v uspešno podjetje.

Tudi v teh primerih so lahko viri za nakup podjetja lastni kapital managerjev, ki podjetje kupujejo, tvegani kapital in dolg. Slednji je zelo neprimerna oblika financiranja zunanjega odkupa, saj ni verjetno, da bi lahko novo podjetje s profiti omogočalo vračanje tako glavnice kot odplačevanje obresti. Zato so tudi zunanji odkupi bolj pogosto podprti s strani tveganega kapitala.

7. Vmesne finance

Značilnosti stopnje vmesnih financ so (Bovaird, 1990, str. 60):

- nižje tveganje kot pri navadnem lastniškem kapitalu omogoča nižjo zahtevano stopnjo donosa,
- financiranje z dolgom ali s prednostnimi delnicami,
- če je financiranje v obliki dolga, nudi davčne ugodnosti.

Vmesne finance imajo lastnosti tako dolžniškega kot trajnega kapitala in običajno vstopajo v podjetje v zadnji fazi pred prodajo podjetja (Tajnikar, 2000, str. 199). Za pripravo in izvedbo prodaje podjetja je potrebno daljše obdobje. V tistem času stari lastniki nimajo interesa, da bi vlagali dodatni kapital, po drugi strani pa novi lastniki še niso vstopili v podjetje in ga tudi ne morejo financirati. Zato je potrebna prehodna oblika financ, ki omogoča ohranitev vseh pozitivnih razvojnih vidikov in uspehov podjetja, po drugi strani pa so te finance tudi izhodišče za financiranje, ki nastane s prihodom novih lastnikov. Vmesne finance zgolj dopolnjujejo že obstoječe financiranje podjetja, prav slednje pa omogoča, da stara upravljavska ekipa upravlja podjetje, dokler ne pride v podjetje nov lastnik. Bančno posojilo ali vir, podoben bančnemu posojilu z določenimi upravljavskimi možnostmi, ki jih investitor prenaša na staro vodstveno ekipo v podjetju, omogoča tako vmesno financiranje podjetja.

4 NEFORMALNI TVEGANI KAPITAL KOT VIR FINANCIRANJA PODJETJA

4.1 Vloga trga neformalnega tveganega kapitala pri financiranju novih podjetij

Neformalni tvegani kapital igra pomembno vlogo pri financiranju nastajajočih poslov v najmanj treh pogledih (Mason, Harrison, 2000, str. 221):

1. Zavzema kritično mesto v finančnem spektru novega podjetja, tako da zapolnjuje primanjkljaj (tako imenovana vrzel lastniškega financiranja), ki nastane med financiranjem s strani ustanovitelja, družine, prijateljev ter institucionalnih skladov tveganega kapitala.
2. Trg neformalnega tveganega kapitala je veliko obsežnejši kot trg institucionalnega tveganega kapitala v smislu velikosti investiranih zneskov v podjetja, ki so še v fazi nastajanja oziroma v zgodnji fazi razvoja. Ocenitev natančne velikosti neformalnega trga tveganega kapitala je težavna iz dveh razlogov: prijavljanje in registracija investicijske aktivnosti nista zakonsko potrebna, poleg tega pa večina neformalnih investorjev želi ostati anonimna. Zato je trg v veliki meri neviden, dostop do podatkov pa je problematičen. Ocenjuje se, da naj bi v zgodnjih devetdesetih v ZDA obstajalo okoli 250.000 neformalnih investorjev, ki so vlagali med 10 in 20 milijardami dolarjev vsako leto ter pri tem presevali sklade tveganega kapitala, ki so v enakem obdobju investirali približno dve milijardi letno. V Veliki

Britaniji zajema ocenjena investicijska aktivnost neformalnih investitorjev v letu 2000 približno 3500 investicij, kar znesse približno 500 milijonov funtov. To predstavlja desetkrat več investicij in štirikrat večji obseg investiranega kapitala kot pri skladih tveganega kapitala. Na Nizozemskem so neformalni investitorji vlagali v letu 1996 v 2500 podjetij (kot primerjava – skladi tveganega kapitala so v tem letu financirali 1500 podjetij).

EBAN, evropsko omrežje poslovnih angelov, na podlagi podatkov za posamezne države ter ekstrapolacije populacije ocenjuje, da je v Evropi 125.000 aktivnih investitorjev, investicijski bazen pa naj bi znašal med 10 in 20 milijardami evrov (www.eban.org).

3. Pomembna lastnost pri financiranju podjetja s strani neformalnih investitorjev je njihovo sodelovanje pri poslovanju podjetja (Mason, Harrison, 2000, str. 222). Poleg financ prispevajo tudi svoje spretnosti, znanja ter kontakte (formalne in neformalne). Sicer tudi skladi tveganega kapitala svetujejo podjetju, vendar pri tem pogosto strogo poudarjajo funkcije monitoringa in kontrole, medtem ko podjetniki sodelovanje s strani neformalnega investitorja običajno občutijo kot dobrodošlo pomoč na številnih strateških in operativnih področjih.

4.1.1 Neformalni investitorji in vrzel lastniških sredstev

V razvitih gospodarstvih že dlje časa posvečajo veliko pozornost primanjkljaju lastniškega financiranja malih in srednjih podjetij. V ZDA so dostop do trajnega kapitala označili za najbolj kritično omejitev nastajanja novih podjetij. Znesek potrebnih sredstev, ki predstavlja semenski in startni kapital, se običajno giblje med 250.000 in milijonom dolarjev (Lumme et al., 1997, str. 5).

V zadnjih letih se je dostopnost lastniškega financiranja znatno povečala zaradi dveh razlogov. Prvi razlog je rast institucionalnega tveganega kapitala. Podjetja tveganega kapitala delujejo kot posredniki med finančnimi institucijami ter podjetji, ki iščejo sredstva. Ti tvegani kapitalisti ocenijo podjetja ter izberejo tista, s potencialom za visoke donose, ki kompenzirajo tveganost in nelikvidnost investicije. Iščejo primarno kapitalski dobiček, ki ga realizirajo ob izstopu iz podjetja.

Kot drugi razlog se navaja razvoj organiziranega sekundarnega trga kapitala v osemdesetih in devetdesetih letih, kar je mnogim podjetjem omogočilo javno prodajo delnic. Oblikovanje borze je bil odgovor na dejstvo, da je bil dostop na trge vrednostnih papirjev majhnim in srednjim podjetjem onemogočen zaradi visokih stroškov in omejujočih pogojev vstopa. Javna ponudba delnic služi dvema namenoma. Predstavlja način, s katerim lahko podjetja neodvisno nadaljujejo svojo rast z zbiranjem kapitala po konkurenčnih cenah, hkrati pa investitorjem v ta podjetja nudi potrebno likvidnost. Javna prodaja delnic tudi omogoča tveganemu kapitalistu, da povrne sredstva institucionalnim investitorjem, ki po drugi strani spet nalagajo dobičke nazaj v industrijo tveganega kapitala. Tako obstaja močna povezava med rastjo tveganega kapitala in razvojem sekundarnega trga kapitala.

Kljub večji dostopnosti kapitala za celotni sektor malih in srednjih podjetij pa se to povečanje ni izrazilo pri ponudbi financ za podjetja v semenski, zagonski ali zgodnji fazi financiranja (Lumme et al., 1997, str. 7). Za to obstajajo številni razlogi.

Kot prvo je trg tveganega kapitala relativno majhen v primerjavi z drugimi finančnimi trgi. V ZDA, ki imajo največji trg tveganega kapitala na svetu, je znesek celotnega institucionalnega tveganega kapitala manjši kot bilančna vsota kakšne večje banke, znesek letnega investiranja s strani skladov tveganega kapitala pa ne dosega vsote dnevnega prometa na newyorški borzi vrednostnih papirjev.

Drug razlog za nadaljnji obstoj vrzeli lastniških sredstev so visoki transakcijski stroški, povezani z zbiranjem tveganega kapitala in javno ponudbo delnic. Podrobna ocenitev investicijskih priložnosti za sklade tveganega kapitala predstavlja fiksni strošek, ki ni odvisen od velikosti investicije. Ti stroški, gledano relativno, naraščajo obratnosorazmerno z velikostjo naložbe, kar posledično pomeni, da so majhne investicije za sklade neekonomične.

