

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**TVEGANI KAPITAL
ZA FINANCIRANJE ZGODNJE FAZE
VISOKOTEHNOLOŠKEGA PODJETJA**

Ljubljana, september 2010

STOJAN DAVID OPREŠNIK

IZJAVA

Študent **Stojan David Oprešnik** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **prof. dr. Marka Jakliča**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 23. 9. 2010

Podpis: _____

KAZALO

Uvod	1
1. Pomen visokotehnoloških podjetij	4
2. Tvegani kapital	4
2.1 Pomen tveganega kapitala	5
2.2 Vpliv tveganega kapitala na raziskave in razvoj	6
2.3 Vrste tveganega kapitala glede na fazo investicije	7
3. Trgi tveganega kapitala	9
3.1 Trg tveganega kapitala v Evropi.....	10
3.1.1 Struktura investicij tveganega kapitala v Evropi	11
3.1.2 Struktura investitorjev v evropske sklade tveganega kapitala	12
3.2 Trg tveganega kapitala v ZDA	13
3.2.1 Struktura investicij tveganega kapitala v ZDA	14
3.2.2 Struktura investitorjev v sklade tveganega kapitala v ZDA	14
3.3 Trg tveganega kapitala v Veliki Britaniji	15
3.3.1 Struktura investicij tveganega kapitala v Veliki Britaniji.....	15
3.3.2 Struktura investitorjev v sklade tveganega kapitala Velike Britanije	17
3.4 Trg tveganega kapitala v Sloveniji	17
3.4.1 Struktura investicij tveganega kapitala v Sloveniji v zgodnjo fazo investiranja	19
3.4.2 Struktura investitorjev v slovenske sklade tveganega kapitala.....	19
3.4.3 Vloga državnih institucij.....	20
3.4.4 Privlačnost slovenskega davčnega in pravnega okolja	21
4. Primerjave trgov tveganega kapitala	21
4.1 Evropski trg tveganega kapitala in trg v ZDA.....	22
4.1.1 Primerjava struktur investicij tveganega kapitala v Evropi in ZDA.....	22
4.1.2 Struktura investitorjev v sklade tveganega kapitala.....	25
4.1.3 Upravljalci skladov tveganega kapitala	25
4.2 Primerjava Slovenije z ZDA, Veliko Britanijo in položajem v Evropi.....	26
4.3 Vrzel lastniških sredstev	28
Sklep	29
Literatura in viri	33

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Prikaz virov financiranja podjetij</i>	5
<i>Slika 2: Faze investiranja tveganega kapitala po Smernicah Evropske komisije</i>	8
<i>Slika 3: Razlike v terminologiji v Evropi in ZDA na trgu lastniškega kapitala</i>	8
<i>Slika 4: Odnos med tveganji in pričakovanimi donosi</i>	9
<i>Slika 5: Količina in število investicij lastniškega kapitala v Evropi od 1999 do 2008</i>	10
<i>Slika 6: Vloženi tvegani kapital v Evropi po državah kot odstotek BDP</i>	11
<i>Slika 7: Prikaz povprečne strukture investorjev v evropske sklade tveganega kapitala v obdobju od leta 1991 do leta 2000 in v letih 2007 ter 2008</i>	12
<i>Slika 8: Količina in število investicij tveganega kapitala v ZDA od leta 1995 do 2009</i>	13
<i>Slika 9: Povprečne strukture investorjev v sklade tveganega kapitala ZDA v obdobju od leta 1991 do leta 2000 in v letih 2007 ter 2008</i>	15
<i>Slika 10: Struktura investorjev v sklade tveganega kapitala Velike Britanije v obdobju od leta 1991 do leta 2000 in v letih 2007 ter 2008</i>	17
<i>Slika 11: Tvegani kapital in kapital v zgodnji fazi kot odstotek BDP</i>	18
<i>Slika 12: Investicije slovenskega trga tveganega kapitala v zgodnjo fazo</i>	19
<i>Slika 13: Struktura investorjev slovenskih skladov tveganega kapitala v letu 2003</i>	20
<i>Slika 14: Zbrana sredstva tveganega kapitala v ZDA in Evropi v obdobjih od leta 1996 do leta 2001 in od leta 2002 do leta 2006</i>	22
<i>Slika 15: Investicije tveganega kapitala v zgodnjo fazo v Evropi in ZDA v obdobjih od leta 1996 do leta 2001 in od leta 2002 do leta 2006</i>	23
<i>Slika 16: Povprečna višina investicije tveganega kapitala v zgodnjo fazo in število takšnih investicij v Evropi ter ZDA v obdobju od leta 2001 do 2005</i>	24
<i>Slika 17: Investicije tveganega kapitala v visokotehnološke panoge (v %) v Evropi in ZDA v letih 2007 in 2008</i>	24
<i>Slika 18: Primerjava strukture investorjev v sklade tveganega kapitala v Evropi in ZDA</i> ..	25
<i>Slika 19: Število investicij (v %) in vloženi sredstev (v %) tveganega kapitala v zgodnjo fazo v letih 2007 in 2008 za ZDA, Evropo, Veliko Britanijo in Slovenijo</i>	27
<i>Slika 20: Primerjava strukture investorjev v sklade tveganega kapitala v ZDA, Evropi, Veliki Britaniji in Sloveniji</i>	28
<i>Slika 21: Trend deleža tveganega kapitala investiranega v zgodnje faze v Evropi in ZDA</i>	29

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Vpliv tveganega kapitala v ZDA na visokotehnološke panoge</i>	6
<i>Tabela 2: Investicije tveganega kapitala Evrope v visokotehnološke panoge</i>	11
<i>Tabela 3: Investicije evropskega trga tveganega kapitala v zgodnjo fazo investiranja</i>	12
<i>Tabela 4: Investicije tveganega kapitala v ZDA v visokotehnološke panoge</i>	14
<i>Tabela 5: Investicije tveganega kapitala ZDA v zgodnjo fazo investiranja</i>	14
<i>Tabela 6: Investicije tveganega kapitala Velike Britanije v zgodnjo fazo investiranja</i>	15
<i>Tabela 7: Investicije tveganega kapitala Velike Britanije v visokotehnološke panoge</i>	16
<i>Tabela 8: Investicije tveganega kapitala Velike Britanije v zgodnjo fazo v visokotehnološke panoge</i>	16
<i>Tabela 9: Delež investicij v zgodnjo fazo investiranja od celotnih investicij v visokotehnološke panoge</i>	16
<i>Tabela 10: Indeksi privlačnosti davčnih in pravnih okolij evropskih držav leta 2008</i>	21

Tabela 11: Nekaj razlik med trgi tveganega kapitala v ZDA in Evropi..... 22

Uvod

Številne raziskave so dokazale, da so mlada visokotehnološka podjetja odgovorna za dvig produktivnosti, dvigovanje ravni znanja zaposlenih, povečevanje vložka v raziskave in razvoj, ustvarjanje novih delovnih mest z visoko dodano vrednostjo (Tabela 1 in poglavje 2.2) ter seveda za gospodarsko rast in povečevanje blaginje (Pfeil, 2000, str. 7). Slovenija si od osamosvojitve naprej ni znala zgraditi svoje konkurenčne prednosti, kot je to storila Irska, s katero smo se stalno primerjali. Tujih investicij ni znala privabiti z inovativno politiko, podpreti mednarodnega trgovanja in vzpostaviti kakovostnega sistema za izgradnjo družbe, temelječe na znanju. Z razvojem institucij, kot so: Slovenski Podjetniški Sklad (v nadaljevanju SPS) in tehnološki parki država dela skromne, a nujno potrebne korake v smer razvoja inovativnega podjetniškega okolja.

Tvegani kapital lahko razumemo kot gonilo razvoja inovativnih visokotehnoloških idej, ki jih ne bi financiral nihče drug, in tako predstavlja enega izmed najpomembnejših spodbujevalcev razvoja mladih visokotehnoloških podjetij (Pfeil, 2000, str. 15). Konkretno spodbude trga tveganega kapitala v Sloveniji, poleg posegov na zakonodajnem področju, so se začele izvajati v letu 2010 preko SPS pod okriljem evropskega programa »Competitiveness and Innovation Framework Programme« (SPS, 2010, str. 6); obenem pa je država pustila davčno zakonodajo, ki je relevantna na področju izhodnih strategij skladov tveganega kapitala, še neurejeno. Velikega dela odgovornosti za razvoj nacionalne politike za spodbujanje visokoinovativnega in visokotehnološkega okolja tako ni prevzela država, temveč kaže, da jo nosijo ponudniki formalnega in neformalnega tveganega kapitala, kar utemeljujem z naslednjim:

- pomemben kazalnik stopnje inovativnosti poslovnega okolja je število registriranih patentov, ki so v direktni pozitivni korelaciji s količino vloženega tveganega kapitala (Kortum & Lerner, 2000, str. 3);
- tvegani kapital (formalni in neformalni) je v večini edini možni način financiranja podjetij v zgodnjih fazah, dokler ne ustrezajo pogojem za pridobitev bančnih posojil, saj podjetja nimajo nobene zgodovine, bilanc, izdelki so večinoma nepreizkušeni na trgu itd. (SPS, 2010, str. 4).

Torej je tvegani kapital za financiranje mladih visokotehnoloških podjetij v zgodnji fazi nedvomno nujno potreben način financiranja. Diplomsko delo je osredotočeno na pregled delovanja trgov tveganega kapitala v ZDA, Evropi, Veliki Britaniji in Sloveniji.

Namen diplomskega dela je raziskati pripravljenost ponudnikov tveganega kapitala za investiranje v mlada visokotehnološka podjetja v zgodnji fazi finančnega razvoja (angl. *early-stage*). Raziskujem tudi, kolikšen delež tveganega kapitala zares prejmejo mlada visokotehnološka podjetja v zgodnji fazi finančnega razvoja, v obravnavanih regijah in državah.

Cilj diplomskega dela so:

- a. pokazati, zakaj Slovenija in Evropa ne premoreta (še) več mladih visokotehnoloških podjetij svetovnega kova;
- b. poiskati razloge za določeno stopnjo nepripravljenosti investitorjev tveganega kapitala za vlaganje v zgodnje faze financiranja mladih visokotehnoloških podjetij;
- c. pokazati, da je neobstoj slovenske t. i. Silicijeve doline pričakovan in logičen;
- d. pokazati, da trg tveganega kapitala v ZDA lažje prepozna dober projekt (angl. *screening process*) v zgodnjih fazah razvoja, kot je to značilno za evropske trge;
- e. pokazati, zakaj ima mlado visokotehnološko podjetje v ZDA, ki prejme investicijo za financiranje zgodnje faze, več možnosti za uspeh kot evropsko podjetje.

Osnovna hipoteza diplomskega dela:

V Sloveniji in v Evropi ni veliko svetovno uspešnih mladih visokotehnoloških podjetij, financiranih s tveganim kapitalom, kot jih premore Silicijeva dolina, ker evropski skladi tveganega kapitala ne želijo prevzemati dovolj tveganj pri investiranju.

Podhipotezi diplomskega dela:

- a. tvegani kapital, ki je prvotno nastal zaradi potreb razvoja mladih visokotehnoloških podjetij, se je odmaknil od svojega bistva in večji del sredstev namenja kasnejšim, manj tveganim fazam razvoja podjetja, kot so razširitev in odkupi;
- b. v evropski regiji obstaja trend krčenja vrzeli lastniških sredstev.

V namen potrditve ali ovržbe glavne hipoteze in podhipotez ter dosega zastavljenih ciljev diplomskega dela sem opravil **primerjalne analize, ki temeljijo na obstoječih raziskavah, katere sem nadgradil z lastnimi izračuni in primerjavami, ki so poleg navedenega vira pod slikami in tabelami označeni z (*)**, in na katerih v večini tudi temeljijo moji sklepi. Za oris položaja slovenskega trga tveganega kapitala sem analiziral evropski trg tveganega kapitala, da bom lahko slovenski trg tveganega kapitala pozicioniral v razmerju do evropskega povprečja. Nadalje sem analiziral tudi Veliko Britanijo kot eno izmed predstavnic z najbolj razvitim trgom tveganega kapitala v Evropi. V raziskavo obvezno vključujem ZDA kot državo z najbolj razvitim trgom tveganega kapitala na svetu in seveda kot zibelko tveganega kapitala.

V prvem poglavju prikazujem pomen visokotehnoloških podjetij za makroekonomsko okolje. V drugem poglavju opredeljujem pojem tveganega kapitala, predstavljam njegov vpliv na raziskave in razvoj (v nadaljevanju R&R) in strukturo zaposlenosti. V nadaljevanju prikazujem delitev tveganega kapitala glede na fazo investicije opredeljeno po Smernicah Evropske komisije. Tukaj je tudi jasno prikazano, kaj je zgodnji kapital (angl. *early-stage capital*) in razlike v terminologiji na trgu lastniškega kapitala v Evropi in ZDA. V tretjem poglavju zajemam pregled trgov tveganega kapitala v Evropi, ZDA, Veliki Britaniji in Sloveniji. Za vsako državo in regijo (če so podatki na voljo) opredelim nekaj kazalcev, ključnih za diplomsko delo, ki so:

- delež investicij tveganega kapitala v zgodnjo fazo;
- delež investicij tveganega kapitala v visokotehnoške panoge;
- pri Veliki Britaniji tudi delež investicij tveganega kapitala v zgodnjo fazo financiranja v visokotehnoških podjetjih;
- struktura investorjev v sklade tveganega kapitala;
- za Slovenijo prikažem vlogo državnih institucij in njen pogled na stanje slovenskega trga kapitala ter njegove relevantnosti za razvoj inovativnega okolja.

Za vsako državo in regijo prikazujem še osnovne značilnosti posameznih trgov tveganega kapitala. V četrtem poglavju primerjam najprej evropski trg tveganega kapitala s tistim v ZDA v naslednjih značilnostih:

- velikost posameznih trgov v dveh obdobjih od leta 1996 do leta 2001 in od leta 2002 do leta 2006;
- povprečna velikost investicij tveganega kapitala in njihovo število, investirano v zgodnjo fazo;
- delež sredstev investiranih v zgodnje faze med leti 1996 do 2006;
- število investicij in količino vloženih sredstev tveganega kapitala, investiranega v visokotehnoške panoge;
- strukturo investorjev;
- upravljavce skladov tveganega kapitala.

V točki 4.2 opisujem položaj slovenskega trga tveganega kapitala v primerjavi s trgov v Evropi, ZDA in Veliki Britaniji. Sprva primerjam delež števila investicij in delež vloženih sredstev tveganega kapitala v zgodnjo fazo. Opravim še primerjavo v strukturo investorjev v sklade tveganega kapitala. V naslednji točki četrtega poglavja opravim še opredelitev vrzeli lastniških sredstev. Sklep diplomskega dela je v četrtem poglavju, kjer povežem pridobljene rezultate analiz in primerjav ter jih skupaj kritično obravnavam z namenom potrditve ali ovržbe glavne hipoteze diplomskega dela in obeh podhipotez.

Za čimbolj jasno razumevanje diplomskega dela sta predhodno opredeljena pojma zgodnja faza financiranja (angl. *Early-stage financing*) in tvegani kapital. **Zgodnjo fazo financiranja** življenjskega cikla podjetja oziroma zgodnji kapital zajema semensko fazo financiranja kot tudi zagonsko fazo. Podrobno razlago sem prikazal v Sliki 2 na strani 8. Izraz **tvegani kapital**, kot ga razloži Vahčić (v Žugelj, Penca, Slavnič, Žunec & Vadjal, 2001, str. 3) in ki ga uporabljamo v Sloveniji, ima ožji in širši pomen. V ožjem pomenu označuje proces vlaganja formalnih skladov tveganega kapitala (angl. *venture capital*), v širšem pa vključuje tudi neformalno zasebno vlaganje bogatih posameznikov – poslovnih angelov. V diplomskem delu se uporablja ožji pomen.

