

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE
ANALIZA SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI

Ljubljana, september 2020

SABINA RUPNIK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Sabina Rupnik, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom analiza skladov tveganega kapitala v Sloveniji, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Blažem Zupanom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 28.09.2020

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OBLIKE FINANCIRANJA MLADIH PODJETJI	2
1.1 Viri financiranja podjetji	2
1.2 Viri lastniškega financiranja podjetja.....	3
1.3 Viri dolžniškega financiranja podjetja.....	4
2 PRAVNI OKVIR DRUŽB TVEGANEGA KAPITALA	5
3 TVEGANI KAPITAL KOT OBLIKA FINANCIRANJA PODJETJA	7
3.1 Tvegani kapital	7
3.2 Značilnosti tveganega kapitala.....	7
3.3 Zgodovinski razvoj tveganega kapitala.....	8
3.4 Investicijske stopnje tveganega kapitala	8
3.5 Opisi skladov tveganega kapitala	9
3.5.1 RSG Kapital	12
3.5.2 DTK Murka.....	13
3.5.3 STH Ventures.....	13
3.6 PEST analiza poslovnega okolja	13
3.6.1 Politično pravno okolje	14
3.6.2 Ekonomsko okolje	15
3.6.3 Socialno okolje.....	15
3.6.4 Tehnološko okolje.....	16
4 ANALIZA SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI	16
4.1 Metodologija	16
4.2 Delovanje skladov tveganega kapitala.....	17
4.3 Kriteriji odločanja o investicijah skladov tveganega kapitala	18
4.4 Zbiranje sredstev za financiranje skladov tveganega kapitala.....	18
4.5 Analiza kazalnikov ekonomske svobode z vidika tveganega kapitala.....	19
SKLEP	21
LITERATURA IN VIRI	22
PRILOGA	25

KAZALO TABEL

Tabela 1: Seznam skladov tveganega kapitala v Sloveniji.....	11
--	----

KAZALO SLIK

Slika 1: Indeks integritete vlade, Slovenija in EU, 2016-2019.....	14
Slika 2: Indeks poslovne svobode, Slovenija in EU, 2016-2019.....	15
Slika 3: Indeks ekonomske svobode, Slovenija in EU, 2016-2019.....	19
Slika 4: Indeks investicijske svobode, Slovenija in EU, 2016-2019.....	20
Slika 5: Indeks finančne svobode, Slovenija in EU, 2016-2019.....	21

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Vprašalnik.....	1
----------------------------	---

SEZNAM KRATIC

EU - Evropska unija

PEST - politični, ekonomski, sociološko-kulturni in tehnološki dejavniki

d. o. o. – družba z omejeno odgovornostjo

d. d. – delniška družba

ZDTK – zakon o družbah tveganega kapitala

ZGD - zakon o gospodarskih družbah

ZISDU - zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

UVOD

V tem zaključnem delu je opisano delovanje skladov tveganega kapitala v Sloveniji. V Sloveniji so skladi tveganega kapitala prisotni, vendar imajo drugačen položaj kot skladi tveganega kapitala v tujini, zaradi stopnje finančne in investicijske svobode (The Heritage Foundation, 2019). Skladi tveganega kapitala imajo po letu 2009 negativno konotacijo, saj je, zakonodajalec predvidel dodatne omejitve v delovanju družb tveganega kapitala zaradi suma, da so skladi tveganega kapitala prispevali k posledicam krize.

Skladi tveganega kapitala se obnašajo podobno kot katerikoli drugi varčevalni skladi ali investicijski skladi, v katere potrošniki vlagajo svoje imetje z upanjem, da bodo v prihodnje prejeli donos. Skladi tveganega kapitala se od ostalih bolj znanih skladov razlikujejo v tem, da so pripravljeni sprejeti večja tveganja za večji donos, ki ima manjšo verjetnost, da bo došel. Tvegani kapital je besedna zveza, ki je podjetnikom in podjetjem nepoznana, in se jo ravno zaradi strahu pred neznanim jemlje z zadržki (Nikolič, 2012).