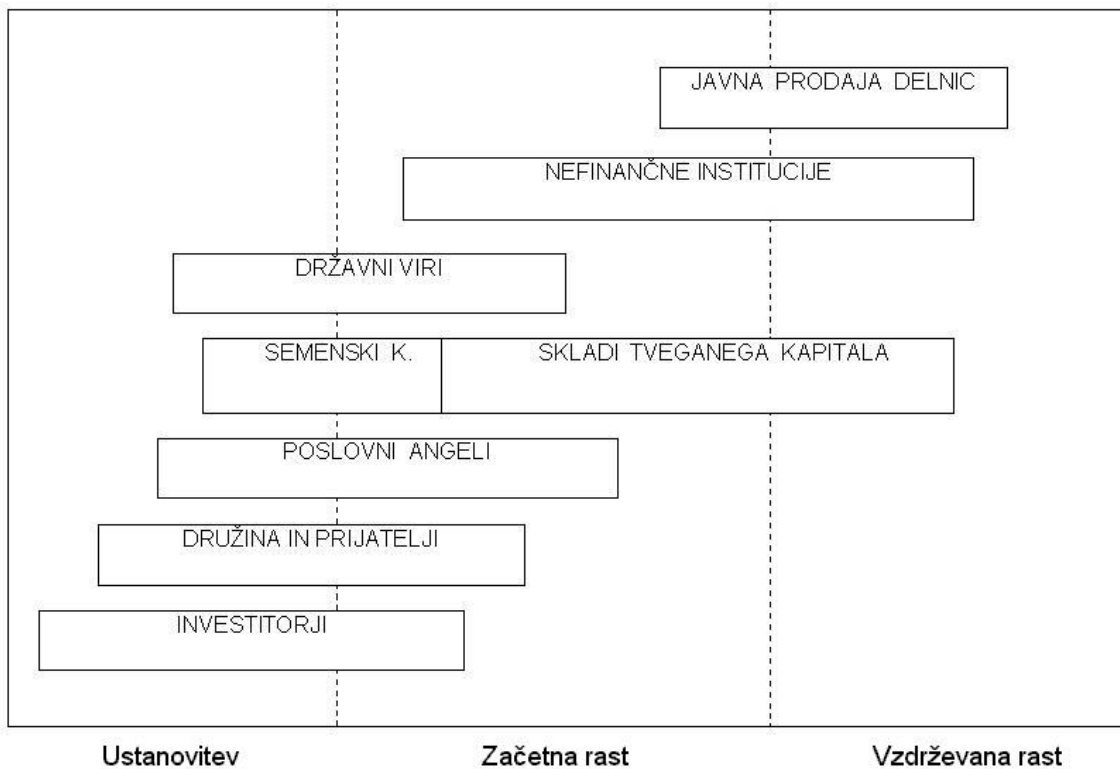
Tretjič – vrzel lastniških sredstev obstaja tudi zaradi investicijskih preferenc skladov tveganega kapitala. Večina skladov v Evropi investira v podjetja v razširitveni fazi ter podjetja, ki potrebujejo finance za odkup ter ne financirajo podjetij v semenski in zagonski fazi ali pa to financiranje predstavlja le majhen delež celotnih vloženih sredstev. Tudi v ZDA skladi preferirajo zrelejša podjetja, vendar razlika ni tako izrazita (Lumme et al., 1997, str. 8).

Sredstva lastniškega financiranja v različnih fazah življenjskega cikla podjetja lahko prikažemo s sliko 3, vrzel lastniškega financiranja pa prikazuje slika 4 (glej str. 25).

Življenjski cikel podjetja je uporaben način prikaza vrzeli lastniških sredstev, s katero se srečujejo mala in srednja podjetja. Slika 3 prikazuje spekter individualnih in institucionalnih virov, ki so potencialno na voljo za financiranje nastanka in rasti podjetja. Ti viri sredstev igrajo različne vloge ter so primerni za financiranje različnih faz razvoja podjetja. Problem, ki je značilen zlasti za Evropo, je, da je ponudbena stran v zadnjih petnajstih letih orientirana pretežno na financiranje tistih podjetij, ki so že dosegla tisto stopnjo razvoja, ko iščejo le visoke zneske, pri tem pa nastane vrzel virov financiranja za podjetja, ki potrebujejo manjše zneske (Lumme et al., 1997, str. 11).

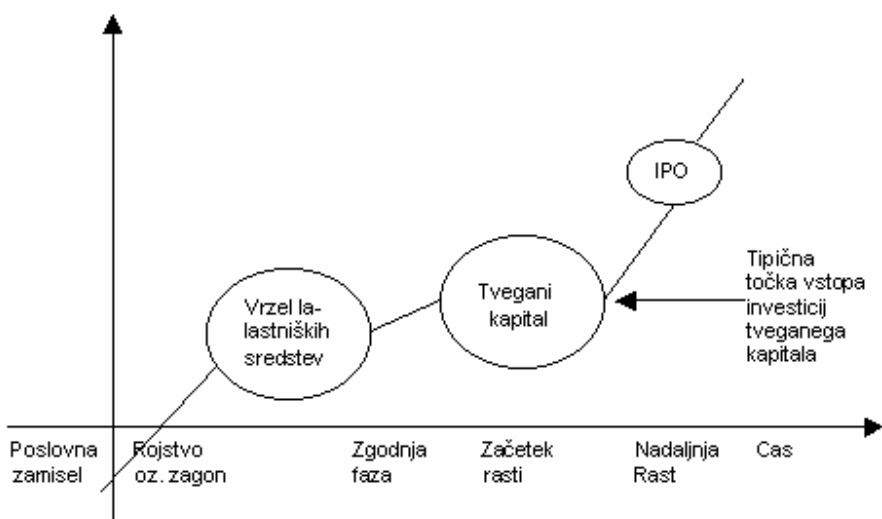
V praksi je številnim malim podjetjem še danes onemogočen dostop do zunanjega lastniškega kapitala. Potrebno pa je poudariti, da mnoga podjetja zunanji kapital tudi sama zavračajo (Binks, Ennew, 1996, str. 114). Izsledki raziskave iz leta 1990, ki je bila opravljena med ameriškimi malimi podjetniki, kažejo, da je kar 85 odstotkov anketiranih pokazalo odpor do zunanjega lastniškega financiranja. Običajno navedeni razlogi so vključevali strah pred izgubo kontrole in razvodenitvijo lastništva.

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



Vir: Lumme et al., 1998, str. 10.

Slika 4: Vrzel lastniških sredstev malih in srednje velikih podjetij



Vir: Lumme et al., 1998, str. 10.

4.2 Značilnosti neformalnih investitorjev

Neformalni investitorji so praviloma bogati posamezniki, ki financirajo predvsem mala in srednje velika podjetja ter so pripravljeni pomagati ne samo z denarjem, temveč tudi z nasvetom. Skupaj s podjetniki razvijajo ideje, poslovne načrte, navezujejo stike s pomembnimi poslovnimi partnerji ter svetujejo v strateških vprašanjih. So eden najpomembnejših virov financiranja podjetja v zgodnji fazi rasti in razvoja.

Tabela 1: Faze razvoja podjetja in pomembnejši viri lastniškega financiranja

0	organiziranje in načrtovanje	lastnik in neformalni viri
1	podjetje je ustanovljeno; proizvodi in storitve, pripravljene na proizvodnjo	finančne institucije visoko tveganega kapitala in neformalni viri
2	pretekli podatki o poslovanju	tudi nekatere druge finančne institucije
3	faza bistvene širitve	možnost prodaje lastniških vrednostnih papirjev
4	zrelo in trdno podjetje	zadržani dobički in odprte prodaje

Vir: Žugelj et al., 2001, str. 30.

Pogosto za te vlagatelje v literaturi, zlasti starejši, zasledimo termin poslovni angeli. Vendar se v določenih kategorizacijah neformalnih investitorjev izraz poslovni angeli nanaša le na manjšo skupino znotraj celotne populacije neformalnih vlagateljev. V nadaljevanju svojega dela se bom zato omejila na pojem neformalni investitorji, izraz poslovni angeli pa bom uporabila samo tam, kjer posamezna kategorizacija to zahteva.