1. Pomen visokotehnoloških podjetij

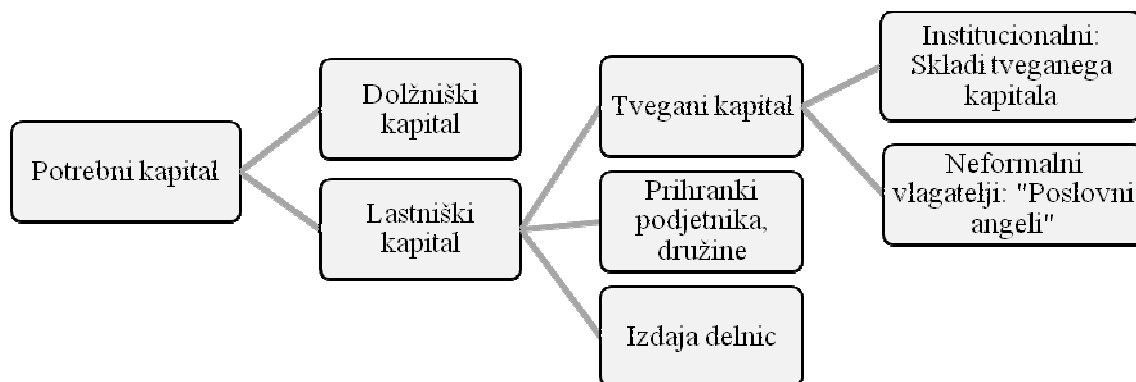
Odnos med investicijami in tehnološkim napredkom je za današnjo ekonomijo velikega pomena. Po eni strani ima nanjo močan vpliv tržna učinkovitost visokotehnoloških panog, po drugi strani pa lahko vedno več možnosti, ki jih ustvarja trg, povzroči močan tehnološki napredek in posledično izredno močan razvoj gospodarstva (Erpen & Speich, 2007, str. 51). Tako so visokotehnološka podjetja ključnega pomena za konkurenčnost gospodarstev zaradi visoke dodane vrednosti (Plaskan, 2005, str. 1). Znanja, ki jih visokotehnološka podjetja pridobivajo, se dolgoročno prelivajo v vse panoge gospodarstva, kar pomeni, da se pozitivni zunanji dejavniki razvoja visokotehnoloških izdelkov občutijo na makroekonomski ravni. Veliko študij je pokazalo, da so podjetja, podprta s tveganim kapitalom, bolj učinkoviti inovatorji (Bottazzi & Da Rin, 2001, str. 1). To še dodatno podpira mnenje nacionalnih izvedencev, da so skladi tveganega kapitala in zagonske investicije druga najpomembnejša prednost, ki bi jo lahko Slovenija izkoristila za pospeševanje podjetniške dejavnosti (Rebernik, Tominc & Pušnik, 2010, str. 99).

2. Tvegani kapital

Po opredelitvi organizacije European Venture Capital Association (v nadaljevanju EVCA) je tvegani kapital posebna oblika lastniškega kapitala, vloženega v posameznika, ki ima izvirno idejo ali patent, v mlada, hitro rastoča ali spreminjajoča se zasebna podjetja z enkratno poslovno priložnostjo oziroma inovacijo, s potencialom, da se razvijejo v uspešno regionalno ali globalno podjetje. Trg tveganega kapitala je ustvaril tržni mehanizem, ki omogoča predvsem zasebnemu sektorju financirati inovativne poslovne ideje, ki jih drugače ne bi nihče drug (Erpen & Speich, 2007, str. 51).

Tvegani kapital predstavlja lastniške vloške v mikro-, mala in srednje velika podjetja (v nadaljevanju: MSP) s strani zunanjih investitorjev, ki niso neposredno ustanovitelji podjetja, a so kljub temu pripravljeni investirati v zelo tvegane začetne in razširitvene faze razvoja podjetja (semenska, zagonska in razširitvena faza). Zaradi prisotnega visokega tveganja investitor pričakuje nadpovprečno visok donos na investicijo (EVCA, spletna stran). Vložek ni dolžniški vir (kredit), ki bi ga podjetje moralo vrniti, temveč predstavlja osnovni ali dodatni lastniški vir, ki ob propadu podjetja služi za poplačilo dolga podjetja ter ga investitor ne more zahtevati nazaj. Ko podjetje doseže ustrezno velikost in ceno na trgu, investitor obvezno izstopi iz podjetja (običajno to naredi v treh do šestih letih) in proda svoj lastniški delež obstoječim lastnikom ali zunanjim investitorjem.

Slika 1: Prikaz virov financiranja podjetij



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

Tvegani kapital se deli na formalnega in neformalnega. Neformalnega predstavljajo poslovni angeli. Bistvena razlika med skladi tveganega kapitala in poslovnimi angeli je v formalni organiziranosti, vsi pa stremijo k istemu cilju – doseganju visokih stopenj donosa. Seveda obstaja še več razlik, s katerimi pa se v v diplomskem delu ne ukvarjam.

2.1 Pomen tveganega kapitala

Vlagatelji tveganega kapitala niso pasivni investitorji. Zaradi njihove lastniške povezanosti imajo velik interes za uspešno rast podjetja, v katerega so vložili sredstva. Njihova vloga ni zgolj nadzorna, temveč tudi aktivno sodelujejo in svetujejo upravi pri različnih odločitvah, kot so strategija, najem ključnih oseb, mreženje itd. (Kenney, 2000, str. 6). Na trgu tveganega kapitala se v toku časa razvijajo strokovnjaki, specializirani na področju **pregledovanja in ocenjevanja (angl. project screening)**, v izbiri in v upravljanju visokotehnološko inovativnih projektov. Trg tveganega kapitala zmanjšuje tudi informacijsko vrzel med vlagatelji, ki si želijo dobička, in podjetniki, ki si želijo svežega kapitala.

Optimalni delež lastniškega kapitala v celotnih virih financiranja podjetja je v največji meri odvisen od poslovne dejavnosti in stopnje razvoja podjetja. Mlada podjetja, ki poslujejo v hitro rastočih panogah, naj bi poslovala skoraj izključno z lastniškim kapitalom, dolžniški kapital pa naj bi pomembnejšo vlogo odigral šele v poznejših fazah razvoja podjetja (Kleindienst, 2000, str. 47). Trditev še dodatno podkrepi dejstvo, da je tvegani kapital financiral veliko, danes uspešnih, podjetij, med katere sodijo tudi štiri od dvajsetih najuspešnejših podjetij po tržni kapitalizaciji – Microsoft, Apple, Google, Cisco. V skupino uspešnic, financiranih s strani tveganega kapitala, lahko uvrstimo tudi eBay, Amazon, Yahoo, Amgen, Adobe, Celgene, Starbucks, Genzyme, Juniper, Symantec, Stryker, Intuit (Kaplan & Lerner, 2009, stran 3). Ne glede na globalno uspešnost naštetih podjetij je tvegani kapital izredno selektiven, saj je v ZDA od okvirno 30 milijonov podjetij v zadnjih 40 letih pridobilo prvo investicijo tveganega kapitala okvirno 30.000 podjetij, v letu 2008 pa 1.179 podjetij, od

tega jih je bilo 330 v semenski ali zagoni fazi (Bosma & Levie, 2010, str. 55). Visoka stopnja selektivnosti, ki jo nosi tvegani kapital, le delno razloži dejstvo, da investitorji lastniškega kapitala ne morejo zahtevati nobenih jamstev. Skupaj z ustanovitelji si delijo tveganje neuspeha in so za svoje naložbe nagradjeni s kapitalnim dobičkom, ki ga dosežejo z eno od oblik izhoda iz podjetja. Iz navedenega sledi, da so prednosti lastniškega financiranja predvsem v dodatnih ekonomskih subjektih, ki s svojim denarjem, znanjem, vodstvenimi sposobnostmi in poslovnimi zvezami sodelujejo s podjetnikom. Lastniško financiranje tudi tekoče ne obremenjuje poslovanja podjetja z rednim plačevanjem določenih dolžniških zneskov (Žugelj et al., 2001).

Vseeno pa se ne sme zanemariti vpliv, ki ga ima tvegani kapital na celotno ekonomijo. V ZDA so podjetja, financirana s tveganim kapitalom, zaposlovala več kot 12 milijonov ljudi, kar je predstavljalo 11 % zasebnega sektorja, in ustvarila 21 % bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) ZDA (Bosma & Levie, 2010, str. 55). Kakor je razvidno iz Tabele 1, je bilo v ZDA v letu 2008 v panogi programske opreme kar 8 od 10 ljudi zaposlenih v podjetjih, financiranih s strani tvegane kapitala. V istem letu je bilo 74,08 % vseh zaposlenih v telekomunikacijski panogi, zaposlenih v podjetjih, ki so bila prav tako financirana s tveganim kapitalom.

Tabela 1: Vpliv tvegane kapitala v ZDA na visokotehnološke panoge

Panoga	Št. zap. v podjetjih, financiranih s tveganim kapitalom	Št. zap. v panogi	Delež zap. v podjetjih, financiranih s tveganim kapitalom
Programska oprema	817.166	1.008.929	80,99 %
Telekomunikacije	736.961	994.862	74,08 %
Polprevodniki	309.437	418.998	73,85 %
Omrežja in mrežna oprema	392.505	668.058	58,75 %

Vir: NVCA – National Venture Capital Association, The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy, Fifth Edition, 2009a, str. 12.

2.2 Vpliv tvegane kapitala na raziskave in razvoj

Prispevek, ki ga imajo R&R s strani podjetij, finančno podprtih s tveganim kapitalom, je izredno velik, saj takšna podjetja v povprečju ustvarijo 45 % vseh investicij za raziskave in razvoj, katerim namenijo v povprečju 85 % vseh prihodkov podjetja (EVCA, 2005a, str. 24). Izsledki raziskave EVCE na ravni EU (EVCA, 2005a, str. 16) kažejo, da vsak tretji zaposleni v podjetju, financiranem s tveganim kapitalom, dela na področju R&R. Ta raziskava kaže, da tvegani kapital ustvarja kakovostna delovna mesta z visoko dodano vrednostjo, ki je neposredno vezana na R&R. Zgovoren podatek je tudi, da kar 33 % zaposlenih v podjetjih, financiranih s tveganim kapitalom, dela na področju v R&R, medtem ko je bilo leta 2003 na

ravni EU (petindvajseterica) zaposlenih na področju R&R v povprečju zgolj 1,3 % aktivne populacije. V podjetjih iz visokotehnoloških panog je odstotek zaposlenih na področju R&R najvišji, saj znaša kar 57 %, medtem ko v ostalih panogah zaposlujejo v R&R le 10 % ljudi (EVCA, 2005a, str. 23). Visokotehnološka podjetja imajo nedvomno močan vpliv na stopnjo R&R. Še večjo stopnjo učinkovitosti v R&R pa dosežejo, če so financirana s tveganim kapitalom (Kortum et al., 2000, str. 4). Spodbujanje trga tveganega kapitala je torej v neposredni močni pozitivni korelaciji z dejavnostmi R&R in zaposlenimi v njih.

2.3 Vrste tveganega kapitala glede na fazo investicije

Z lastniškim kapitalom je moč financirati različne razvojne faze podjetja. V vsaki od teh faz se pojavljajo različne vrste potreb po lastniškem kapitalu in različne stopnje tveganja. Financiranje skladov tveganega kapitala predstavlja del lastniškega financiranja. Evropska komisija je v Smernicah opredelila pet faz investiranja z lastniškim kapitalom (Pfeifer, 2008, str. 7):

- a. semenska faza,
- b. zagonska faza,
- c. razširitvena faza,
- d. faza zamenjave kapitala,
- e. faza odkupa podjetja.

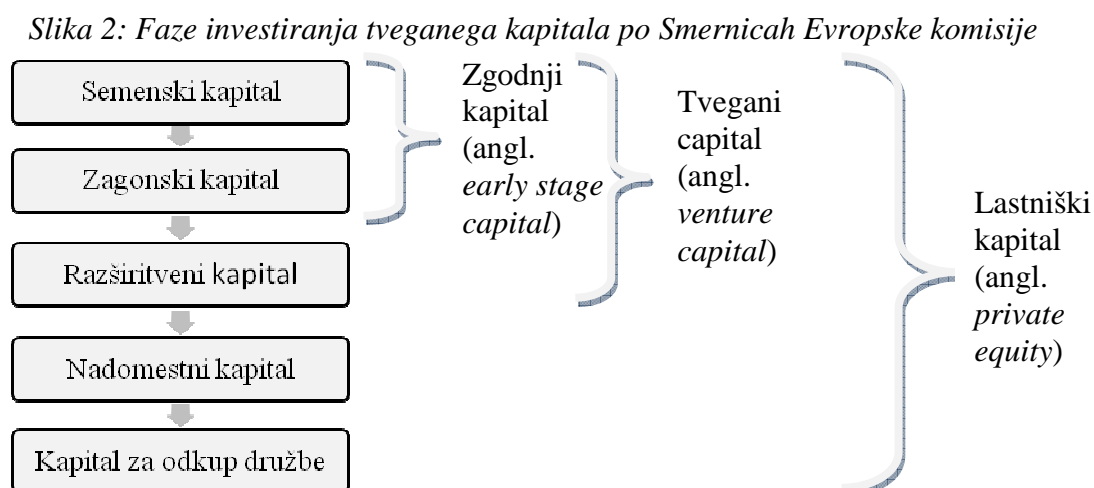
V semenski fazi je prisoten **semenski kapital** (angl. *seed capital*) – pomeni lastniško financiranje, ki se zagotovi za proučevanje, presojo in razvoj začetne zasnove pred zagonsko fazo, kar semensko fazo naredi za najbolj tvegano obliko investicije tveganega kapitala. V raziskavi, ki jo je opravila EVCA in rezultate objavila v študiji *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, navaja, da 72 % vseh podjetij v semenski ali zagonski fazi ne bi moglo obstajati brez podpore tveganega kapitala (EVCA, 2002, str. 8). Najpogostejše oblike semenskega kapitala so (Winterleitner, 2003, str. 11):

- lastniški kapital podjetnika oziroma podjetniške ekipe, družine, prijateljev in znancev;
- neformalni investitorji – poslovni angeli;
- subvencije in darila države;
- storitve podpornih institucij za pospeševanje razvoja podjetništva (inkubatorji, tehnološki parki).

V zagonski fazi je prisoten **zagonski kapital** (angl. *start-up capital*) – pomeni lastniško financiranje za razvoj proizvodov in začetno trženje, zagotovljeno podjetjem, ki še niso prodala svojih proizvodov ali storitev na trgu ter še ne ustvarjajo dobička. Ta faza še vedno predstavlja izredno veliko tveganje za investitorja, čeprav manjše kot prejšnja. Zneski so v tej fazi v Evropi še vedno relativno majhni. Čas izvedbe je v povprečju 8,25 let. Največ zagonskega kapitala, tako kot semenskega, še vedno prihaja iz zasebnih virov v obliki podjetniškega kapitala (Žugelj et al., 2001, 47). To pa seveda ne pomeni, da takšno stanje

odraža potrebe mladih visokotehnoloških podjetij, ki sodijo v investicijsko izredno intenzivne panoge. V razširitveni fazi je prisoten **kapital za širitev** (angl. *expansion capital*) – predstavlja lastniško financiranje za širitev in razvoj podjetja, za namene povečanja proizvodne zmogljivosti, razvoja trga ali proizvoda. V fazi zamenjave kapitala je prisoten **nadomestni kapital** (angl. *replacement capital*) – namenjen je za nakup obstoječih delnic v podjetju od druge zasebne organizacije za naložbe lastniškega kapitala ali drugega delničarja oziroma delničarjev. V fazi odkupa podjetja je prisoten **kapital za odkup podjetja** (angl. *buy-out capital*) – potreben je za odkup podjetja od trenutnih delničarjev oziroma odkup vsaj kontrolnega deleža lastniškega kapitala podjetja, tako da se prevzamejo njihova sredstva in operacije s pogajanjem ali ponudbo v javnem razpisu.

Evropska komisija je v Smernicah opredelila tudi **faze investiranja tveganega kapitala** (Pfeifer, 2008, str. 8), prikazane v Sliki 2. Investiranje tveganega kapitala je opredeljeno kot financiranje prvih treh investicijskih faz podjetja (semenska, zagonska in razširitvena faza) ter ne vključuje faze zamenjave kapitala in faze odkupa podjetja.



Vir: B. Pfeifer, *Osnove lastniških oblik financiranja MSP*, 2007, str. 8.

Zaradi kasnejših primerjav v diplomskem delu med ZDA in Evropo na področju trga tveganega kapitala je potrebno jasno definirati razlike v terminologiji področju lastniškega kapitala.

Slika 3: Razlike v terminologiji v Evropi in ZDA na trgu lastniškega kapitala

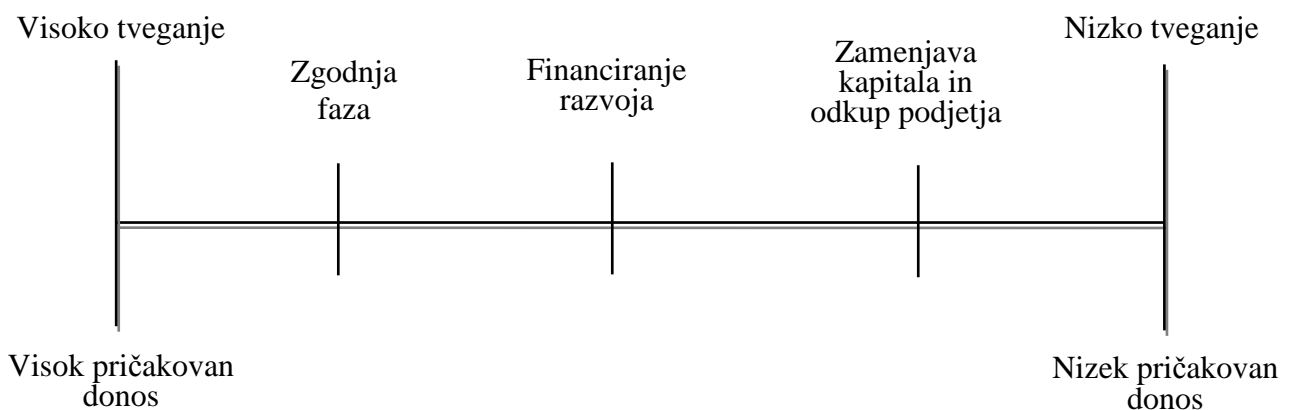
Trg lastniškega kapitala			
Evropa	Tvegani kapital	Razširitveni kapital	Odkup
ZDA	Tvegani kapital		Lastniški kapital – odkup

Vir: European Commission, *Report of the alternative Investment Expert group: Developing European Private Equity*, 2006, str. 9.