To zaključno delo bo pokazalo, da so skladi tveganega kapitala le ena od možnosti financiranja rastočih poslov ali podjetji ter, da je tveganje v celoti na strani investorjev in ne podjetnikov, v katere se kapital investira. Prav tako je v tem zaključnem delu predstavljen vidik skladov tveganega kapitala in njihove omejitve pri delovanju. Namen tega zaključnega dela je raziskati delovanje skladov tveganega kapitala ustanovljenih po zakonu o skladih tveganega kapitala, predstaviti priložnosti financiranja za podjetnike kot investitorje v podjetja s tveganim kapitalom in podati priporočila zakonodajalcu, za izboljšanje možnosti financiranja s tveganim kapitalom.

V prvem delu zaključnega dela so predstavljeni viri financiranja podjetja, ki se v modernem svetu najpogosteje uporabljajo. Namen prvega dela zaključnega dela je teoretični okvir, ki bo omogočal preučevanje zastavljenih raziskovalnih vprašanj. V drugem delu zaključnega dela je tvegani kapital predstavljen kot oblika financiranja podjetij. V tretjem delu je predstavljena analiza skladov tveganega kapitala na podlagi intervjujev in anketnih vprašalnikov.

Raziskovalna vprašanja, na katera bomo odgovorili v tej zaključni nalogi so:

- Kakšna je zgodovina razvoja skladov tveganega kapitala v Sloveniji?
- Kakšne so ovire in spodbude za razvoj skladov tveganega kapitala?
- Na kakšen način skladi tveganega kapitala zbirajo sredstva za financiranje?
- Na podlagi katerih kriterijev se skladi tveganega kapitala odločajo o investicijah?

Zaključek tega zaključnega dela bo vseboval sklepno misel in bo povzel rezultate poglobljenega intervjuja in anketnih vprašalnikov, hkrati pa bo v zaključku podani tudi predlogi in pobude za zakonodajalca, ki bi omogočili razvoj na področju tveganega kapitala.

1 OBLIKE FINANCIRANJA MLADIH PODJETJI

Pri ustanovitvi novega podjetja potrebujemo ustrezna finančna sredstva. Prvi vir financiranja podjetja je lahko lasten vir – lastni prihranki, kot prvi vlagatelji nam lahko na pomoč priskočijo tudi bližnji družinski člani ali prijatelji. Vendar ponavadi to ni dovolj, zato moramo poiskati tudi druge vire financiranja. Mlada podjetja tako iščejo druge vire financiranja, ki pa jih je težko najti, saj vlagatelji ne želijo prevzeti prevelikega tveganja.

Oblike financiranja delimo na dve možni alternativni: z dolžniškim in lastniškim financiranjem. Dolžniško financiranje pomeni, da se lastniki ali podjetje odločijo sposoditi denarna sredstva s pričakovano dobo odplačila, ki posojilodajalcu omogočila tudi rento, ki se imenuje obresti (APL Agencija, 2017). Lastniško financiranje pa pomeni, da podjetje proda lastniški delež v zameno za finančna sredstva. Investitor v zameno za svojo investicijo dobi torej lastniški delež, za katerega pričakuje da bo s poslovanjem podjetja pridobil na vrednosti.

1.1 Viri financiranja podjetji

Podjetja za svoje delovanje potrebujejo začetni kapital oziroma je za ustanovitev podjetja potrebno imeti vsaj zakonsko predpisan znesek, ki je določen z zakonom in se šteje za osnovni kapital. Osnovni kapital, ki ga kapitalska družba potrebuje za delovanje, mora zagotoviti lastnik podjetja.

Kadar podjetnik želi z že ustanovljenim podjetjem razširiti poslovanje in pridobiti dodatne priložnosti na trgu, potrebuje dodatna finančna sredstva. Ko je potreben vložek večji od podjetnikovih zmožnosti, mora podjetnik najti nove vire financiranja.