Ponavadi se za vstop med neformalne investitorje odločajo uspešni poslovneži, upokojeni managerji ali pa podjetniki, ki se nočejo več vsak dan ukvarjati z vodenjem podjetja (Vouk, 2001, str. 56). Vsi imajo denar in izkušnje, s katerim lahko pomagajo zainteresiranim podjetjem. Običajno si perspektivno podjetje izberejo kar v svoji okolici, da se lahko v njem brez težav nekajkrat na teden oglasijo in spremljajo, kaj se v njem dogaja. Nič nenavadnega ni, če v podjetju prevzamejo kako poslovno funkcijo, vendar pa se običajno ne odločajo za nakup večjega ali celo stoddotnega deleža družbe.

Neformalni tvegani kapital je »potrpežljiv« denar. Donosi imajo obliko dolgoročnih kapitalskih donosov, ki se realizirajo po daljšem časovnem obdobju, v katerem ima investicija malo ali nobene likvidnosti oziroma tržne vrednosti (Bajec, 1998, str. 90). Povprečna pričakovanja glede trajanja investicij so pet do sedem let.

Tveganje je veliko, saj se približno dve tretjini naložb izkažeta za zgrešeni (Urbanija, 2002, str. 57). Pri približno 34 odstotkih naložb je potrebno računati s popolno izgubo, 13 odstotkov naložb komaj doseže prag donosnosti, 17 odstotkov pa jih prinese skromen donos. Le 23 odstotkov naložb se izkaže za bisere, ki blestijo s 50- ali večodstotnim donosom. V praksi so se ljudje v tem poslu prikopali do formule, ki jo označujejo z 2-6-2: to pomeni, da sta običajno dve naložbi od desetih super uspešni, pri šestih je bilanca izravnana, dva projekta pa imata izgubo. Seveda je uspeh

odvisen tudi od tega, ali v določeno idejo vložimo primerno vsoto. Projekt je lahko še tako dobro zamišljen, toda če v pravem trenutku nima dovolj velike finančne podpore, lahko prav tako propade (Berdnik, Toni, 1999, str. 13).

Poleg finančnih nagrad so za neformalne investitorje pogosto celo pomembnejše neekonomske spodbude za vlaganje sredstev. Nekatere izmed njih odsevajo močan občutek socialne odgovornosti številnih vlagateljev, druge predstavljajo razne oblike »psihičnih« donosov, ki motivirajo posamezne investitorje (Bajec, 1998, str. 90). Ravno nefinančni motivi ločijo neformalne investitorje od skladov tveganega kapitala. Mednje sodi financiranje podjetij, ki lahko ustvarjajo delovna mesta v območjih z visoko brezposelnostjo, financiranje podjetij, ki razvijajo družbeno koristne tehnologije (npr. medicinske ali energetske varčne tehnologije), podpiranje podjetij, ki prispevajo k urbani revitalizaciji kakšnega območja, financiranje podjetij, ki so jih ustanovile ženske podjetnice (le-te so ponavadi v manjšini) in osebno zadovoljstvo, ki izvira iz pomoči podjetnikom, da zgradijo uspešna podjetja.

Tipičen neformalni investitor naj bi imel naslednje lastnosti (Kelly, Hay, 1996, str. 1):

- oseba srednjih let, moškega spola,
- z relativno visokim prihodkom ter premoženjem,
- s predhodnimi poslovnimi izkušnjami,
- opravi vsaj eno investicijo letno, običajno ni geografsko oddaljena od kraja njegovega bivališča,
- preferira investicije v visoko tehnologijo,
- pričakuje, da bo njegova investicija izplačana v treh do petih letih.

Iz tega bi sledilo, da so neformalni investitorji kot skupina precej podobni, kar se tiče investicijskih kriterijev, obstoječega znanja ter načina investiranja. Raziskave pa so pokazale, da je trg neformalnega kapitala v resnici precej heterogen (Kelly, Hay, 1996, str. 1). Najprej se investitorji razlikujejo po frekventnosti investiranja. Podatki kažejo, da obstaja precejšen delež investitorjev, ki se šele pripravljajo na svojo prvo naložbo. To so tako imenovani deviški investitorji. Po drugi strani obstaja skupina investitorjev, ki so zelo aktivni, poimenovali so jih serijski investitorji. Preučevali so predvsem obnašanje serijskih investitorjev. Pri tem se je pokazalo, da obstajata dve različni obliki vlaganja: na eni strani imamo investitorje, ki vlagajo ves čas samostojno, medtem ko po drugi strani obstajajo investitorji, ki vlagajo izključno kot del investicijskega sindikata.

Pri tretjini poslov, v katere so vključeni investicijski sindikati, so istočasno udeleženi tudi skladi tveganega kapitala. Tako posamezni investitorji kot tudi investicijski sindikati vlagajo v podjetja iz različnih panog ter tako skrbijo za razpršitev poslovnega tveganja. Kot predpogoj za investicijo mora investitor ali član sindikata dobro poznati koncept posla, ki ga nameravajo financirati.

Investitorji, ki sodelujejo v investicijskih sindikatih, imajo v svojem portfelju običajno več investicij kakor povprečen samostojen investitor (Kelly, Hay, 1996, str. 6). Tudi v

agregatnem znesku opravijo več investicij, zneski posameznih investicij pa so kar štirikrat višji.

Obstajajo tudi razlike med posameznimi investitorji in med investicijskimi sindikati. Posamezni vlagatelji kar v 70 % zahtevajo, da osebo, ki jo finančno podprejo, tudi osebno poznajo. Podjetnik je bil poznan vsaj enemu partnerju v sindikatu le v 56 odstotkih. Oboji pa zahtevajo večje poznavanje podjetnika kakor pa industrije, v katero vlagajo, kar potrjuje že znano dejstvo, da je podjetnikova osebnost eden ključnih dejavnikov pri investicijskem odločanju.

4.3 Kategorizacija neformalnih investitorjev

V zadnjih dveh desetletjih je bilo izvršenih veliko število raziskav na področju neformalnih investitorjev. Izsledki so pokazali, da je trg neformalnega tveganega kapitala nepopoln in posledično zelo heterogen. Bistvo nepopolnosti trga izvira iz neenake distribucije informacij med različnimi akterji na trgu (Soerheim, Landstroem, 2000, str. 2). Kot prvič obstajajo določene skupine investitorjev, ki imajo zaradi mrež in izkušenj nižje stroške »iskanja« investicijskih projektov kot ostale skupine. Kot drugič ni dovolj le identificirati investicijsko priložnost, ampak je potrebno opraviti še njeno ocenitev. Investitorji morajo namreč upoštevati tako tržno tveganje kot tudi tveganje agenta. Tržno tveganje je povezano z nepredvidenimi konkurenčnimi pogoji ter poslovnim okoljem podjetja. Tveganje agenta je povezano z nevarnostjo, da bi podjetnik sprejemal odločitve, ki ne bi bile v interesu vlagatelja. Določene skupine investitorjev lažje upravljajo z obema vrstama tveganja kot ostali, kar ima dvojne posledice :

- veliko aktivnih investitorjev opravi manj investicij, kot bi jih, če na trgu ne bi obstajale nepopolnosti,
- ovire za vstop so previsoke za potencialne investitorje.

Raziskava, izvedena leta 2000 na Norveškem, je kategorizirala različne skupine neformalnih investitorjev (Soerheim, Landstroem, 2000, str. 5). Glede na uporabo informacijskih virov, vpletenost v delovanje podjetja, soinvestiranje, časovni horizont ter geografske preference so ločili štiri skupine vlagateljev: loto investitorje, trgovce, kompetentne investitorje ter poslovne angele.

1. Loto investitorji (nizka kompetentnost, nizka stopnja investicijske aktivnosti)

- Ti investitorji imajo kot podjetniki omejene izkušnje ter imajo nižji neto prihodek in premoženje kot ostali investitorji, manjši delež njihovega premoženja je vložen v podjetja, ki ne kotirajo na organiziranem trgu kapitala.
- Mediji za to skupino predstavljajo pomemben vir informacij. Poslovne mreže so redko uporabljene, kar nakazuje, da nimajo dostopa do takšnih mrež. Investicije skupaj z ostalimi investitorji so redke, nivo vpletenosti v podjetja, v katera investirajo, je nizek.