Tvegani kapital v razmerju do nadomestnega in odkupnega kapitala, ki poleg tveganega tvorita zasebni lastniški kapital (angl. *private equity*), predstavlja z vidika potreb MSP precej pomembnejši finančni vir. Tvegani kapital namreč predstavlja nova sredstva za razvoj podjetja, medtem ko zasebni lastniški kapital brez tveganega kapitala teh sredstev neposredno ne zagotavlja (Pfeifer, 2007, str. 8).

Zaradi visokih tveganj in zaščite svojih investitorjev se skladi tveganega kapitala raje usmerjajo na financiranje kasnejših razvojnih faz in na razpršitev naložb v različna podjetja iz različnih dejavnosti ter z različno doseženo stopnjo razvoja. Pri takšnem načinu financiranja so skladi izpostavljeni manjšim tveganjem pa tudi hitrejšemu doseganju kapitalskih donosov in manjšim potrebam po aktivnem upravljanju investiranega podjetja, ki je v zrelejši razvojni fazi. Odnos med tveganji in pričakovanimi donosi (Hisrich & Peters, 2002, str. 399) je predstavljen na Sliki 4.

Slika 4: Odnos med tveganji in pričakovanimi donosi



Vir: B. Pfeifer, Osnove lastniških oblik financiranja MSP, 2008, str. 13.

3. Trgi tveganega kapitala

V tej točki so prikazane analize posameznih trgov tveganega kapitala ZDA, Evrope, Velike Britanije in Slovenije, katere potem vključujem v nadaljnje primerjalne analize. ZDA so zajete v primerjavo, ker je to najbolj zrel trg tveganega kapitala na svetu; Evropo, ker je Slovenija sestavni del te regije; in Veliko Britanijo zato, ker je med članicami EU zgleden primer trga tveganega kapitala, saj je v letu 2008 vložila kar 41,3 % celotnega vložnega tveganega kapitala v državah EU (EVCA, 2010a, str. 1).

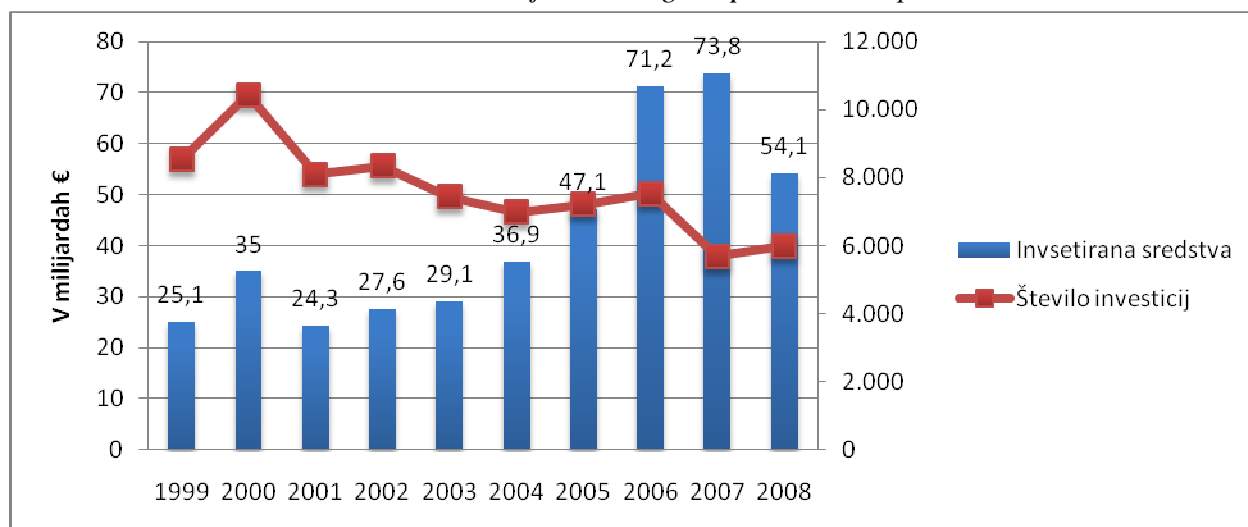
3.1 Trg tveganega kapitala v Evropi

Trg tveganega kapitala je v posameznih državah različno razvit, saj je tudi politika posameznih držav različna. Nekatere spodbujajo bolj lastniško financiranje, druge pa dolžniško. Skozi pravne, davčne in kulturne okvirje lahko vidimo, kako posamezna država spodbuja trg tveganega kapitala. Evropski trg tveganega kapitala se od leta 2001 izboljšuje, obenem pa še nadalje trpi zaradi strukturnih težav in majhnih donosov. V raziskavi, ki sta jo opravila George in Nathusius (oktober 2007, str. 9–15), so bile ugotovljene tri glavne strukturne težave evropskega trga tveganega kapitala:

- heterogenost (jezika, kulture, potrošniških preferenc) evropskih trgov otežuje razvoj poslovnih priložnosti čez vso Evropo;
- še vedno dokaj šibke možnosti glede izhodnih strategij tako s prvo izdajo delnic za javnost (angl. *Initial Public Offering*) kot tudi s prodajo podjetja drugemu podjetju (angl. *trade sale*);
- pomanjkanje večjih investitorjev v evropske sklade tveganega kapitala in dokaj šibko okolje za pridobivanje sredstev v sklade tveganega kapitala.

Slika 5 prikazuje količino vloženih sredstev lastniškega kapitala in število podjetij, ki so prejela investicijo v Evropi med letoma 1999 in 2008.

Slika 5: Količina in število investicij lastniškega kapitala v Evropi od 1999 do 2008

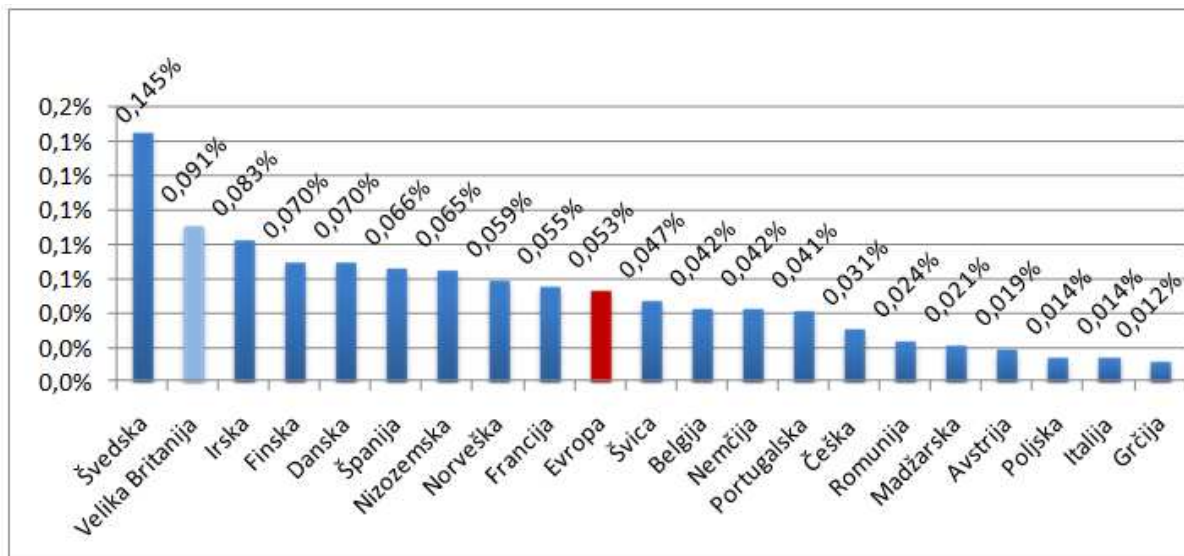


Vir: EVCA, Yearbook 2007, 2008, str. 19.*

Evropski trg tveganega kapitala se je v obdobju med letoma 1999 in 2008 močno razvil glede na količino vloženih sredstev. V letu 1999 je bilo vloženih 25,1 milijard evrov, kar je najmanj v obravnavanem obdobju, leta 2007 pa je bilo vloženih kar 73,8 milijard, kar je največ v obravnavanem obdobju. V letu 2008 je sledil upad vloženih sredstev zaradi globalne krize. V letu 1999 so v Evropi vložili lastniški kapital v 8.536 podjetij, v letu 2008 pa le 5.986. Obstaja torej obratno sorazmerni trend med vloženimi sredstvi in številom podjetij, v katera so vložena. Evropski trg lastniškega kapitala se giblje v smer trga tveganega kapitala v ZDA, za katerega je značilno manjše število investicij, a so le-te v večjih zneskih.

Kakor prikazuje Slika 6, je Evropa v letu 2008 v povprečju namenila 0,053 % njenega BDP za investicije tveganega kapitala, Velika Britanija pa 0,091 %.

Slika 6: Vloženi tvegani kapital v Evropi po državah kot odstotek BDP



Vir: EVCA, Yearbook 2007, 2008, str. 35.*

3.1.1 Struktura investicij tveganega kapitala v Evropi

V Evropi so leta 2007 v povprečju investirali 16,88 % tveganega kapitala v visokotehnološke panoge, kar je predstavljalo v povprečju 4,54 % vseh sredstev tveganega kapitala v Evropi. Leta 2008 pa se je povečal delež investicij v visokotehnološke panoge na delež v povprečju 27,93 %, kar je predstavljalo v povprečju 9,09 % vseh sredstev tveganega kapitala v Evropi.

Tabela 2: Investicije tveganega kapitala Evrope v visokotehnološke panoge

Število investicij (v %)		Investirana sredstva (v %)	
2007	2008	2007	2008
16,88 %	27,93 %	4,54 %	9,09 %

Vir: EVCA, Yearbook 2009, 2010a, str. 46.*

Opredelitev visokotehnoloških panog je povzeta po klasifikaciji EVCE. Visokotehnološke panoge zajemajo naslednja področja:

- telekomunikacije,
- računalništvo (računalniška in programska oprema, internet);
- biotehnologija,
- medicina,
- farmacija.

Tabela 3 prikazuje investicije evropskega trga tveganega kapitala v zgodnjo fazo investiranja. V letu 2007 je bilo v Evropi v povprečju 53,34 % celotnega števila investicij investiranih v zgodnjo fazo, kar je predstavljajo v povprečju 22,01 % evropskih sredstev tveganega kapitala. Leta 2008 pa se je delež števila investicij v zgodnjo fazo zmanjšal v povprečju na 50,43 %, kar je predstavljalo povprečno 19,44 % evropskih sredstev tveganega kapitala v obravnavanem letu.

Tabela 3: Investicije evropskega trga tveganega kapitala v zgodnjo fazo investiranja

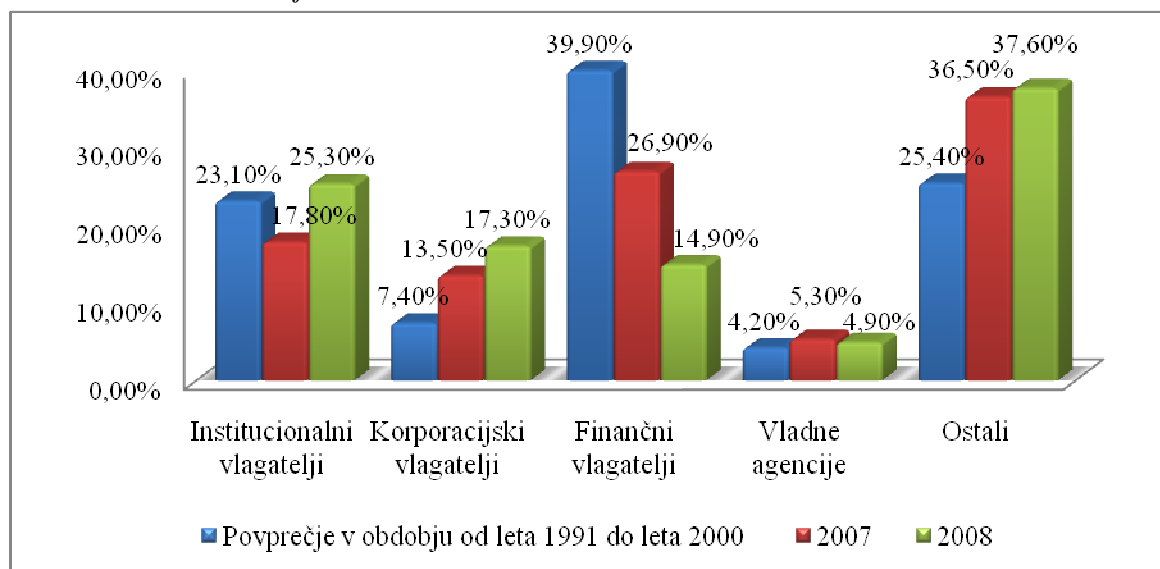
Število investicij (v %)		Investirana sredstva (v %)	
2007	2008	2007	2008
53,34 %	50,43 %	22,01 %	19,44 %

Vir: EVCA, Yearbook 2009, 2010, str. 42.*

3.1.2 Struktura investitorjev v evropske sklade tveganega kapitala

Pregled povprečne strukture investitorjev v evropske sklade tveganega kapitala v obdobju od leta 1991 do leta 2000 in v letih 2007 ter 2008.

Slika 7: Prikaz povprečne strukture investitorjev v evropske sklade tveganega kapitala v obdobju od leta 1991 do leta 2000 in v letih 2007 ter 2008



Vir: L. Bottazzi & M. Da Rin, *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies*, 2001, str. 14; EVCA, Yearbook 2009, 2010a, str. 14.*

V Evropi so v obdobju od leta 1991 do leta 2000 institucionalni investitorji ¹vložili manj kot eno tretjino vseh sredstev tveganega kapitala. V letu 2007 se je delež evropskih sredstev tveganega kapitala spustil na 17,80 % in se v letu 2008 povzdignil na 25,3 %. Razvidno je, da so v obdobju med letoma 1991 in 2000 na evropskem trgu tveganega kapitala prevladovali

¹ Med institucionalne investitorje se uvrščajo različne organizacije (akademske, neprofitne itd.) in pokojninski skladi.

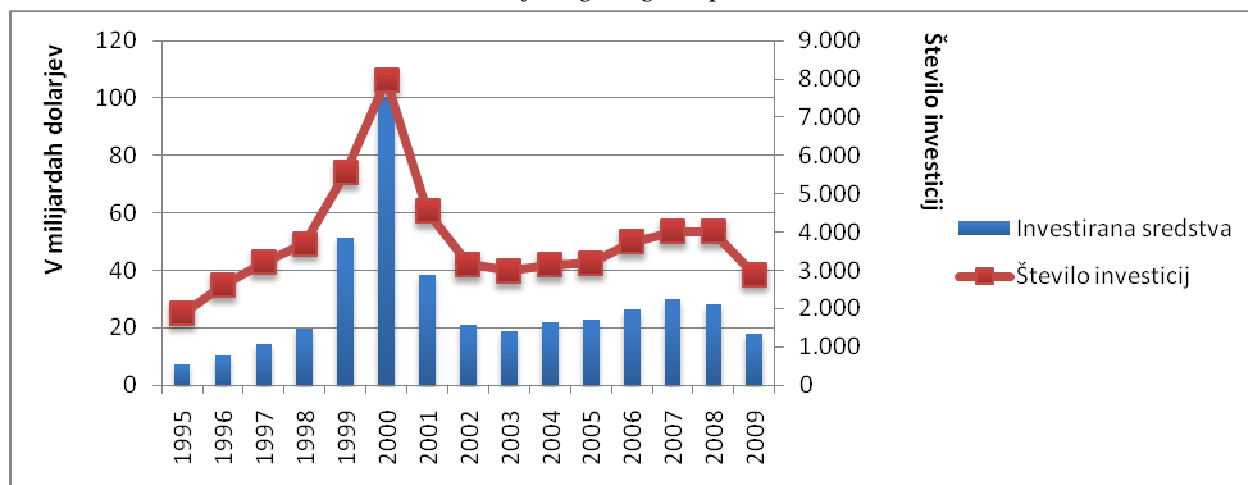
finančni vlagatelji oziroma banke, ki so vložili v povprečju 39,9 % celotnih sredstev tveganega kapitala. Ta odstotek se je v teku let nižal, saj je v letu 2007 vložek institucionalnih vlagateljev predstavljal 26,9 % sredstev tveganega kapitala, v letu 2008 pa zgolj 14,9 %. Ena četrtnina sredstev tveganega kapitala v obdobju med letoma 1991 in 2000 je prihajala s strani postavke »Ostali« (posamezniki in ustvarjeni kapitalski dobički). Delež, ki ga ta postavka zavzema v strukturi skladov, nakazuje nestanovitnost in nezrelost evropskega trga tveganega kapitala (Bottazzi et al., 2001, str. 13). Ta postavka se je v letu 2007 povzpela na 36,5 % in v letu 2008 na 37,60 %. Obstaja močan trend povečevanja deleža sredstev korporacijskih vlagateljev, saj je le-ta znašal 7,4 % v obdobju med letoma 1991 in 2000, v letu 2007 se je povzpela na 13,5 % in v letu 2008 na 17,30 %.