Najbolj pogosti viri financiranja, ki so splošno uveljavljeni v večini svetovnih držav, so (Cressy & Olofsson, 1997):

- dolžniški viri financiranja (dolg),
- lastniški viri financiranja (kapital),
- reinvestiranje dobička (kapital),
- subvencije oziroma nepovratna sredstva (izredni prihodki),
- množično financiranje (odvisno od tipa množičnega financiranja).

Podjetje se lahko poleg navedenih alternativ odloči tudi za odprodajo terjatev, ki jih ima do svojih strank. Takšno obliko financiranja imenujemo faktoring in je za podjetje, ki hitro potrebuje likvidna sredstva sicer dobra alternativa, seveda pa je vrednost odkupa terjatve nižja od celotne vrednosti terjatve.

Možnost dolžniškega financiranja je tudi v najemanju posojil s strani bančnih institucij, kjer mora podjetje posojilo ponavadi zavarovati ali zanj zastaviti določeno sredstvo. Posojilo ima

prav tako dobo odplačevanja, glavnica posojila ima tudi pripisane obresti, zato je končni znesek odplačevanja posojila, višji od glavnice (Cressy & Olofsson, 1997).

Daleč najpogostejša oblika financiranja predvsem v začetni fazi ustanavljanja podjetja je financiranje z lastnimi sredstvi ustanovitelja ali lastnika. Pri tem mu pomagajo družinski člani, prijatelji in ljudje v njegovem ožjem socialnem krogu. Podjetnik s tem pridobi načeloma brezplačno financiranje, za katerega mu ni potreba vračati obresti oziroma so te zelo majhne. Tveganje nevrčila denarja pa ostaja, saj je lahko na drugi strani v primeru, da podjetnik ni zmožen poravnati dolga do financerjev je lahko sam izločen iz svojega socialnega kroga (Abbasi, Wang & Abbasi, 2017).

1.2 Viri lastniškega financiranja podjetja

Lastniški viri financiranja so tisti viri, financiranja, kjer se mora podjetje za pridobivanje dodatnih sredstev odpovedati lastniškemu deležu. Prednost lastniškega financiranja podjetja je v tem, da lahko z rastjo podjetja vrednost lastniških deležev narašča in s tem podjetje tudi povečuje vrednost za svoje investitorje. Najpogosteje se lastniško financiranje odraža v naslednjih oblikah (Drover in drugi, 2017):

- kapital investitorja;
- strateška partnerstva;
- podjetniški pospeševalniki;
- poslovni angeli;
- skladi tveganega kapitala;
- zasebni skladi.

V tem segmentu ne smemo izključiti lastniškega financiranja tudi s strani množičnega financiranja s pomočjo različnih platform, saj nekatere platforme (Wefunder, Portfolia) omogočajo tudi odprodajo lastništva, ki je sicer manj pogosto (On Deck Capital, Inc., brez datuma).

Strateška partnerstva sodijo v tisti sklop lastniških financiranj, kjer se podjetje povezuje s partnerji, ki mu lahko s svojim znanjem ali povezavami na trgu omogočajo vstop na nove trge ali izkoriščanje novih priložnosti. Takšne oblike financiranja so pogosto povezane s prodajo lastniškega deleža, manj pogoste so strateške povezave na osnovi odplačevanja posojila, kar bi bilo dolžniško financiranje (Lu & Beamish, 2006).

Podjetniški pospeševalniki so institucije, ki mladim podjetnikom ali že ustanovljenim podjetjem omogočajo okolje, v katerem bodo lahko svojo idejo zgradili do konca in jo lansirali na trg oziroma omogočajo povezovanje med različnimi podjetji, ki bi lahko s skupnimi močmi osvojila trg. Podjetniški pospeševalniki so dobra priložnost za podjetja, ki vstopajo na trg, vendar morajo za kandidiranje v podjetniškem pospeševalniku morajo pokazati določene

rezultate (Levinsohn, 2014). Podjetniških pospeševalnikov je v Sloveniji veliko, vendar je princip delovanja podjetniških pospeševalnikov tak, da ustvarjajo okolje, v katerem bi podjetje lahko svojo idejo predstavilo potencialnim investitorjem. Nekateri, kot je na primer ABC pospeševalnik, ob vstopu podjetja v pospeševalnik tudi vstopijo v lastništvo podjetja z manjšo investicijo.