2. Trgovci (nizka kompetentnost, visoka stopnja investicijske aktivnosti)

- Ti investitorji so v zadnjih treh letih opravili v povprečju 4,4 investicije.
- Nimajo veliko podjetniških in vodstvenih izkušenj.
- Imajo relativno visok neto prihodek in premoženje, pomemben delež njihovega premoženja je vložen v podjetja, ki ne kotirajo na borzi.
- Vpletenost v podjetja, v katera investirajo, je relativno majhna.
- Časovni horizont je običajno krajši kot tri leta.

3. Kompetentni investitorji (visoka kompetentnost, nizka stopnja investicijske aktivnosti)

- Ti investitorji so izkušeni v podjetniških in vodstvenih spretnostih, vendar so relativno neaktivni, kar se tiče investiranja.
- Majhen delež njihovega premoženja je vložen v nekotirajoča podjetja.
- Več kot dve tretjini jih je v zadnjih treh letih opravilo nekaj regionalnih investicij, kljub siceršnjem nizkem nivoju investicijske aktivnosti.

4. Poslovni angeli (visoka kompetentnost, visok nivo investicijske aktivnosti)

- Ti vlagatelji so opravili v povprečju 7,3 investicije v zadnjih treh letih. Imajo visoko stopnjo podjetniških in vodstvenih izkušenj. Velik delež teh investitorjev je v zadnjih treh letih opravil investicijo skupaj s še enim neformalnim investitorjem.
- Delujejo kot vodilni vlagatelji pri posamezni investiciji.
- Osebne in poslovne mreže so bistven vir informacij; medije za te namene ne uporabljajo pogosto.
- Imajo daljši časovni horizont kot ostale skupine investitorjev, v poslovanje podjetij so udeleženi bolj aktivno.

V splošnem smatrajo prve tri skupine investitorjev, da je trg neformalnega tveganega kapitala bolj nepopoln, kakor pa to menijo poslovni angeli. To izhaja iz dejstva, da imajo poslovni angeli že sedaj visok nivo investicijske aktivnosti ter so del ekstenzivnih mrež, ki generirajo veliko število investicijskih priložnosti.

Obstaja več različnih razdelitev neformalnih investitorjev v skupine. Poleg zgornje bom na kratko povzela še razdelitev po Evansonu, ki deli neformalne investitorje na korporacijske angele, podjetniške angele, entuziastične angele, mikromanagement angele ter poklicne angele (Žugelj et al., 2001, str. 61).

1. Korporacijski angeli

Ti izkušeni managerji izhajajo najpogosteje iz velikih podjetij ter se usmerijo v samostojna podjetniška vlaganja. Sami želijo intenzivno sodelovati pri upravljanju podjetja, ki jim zagotavlja tudi novo službo, zato se posvetijo le enemu podjetju. V ZDA razpolagajo s povprečno 1 milijonom ameriških dolarjev v gotovini ter vlagajo do 200.000 ameriških dolarjev.

2. Podjetniški angeli

So najbolj aktivna oblika investorjev, ki vlagajo večje zneske (v ZDA med 200.000 in 500.000 USD). Pogosto so sami uspešni kot podjetniki ter želijo sedaj razpršiti svoje investicije ali razširiti svoj obstoječi posel.

3. Entuziastični angeli

So manj profesionalni kot do sedaj navedeni vlagatelji, vlagajo bolj za hobi ter so ponavadi že starejši. Vlagajo manjše zneske (med 10.000 in 200.000 USD v ZDA) v večje število podjetij, vendar se ne vključujejo aktivno v upravljanje podjetja.

4. Mikromanagement angeli

Ti angeli želijo imeti precejšnjo kontrolo nad investicijami, pogosto bolj kot člani uprave, ne pa kot aktivni udeleženci v podjetju. Vlagajo največ v štiri podjetja hkrati ter jim pomagajo tako z denarjem kot dodatnimi koristmi.

5. Poklicni (strokovni) angeli

Izhajajo iz področij, kjer so do sedaj opravljali svoj poklic (zdravniki, odvetniki, računovodje ipd.). Takšni angeli želijo investirati v podjetja, ki izhajajo iz njim znanega področja, tako lahko ponudijo strokovno pomoč kljub temu, da pogosto nimajo aktivne vloge v podjetju. Vlagajo v več podjetij hkrati (zneski od 25.000 do 200.000 USD v ZDA) in pogosto poiščejo dodatne soinvestitorje.

4.4 Iskanje tveganega kapitala

Podjetniki, ki iščejo tvegani kapital, naj bi se ravnali po nekaj osnovnih smernicah (Glas, 2001, str. 18):

1. Iskanje vlagateljev traja vsaj šest mesecev, zato je potrebno začeti zgodaj – ta čas je krajši pri neformalnih investitorjih kot pri skladih, ker se slednji odločajo počasneje.
2. Za tvegani kapital je nujno pripraviti dober poslovni načrt, ki bo osredotočen na znane zahteve tveganega kapitala. Bistven je predvsem dobro opredeljen cilj in strategije za njegovo uresničenje.
3. Za podjetnike je koristno, če imajo pomoč dobrega odvetnika, bančnika, finančnika ali računovodje.
4. Podjetnik mora najti prave vlagatelje, saj je za vsak načrt primerna določena kombinacija virov in pogojev financiranja, ki bo močno vplivala na prihodnost podjetja.
5. Podjetnik mora biti pripravljen na zahteven proces preverjanja načrta. Vlagatelji preverjajo podjetniško skupino, proučijo panogo, tekmece, seznam tveganj in druge vidike načrta. Bistveno je zaupanje, zato se vlagatelji odločajo predvsem glede na integriteto, strokovnost in privrženost podjetnika.

6. Tvegani kapital je sorazmerno drag, saj zahteva precej časa in prizadevanj za sklenitev posla ter pomemben delež lastnine in nadzora nad podjetjem. Tvegani kapital zahteva tudi sorazmerno visoke donose, celo do 80 odstotkov za vlaganja v semenski stopnji in od 25 do 30 odstotkov za financiranje v zrelih stopnjah podjetja.
7. Upoštevati je potrebno, da so neformalni investitorji pogosto motivirani z nefinančnimi dejavniki, ne zgolj z donosnostjo naložbe.
8. Podjetnik se mora znati dogovoriti o pravi ceni deleža podjetja, ki ga proda, in o drugih pogojih financiranja podjetja.

Še pred nekaj časa je bilo neformalnega investitorja zelo težko najti. Največja možnost je bila prek mreže lastnih prijateljev, znancev, sodelavcev in poslovnih partnerjev (Kajtna, 2001, str. 10). Drugi najboljši način je bil z iskanjem referenc pri odvetnikih, investicijskih bančnikih, strokovnjakih za računovodstvo, fakultetah in podjetnikih, ki so imeli opravka z novimi podjetji in so zelo verjetno poznali take ljudi. Dober začetek za iskanje investitorja je izgradnja mreže znotraj skupnosti in poslovnih krogov, v katerih se podjetnik nahaja.

V zadnjem času, predvsem z razvojem interneta, se je iskanje primerne investitorja precej olajšalo. Danes obstaja množica servisnih podjetij, ki združujejo podjetnike, ki iščejo kapital za svoje podjetje, in investitorje, ki iščejo primerna podjetja za svoje naložbe. Ta zbirajo informacije od podjetnikov in investitorjev, ki se včlanijo v njihovo mrežo. Njihov zaslužek izvira iz članarine, ki jo morata plačati vsak podjetnik in investitor, če želita, da ju vključijo v bazo. Podjetnik mora narediti profil svojega podjetja. V njem mora opisati industrijo, v kateri deluje, starost podjetja, geografsko lokacijo, velikost potrebne investicije in kakršnekoli pogoje ali faktorje, ki jih zahteva. Investitorji pripravijo podroben profil podjetja, v katerega bi radi vložili svoj kapital, in tip investicije, kakršne si želijo. Podjetje, ki zbira te ponudbe in povpraševanja, nato podrobno preuči vse profile in pošlje omejeno listo kompatibilnim investitorjem.