3.2 Trg tveganega kapitala v ZDA

Trg tveganega kapitala v ZDA je lahko kot močno gonilo gospodarske rasti zgled svetovnim gospodarstvom. Obstaja že od 2. svetovne vojne, med letoma 1980 in 1990 pa je zrasel v pomembno industrijo in tako postal merilo za razvoj evropskega trga tveganega kapitala. Po podatkih National Venture Capital Association (v nadaljevanju NVCA) so skladi tveganega kapitala v ZDA v obdobju od leta 1998 do leta 2003 v povprečju dosegli 22,8 % interne stopnje donosnosti, medtem ko so evropski dosegli le 2,3-odstotno stopnjo (Soderblom, 2006, str. 7).

Slika 8 prikazuje količino sredstev in število investicij tveganega kapitala v ZDA med letoma 1995 in 2009 po podatkih, ki jih je zbral National Venture Capital Association (v nadaljevanju NVCA). Iz slike je razvidno, da je v obravnavanem obdobju razmerje med številom investicij in količino investiranih sredstev podobno. Do anomalije je prišlo v letu 2000, zaradi t. i. »dot.com« buma. Le-ta razloži tudi velik upad vloženih sredstev in števila investicij od leta 2001 naprej.

Slika 8: Količina in število investicij tveganega kapitala v ZDA od leta 1995 do 2009



Vir: NVCA, MoneyTree Report, 2010, str. 1-3.*

3.2.1 Struktura investicij tveganega kapitala v ZDA

Kakor prikazuje Tabela 4, so v ZDA leta 2007 v povprečju investirali 82,68 % tveganega kapitala v visokotehnološke panoge, kar je tisto leto predstavljalo v povprečju 78,17 % vseh sredstev tveganega kapitala v ZDA. Leta 2008 se je delež investicij v visokotehnološke panoge povečal v povprečju na 83,51 %, kar je predstavljalo v povprečju 84,62 % vseh sredstev tveganega kapitala v ZDA leta 2008.

Tabela 4: Investicije tveganega kapitala v ZDA v visokotehnološke panoge

Število investicij (v %)		Investirana sredstva (v %)	
2007	2008	2007	2008
82,68 %	83,51 %	78,17 %	84,62 %

*Vir: NVCA, Annual Yearbook, 2009b, str. 24.**

Tabela 5 prikazuje, da je bilo v letu 2007 v ZDA v povprečju 38,78 % števila investicij investiranih v zgodnjo fazo, kar je predstavljalo v povprečju 23,99 % vseh sredstev tveganega kapitala. Leta 2008 pa se je delež števila investicij v zgodnjo fazo povečal v povprečju na 39,51 %, kar je predstavljalo povprečno 25,04 % sredstev tveganega kapitala v ZDA v obravnavanem letu.

Tabela 5: Investicije tveganega kapitala ZDA v zgodnjo fazo investiranja

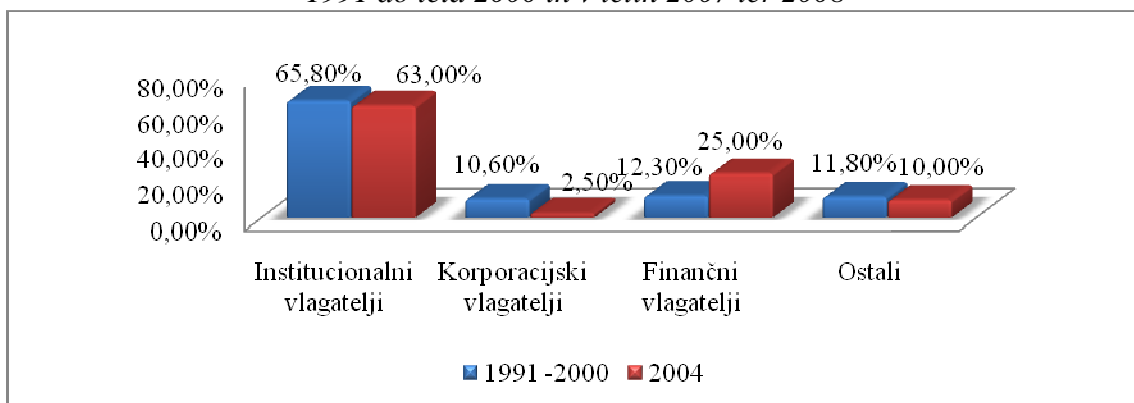
Število investicij (v %)		Investirana sredstva (v %)	
2007	2008	2007	2008
38,78 %	39,51 %	23,99 %	25,04 %

*Vir: NVCA, MoneyTree™ Report, 2010, str. 3–7.**

3.2.2 Struktura investitorjev v sklade tveganega kapitala v ZDA

V ZDA so bili v obdobju od leta 1991 do leta 2000 institucionalni vlagatelji najpomembnejši investitorji v sklade tveganega kapitala, saj so vložili povprečno 65 % vseh sredstev tveganega kapitala. V letu 2004 pa so vložili 63 %. Pomemben delež, ki ga zavzemajo institucionalni vlagatelji, nakazuje zrelost trga tveganega kapitala v ZDA. Tako pomemben delež ima tudi pozitiven vpliv, saj imajo institucionalni vlagatelji daljši horizont investiranja kot finančni vlagatelji. Postavka »Ostali«, ki vključuje posameznike in ustvarjene kapitalske dobičke, je v obdobju od leta 1991 do leta 2000 predstavljala v povprečju le 12 % vseh sredstev tveganega kapitala v ZDA, v letu 2004 pa je ta odstotek rahlo nižji, in sicer 10 %. Ta nižji delež še dodatno poudarja stabilnost trga tveganega kapitala. Predvsem pa je razvidno, da trg tveganega kapitala v ZDA ni obvladovan s strani bank, ki spadajo v kategorijo finančnih vlagateljev.

Slika 9: Povprečne strukture investitorjev v sklade tveganega kapitala ZDA v obdobju od leta 1991 do leta 2000 in v letih 2007 ter 2008



Vir: L. Bottazzi & M. Da Rin, *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies*, 2001, str. 14; NVCA, *Venture Impact The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U. S. Economy*, Fourth Edition, 2007, str. 11.*

3.3 Trg tveganega kapitala v Veliki Britaniji

3.3.1 Struktura investicij tveganega kapitala v Veliki Britaniji

Tabela 6 prikazuje, koliko je bilo investiranega tveganega kapitala v letih 2007 in 2008 v Veliki Britaniji v zgodnjo fazo financiranja. Po podatkih British Private Equity and Venture Capital Association (v nadaljevanju BVCA) je bilo v Veliki Britaniji v letu 2007 opravljenih v povprečju 37,74 % vseh investicij tveganega kapitala v zgodnje faze investiranja, kar je predstavljalo v povprečju 3,63 % vseh investiranih sredstev. V letu 2008 je delež števila investicij tveganega kapitala v zgodnje faze upadel v povprečju na 33,90 %, kar je predstavljalo 4,20 % vseh investiranih sredstev tveganega kapitala v letu 2008 v Veliki Britaniji.

Tabela 6: Investicije tveganega kapitala Velike Britanije v zgodnjo fazo investiranja

Število investicij (v %)		Investirana sredstva (v %)	
2007	2008	2007	2008
37,74 %	33,90 %	3,63 %	4,20 %

Vir: BVCA, *Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2007, 2008*, str. 17–21, 56, 57–64; BVCA, *Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2008, 2009*, str. 8–14.*

Tabela 7 prikazuje, koliko je bilo investiranih sredstev tveganega kapitala v visokotehnološke panoge. V Veliki Britaniji je bilo v letu 2007 v povprečju 39,62 % vseh investicij tveganega kapitala investiranih v visokotehnološke panoge, kar je predstavljalo v povprečju 6,97 % vseh investiranih sredstev tveganega kapitala. Delež števila investicij tveganega kapitala v visokotehnološke panoge je v letu 2008 upadel v povprečju na 38,67 %, kar je predstavljalo 7,23 % vseh investiranih sredstev tveganega kapitala v obravnavanem letu.

Tabela 7: Investicije tveganega kapitala Velike Britanije v visokotehnološke panoge

Število investicij (v %)		Investirana sredstva (v %)	
2007	2008	2007	2008
39,62 %	38,67 %	6,97 %	7,23 %

*Vir: BVCA, Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2007, 2008, str. 17–21, 56–64; BVCA, Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2008, 2009, str. 8–14.**

Tabela 8 prikazuje, kolikšen delež tveganega kapitala in kolikšen delež števila investicij je bilo investiranih v zgodnjo fazo v visokotehnološka podjetja. V Veliki Britaniji je bilo v letu 2007 opravljenih 21,65 % vseh investicij v zgodnjo fazo v visokotehnološke panoge, kar je predstavljalo v povprečju 1,79 % vseh sredstev tveganega kapitala. V letu 2008 je število investicij v zgodnjo fazo v visokotehnološke panoge rahlo upadlo, v povprečju na 20,04 %, kar pa je predstavljalo v povprečju 1,45 % vseh investiranih sredstev tveganega kapitala.

Tabela 8: Investicije tveganega kapitala Velike Britanije v zgodnjo fazo v visokotehnološke panoge

Število investicij (v %)		Investirana sredstva (v %)	
2007	2008	2007	2008
21,65 %	20,04 %	1,79 %	1,45 %

*Vir: BVCA, Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2007, 2008, str. 17–21, 56–64.**

Tabela 9 prikazuje, kolikšen delež tveganega kapitala in kolikšen delež investicij, investiranih v visokotehnološke panoge, je bil namenjen za financiranje zgodnje faze. V Veliki Britaniji je bilo v letu 2007 v povprečju 54,65 % vseh investicij tveganega kapitala v visokotehnoloških panogah opravljenih v podjetja v zgodnji fazi investiranja, kar je predstavljalo v povprečju 25,63 % vseh sredstev tveganega kapitala v visokotehnoloških panogah. V letu 2008 je prišlo do rahlega upada, saj je bilo v povprečju 51,83 % vseh investicij tveganega kapitala v visokotehnoloških panogah naloženih v podjetja v zgodnji fazi investiranja. To je predstavljalo v povprečju 20,03 % vseh sredstev tveganega kapitala v visokotehnoloških panogah v letu 2008.

Tabela 9: Delež investicij v zgodnjo fazo investiranja od celotnih investicij v visokotehnološke panoge

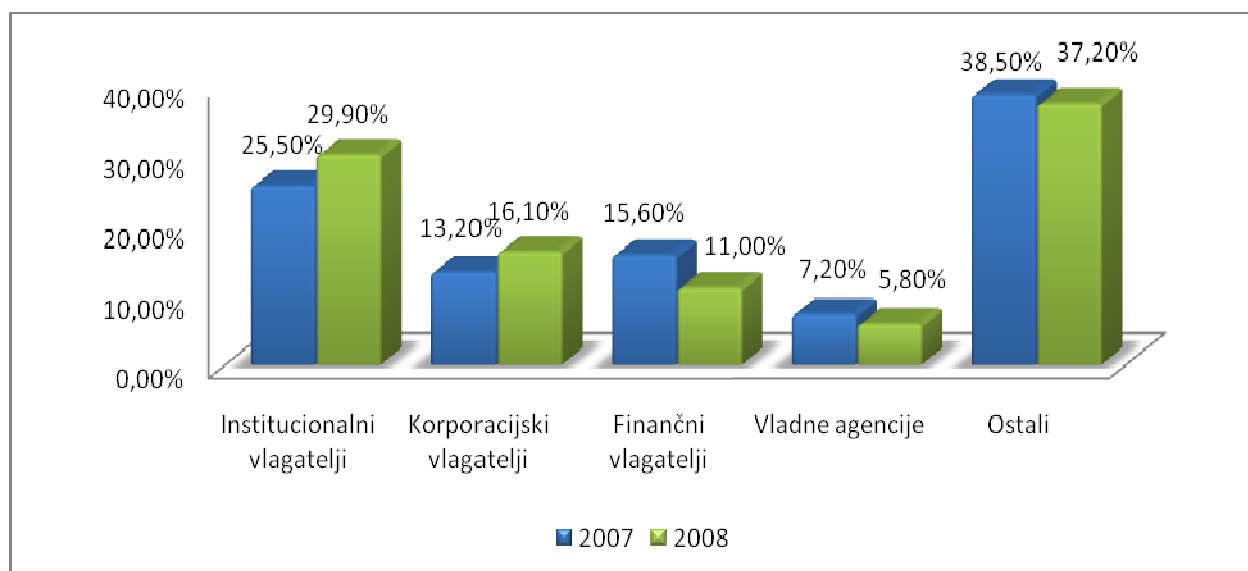
Število investicij (v %)		Investirana sredstva (v %)	
2007	2008	2007	2008
54,65 %	51,83 %	25,63 %	20,03 %

*Vir: BVCA, Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2007, 2008, str. 17–21, 56–64; BVCA, Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2008, 2009, str. 8–14.**

3.3.2 Struktura investitorjev v sklade tveganega kapitala Velike Britanije

Kakor prikazano na Sliki 10, so v Veliki Britaniji sredstva institucionalnih vlagateljev predstavljala 25,5 % v letu 2007 in 29,9 % v letu 2008 od vseh sredstev tveganega kapitala. Sredstva finančnih vlagateljev so v letu 2007 predstavljala 15,6 % in v letu 2008 11 % vseh sredstev tveganega kapitala. To nakazuje na manjši vpliv bank na trg tveganega kapitala v Veliki Britaniji. Postavka »Ostali« je dokaj visoka, ker se v njej poleg posameznikov skriva še postavka »ostali neznani viri«. Sredstva korporacijskih vlagateljev so zajemala 13,2 % v letu 2007 in 16,1 % v letu 2008 od vseh sredstev tveganega kapitala. Razvidno je, da so v letu 2008 korporacijski vlagatelji vložili večjo količino sredstev kot finančni vlagatelji, kar ni značilno za evropski trg tveganega kapitala.