Poslovni angeli so posamezniki, ki so že uspeli na trgu in imajo uspešne podjetniške kariere in iščejo nove izzive na trgu. Poslovni angeli investirajo lastna sredstva v zameno za lastniški delež v podjetju s tem, da ponujajo več kot samo denar. Poslovni angeli namreč pomagajo pri rasti tudi s svojimi strateškimi povezavami in nasveti (Avdeitchikova & Landström, 2016).

Skladi tveganega kapitala so investicijski skladi, namenjeni financiranju podjetij, ki izkazujejo visok potencial. Skladi so finančne družbe, ki imajo posebne zakonske omejitve pri svojem delovanju in navadno vključujejo več podjetij, ki so solastniki sklada, zato da so pri investicijah sorazmerno zastopani. Skladi tveganega kapitala predstavljajo tudi eno najboljših investicij v podjetje, saj s tem zagotovijo dovolj velik vložek iz enega samega vira financiranja. V zameno za investicijo je primarni cilj skladov zadovoljitev svojih solastnikov, zato svoje investicije izbirajo izjemno previdno (Smolarski & Kut, 2011).

Zasebni skladi so lahko tudi skladi različnih bank in imajo zgolj korporativni interes brez dodane vrednosti za podjetje. Zasebni skladi bolj pogosto vlagajo v vrednostne papirje in velika podjetja, ki imajo zagotovljeno rast, najpogosteje so to farmacevtska podjetja. Zasebni skladi imajo svoje investicije usmerjene v vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, medtem ko imajo skladi tveganega kapitala svoje investicije usmerjene v podjetja ali vrednostne papirje podjetij, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu (Cressy & Olofsson, 1997).

1.3 Viri dolžniškega financiranja podjetja

Dolžniško financiranje pomeni, da podjetje zagonska sredstva oziroma sredstva za rast pridobi z izposojanjem. To pomeni, da podjetje izposojena sredstva tudi vrača in sicer z glavnico, kar je izklicna vrednost posojila in tej glavnici pripisane obresti. Tako mora podjetje za pridobitev posojila zagotoviti tudi določeno zavarovanje, kar pomeni da mora podjetje imeti nekaj sredstev, s katerimi lahko jamči za plačilo posojila. Najpogostejši dolžniški viri financiranja so (APL Agencija, 2017):

- limit na tekočem računu,
- revolving kredit,
- kratkoročni kredit,
- lizing (nakup sredstev, odprodaja in najem sredstev ipd.),
- kratkoročna posojila lastnikov ali poslovnih partnerjev,
- obročno odplačevanje davkov.

Limit na tekočem računu podjetja pomeni, da ima podjetje na računu določen limit, do katerega se lahko zadolži, s tem, da od dolga na vsako vnaprej določeno časovno obdobje plačuje obresti. Ko je limit počrpan, podjetje plačuje obresti in glavnico, dokler ta ni izplačana do konca. Ko je glavnica izplačana, se kreditni limit zapre in podjetje mora zaprositi za novega, v kolikor ga potrebuje.

Revolving kredit je posebna oblika limitnega kredita, ki prav tako omogoča črpanje sredstev takrat, ko so potrebna in se ustavi, ko so dogovorjena sredstva počrpana. Vračila sredstev so možna kadarkoli, vendar tudi v primeru, ko je celoten dolg poplačan revolving kredit ostaja enak in se ga lahko koristi za nedoločen čas (Segal, 2019b).