4.4.1 Kako napisati dober poslovni načrt

Poslovni načrt je sredstvo komuniciranja z investitorji. Je povsem določen načrt uresničevanja zastavljenih poslovnih ciljev (www.gzs.si). Pogosto je poslovni načrt ključni instrument, s pomočjo katerega podjetnik pridobi potrebna sredstva.

Poslovni načrt je pisni dokument (priporočljive dolžine 20-40 strani za nova podjetja oziroma 40-60 strani za notranje podjetniške projekte), v katerem podjetnik:

- opredeli vizijo, poslanstvo in svoje cilje z načrtovanim poslom,
- preveri uresničljivost ciljev iz ekonomskega, tržnega in tehničnega vidika ter
- določi smeri/strategije za uresničevanje teh ciljev.

Poslovni načrt ima standardno vsebinsko strukturo, pri pisanju pa je potrebno biti posebej pozoren na naslednje (www.gzs.si):

1. poslovni načrt naj podjetnik razvija sam, saj gre za njegovo zamisel in posel,
2. za pripravo poslovnega načrta si je potrebno vzeti dovolj časa (150-180 ur dela),
3. izgled poslovnega načrta je pomemben (lična, kakovostna izdelava, slovnična brezhibnost, primerna dolžina...),
4. poslovni načrt naj bo konsistenten ter usmerjen v prihodnost in oceno dobička,
5. napisan naj bo v tretji osebi, objektivno, s trezno poslovno logiko,
6. cilje je potrebno zastaviti realno in zelo natančno določiti prioritete in naloge ter upoštevati zunanje dejavnike, ki lahko vplivajo na uspešnost posla,
7. izogibati se je potrebno površni in nedosledni izdelavi poslovnega načrta kot posledice pomanjkanja poslovnih izkušenj in tehničnih znanj – v takem primeru je potrebno posvetovanje z zunanjimi sodelavci,
8. poslovni načrt je potrebno dopolnjevati z novimi informacijami,
9. dobro je, če podjetje izdelan poslovni načrt uporablja tudi v procesu njegovega uresničevanja; začetno planiranje naj preraste v kontinuirano,
10. v finančnih projekcijah je potrebno uporabiti različne scenarije (realistični, pesimistični, optimistični),
11. ne sme se pozabiti na vključitev klavzule o poslovni skrivnosti.

4.4.2 Izbira pravega vlagatelja

Za podjetje ni pomembno le to, da najde potrebni znesek, temveč mora najti investitorja, ki mu odgovarja tudi kar se tiče ostalih pogojev financiranja (Glas, 2001, str. 19). Podjetnik sam naj bi izbral med finančnimi viri glede na:

- ceno financiranja,
- pričakovanja vlagateljev o izstopu: kdaj in kako,
- možnosti za financiranje ob dodatnih krogih (ob rasti podjetja),
- kakovost managerske pomoči, ki jo ponuja vlagatelj,
- izkušnje vlagateljev z nelikvidnimi, tveganimi naložbami.

Podjetnik mora pred sklenitvijo pogodbe dobro spoznati vlagatelja, zato naj preveri njegovega bančnika, računovodjo in pravnega svetovalca. Podjetje bo pogosto imelo stresna obdobja, takrat pa so pravi vlagatelji ključnega pomena, zato je potrebno proučiti njihovo zanesljivost, izkušnje, osebne lastnosti in prejšnja ravnanja.

4.5 Prednosti in slabosti financiranja s strani neformalnega tveganega kapitala

V literaturi se navajajo naslednje prednosti neformalnih investitorjev (Lesakova, 2001, str. 202):

1. Neformalni investitorji so pripravljeni vlagati manjše zneske, ki zadostijo potrebam nastajajočih podjetij ter ostalih malih podjetij.

2. Čas ocenjevanja poslovnih priložnosti je veliko krajši kot pri skladih tveganega kapitala pri katerih lahko ta postopek traja nekaj mesecev.
3. Skladi preferirajo krajši čas do izstopa kot neformalni investitorji, ki so bolj potrpežljivi.
4. Neformalni tvegani kapital je zadovoljen z nižjimi donosi kot skladi, ker mu ni potrebno zadovoljiti zahtev lastnih delničarjev. Neformalni investitorji pogosto investirajo v panoge, ki jih posebej zanimajo, zato ne zahtevajo visokih donosov, ker so zadovoljni, da sodelujejo v projektu.
5. Neformalni investitorji so posebej primerni za podjetja visoke tehnologije s specifičnimi zahtevami glede raziskav in razvoja, saj imajo zadosti potrpežljivosti in strokovnih izkušenj za financiranje takih podjetij.

Prednosti so nedvomno precejšnje, vendar obstajajo tudi nezanemarljive slabosti (Lesakova, 2001, str. 202):

1. Podjetja težko pridejo v stik z neformalnimi investitorji. Poleg tega ni potrebno le najti nekega investitorja, saj ni vsak vlagatelj primeren za vsa podjetja. Stroški iskanja so precej visoki.
2. Znanje, ki ga investitor lahko preda podjetniku, je lahko omejeno. Mreža kontaktov pri neformalnih investitorjih ni tako ekstenzivna kakor pri skladih tveganega kapitala.
3. Veliko podjetnikov ter lastnikov manjših podjetij ni naklonjenih zunanjemu vlaganju lastniškega kapitala, ker se bojijo izgube kontrole in neodvisnosti.

5 Trg neformalnega tveganega kapitala v Sloveniji

V Sloveniji se vse bolj uveljavljajo mala in srednje velika podjetja. S tem se odpira vprašanje financiranja teh podjetij. Med različnimi načini financiranja se vse bolj pogosto omenja tvegani kapital. Slednji lahko uspešno nadomešča ali dopolnjuje bančni ter lastniški trajni kapital.

O tveganem kapitalu smo pri nas začeli razmišljati že relativno zgodaj, in sicer s samim začetkom podjetniškega vala leta 1989 (Glas, 2001, str. 19). Nekatere banke so poskusile z neposrednimi vlaganji, leta 1992 je nastala SLEVCA (Slovene Venture Capital Association). Začetni poskusi niso ravno uspeli, banke so ta načrt opustile. Leta 1994 je začel delovati sklad Horizonte z mešanim kapitalom, leta 1995 je bil ustanovljen Slovenia Fund Management, ki je širše gibanje pričel leta 2000.

Slovensko prebivalstvo povečuje svoje prihranke, čeprav je v ravnanju še vedno konzervativno, večinoma zaupa bankam in kratkoročnim vlogam. Sorazmerno hitro narašča premoženje v vzajemnih skladih. Tako obstaja možnost za tvegani kapital, ki pa ga zavira več dejavnikov (Glas, 2001, str. 19):

- šibka podjetniška kultura, ki ni naklonjena zunanjim vlagateljem,
- neustrezna zakonska regulativa, zlasti omejitve za institucionalne vlagatelje,
- pomanjkanje možnosti za dobre naložbe, saj so dinamična podjetja maloštevilna,
- pomanjkanje davčnih vzpodbud,
- težave pri zbiranju kapitala, saj ni veliko premožnih varčevalcev,
- problemi z možnostjo izstopa tveganega kapitala,
- olastninjena podjetja se niso dovolj odprla za zunanji kapital, za možnosti managerskega odkupa ali izločitve enot.

Na področju neformalnega tveganega kapitala v Sloveniji je bilo sicer že veliko napisanega, konkretnih raziskav pa je bilo narejenih le malo. Raziskava, ki je bila izvedena leta 1997, je prišla do zaključka, da neformalni tvegani kapital igra pomembno vlogo pri financiranju slovenskih podjetij (Bajec, 1997, str. 42). Podjetniki neformalne investitorje največkrat iščejo sami, vir informacij pa so predvsem poslovni partnerji in prijatelji. Denarni vložki v okviru raziskave so se gibali med tedanjimi 10.000 DEM in 600.000 DEM, v povprečju pa so znašali 156.000 DEM. Vloga neformalnih investitorjev v podjetju je naraščala z večanjem lastniškega deleža. Pogosto so želeli imeti določen vpliv na odločitve v podjetju in možnost aktivnega sodelovanja. Časovni horizont naložb je znašal 3 mesece do 2 leti. Dana raziskava je zajemala le 32 enot, zato so njene ugotovitve lahko le informativnega značaja. Raziskava je namreč nakazala prisotnost neformalnega tveganega kapitala v Sloveniji ter njegovo vlogo pri financiranju podjetij.