Slika 10: Struktura investitorjev v sklade tveganega kapitala Velike Britanije v obdobju od leta 1991 do leta 2000 in v letih 2007 ter 2008



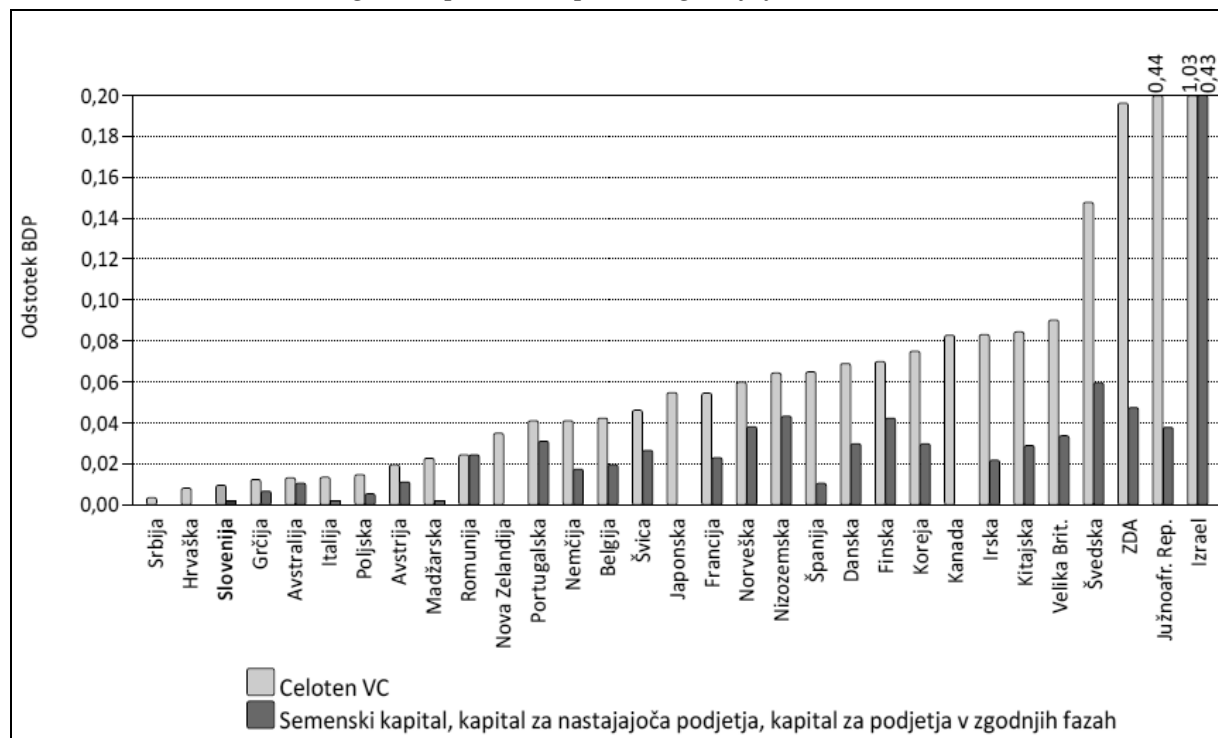
Vir: EVCA, Yearbook 2009, 2010a, str. 382.*

3.4 Trg tveganega kapitala v Sloveniji

MSP tudi v Sloveniji predstavljajo jedro uspešnega gospodarstva in so zelo pomemben dejavnik njegove rasti. Kakor navaja SPS (2010, str. 4) je v Sloveniji nizek delež inovativnih in visokotehnoloških podjetij, razlog pa gre iskati tako na strani ponudbe finančnih virov kot tudi na strani povpraševanja MSP. Nadalje SPS navaja še, da je največ težav pri zagotavljanju primernega zgodnjega kapitala. Trg tveganega kapitala tako predstavlja zanemarljiv dejavnik v podjetniškem življenju. Zato ni presenetljivo, da se Slovenija po deležu naložb tveganega kapitala glede na BDP, ki je leta 2009 znašal zgolj 0,015 %, uvrstila povsem na konec evropske lestvice (za primerjavo: v Veliki Britaniji je bilo 0,852 %).

Po podatkih za leto 2008, ki so bili za 31 Global Entrepreneurship Monitor (v nadaljevanju GEM) držav dostopni pri NVCA, EVCA in nacionalnih združenjih tveganega kapitala (Bosma et al., 2010), je slovenski tvegani kapital zelo skromno udeležen v financiranju podjetij, kar prikazuje Slika 11.

Slika 11: Tvegani kapital in kapital v zgodnji fazi kot odstotek BDP



Vir: M. Rebernik, P. Tominc & K. Pušnik, Slovensko podjetništvo v letu krize, 2009, str. 65.

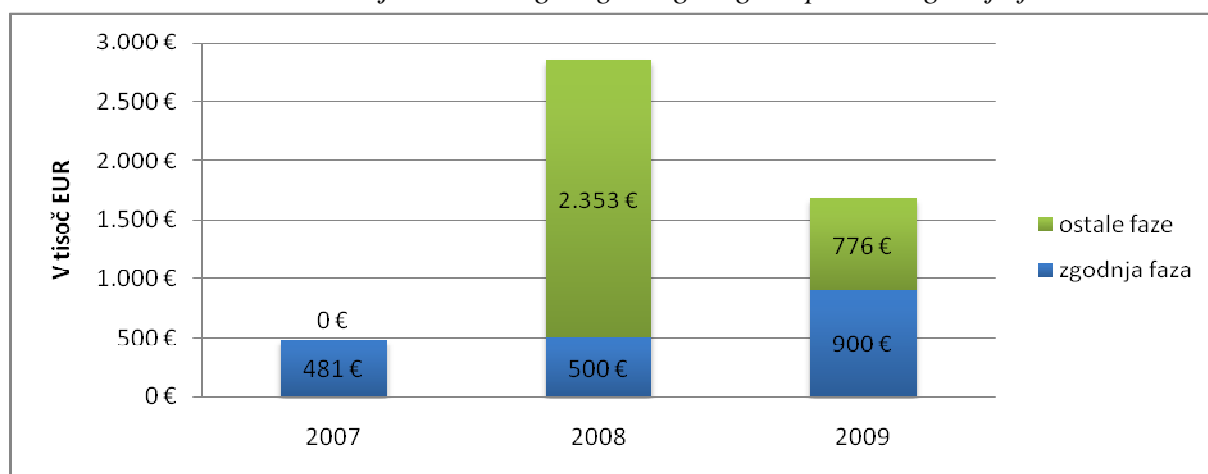
Ves investiran tvegani kapital v slovenska podjetja je leta 2008 predstavljal le desetinko odstotka bruto družbenega proizvoda. Tvegani kapital za financiranje zgodnje faze pa je predstavljal le promil BDP. To so vsekakor zneski, ki ne pomenijo nobenega resnega vpliva na podjetniško sfero. Od vseh držav, zajetih v raziskavo, sta manjši delež tveganega kapitala namenili le še Hrvaška in Srbija. Na vrhu lestvice pa prednjačijo Izrael, ZDA in Velika Britanija, ki spadajo tudi med najbolj razvite trge tveganega kapitala na svetu. Med letoma 2001 in 2005 je bilo v Sloveniji investirano okvirno le 22 milijonov evrov tveganega kapitala (Vadnjal, 2006, str. 38). V letu 2008 je Evropski investicijski sklad izvedel analizo GAP vrzeli financiranja rasti in razvoja MSP v Republiki Sloveniji (v nadaljevanju RS), ta je pokazala sledeče (SPS, 2010, str. 6):

- Rastoča podjetja z visokim deležem raziskav in razvoja ne izkazujejo niti pozitivnega finančnega toka, nimajo močnih bilanc, niti nimajo opredmetenih stalnih sredstev, ki bi jih lahko založila kot jamstvo za posojila.
- Rastoča MSP potrebujejo nove rešitve za financiranje rasti in razvoja ter za spodbujanje podjetništva in inovacij.

3.4.1 Struktura investicij tveganega kapitala v Sloveniji v zgodnjo fazo investiranja

Po podatkih poročila EVCE so leta 2007 investirali v zgodnjo fazo financiranja vsa sredstva tveganega kapitala, ki jih je predstavljalo 481.000 evrov. Leta 2008 so investirali le še 17,53 % vseh sredstev slovenskega tveganega kapitala, ki jih je predstavljalo 500.000 evrov. Leta 2009 pa se je delež investiranih sredstev tveganega kapitala v zgodnjo fazo povzpел na 53,7 %, ki jih je predstavljalo 900.000 evrov. Podatki kažejo na presenetljivo visoko povprečje deleža sredstev tveganega kapitala, namenjenega financiranju zgodnje faze, v obdobju od leta 2007 do leta 2009, saj znaša v povprečju 57,07 %. Vsaka dodatna investicija ima izredno velik vpliv na proučevane deleže zaradi izredno majhne mase sredstev tveganega kapitala v Sloveniji. Prikaz na Sliki 12 tako ne odraža realnega stanja na slovenskem trgu kapitala.

Slika 12: Investicije slovenskega trga tveganega kapitala v zgodnjo fazo

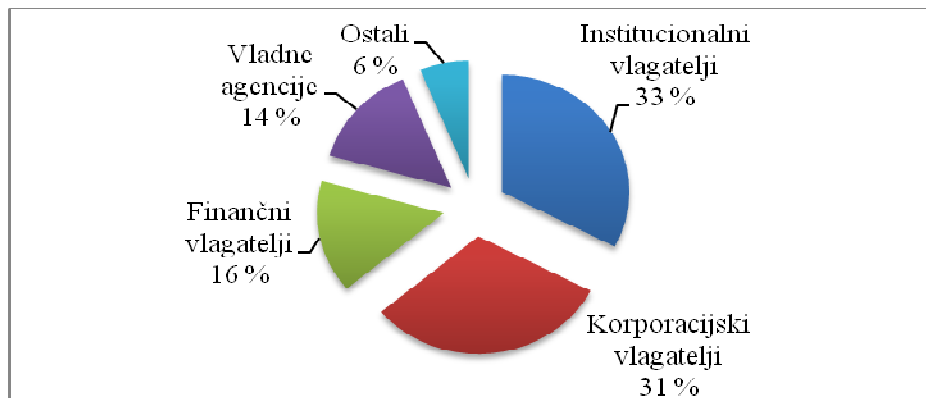


Vir: EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2009, an EVCA Special Paper, 2010c, str. 14–15.**

3.4.2 Struktura investitorjev v slovenske sklade tveganega kapitala

Najpomembnejši investitorji v slovenske sklade tveganega kapitala so bili leta 2003 institucionalni investitorji, katerih sredstva so predstavljala 33 % vseh sredstev tveganega kapitala. Temu lahko rečemo anomalija, saj je takšna močna zastopanost institucionalnih investitorjev značilna za strukturo trga tveganega kapitala v ZDA (Slika 9) in ne za evropske države. Sledijo jim korporacijski vlagatelji, ki so leta 2003 vložili 31 % vseh sredstev tveganega kapitala v Sloveniji. Finančni vlagatelji so vložili leta 2003 le 16 % vseh sredstev slovenskega tveganega kapitala, kar ponovno ni značilno za evropske države, kjer bolj prevladujejo banke (glej Sliko 13). Delež sredstev vladnih agencij je leta 2003 predstavljal 14 %, postavka »Ostali« pa 6 %.

Slika 13: Struktura investitorjev slovenskih skladov tveganega kapitala v letu 2003



Vir: EVCA, Yearbook 2004, 2005b, str. 280, 281.*

3.4.3 Vloga državnih institucij

Evropska komisija je leta 2006 sprejela sklep o izvajanju programa »Competitiveness and Innovation framework Programme« (SPS, 2010, str. 6). Namen tega programa je izboljšanje zagotavljanja pomoči hitro rastočim inovativnim MSP z zmanjševanjem tržne vrzeli z lastniškimi in rizičnim kapitalom ter predvsem izboljševanjem trga tveganega kapitala (SPS, 2010, str. 8). SPS je javna finančna institucija RS, ustanovljena z namenom izboljšanja dostopa do finančnih sredstev za različne razvojno-poslovne projekte MSP vključno s spodbujanjem hitro rastočih in inovativnih malih ter srednje velikih podjetij z lastniškimi in dolžniškimi viri financiranja. V okviru programa, ki ga je določila Evropska komisija, bo SPS kot holdinški sklad izvajal instrumente lastniškega financiranja, ki predstavljajo kapitalske naložbe holdinškega sklada zasebnih družb tveganega kapitala, ki kapitalsko vstopajo v MSP. Vlada RS bo tako s Programom instrumentov finančnega inženiringa – PIFI, ki vključuje tudi instrumente lastniškega financiranja, delno zmanjševala vrzeli, ugotovljene z analizo GAP (točka 3.4). Ti instrumenti predstavljajo kapitalske naložbe holdinškega sklada zasebnih družb tveganega kapitala, ki delujejo v Sloveniji. Tehnološka agencija Slovenije (v nadaljevanju TIA) je državna agencija, ki bo s svojimi dejavnostmi tudi prispevala k zmanjševanju ugotovljene vrzeli. TIA je marca 2010 predstavila predlog z imenom Podpora inovativnemu delu slovenskega gospodarstva z vzpostavitvijo tehnološke pisarne v Silicijevi dolini, kjer je ugotovila sledeče (TIA, 2010, str. 3–5):

- Slovenija ima slabo razvit trg tveganega kapitala.
- Veliko dobrih poslovnih idej ne uspe zaradi pomanjkanja podpore mladim perspektivnim podjetjem.

Glavna ideja predloga je vzpostaviti podporo slovenskim inovativnim podjetjem pri dostopu do tveganega kapitala in globalnega trga (po vzoru drugih evropskih držav, kot so: Češka, Avstrija, Estonija ...) tako, da vzpostavijo tehnološko pisarno v Silicijevi dolini v okviru agencije TIA. Vsake 3 mesece bi komisija izbirala podjetja, ki bi se predstavila v Silicijevi dolini in tam bivala 3 mesece.

3.4.4 Privlačnost slovenskega davčnega in pravnega okolja

Evropska gospodarstva morajo z davčnimi in zakonodajnimi prijemi podpirati tvegani kapital, če bodo želela slediti svetovni konkurenci. EVCA je v letu 2008 opravila primerjalno študijo privlačnosti davčnih in pravnih okolij evropskih držav za lastniški kapital. Raziskava je pokazala, da se razlike med najbolj in najmanj privlačnimi okolji povečujejo. V letu 2008 je Francija prejela najvišjo oceno 1,23; sledili sta ji Irska in Belgija. Velika Britanija je pristala na 4. mestu in prvič izpadla iz vodilne trojke. Slovenija se je uvrstila skoraj na rep lestvice in pristala na 25. mestu, tik za Romunijo in opazno pod evropskim povprečjem, z oceno 1,85; to pomeni, da ima Slovenija eno izmed najmanj privlačnih davčnih in pravnih okolij.

Tabela 10: Indeksi privlačnosti davčnih in pravnih okolij evropskih držav leta 2008

Država	2008	Dražava	2008
Francija	1,23	Avstrija	1,87
Irska	1,32	Latvija	1,88
Belgija	1,33	Finska	1,92
Velika Britanija	1,45	Poljska	1,95
Grčija	1,46	Italija	1,96
Španija	1,58	Švedska	2,02
Nizozemska	1,63	Norveška	2,03
Portugalska	1,63	Estonija	2,06
Luksemburg	1,65	Nemčija	2,18
Litva	1,75	Ciper	2,24
Švica	1,76	Romunija	2,27
Danska	1,77	Slovenija	2,3
Madžarska	1,84	Slovaška	2,33
Evropsko povprečje	1,85	Češka	2,4

Vir: EVCA, *Benchmarking European Tax and Legal Environments, 2008b, str. 11.*

4. Primerjave trgov tveganega kapitala

V prvi točki obravnavanega poglavja primerjam evropski trg in trg tveganega kapitala v ZDA v njihih glavnih značilnostih, velikosti, strukturi investicij in strukturi investitorjev. Primerjavo med Evropo in ZDA potem zaključim s pregledom poglavitnih značilnosti upravljavcev skladov tveganega kapitala tako v Evropi kot v ZDA. V naslednji točki primerjam Slovenijo z ZDA, Veliko Britanijo in položajem v Evropi. Primerjam jih med seboj glede na strukturo investicij tveganega kapitala in glede na strukturo investitorjev. V zadnji točki poglavja obravnavam stanje in trend vrzeli lastniških sredstev med obravnavanimi območji.

4.1 Evropski trg tveganega kapitala in trg v ZDA

Evropski trg tveganega kapitala se razlikuje od trga v ZDA; ne samo po stopnji razvitosti, temveč tudi po strukturnih in kulturnih značilnostih.

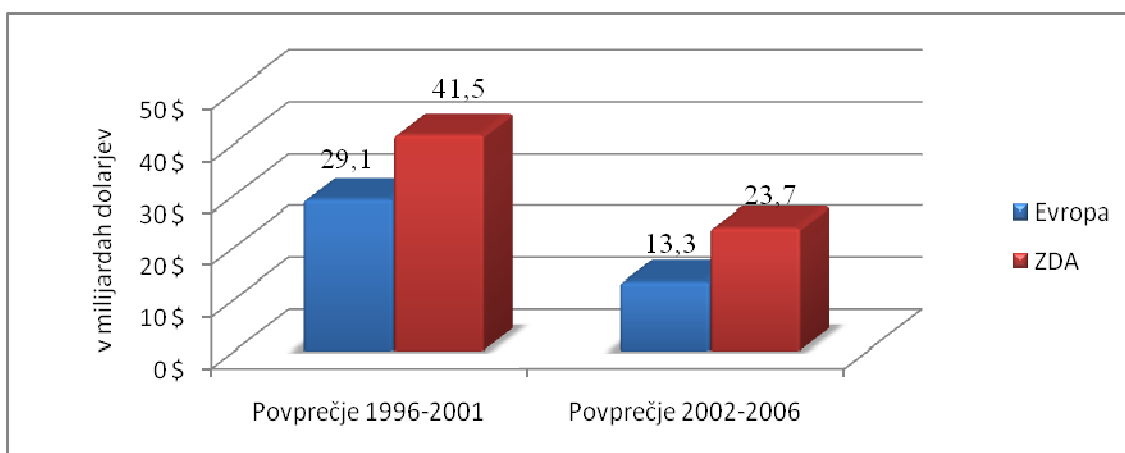
Tabela 11: Nekaj razlik med trgi tveganega kapitala v ZDA in Evropi

Kategorija	ZDA	Evropa
Zbiranje podatkov	podatki za tvegani in lastniški kapital so zbrani ločeno	tvegani kapital ni samostojna kategorija
Poudarek skladov tveganega kapitala	na ustvarjanju novih podjetij	na razširitvah in odkupih
Izhodna strategija	izhod preko borze	prodaja podjetja

Vir: A. Pfeil, *Venture Capital: New Ways of Financing Technology Innovation*, 2000, str. 4.