Kratkoročni kredit je posojilo, ki ga podjetje dobi najpogosteje v banki, lahko pa si ga sposodi tudi pri drugih podjetjih ali posameznikih. Takšna posojila se navadno sklepajo za krajša obdobja in omogočajo obročno plačevanje dolga z glavnico in obrestmi na določeno časovno obdobje. Navadno imajo kratkoročni krediti tudi spremenljivo obrestno mero. Kratkoročne kredite lahko najamejo tudi posamezniki za različne potrošniške namene (Segal, 2019a).

Lizing pomeni obročno odplačevanje za sredstvo, ki ga je podjetje dobilo v upravljanje. Z vsakim plačilom, ki so časovno določena, podjetja postanejo večji lastnik sredstva. Pogosto se leasing uporablja za nakupe avtomobilov med potrošniki. Lizingi za podjetja navadno vključujejo posebne stroje ali pa posebne storitve, ki jih banka ponuja. Glede na naravo posla se lahko višina in oblika odplačevanje lizinških obveznosti spreminja.

Podjetje se lahko financira tudi s pomočjo upravljanja obveznosti do dobaviteljev. Nakup blaga ali storitev z odloženim plačilom navadno poteka tako, da podjetje naroči blago ali storitve pri drugem podjetju, ki nato izstavi račun, ki je poravnan v dogovorjenem plačilnem roku, ki je lahko tudi 200 dni ali več. S tem ima podjetje možnost, da zalogo proda in ustvari dovolj dodane vrednosti, da lahko nadaljuje s poslovanjem in poplača svoj dolg (Abbasi, Wang & Abbasi, 2017).

Obročno odplačevanje davkov pride v poštev samo v primerih, ko ima podjetje, ki je davčni dolžnik za to ustrezne pogoje. Obročno plačevanje davkov je nekaj, kar je zelo redek pojav, saj navadno kadar pride do neplačila davka, davčna avtoriteta v državi zaseže imetje, s katerim bo to obveznost poplačala.

2 PRAVNI OKVIR DRUŽB TVEGANEGA KAPITALA

V Republiki Sloveniji je pravni okvir za družbe tveganega kapitala določen z Zakonom o družbah tveganega kapitala (ZDTK), Ur. l. RS, št. 92/07 in 57/09. Zakon razume trg tveganega kapitala kot naložbeno dejavnost, ki je omejena na naložbe v tiste vrednostne papirje, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu kapitala. V 4. členu ZDTK je tvegani kapital opredeljen kot:

- financiranje razvoja začetnega koncepta poslovnega modela podjetja (semenski kapital),
- financiranje razvoja izdelkov ali storitev in začetnega trženja (zagonski kapital),
- financiranje nadaljnjega razvoja podjetja za povečanje proizvodnih zmogljivosti, razvoj trga, izdelkov ali storitev in zagotavljanje dodatnega obratnega kapitala (razširitveni kapital).

Zakonodajalec je tudi predvidel, da se za tvegani kapital ne štejejo sanacijske investicije v gospodarske družbe (4. člen ZDTK).

Družba, ki se ukvarja z investicijami tveganega kapitala mora imeti predpisano pravnoorganizacijsko obliko kapitalskih družb in izpolnjevati vse pogoje povezane z upravljanjem teh družb. Prav tako ima družba dovoljenje in pravico razpolagati s svojimi investicijami v oblikah, ki so veljavne za poslovanje s tveganim kapitalom, torej mezzanin kapitalski vložki, lastniško kreditiranje, nakup vrednostnih papirjev, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu in dajanje poroštev.

Kot omenjeno je poslovanje in organizacija družbe, ki se ukvarja z investiranjem tveganega kapitala enako kot pri ostalih kapitalskih družbah, vendar mora v firmi družba na mestu, kjer je predvidena dejavnost družbe, imeti navedeno »družba tveganega kapitala« (8. člen ZDTK). Pri svojem poslovanju je družba omejena navzdol, torej družbe tveganega kapitala ne smejo vlagati sredstev ene investicije, katere vrednost bi bila manjša od 50.000EUR (9. člen ZDTK).