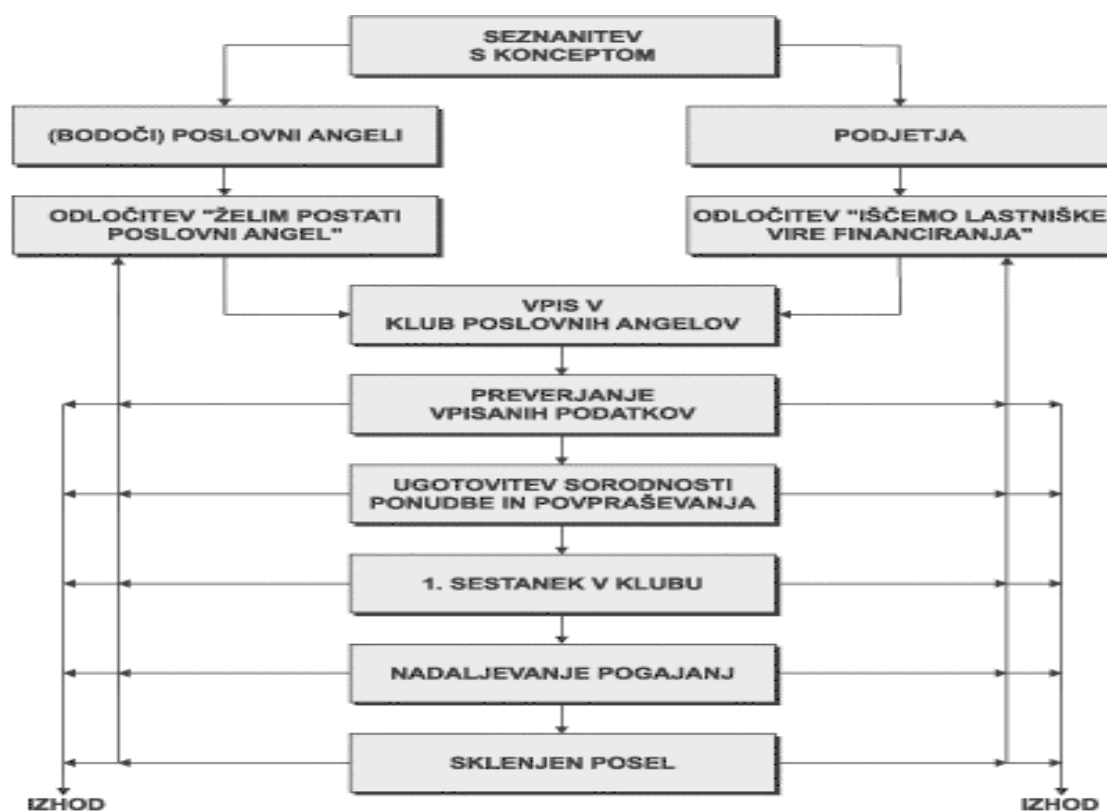
Večina podjetnikov, vključenih v to raziskavo, je bila mnenja, da bi bilo v Sloveniji smiselno oblikovati neke vrste formalno oz. organizirano mrežo ponudnikov in iskalcev neformalnega tveganega kapitala. Odgovor na to željo bi lahko bil v veliki meri Klub poslovnih angelov, katerega delovanje opisuje naslednje podpoglavje.

5.1 Klub poslovnih angelov v Sloveniji

Klub poslovnih angelov je bil ustanovljen januarja 2001 pod okriljem PCMG (Pospeševalni center za malo gospodarstvo) in revije Podjetnik. Klub deluje po principu ženitne posredovalnice med potencialnimi investitorji in podjetji, ki iščejo kapital (www.pcmg.si).

Klub poslovnih angelov diskretno zbira informacije o povpraševanju in ponudbi po kapitalu. Za nalogo ima, da organizira prvi sestanek med podjetniki in investitorji ter sam ne zbira in ne posreduje kapitala ter ne prevzema odgovornosti za uspešnost opravljenih poslov. Osnovna dejavnost kluba je diskretna obdelava prijav investitorjev in podjetnikov ter organizacija sestankov. Včlanitev v klub je brezplačna, saj je projekt trenutno v eksperimentalni oziroma zagonski fazi.

Slika 5: Delovanje Kluba poslovnih angelov



Vir: www.pcmg.si/angeli

Namen projekta Klub poslovnih angelov je dati podjetništvu v Sloveniji nov zagon na doslej zapostavljenih področjih (Vadnjal, 2001, str. 21): podjetništvu z visoko dodano vrednostjo (sodobne tehnologije, več vključenega znanja in razvoja) in hitro rastočim podjetjem, ki so ključni generator novih zaposlitvenih možnosti.

Naloga projekta je:

- preveriti, ali je slovensko podjetniško okolje že zrelo za take oblike financiranja,
- povezati slovenski kapital z domačimi podjetji,
- zagotoviti zapolnitev niše v financiranju: zneski, ki so po višini nad običajnimi bančnimi posojili, in pod zneski, s katerimi se že ukvarja tvegani kapital.

Za uresničevanje projekta bo treba:

- ustvariti vlagateljsko naravnano ozračje,
- seznaniti lastnike kapitala, podjetnike in podjetniške svetovalce z novim načinom razmišljanja in delovanja.

Natančnejše učinke novih projektov je seveda težko napovedati, zastavljeni cilji pa so:

- v petih letih od pričetka delovanja naj bi vpisali vsaj 150 (možnih) vlagateljev in 250 podjetij, ki iščejo kapital,
- naložbe v vsaj 50 projektov, njihova skupna vrednot naj bi dosegla 12 milijonov evrov,
- s projekti naj bi pridobili 1300 novih zaposlitev.

5.2 Raziskava o financiranju dinamičnih podjetij v Sloveniji

V letu 2001 je bila v organizaciji Raziskovalnega inštituta za podjetništvo (Visoka strokovna šola za podjetništvo, Portorož) izvedena celovita raziskava financiranja dinamičnih podjetij v Sloveniji. V okviru raziskave so primerjali slovenske podatke z rezultati iz 18 držav Evropske unije.

Raziskava je bila zastavljena zelo široko, v svojem delu bom izpostavila tiste njene ugotovitve, ki se nanašajo na vire financiranja, ki sodelujejo pri nastanku in v zgodnjih fazah razvoja podjetja, s posebnim poudarkom na tveganem kapitalu kot trajnem viru sredstev.

Za izhodišče raziskovanja financiranja dinamičnih podjetij v letih 1995-2000 so iz celotne baze podjetij v Sloveniji izbrali vsa podjetja, ki so izpolnjevala naslednje pogoje (Pšeničny et al., 2001, str. 9):

1. da jih vodijo dinamični podjetniki, ki so v družbah z omejeno odgovornostjo najmanj 15-odstotni lastniki podjetja oz. v delniških družbah najmanj 5-odstotni lastniki,
2. da podjetja niso v večinski lasti drugega podjetja kot njihova »podružnica«,
3. da so bila v prvem letu proučevanja po slovenski zakonodaji uvrščena med mala podjetja,
4. da praviloma rastejo organsko (ne s pripojitvami in spojitvami),
5. da so imela v zadnjem letu proučevanja najmanj 50 zaposlenih,
6. da so v proučevanem obdobju povečala celotni prihodek povprečno letno za najmanj 20 %,
7. da so bila ustanovljena vsaj leto dni pred prvim letom proučevanja.