Evropa je v obdobju med letoma 1996 in 2001 zbrala povprečno 29,1 milijard dolarjev tveganega kapitala, ZDA pa v povprečju 41,5 milijard. V obdobju med letoma 2002 in 2006 pa je Evropa zbrala le še 12,3 milijard, ZDA pa 23,7 milijard. Evropa je tako v obdobju od leta 2002 do leta 2006 doživela v povprečju 45-odstotni padec zbranih sredstev tveganega kapitala v primerjavi z obdobjem od leta 1996 do 2001, medtem ko je ZDA doživela 57-odstotni padec zbranih sredstev.

Slika 14: Zbrana sredstva tveganega kapitala v ZDA in Evropi v obdobjih od leta 1996 do leta 2001 in od leta 2002 do leta 2006



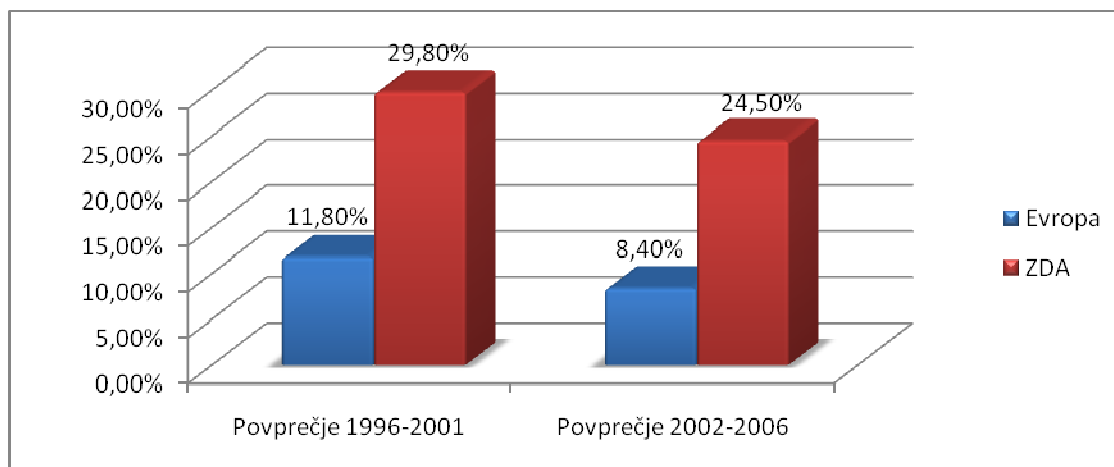
Vir: D. Erpen & N. Speich, *Enlarging the Knowledge Society*, 2007, str. 53.*

4.1.1 Primerjava struktur investicij tveganega kapitala v Evropi in ZDA

Iz Slike 15 je razvidno, da evropski trg tveganega kapitala igra manj pomembno vlogo kot ZDA pri investiranju v zgodnje faze, saj je v te faze namenil zgolj v povprečju 11,8 % vseh sredstev tveganega kapitala za investiranje v obdobju od 1996 do 2001, v ZDA pa je ta odstotek znašal 29,8 %. V obdobju med letoma 2002 in 2006 je bil delež tveganega kapitala

namenjen financiranju zgodnjih faz v ZDA ponovno višji in je znašal 24,5 %, v Evropi pa zgolj 8,4 %, kar je skoraj trikrat manj kot v ZDA.

Slika 15: Investicije tveganega kapitala v zgodnjo fazo v Evropi in ZDA v obdobjih od leta 1996 do leta 2001 in od leta 2002 do leta 2006

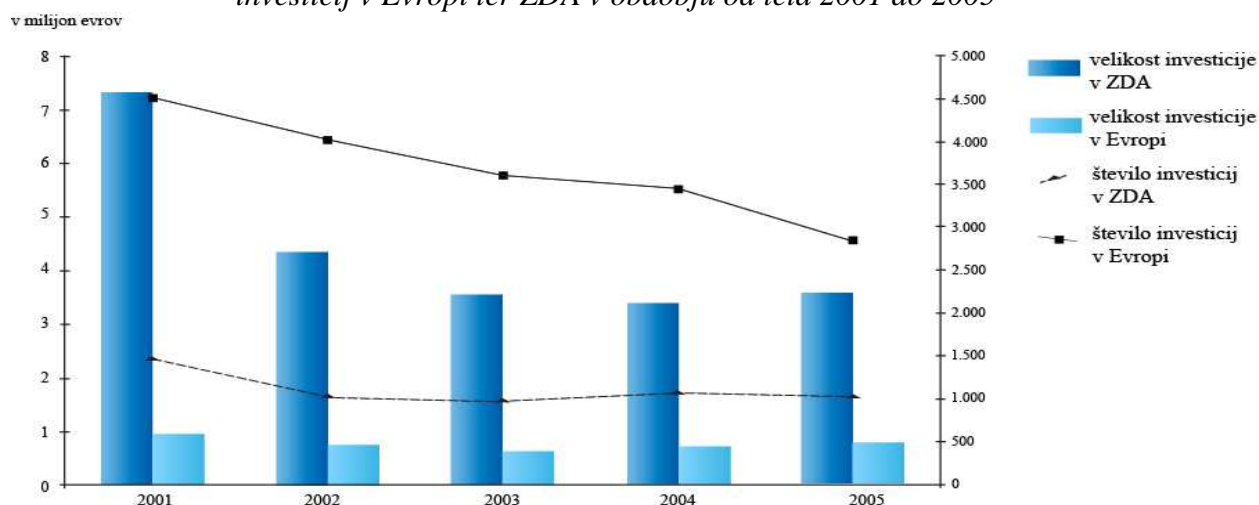


*Vir: D. Erpen & N. Speich, Enlarging the Knowledge Society, 2007, str. 53.**

Podatki kažejo, da investitorji tveganega kapitala v ZDA raje investirajo v zgodnjo fazo kot v Evropi, kjer le-ti raje investirajo v kasnejše faze razvoja, kot je razširitev.

Slika 16 prikazuje povprečno višino investicije tveganega kapitala v zgodnjo fazo in število takšnih investicij v Evropi in v ZDA v obdobju od leta 2001 do leta 2005. Povprečna vrednost evropske investicije v zgodnjo fazo v obravnavanem obdobju se stalno giblje rahlo pod milijonom evrov. V ZDA se je vrednost posamezne investicije po »dot.com« bumu korenito zmanjšala in se umirila pri vrednosti okoli 4 milijonov evrov. V Evropi je bilo v obravnavanem obdobju mnogo več investicij v zgodnjo fazo kot v ZDA (3- do 4-krat več). V Evropi so v obravnavanem obdobju tudi vidno manjši zneski posameznih investicij v zgodnje faze v primerjavi z ZDA. Zanimivo je tudi, da so ZDA investirale v manjše število podjetij v zgodnji fazi, a so investirale večje zneske; v ZDA je v povprečju vsaka investicija v podjetje v zgodnji fazi znašala v povprečju 4,7 milijone dolarjev, v Evropi pa je ta znesek dosegel le 1,1 milijon dolarjev (United Nations Economic Commission for Europe, 2007, str. 16).

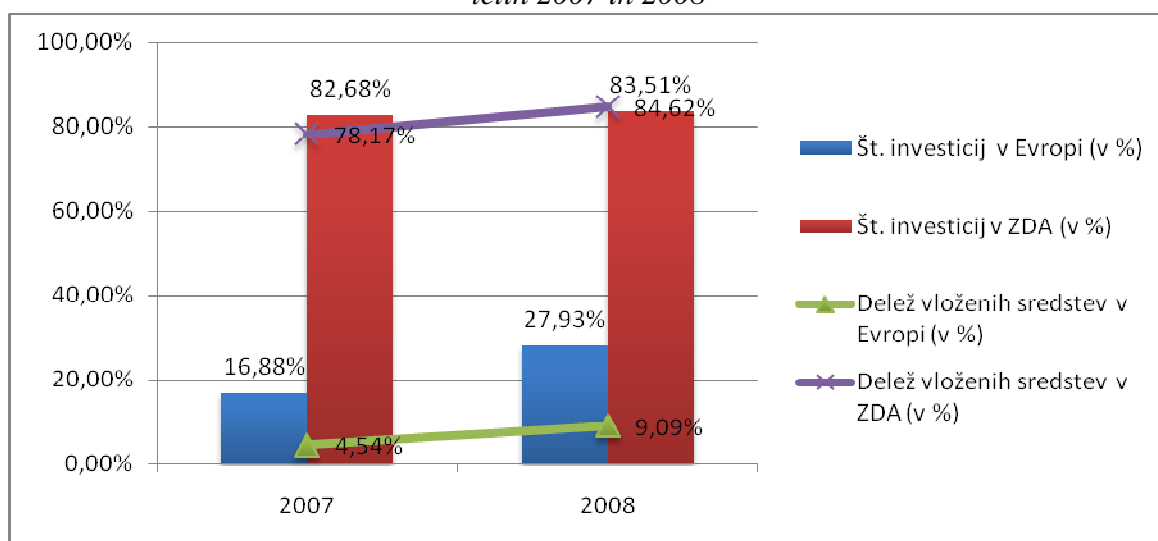
Slika 16: Povprečna višina investicije tveganega kapitala v zgodnjo fazo in število takšnih investicij v Evropi ter ZDA v obdobju od leta 2001 do 2005



Vir: United Nations Economic Commission for Europe, *Financing Innovative Development. Comparative Review of the Experiences of UNECE Countries in Early-Stage Financing*, 2007, str. 15.

Slika 17 prikazuje investicije v visokotehnološke panoge, izražene kot število investicij in kot delež vloženih sredstev v visokotehnološke panoge v Evropi in ZDA.

Slika 17: Investicije tveganega kapitala v visokotehnološke panoge (v %) v Evropi in ZDA v letih 2007 in 2008



Vir: EVCA, *Yearbook 2009, 2010a*, str. 46; NVCA, *Annual Yearbook, 2010*, str. 24.*

Prikazano je, kako je bilo v letu 2007 v Evropi opravljenih 16,88 % investicij v visokotehnološke panoge, kar je predstavljalo 4,54 % vseh sredstev tveganega kapitala v tem letu. V letu 2008 pa je bilo opravljenih 27,93 % vseh investicij v visokotehnološke panoge, kar je predstavljalo 9,09 % vseh sredstev tveganega kapitala. V letu 2007 je bilo v ZDA opravljenih 82,68 % investicij tveganega kapitala v visokotehnološke panoge, kar je predstavljalo 78,17 % vseh sredstev tveganega kapitala. V letu 2008 pa je bilo opravljenih 83,51 % vseh investicij v visokotehnološke panoge, kar je predstavljalo 84,62 % vseh

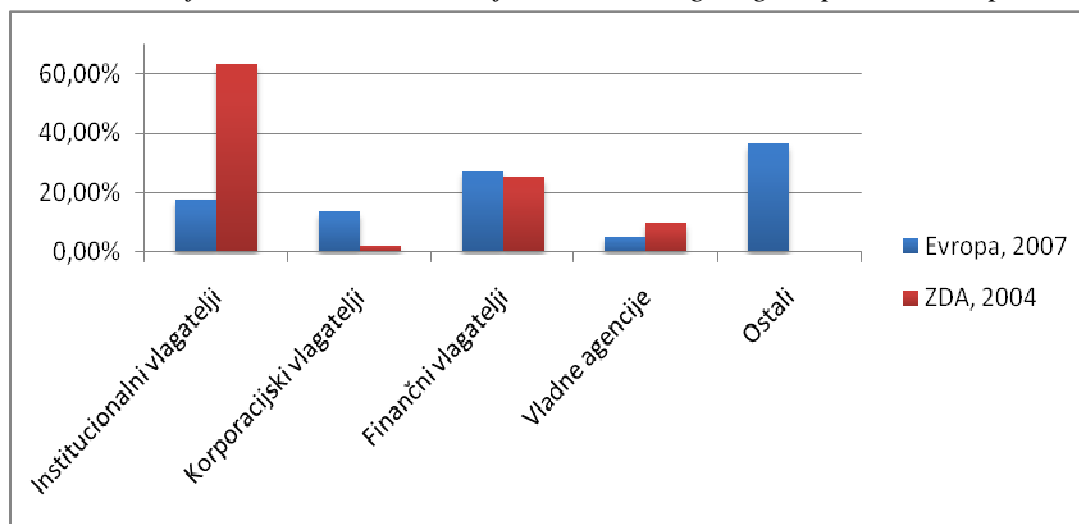
sredstev tveganega kapitala v tem letu. Evropa je tako namenila mnogo manjši delež števila investicij in tudi delež sredstev tveganega kapitala v visokotehnološke panoge v obravnavanih letih, kot so to storile ZDA.

4.1.2 Struktura investitorjev v sklade tveganega kapitala

Skladi tveganega kapitala ne vlagajo lastnih sredstev, zato je pridobivanje sredstev v sklade kritičnega pomena. Zaradi ročnosti naložbe in potencialnih donosov je investicija v sklade tveganega kapitala izjemno privlačna za institucionalne investitorje, kot so pokojninski skladi, zavarovalniška podjetja, bogati posamezniki itd.

Slika 18 prikazuje primerjavo strukture investitorjev v sklade tveganega kapitala v Evropi in ZDA. Podatki so težje primerljivi med seboj, ker podatki EVCE zajemajo lastniški kapital in ne samo tveganega kapitala. Kolikšen delež lastniškega kapitala je v letu 2007 predstavljal tvegani kapital, ni znano. Znano pa je, da je bil v obdobju od leta 2000 do leta 2006 delež tveganega kapitala v lastniškem kapitalu povprečno 20,5 %. Največja razlika nastane pri institucionalnih vlagateljih, kot so pokojninski skladi in zavarovalne družbe, ki močno prevladujejo v ZDA s 63 % vseh sredstev tveganega kapitala v primerjavi z institucionalnimi investitorji v Evropi s 17,8 %.

Slika 18: Primerjava strukture investitorjev v sklade tveganega kapitala v Evropi in ZDA.



*Vir: EVCA, Yearbook 2009, 2010a, str. 14; NVCA, Venture Impact - The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy, Fifth Edition, 2009a, str. 11.**

4.1.3 Upravljalci skladov tveganega kapitala

Raziskave kažejo, da se v ZDA več ljudi poklicno odloča za delovanje v skladih tveganega kapitala z več podjetniškimi izkušnjami in boljšim znanjem s področja, v katerega investirajo. Vodilni v evropskih skladih tveganega kapitala v večini prihajajo iz področja financ in

bančništva. To nakazuje, da med upravljavci sklada tveganega kapitala prevladujejo ljudje, ki prihajajo iz področja financ in bančništva. Takšen profil upravljavcev se izogiba vlaganju tveganega kapitala v zgodnje faze in so bolj usmerjeni v vlaganje v kasnejše faze (Dimov, Shepherd & Sutcliffe, 2007, str. 481–502). Razlike med strokovnimi področji, iz katerih prihajajo upravljavci skladov, lahko delno pojasni opazne razlike v alokacijah investicij tveganega kapitala med Evropo in ZDA. V ZDA so bolj usmerjeni v investiranje v zgodnje faze, medtem ko so v Evropi bolj usmerjeni v investiranje v kasnejše faze razvoja in odkupe (United Nations Economic Commission for Europe, 2007, str. 32, 33).

Po podatkih raziskave Hege, Palomino in Schwenbacher (2003, str. 2–6) so podjetja v ZDA, podprta s tveganim kapitalom, mnogo bolj učinkovita v smislu stopnje donosa in izhodnih strategij kot tista iz Evrope. Sodeč po raziskavi, za takšno razliko obstaja nekaj razlogov:

- a) upravljavci tveganega kapitala v ZDA večkrat zahtevajo možnost nadzora podjetja tako, da zamenjajo podjetnika;
- b) upravljavci tveganega kapitala v ZDA imajo boljšo sposobnost pregledovanja (angl. *screening*) projektov (ločevanje med slabimi in dobrimi) in si s tem zagotavljajo verjetnejši uspeh v zgodnji fazi v primerjavi z upravljavci evropskih skladov;
- c) evropski upravitelji tveganega kapitala že dlje časa izpostavljajo razliko med ustvarjenimi donosi med ZDA in Evropo, kar po njihovem predstavlja enega od pomembnih razlogov za manjše investiranje v zgodnje faze.

Ta raziskava potrjuje tudi dejstvo, da potem, ko upravljavci skladov tveganega kapitala v ZDA najdejo dober projekt, so vanj v zgodnji fazi pripravljene vložiti večjo vsoto kot evropski upravljavci.