Družba je tudi pri svojem portfoliu omejena glede razporejanja sredstev, in sicer mora vsaj 50 % svojih naložb imeti v malih in srednje velikih podjetjih in vsaj 30% naložb mora imeti v vrednostnih papirjih, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu ali v mezzanin kapitalu (11. člen ZDTK). Družba s tveganim kapitalom prav tako ne sme imeti investicij večjih od 25 % lastniškega deleža podjetja, v katerega investira tvegani kapital. Sicer je družba s tveganim kapitalom v prvih treh letih od ustanovitve oproščena določbe o maksimalni lastniški strukturi v svojih naložbah (12. člen ZDTK).

Poleg omenjenih omejitev je družba tveganega kapitala omejena tudi pri dajanju posojil in poroštev, in sicer lahko družba tveganega kapitala daje posojila in poročta samo podjetjem, v katerih je že lastniško udeležena (13. člen ZDTK). Družba tveganega kapitala lahko pridobi dovoljenje za opravljanje storitev investiranja tveganega kapitala zgolj ob ustanovitvi, družbe, ki so že vpisane v sodni register ne morejo pridobiti dovoljenja za opravljanje naložb tveganega kapitala (22. člen ZDTK).

Glede na navedeno, je država imela poseg v trg in delovanje podjetij s tveganim kapitalom. Glede na metodologijo, ki jo uporabljajo tudi na inštitutu Heritage, je Slovenija ena bolj zaprtih držav glede finančne svobode, saj je glede na njihovo metodologijo dosegla srednjo vrednost 50, kar pomeni da gre v primeru Slovenije za precejšnjo državno intervencijo, kjer je alokacija investicij regulirana in omejena, kot je to določeno v 11. členu ZDTK. Družbe tveganega

kapitala so pod posebnim nadzorom države, kar se odraža v obvezi umestitve družbe tveganega kapitala v ime firme. Prav tako so družbe tveganega kapitala omejene pri ponujanju svojih storitev z mehanizmi, kot je določitev sestave naložb in določitev možnosti ponujanja posojil, saj ga ne morejo ponujati vsem podjetjem (The Heritage Foundation, 2019).

3 TVEGANI KAPITAL KOT OBLIKA FINANCIRANJA PODJETJA

3.1 Tvegani kapital

Tvegani kapital uvrščamo v skupino lastniškega kapitala, ker je oblika trajno vloženega premoženja. Taka oblika kapitala se pojavi predvsem v zgodnjih fazah razvoja podjetja, v tej fazi je največja možnost neuspeha ali propada. Investitorji tako tvegajo svoj vložen denar, saj ne vejo, ali bo posel uspel ali ne. Tako lahko rečemo, da je tvegani kapital oblika lastniškega financiranja, oblika podjetniškega financiranja, oblika dolgoročnih naložb in ponujena pomoč pri upravljanju, zahteva nadpovprečne kapitalske donose in omogoča potrpežljivost (Gulja 2006, str. 11).

Tvegani kapital predstavlja majhen delež investicijskih storitev v Sloveniji, saj zaradi zakonskih omejitev (11. in 12. člen ZDTK), ki jih imajo družbe tveganega kapitala ustanovljene v skladu s tem zakonom ni možno razvijati trga tveganega kapitala v smeri večjih investicij, ki bi lahko pripomogle k hitrejšemu razvoju. Tvegani kapital ima v Sloveniji negativno konotacijo, ki izvira iz časov finančne krize po letu 2008, saj je takrat vlada tudi sprejela spremembe v zakonu, ki urejajo podjetja tveganega kapitala.