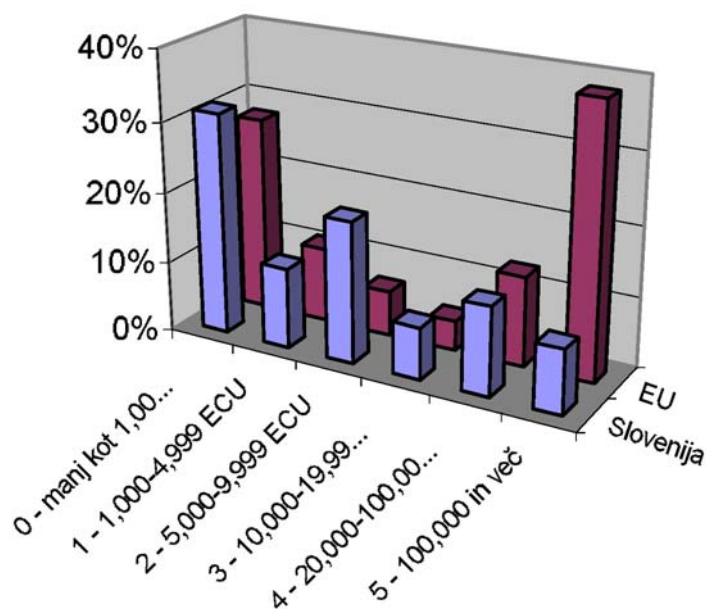
Zunanje in notranje finančno okolje podjetja so ocenjevali na osnovi stališč in odgovorov podjetnikov. Pri tem se je izkazalo, da je finančno okolje z vidika financiranja rasti slabo razvito, saj dinamična podjetja v Sloveniji za razliko od evropskih (Pšeničny et al., 2001, str. 7):

- v strukturi kapitala skorajda nimajo tujih trajnih virov (odsotnost vseh oblik tveganega kapitala),

- v strukturi kapitala nimajo delavskih in managerskih delnic in pravic, razen v primeru podjetij, odkupljenih v procesu privatizacije,
- praktično še niso javno ponudila delnic na trgu vrednostnih papirjev (initial public offering).

Pri financiranju novih podjetij se pojavljajo velike razlike med slovenskimi podjetji in podjetji v EU. Večina dinamičnih podjetij v Sloveniji je začela z bistveno manj začetnega kapitala kot podjetja v EU. Pri tem ta razlika ni tolikšna pri podjetjih, ki so dejansko začela s simboličnim začetnim kapitalom do 1000 EUR, pač pa je pomembna v razredu nad 100.000 EUR začetnega kapitala.

Slika 6: Začetni kapital dinamičnih podjetij ob pričetku poslovanja



Vir: Pšeničny et al., 2001, str. 11.

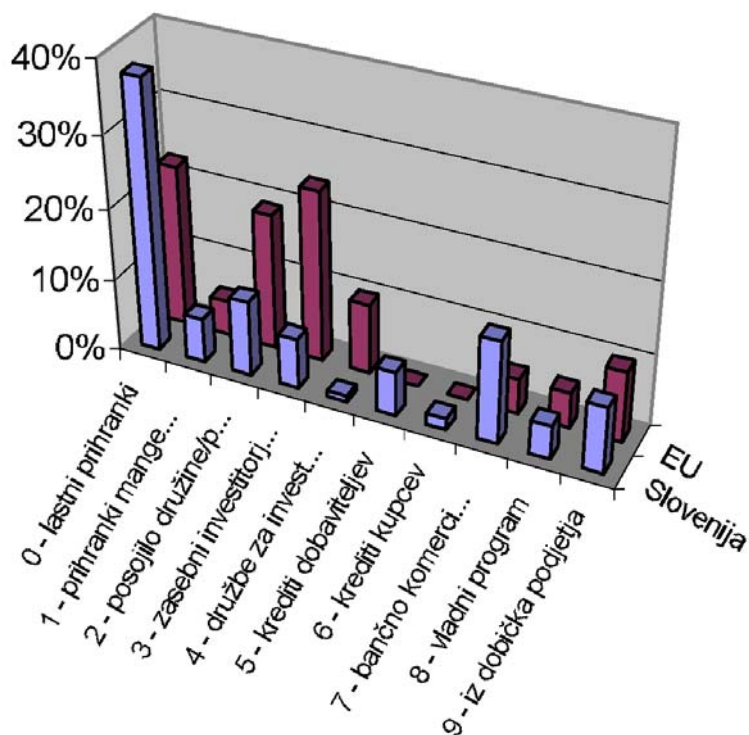
Za slovenske gazele velja, da so podjetniki v mnogo večji meri kot v EU sami financirali začetke svojih podjetij (Slovenija: 37,7 %, EU: 22,5 %), pri evropskih gazelah pa je mnogo bolj poudarjena vloga družine, prijateljev in drugih partnerjev ter zasebnih investitorjev (Slovenija: 17,5 %, EU: 43 %) – glej str. 37, slika št. 7.

Financiranje po mnenju dinamičnih podjetnikov ni najpomembnejši dejavnik rasti podjetja, saj le vsakemu petemu v Sloveniji in vsakemu šestemu v EU zdravo financiranje predstavlja temeljno konkurenčno prednost. O utemeljenosti teh trditev pa menim, da bi lahko podvomili, saj po drugi strani podjetniki v Sloveniji navajajo, da imajo velike težave s pridobivanjem zunanjih sredstev za financiranje rasti; tako si od spreminjanja finančnega okolja (predvsem znižanja obrestnih mer in uveljavitve novih virov financiranja) obojajo tudi več možnosti za rast podjetij. Spremembe na trgu

kapitala bi po mnenju dinamičnih podjetnikov v Sloveniji v veliki meri vplivale na hitrejšo rast dinamičnih podjetij.

Dostopnost trajnih virov financiranja, predvsem tveganega kapitala (tako neformalnega kot formalnega), je pomembno različna v Sloveniji in EU. Evropske gazele rast nesporno financirajo iz palete različnih virov, med katerimi so poleg

Slika 7: Izvor začetnega kapitala dinamičnih podjetij



Vir: Pšeničny et al., 2001, str. 19.

dolžniških prisotni tudi trajni viri financiranja. Neugodno razmerje med trajnimi in dolžniškimi viri financiranja dinamičnih podjetij v Sloveniji se zrcali tudi v razmerju dolžniški – lastniški kapital (4 : 1) v bilancah stanja podjetij. Tudi dinamična podjetja sama nimajo velikega zaupanja do nakupov deležev drugih podjetij, do trajnih vlaganj, do kapitalskih povezovanj ali celo do javnih prodaj delnic (praktično med slovenskimi gazelami ni primerov IPO). Med temeljnimi odločitvenimi elementi za izbor financiranja pa sta še naprej cena kapitala in ohranitev neodvisnosti.

6 SKLEP

Podjetja imajo za svoje financiranje na razpolago različne finančne vire. Vrsta in obseg le-teh sta odvisna od finančne politike podjetja, od razpoložljivosti virov na finančnem trgu ter nenazadnje od faze finančnega življenjskega cikla. Podjetja, ki so šele na začetku svoje poti, so pri dostopu do finančnih sredstev običajno soočena s številnimi omejitvami.

Večina podjetnikov financira nastanek podjetja z lastnimi prihranki, ki pa običajno ne pokrijejo celotne potrebe po sredstvih, zato priskočijo na pomoč še družina in prijatelji. Podjetje sedaj razpolaga z določenim zneskom, vendar če ta ne zadostuje, se mora novonastali podjetnik ozreti po drugih virih sredstev. V tej točki pa se sooči z resnimi težavami. Dolžniški kapital zanj ni dostopen, saj banke zahtevajo vsaj določeno pretečeno obdobje poslovanja, preden odobrijo posojilo. Podjetje, ki zaprosi za posojilo, mora tudi razpolagati s premoženjem, ki bi predstavljalo jamstvo. Vlaganje v podjetniško idejo je za banke preprosto preveč tvegano.

Že po sami definiciji bi se podjetnik pri iskanju vira sredstev, ki se ne bi ustrašil dodatnega tveganja, obrnil na tvegani kapital, ki priteka v podjetja prek skladov tveganega kapitala. Vendar so raziskave pokazale, da so tvegani kapitalisti bolj naklonjeni vlaganjem v kasnejše faze razvoja, medtem ko so do vlaganj v semensko in zagonsko fazo še vedno rahlo skeptični. Poleg tega se skladi tveganega kapitala pri svojem odločanju držijo pravil ekonomije obsega; zaradi visokih administrativnih in transakcijskih stroškov preferirajo velike investicije, tako da se stroški na enoto znižajo. Nova podjetja s svojimi relativno nizkimi potrebami po sredstvih padejo skozi sito tveganega kapitalista.