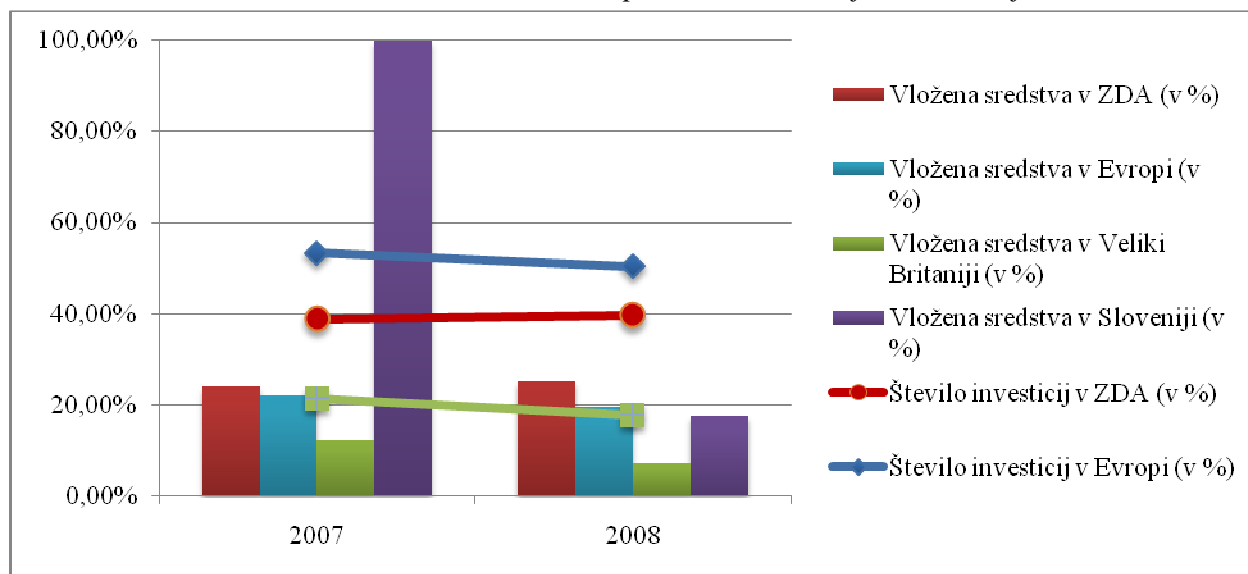
4.2 Primerjava Slovenije z ZDA, Veliko Britanijo in položajem v Evropi

Evropske države so leta 2008 namenile za tvegani kapital v povprečju 0,054 % njihovega BDP, ZDA 0,44 %, medtem pa je Slovenija v letu 2008 investirala najmanj tveganega kapitala od vseh držav članic EU, saj je v povprečju namenila le »dobrih« 0,010 % slovenskega BDP-ja, kar je le za 0,02 % več kot Hrvaška (Bosma et al., 2010, str. 56).

Slika 19 prikazuje delež števila investicij in sredstev tveganega kapitala, investiranega v zgodnjo fazo, v letih 2007 in 2008 v ZDA, Evropi, Veliki Britaniji in Sloveniji. Podatki kažejo, da je Evropa v letu 2007 in 2008 opravila povprečno malce več kot polovico vseh investicij tveganega kapitala v zgodnjo fazo, kar je predstavljalo v letu 2007 22,01 % vsega tveganega kapitala, v letu 2008 pa 19,44 %. Velika Britanija je kot evropska predstavnica zrelega trga tveganega kapitala v letih 2007 in 2008 močno zaostajala za evropskim povprečjem števila investicij v zgodnjo fazo, saj je v letu 2007 ta delež znašal le 21,21 %, v letu 2008 pa 17,63 %; to je predstavljalo leta 2007 12,090 % vseh sredstev tveganega kapitala, leta 2008 pa 7,09 %. V letih 2007 in 2008 so ZDA namenile manjši delež števila investicij tveganega kapitala v zgodnjo fazo kot v povprečju Evropa, saj so v letu 2007

namenile 38,78 %, leta 2008 pa 39,51 % vseh investicij v zgodnjo fazo. To je v letu 2007 predstavljalo 23,99 % celotnih sredstev tveganega kapitala, v letu 2008 pa 25,04 %. Tukaj je ponovno razvidno, da ZDA namenijo manjše število investicij v zgodnjo fazo kot v povprečju evropske države, a so njene investicije mnogo večje. Po dostopnih podatkih je Slovenija leta 2007 vložila vsa sredstva tveganega kapitala v zgodnjo fazo, leta 2008 pa le še 17,53 %. Število investicij za leto 2007 in 2008 za Slovenijo niso bili dostopni.

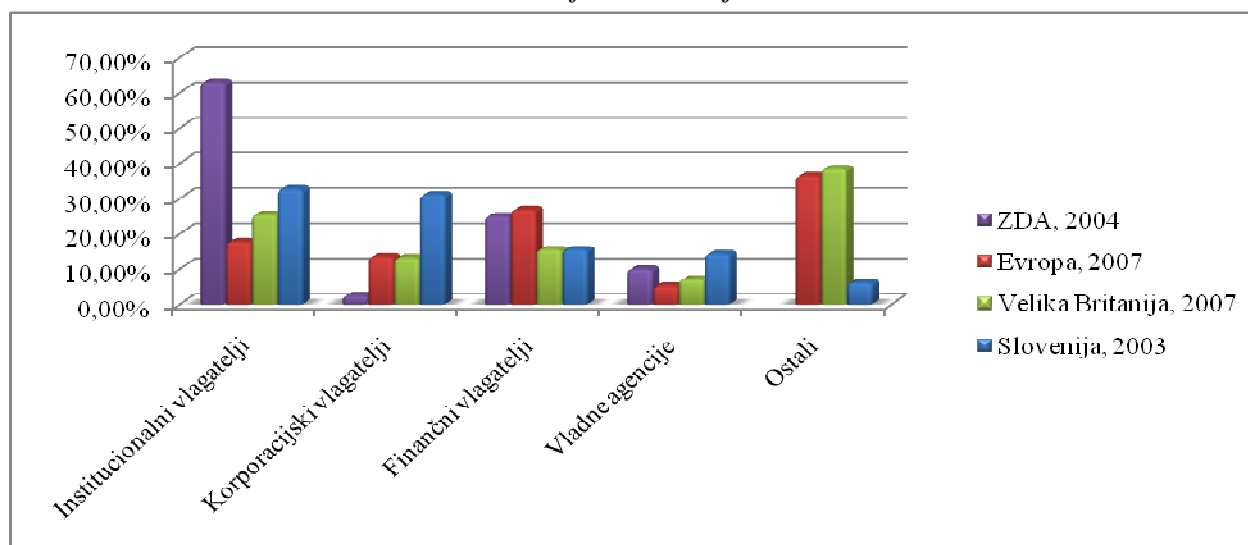
Slika 19: Število investicij (v %) in vloženi sredstev (v %) tveganega kapitala v zgodnjo fazo v letih 2007 in 2008 za ZDA, Evropo, Veliko Britanijo in Slovenijo



Vir: BVCA, *Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2007, 2008*, str. 9; NVCA, *MoneyTree Report, 2010*, str. 1–3; EVCA, *Yearbook 2009, 2010a*, str. 42; EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics, 2010c*, str. 13.*

Podatki za Slovenijo so lahko zavajajoči, saj bi lahko sklepali, da je v letu 2007 Slovenija investirala največji delež tveganega kapitala v zgodnje faze izmed vseh držav in regij, s katerimi jo primerjamo. V letu 2008 je bil ta delež 17,53-odstoten, v letu 2009 pa se je povzpел nazaj na zglednih 53,7 %. Ti deleži ne odražajo realne slike trga tveganega kapitala v Sloveniji zaradi njegove majhnosti in velike občutljivosti na posamezno zabeleženo investicijo ter vprašljivosti celovitosti zajema podatkov. Slika 20 prikazuje primerjavo strukture investorjev v sklade tveganega kapitala v ZDA, Evropi, Veliki Britaniji in Sloveniji. V Sloveniji prevladujejo institucionalni in korporacijski vlagatelji, ki prevladujejo tudi v ZDA. V Evropi in Veliki Britaniji v povprečju prevladuje postavka »Ostali«, kamor spadajo bogati posamezniki, ustvarjeni kapitalski dobički in neznani viri. Finančni vlagatelji so v povprečju bolj prisotni v Evropi in ZDA kot pa v Sloveniji in Veliki Britaniji.

Slika 20: Primerjava strukture investitorjev v sklade tveganega kapitala v ZDA, Evropi, Veliki Britaniji in Sloveniji



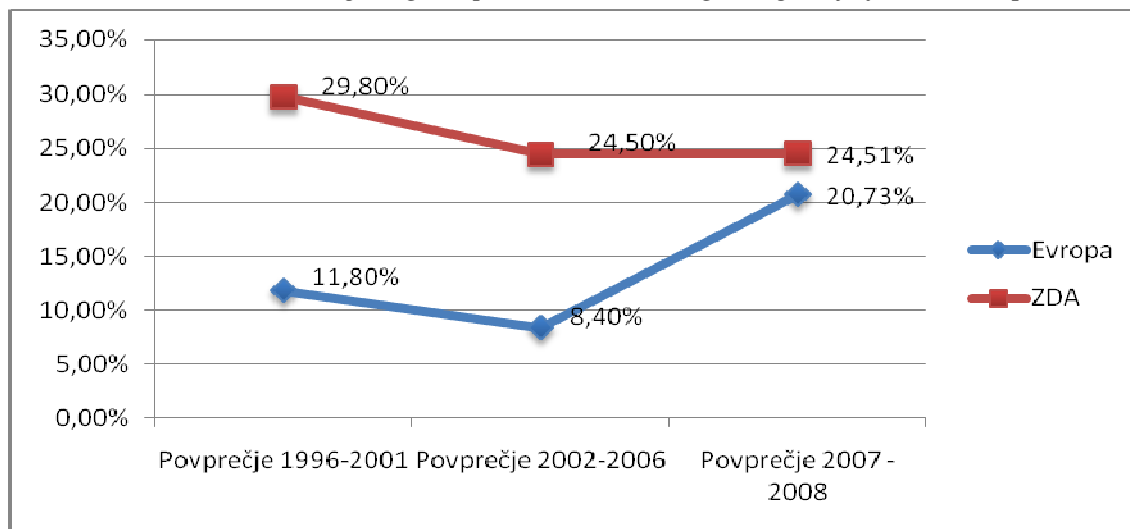
Vir: EVCA, Yearbook 2004, 2005b, str. 280–283; EVCA, Yearbook 2009,2010a, str. 14, 382; NVCA, Venture Impact – The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U. S. Economy, Fourth Edition, 2007, str. 11.*

4.3 Vrzel lastniških sredstev

Vrzel lastniških sredstev (angl. *equity gap*) nastane, ko obseg povpraševanja presega obseg ponudbe sredstev (Vadnjal & Letonja, 2008, str. 1). Vrzel lastniških sredstev v zgodnji fazi financiranja je med stanjem, ko se podjetje financira s prihranki, ni pa še dovolj sposobno, da bi se lahko financiralo s posojili, in med stanjem, ko se že lahko financira s posojili. To vrzel lahko zapolnimo tudi z neformalnim tveganim kapitalom, katerega ne obravnavam v diplomskem delu, in s formalnim. SPS priznava, da prihaja do pomanjkanja sredstev za financiranje MSP v zgodnjih fazah, kar pomeni obstoj vrzeli lastniških sredstev. Sredstev tveganega kapitala je veliko, vendar je struktura naložb neenakomerno investirana po različnih fazah razvoja. Tako se največ sredstev vlaga v kasnejše faze razvoja in odkupe. V Evropi je bilo leta 2007 vloženih v povprečju 22 % vseh sredstev tveganega kapitala v zgodnje faze razvoja, v letu 2008 pa v povprečju 20 % (Tabela 3). V ZDA je bil delež dokaj podoben, tako so leta 2007 v povprečju investirali 24 %, leta 2008 pa 25 % (Tabela 5) vseh sredstev tveganega kapitala. V Veliki Britaniji je bil ta delež leta 2007 3,63 %, leta 2008 pa 4,20 % (Tabela 6). Slovenije nisem vključil v primerjavo, ker rezultati kvantitativnih analiz (Slika 11) ne odražajo realnega stanja. V obdobju med letoma 1996 in 2001 so v Evropi namenili v povprečju 11,8 % sredstev tveganega kapitala za financiranje zgodnje faze, v ZDA pa v povprečju 29,8 %. V naslednjem obdobju med letoma 2002 in 2006 pa je Evropa namenila financiranju zgodnjih faz v povprečju le še 8,4 %, ZDA pa 24,5 % (Slika 15).

Slika 21 kaže, da se v Evropi delež tveganega kapitala, namenjenega financiranju zgodnje faze, povečuje, medtem ko v ZDA ta delež rahlo upada.

Slika 21: Trend deleža tveganega kapitala investiranega v zgodnje faze v Evropi in ZDA



Vir: D. Erpen & N. Speich, *Enlarging the Knowledge Society*, 2007, str. 53; EVCA, *Yearbook 2009, 2010a*, str. 42.*

Obstaja pa seveda še druga plat vrzeli lastniških sredstev, vsaj v Sloveniji, po raziskavi Vadnjala in Letonje (2008, str. 1–4), ki ugotavljata, da bi lahko umetno povečevanje sredstev tveganega kapitala (prek državnih skladov in podobno) povzročilo financiranje nekvalitetnih projektov, ki se drugače ne bi nikoli financirali. Avtorja ugotavljata, da iskalci tveganega kapitala pravzaprav ne razumejo principov financiranja s tveganim kapitalom in da v Sloveniji še vedno vlada pomanjkanje zanimivih projektov. Ugotavljata tudi, da v Sloveniji ne obstaja vrzel lastniških sredstev, izražena kot presežek povpraševanja po lastniških sredstvih nad ponudbo, saj je kratkoročno na voljo več sredstev kot potreb. Priznavata pa, da je ta vrzel prisotna v začetni fazi razvoja podjetja.

Deleži sredstev tveganega kapitala, investiranih v zgodnjo fazo, niso namenjeni financiranju mladih podjetnikov, temveč mladih podjetij, kar je bistvena razlika. Večino sredstev tveganega kapitala, namenjenega financiranju zgodnjih faz, prejmejo že izkušeni podjetniki, kar nazorno ponazori Bruce Golden, Accel Partners (EVCA, 2009, str. 28): »Od 15 investicij v AccelLondon, smo jih 13 opravili v že prej uspešne podjetnike, česar zares nismo pričakovali. V veliko primerih imajo ti uspešni podjetniki za seboj že 2 ali 3 uspešna podjetja.«

Sklep

Trg tveganega kapitala v Sloveniji še vedno ni dovolj razvit, da bi lahko vidno spodbujal rast inovativnega in visokotehnološkega okolja za mlada podjetja, kar potrjujejo tudi TIA, SPS in rezultati primerjalnih analiz. Trg je celo tako majhen, da je Slovenija leta 2007 investirala ves tvegani kapital v zgodnjo fazo, kar ni značilno za noben, še tako močno razvit trg, saj je takšen portfelj investicij skladov tveganega kapitala preveč tvegan, ker investicije niso

razpršene v različne stopnje razvoja. Znesek investicij tveganega kapitala v letu 2007 je znašal 481.000 evrov. Ugotovim torej, da takšna analiza ni smiselna, saj rezultati ne odražajo realnega stanja na trgu.