Rešitev finančnega problema podjetnika bi lahko predstavljal neformalni tvegani kapital. Neformalni investitorji se ne branijo podjetij, ki potrebujejo kapital za financiranje svojih najbolj zgodnjih faz razvoja. Pripravljeni so poleg finančnih sredstev priskrbeti tudi dragoceno pomoč v obliki svetovanja in mreženja – pomembno dodano vrednost financiranja s pomočjo neformalnih investitorjev.

Financiranje z neformalnim tveganim kapitalom ima seveda tudi svoje pomanjkljivosti. Prva resnejša nastopi že v trenutku, ko se podjetnik odloči za ta vir sredstev. Napoči namreč vprašanje, kako stopiti v stik z neformalnim investitorjem. Kontakt z neformalnim vlagateljem je včasih predstavljal resen problem zaradi anonimne narave teh posameznikov. Sedaj je to v veliki meri olajšano s formalnimi mehanizmi, ki povezujejo investitorje in podjetnike (kakor je na primer v Sloveniji Klub poslovnih angelov). Kot slabost takega financiranja bi lahko omenili morebitno pomanjkljivo znanje ter napačno svetovanje podjetniku s strani investitorja, vedno pa seveda obstaja tudi možnost izgube neodvisnosti.

Kljub navedenim slabostim je v nekem trenutku prav neformalni tvegani kapital tisti, ki omogoča preživetje podjetja in njegov nadaljnji razvoj. Vendar večina slovenskih podjetnikov raje prepusti podjetje večletnemu životarjenju ter neizogibnemu koncu,

kot pa da bi se poslužila tega vira sredstev. Nivo tveganega kapitala nasploh v slovenskih podjetjih je zanemarljiv. V ozadju odpora do tveganega kapitala tičita strah pred razvodenitvijo lastništva in izgubo neodvisnosti.

Na podlagi navedenega bi zato v Sloveniji kazalo več pozornosti nameniti vzpostavljanju stimulativnih mehanizmov za razvoj tveganega kapitala in dejavnosti financiranja rastočih poslov. Pri spremembi odnosa do neformalnega tveganega kapitala bi pomagala tudi davčna politika, ki bi vzpodbujala zunanja vlaganja. Država pa bi lahko pospeševala take naložbe tudi prek strokovne pomoči in svetovanja podjetjem, ki imajo neustrezno financiranje.

7 LITERATURA

1. Bajec Mojca: Neformalni tvegani kapital kot vir financiranja podjetja. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 48. str.
2. Bajec Mojca: Neformalni tvegani kapital. Gospodarski vestnik, Ljubljana, (1998), 13, str. 89-92.
3. Berdnik Mojca, Toni Tomaž: Adrenalinske naložbe po kapljicah. Gospodarski vestnik, Ljubljana, (1999), 37, str. 12-15.
4. Binks Martin, Christine Ennew: Financing Small Firms. Small Business and Entrepreneurship. Houndmills: Macmillan Press Ltd, 1996. 333 str.
5. Bovaird Chris: Introduction to Venture Capital Finance. London: Longman Group UK Ltd, 1990. 280 str.
6. Bygrave William D.: The Venture Capital Handbook. Harlow: Financial Times/Prentice Hall, 1999. 362 str.
7. Deakins David: Entrepreneurship and Small Firms. Second Edition. Maidenhead, Berkshire: McGraw-Hill, 1999. 278 str.
8. Garner Daniel R., Owen Robert R., Conway Robert P.: The Ernst&Young Guide to Financing for Growth. B.k.: Ernst&Young, 1994. 361 str.
9. Glas Miroslav: Zakaj je vlaganj tveganega kapitala največ v ZDA? Finance, Ljubljana, (2001), 42, str. 18-19.
10. Hisrich Robert D., Peters Michael P.: Entrepreneurship: Starting, Developing and Managing a New Enterprise. Homewood, IL: Irwin, 1989. 574 str.
11. Kajtna Tadej: Neformalni tvegani kapital kot vir financiranja podjetij. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 36 str.
12. Kelly Peter, Hay Michael: Serial investors: an exploratory study. Frontiers of Entrepreneurship Research 1996. Babson College. (URL:<http://www.babson.edu/entrep/fer/papers96/kelly/kelly2.htm>), 30.6.2002.
13. Lesakova L'ubica: External equity as a source of SME's financing. Second International Conference on Dynamic Enterprises. Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo, 2001, str. 199-204.
14. Lumme Annareetta, Mason Colin, Suomi Markku: Informal Venture Capital: Investors, Investments and Policy Issues in Finland. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers, 1998. 178 str.
15. Mason Colin, Harrison Richard: Informal Venture Capital and the Financing of Emergent Growth Businesses. The Blackwell Handbook of Entrepreneurship. Oxford: Blackwell Publishers Ltd, 2000, str. 221-239.
16. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
17. Osteryoung Jerome S., Newman Derek L., Davies Leslie George: Small Firm Finance: An Entrepreneurial Perspective. Orlando: The Dryden Press, 1997. 394 str.
18. Peterle Polona, Torkar Darko: Trg kapitala v državnem vrtincu. Finance, Ljubljana, (2001), 42, str. 9-11.
19. Podvršnik Lojzka: Finančna podpora malemu gospodarstvu v Sloveniji. Podjetništvo – izziv za 21. stoletje. Ljubljana: GEA Colegge PIC, d.o.o., 2000, str. 349-355.
20. Pšeničny Viljem, Blejec Matjaž, Koren Boštjan: Financiranje dinamičnih podjetij v Sloveniji in državah EU. Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo, 2001. 30 str.
21. Puharič Krešo: Gospodarsko pravo z osnovami prava. Ljubljana: Uradni list RS, 2001. 300 str.
22. Ronstadt Robert C.: Entrepreneurial Finance: Taking Control of Your Financial Decision Making. Dana Point, CA: Lord Publishing, 1988. 157 str.

23. Soerheim Roger, Landstroem Hans: Informal investors in Norway – A categorization and policy implications. *Frontiers of Entrepreneurship Research* 2000. Babson College. (URL: <http://www.babson.edu/entrep/fer/XIII/XIIIA/html/xiii-a.htm>), 30.6.2002.
24. Tajnikar Maks: Finančne oblike podpore malega gospodarstva. *Podjetništvo – izziv za 21. stoletje*. Ljubljana: GEA College PIC, d.o.o., 2000, str. 340-348.
25. Tajnikar Maks: Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih. Druga izdaja. Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo, 2000. 308 str.
26. Timmons Jeffry A.: *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century*. Homewood: Irwin/McGraw-Hill, 1999. 612 str.
27. Tuller Lawrence W.: *The Complete Book of Raising Capital*. B.k.: McGraw-Hill, Inc., 1994. 446 str.
28. Urbanija Anamarija: Tvegani kapital: Potrpljenje je božja mast... *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 2002, 11, str. 56-57.
29. Vadnjal Jaka: Iščemo domače poslovne angele. *Finance*, Ljubljana, 2001, 20, str. 21.
30. Vouk Tomaž: Angeli na (ne)pravi zemlji. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 2001, 45, str. 56-58.
31. Zimmerer Thomas W., Scarborough Norman M.: *Entrepreneurship and the New Venture Creation*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice-Hall International, Inc., 1996. 680 str.
32. Žugelj et al.: *Tvegani kapital: si upate tvegati?* Ljubljana: Lisac&Lisac d.o.o., 2001. 176 str.

8 VIRI

1. European Business Angels Network. (URL:<http://www.eban.org>), 10.7.2002.
2. European Private Equity & Venture Capital Association. (URL:<http://www.evca.com>), 10.7.2002.
3. *Gospodarska zbornica Slovenije*. (URL:<http://www.gzs.si>), 30.6.2002.
4. Klub poslovnih angelov. (URL:<http://www.pcmg.si/angeli>), 30.6.2002.