Čeprav si vsi v Sloveniji želimo slovensko Silicijevo dolino, zibelko znanja in inovacij, tega ne bo moč napraviti čez noč. Slovenija je šele na začetku razvoja trga tveganega kapitala. Kombinacija dejavnikov, kot so: majhnost slovenskega trga, omejeno števino kvalitetnih projektov, visoki fiksni stroški skladov tveganega kapitala, nikakor ne vodi k razcvetu slovenskega trga tveganega kapitala. Tudi uvedba ničelnega davka na kapitalski dobiček, doseženega pri odsvojitvi deleža in pridobljenega na podlagi naložb tveganega kapitala (Uradni List RS, 92/2008) ni dovolj močan faktor za hitro rast vlaganj tveganega kapitala v visokoinovativne projekte. Potreben je bolj celovit pristop, ki bi pritegnil tako tuja visokoinovativna podjetja kot tudi tuje sklade. Za prihod tujih podjetij kot nosilcev novega znanja bi bila nujna priprava infrastrukture na državni ravni. Šele na takšen način je prihod tujih skladov na slovenski trg ekonomsko upravičen, saj bi se ponudba visokoinovativnih projektov izredno povečala zaradi prihoda tujih podjetij. Samo tako ima t. i. slovenska Silicijeva dolina možnost, da postane v prihodnosti stičišče znanja in kapitala. To pa ne pomeni, da že danes nimamo mladih visokotehnoloških podjetij, ki potrebujejo tvegani kapital. Ker Slovenija za zdaj še ni zmožna vzpostaviti pravih pogojev k razvoju t. i. slovenske Silicije doline, se slovenska podjetja počasi odpravljajo tja. Premier RS Borut Pahor je izjavil: »Želim si, da bi mladi ljudje videli priložnost za svoj razvoj v Sloveniji; intelektualen, posloven in tako naprej. Z mladimi ljudmi, ki delajo v Silicijevi dolini v Kaliforniji, razmišljamo in smo tik pred odločitvijo, da gremo v projekt, s katerim bi v Sloveniji nastala evropska Silicijeva dolina.« (STA, 9. 3. 2010). Ne glede na premierjev načrt je TIA predlagala vzpostavitev predstavništva kot podpore slovenskim inovativnim podjetjem pri dostopu do tveganega kapitala in globalnega trga v Silicijevi dolini. Določena stopnja regulacije trga in ustvarjanje pogojev (davčno in zakonodajno področje) za razvoj trga tveganega kapitala sta tako dobrodošla kot tudi nujna. Ne moremo namreč pričakovati od skladov tveganega kapitala, da bodo poskrbeli za pogoje in razcvet trga tveganega kapitala v Sloveniji, saj so gospodarski subjekti, ki stremijo k maksimizaciji dobička in niso dolžni izvajati aktivnosti razvoja inovativnega okolja ter skrbeti za povečevanje gospodarskega razvoja na lasten račun. Bolj bo država pripravila do skladov prijazno pravno in davčno okolje, bolj lahko pričakujemo razcvet slovenskega trga tveganega kapitala, saj je le-ta kompleksen pojav, ki ne more delovati izoliran od gospodarstva.

Evropa je za Slovenijo izrednega pomena, saj je del tega prostora in ji delno tudi preko smernic EU narekuje trende razvoja trga tveganega kapitala. Primerjave kažejo, da je evropski trg po obsegu sredstev manjši kot v ZDA in da evropski skladi tveganega kapitala raje investirajo v kasnejše faze, kot so razširitev in odkupi. Zneski investicij evropskih skladov v zgodnje faze so tudi do približno 4-krat manjši kot tisti v ZDA, čeprav v Evropi opravijo večje število investicij v zgodnje faze (ena izmed možnih razlag za takšne razlike je aktivnejši trg poslovnih angelov v ZDA v zgodnji fazi investiranja). Tako ima evropski trg tveganega

kapitala še vedno manjšo težo kot trg v ZDA pri ustvarjanju novih podjetij in posledično inovacij. V ZDA so torej skladi tveganega kapitala bolj selektivni glede investiranja v zgodnje faze, vendar investirajo mnogo večje zneske v posamezna podjetja, katerim je tako omogočena hitrejša in večja ekspanzija, kar delno pojasnjuje, zakaj imajo v ZDA tako veliko uspešnih podjetij, kot sta na primer Google in Amazon. Še dodatno to razliko pojasnjuje dejstvo, da evropski skladi tveganega kapitala še vedno raje investirajo v bolj tradicionalne panoge kot ZDA, saj investirajo tudi do 9-krat manjši delež sredstev tveganega kapitala v visokotehnološke panoge in opravijo tudi do 4-krat manj investicij v visokotehnološke panoge kot ZDA (Slika 16). **Celotni odstavek potrjuje podhipotezo, da se je tvegani kapital, ki je prvotno nastal zaradi potreb razvoja mladih visokotehnoloških podjetij, odmaknil od svojega bistva** in večji del sredstev namenja kasnejšim, manj tveganim fazam razvoja podjetja v tradicionalnih panogah. Bistvo tveganega kapitala je bila ugotovitev, da tradicionalne oblike financiranja, zlasti bančnega, niso primerne za financiranje visokotehnoloških panog z visokim tveganjem, potencialno pa visoko donosnih podjetij (Žugelj et al., 2001, str. 3). Obenem rezultati primerjalnih analiz potrjujejo napoved Vahčiča (v Žugelj et al., 2001, str. 4), da bo šel manjši del naložb tveganega kapitala v podjetja nove ekonomije in večji del v tradicionalne ekonomije ter da bodo velik del vlaganj tveganega kapitala predstavljali odkupi. Nazorno ponazarja primer strukture investicij na trgu tveganega kapitala Velike Britanije, kjer so leta 2007 namenili slabih 7 % (Tabela 7) vseh sredstev tveganega kapitala v visokotehnološke panoge, od tega so podjetja v zgodnji fazi prejela le 1,8 % sredstev tveganega kapitala, investiranega v visokotehnološke panoge (Tabela 7).

Da lahko čimbolje razumemo, zakaj skladi tveganega kapitala v ZDA toliko tvegajo, je potrebno pogledati možnosti upravljanja tega tveganja in stopnjo donosa. Nepotrebnega tveganja skladi ne sprejemajo, saj so to gospodarski subjekti, ki se vedejo racionalno in stremijo k maksimizaciji dobička. V skladih v ZDA delujejo upravljavci z izkušnjami in znanjem s področij, v katera investirajo, medtem ko v Evropi upravljavci prihajajo iz bančnih krogov. Ko med upravljavci sklada tveganega kapitala prevladujejo ljudje, ki prihajajo s področja financ in bančništva, se le-ti izogibajo vlaganjem v zgodnje faze in so bolj usmerjeni v vlaganje v kasnejše faze (Dimov et al., 2007, str. 481–502), kar pomeni, da vlagajo v stopnje razvoja z manjšim tveganjem. Razlike med strokovnimi področji, iz katerih prihajajo upravljavci skladov, lahko torej delno pojasnijo opazne razlike v alokacijah investicij tveganega kapitala med Evropo in ZDA.

Upravljavci skladov so seveda pripravljene sprejeti večje tveganje v zameno za večji donos. V ZDA so podjetja, podprta s tveganim kapitalom, bolj donosna kot tista v Evropi (Hege et al., 2003, str. 2–6), kar jim omogoča sprejem višje stopnje tveganja. Višji donos pa je delno odvisen od tega, da skladi tveganega kapitala v ZDA večkrat zahtevajo možnost nadzora podjetja in imajo upravljavci skladov tveganega kapitala v ZDA boljše možnosti za pregledovanje projektov, kar zagotavlja verjetnejši uspeh podjetjem v zgodnji fazi. Obenem evropski upravitelji skladov tveganega kapitala navajajo manjše donose na evropskem trgu tveganega kapitala kot enega izmed pglavitnih razlogov za manjše investiranje v zgodnje

faze (Hege et al., 2003, str. 6). Ta raziskava potrjuje dejstvo, da so potem, ko upravljavci skladov tveganega kapitala v ZDA najdejo dober projekt, vanj v zgodnji fazi financiranja pripravljeni vložiti večjo vsoto kot njihovi evropski kolegi. **Celoten odstavek delno ovrže glavno hipotezo diplomskega dela.** Po eni strani evropski skladi tveganega kapitala s tem, ko vlagajo v kasnejše faze razvoja in v bolj tradicionalne panoge, res manj tvegajo kot skladi v ZDA, po drugi strani pa evropski skladi tveganega kapitala nimajo iste strukture trga, ki ni tako enoten kot v ZDA, nimajo niti toliko izkušenj s pregledovanjem projektov ter takšnih možnosti nadzora nad podjetjem. V večini se zaradi strukture njihove izobrazbe ne spoznajo dovolj na visokotehnološke panoge (posledično tudi težje zaznajo prihajajoče tehnološke trende – t. i. »the next big thing«) in njihove investicije ne dosegajo tako visokega donosa kot v ZDA. Obstaja torej veliko število nezanemarljivih dejavnikov, ki močno dvignejo stopnjo tveganja investicij evropskim upravljavcem, saj je njihovo tveganje toliko manj nadzorovano.

Iz primerjalnih analiz diplomskega dela je razviden trend gibanja med letoma 1996 in 2008 v vrzeli lastniških sredstev v Evropi in ZDA (Slika 21), ki pa je še večja v Sloveniji (SPS, 2010, str. 6). **Podhipotezo o trendu ožanja vrzeli delno potrjujem za Evropo in zavračam za ZDA,** saj se tam delež vloženih sredstev v zgodnje faze manjša. Podjetja v zgodnji fazi življenjskega cikla financiranja, ki močno potrebujejo kapital za uresničitev projektov in rast, tako še vedno izredno težko dostopajo do njega, ne glede na panogo, v kateri delujejo. Takšna podjetja nimajo ne garancij za posojila, ne pozitivnih bilanc. Odsotnost ponudbe zgodnjega formalnega tveganega kapitala na slovenskem trgu povzroča izgubo potencialov, ki bi jih lahko predstavljala mlada visokotehnološka podjetja, ki potrebujejo zgodnji kapital in za katere zaradi njihove inovativnosti ter s tem tudi tveganja, drugi viri financiranja niso zadostni ali primerni. Vrzeli se zaradi majhnosti trga še toliko bolj občuti v Sloveniji. Nedvomno gre iskat delno rešitev v še dodatnem razvoju neformalnega trga tveganega kapitala v Sloveniji in Evropi, ki bi lahko delno zapolnili to vrzel.

Sodeč po raziskavah in primerjalnih analizah je moč sklepati, da ima visokotehnološko podjetje, ki prejme zgodnji kapital, več možnosti za uspeh, če investicijo prejme od sklada iz ZDA kot iz evropskega. Trditev podpirajo naslednja dejstva glede investiranja v zgodnjo fazo:

- investicije v ZDA so v večjem znesku, kar omogoči podjetju v kapitalsko intenzivni panogi v zgodnji fazi seveda hitrejšo rast;
- upravljavci skladov v ZDA imajo boljše možnosti pregledovanja projektov in tako prej zaznajo dober projekt, kar mlademu podjetju poveča možnost za uspešen razvoj.

Literatura in viri

1. Bosma, N. & Levie J. (2010). *2009 Executive Report*, Global Entrepreneurship Monitor.
2. Bottazzi, L. & Da Rin, M. (2001). *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies*. Torino: Università di Torino.
3. BVCA (2008). *Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2007*. London: BVCA.
4. BVCA (2009). *Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2008*. London: BVCA.
5. Deloitte Touche Tohmatsu Technology (2009). *Global Trends in Venture Capital 2009 Global Report*. B.k.: Deloitte Touch Tohmatsu.
6. Dimov, D., Shepherd, D. A. & Sutcliffe, K. M. (2007). *Requisite expertise, firm reputation and status in venture capital investment allocation decisions*. *Journal of Business Venturing*, 22. 481–502.
7. Erpen, D. & Speich, N. (2007). *Enlarging the Knowledge Society*, Berne: Euresearch.
8. European Commission (2006). *Report of the alternative Investment Expert group: Developing European Private Equity*. B.k.: 9.
9. EVCA – European Private Equity & Venture Capital Association. Najdeno 30. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>
10. EVCA (2002). *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*. Zaventum: EVCA.
11. EVCA (2002). *European Technology Success Stories, an EVCA High-Tech Committee Paper*. Zaventum: EVCA.
12. EVCA (2005a). *Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe*. Zaventum: EVCA.
13. EVCA (2005b). *Yearbook 2004*. Zaventum: EVCA. 280–281.
14. EVCA (2008a). *Yearbook 2007*. Zaventum: EVCA.
15. EVCA (2008b, oktober). *Benchmarking European Tax and Legal Environments*. Zaventum: EVCA.
16. EVCA (2009, 6. avgust). *The Case for European Venture: Appendices*. Najdeno 27. julija 2010 na spletnem naslovu http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Platform_Information/vc_case_venture_appendices.pdf
17. EVCA (2010a). *Yearbook 2009*. Zaventum: EVCA.
18. EVCA (2010b). *Closing Gaps and moving up a gear: The next stage of Venture Capital's Evolution in Europe*. Brussels: EVCA.
19. EVCA (2010c). *Central and Eastern Europe Statistics 2009, an EVCA Special Paper*. Zaventum: EVCA.
20. George, G., Nathusius, E. (2007, oktober). *The European Venture Capital Market: Scaling Beyond Boundaries*. Zaventum: EVCA.
21. Glas, M. (2001). *Zakaj je vlaganij tveganega kapitala največ v ZDA?* *Finance*, (42), 18.

22. Hege, U., Palomino, F. & Schvienbacher, A. (2003). *Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States*. B.k.: European Commission.
23. Hisrich, R. & Peters, M. (2002). *Entrepreneurship*. Fifth edition. McGraw-Hill, Inc.
24. International Private Equity and Venture Capital Board (2009, september). *International Private Equity and Venture Capital Guidelines*. Najdeno na 27. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.privateequityvaluation.com/>
25. Kaplan, S. N. & Lerner, J. (2009). *It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital*, Harvard: Journal of Economics, 31 (4), 674–692.
26. Kenney, M. (2000). *Note on »Venture Capital«*. Najdeno 14. julija 2010 na spletnem naslovu <http://brie.berkeley.edu/publications/wp142.pdf>
27. Kleindienst, R. (2000). Kdo najbolj potrebuje lastniški kapital in zakaj? *Podjetnik*, 4, 46–51.
28. Kortum S. & Lerner J. (2000). Assessing the contruibutoin of Venture Capital to Innovation, *The RAND Journal of Economics*. 31 (4), 4.
29. Maastricht Economic and social Research and training centre on Innovation and Technology (2010). *European Innovation Scoreboard 2009*. Belgium: Pro Inno Europe.
30. NVCA (2007). *Venture Impact – The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U. S. Economy, Fourth Edition*. Washington: NVCA.
31. NVCA (2009a). *Venture Impact – The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U. S. Economy, Fifth Edition*. Washington: NVCA.
32. NVCA (2009b). *Annual Yearbook*. Washington: NVCA.
33. NVCA (2010). *MoneyTree Report*. Washington: NVCA.
34. Pfeifer, B. (2007). *Možnosti razvoja skladov tveganega kapitala v Sloveniji* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
35. Pfeifer, B. (2008). *Osnove lastniških oblik financiranja MSP in razvoj trga rizičnega in tveganega kapitala v Republiki Sloveniji*. Maribor – Prvi kapital, poslovno svetovanje, d. o. o.
36. Pfeil, A. (2000, december): *Venture Capital: New Ways of Financing Technology Innovation*. New York: Human Development Report Office.
37. Plaskan, M. (2005). *Analiza konkurenčnosti visokotehnoloških dejavnosti v Sloveniji in primerjava z Evropsko Unijo* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
38. Rebernik, M., Tominc, P. & Pušnik, K. (2010). *Slovensko podjetništvo v letu krize*, Global Entrepreneurship Monitor Slovenija 2009. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
39. Roberts, M. & Barley, L. (2005, 2. maj). Four VC's on Evaluation Opportunities. Harvard Business School.
40. Slovenska Tiskovna Agencija (2010, marec). Pahor: V Slovenijo bi želeli postaviti evropsko Silicijevo dolino. *Finance*. Najdeno 10. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/273650/Pahor-V-Sloveniji-bi-%BEeleli-postaviti-evropsko-Silicijevo-dolino>
41. Slovenski Podjetniški Sklad (2010). *Poslovni načrt programa instrumentov finančnega inženiringa za MSP v Republiki Sloveniji – PIFI za obdobje 2009 – 2013*. B. k.: SPS.

42. Soderblom, A. (2006). *Factors Determining the Performance of Early Stage High-Technology Venture Capital Founds*. London – Small Business Service. URN 06/902.
43. Tehnološka Agencija Slovenije (2010). *Podpora inovativnemu delu slovenskega gospodarstva z vzpostavitvijo tehnološke pisarne v Silicijski dolini*. Najdeno 12. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.mvzt.gov.si/fileadmin/mvzt.gov.si/pageuploads/MSZS/GradivoSZT/3._seja/2-2_Silicijska_dolina_-_predlog.pdf
44. United Nations Economic Commission for Europe (2007). *Financing Innovative Development. Comparative Review of the Experiences of UNECE Countries in Early-Stage Financing*. Geneva: United Nations.
45. Vadnjal, M. (2006). *Ponudniki tvegane kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: CRMG.
46. Vadnjal, J., Letonja, M. (2008). *Obstoj vrzeli lastniškega kapitala v Sloveniji*. Najdeno 12. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.fm-kp.si/zalozba/ISSN/1854-4231/3_329-346.pdf
47. Winterleitner, B. (2003). *V zgodnjih fazah financiranja gazel so najpomembnejša lastna sredstva podjetnika*. *Finance*, (148), 11.
48. Zakon o davku dohodkov pravnih oseb. *Uradni list RS* št. 117/2006, 92/2008 popr.
49. Žugelj, D. (2001). *Si upate tvegati?* *Finance*, 165/2001. Najdeno 5. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.finance.si/10531/Si_upate_tvegati
50. Žugelj, D., Penca, P., Slavnič, N., Žunec, B. & Vadnjal, J. (2001). *Tvegani kapital. Si upate tvegati?* Ljubljana: Lisac & Lisac.