3.2 Značilnosti tveganega kapitala

Tvegani kapital opredeljujemo s štirimi glavnimi značilnostmi. Prva značilnost je trajnost, investitorji vlagajo trajni kapital z motivom, da svoj delež ob pravem času proda in dobi več kot je vložil. Pri lastništvu je lastnik upravičen do deleža dobička, ob pogoju da naložba uspe. V primeru, da investicija ni uspešna se mora investitor soočiti z izgubo saj je ob investiciji sam moral pretehtati tveganje. V tem primeru lahko poskusi prodati svoj delež, da se vsaj delno poplača. Druga značilnost je ponujena pomoč pri upravljanju, investitorji tveganega kapitala ponudijo pomoč podjetju, če imajo investitorji ustrezna znanja in tako pripomorejo k uspešnosti podjetja. Tretja značilnost tveganega kapitala je, da investitorji pričakujejo višji donos kot pri posojilih. Četrta značilnost je visoka stopnja potrpežljivosti, zato mu pravimo, da je potrpežljiv kapital. Investitorji namreč ne pričakujejo donosov takoj, ampak v naslednjih 2 do 7 let (Gulja, 2006, str. 11).

Podjetja tvegani kapital potrebujejo v tveganih začetnih fazah razvoja podjetja in razširitvenih fazah. Tvegani kapital tako pripomore k ustvarjanju uspešnih hitrorastočih podjetji, ki ustvarjajo nova delovna mesta in povečujejo gospodarsko rast. Investitor denar vложи v podjetje,

ki ni dolžniški vir, ampak osnovni ali dodatni lastniški vir, zato ob propadu podjetja služi za poplačilo dolga podjetja in ga investitor ne more zahtevati nazaj (Grajžl, 2011, str. 32).

3.3 Zgodovinski razvoj tveganega kapitala

Prvo podjetje, ki je bilo podprto s strani tveganega kapitala v poznih 50. letih 20. stoletja, je bilo tehnološko podjetje Fairchild Semiconductor. Financiranje podjetji, ki temelji izključno na vlaganje v zagonska podjetja, se je začel leta 1972. Finančnika Eugene Kleiner in Tom Perkins sta z izkušnjami iz tehnološke industrije oblikovala prvi sklad tveganega kapitala. Model tveganega kapitala pa se ne pojavlja samo v tehnoloških podjetjih iz Silicijeve doline, razširil se je v podjetja iz drugih panog in po celem svetu (Zavod mladi podjetnik, 2016).

V Sloveniji je bil prvi sklad tveganega kapitala ustanovljen leta 1989, ustanovila ga je A banka, vendar se je kmalu izkazalo, da ne bo uspešen. Nato je leta 1991 Nova Ljubljanska banka ustanovila Sklad za razvoj malega gospodarstva, ki prav tako ni bil uspešen. Kasneje je poizkusila tudi država in ustanovila nekaj skladov, ki sicer niso delovali dolgo. Pravi začetek tveganega kapitala v Sloveniji je bil leta 1994, ko je sklad Horizonte Venture Management v Sloveniji ustanovil svojo podružnico Horizonte Management Group. Kasneje so se razvijali tudi drugi skladi, eden izmed pomembnejših skladov za razvoj skladov tveganega kapitala je Aktiva Ventures, ki je bil ustanovljen leta 2000. To je bil prvi in edini sklad v Sloveniji, ki je bil namenjen izključno financiranju v visoko tehnološka podjetja (Gradišar, 2003).

Po letu 2003 se je zakonodajalec odločil, da je potrebno pravno urediti delovanje investicijskih hiš in investicijskih skladov ter upravljalnih podjetij, zato je najprej odvojil podjetja, ki se ukvarjajo z investiranjem in upravljanje skladov. Že leta 1994 je zakonodajalec predvidel delovanje skladov, vendar je po letu 2003 Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje spremenil štirikrat, nazadnje leta 2018, kjer je dodal navezave na pravila drugih zakonov, ki urejajo finančni trg, saj je pravni okvir delovanja družb za upravljanje investicijskih skladov predviden za delovanje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Kljub temu zakonodajalec dopušča investiranje v podjetja in njihove deleže tudi v primeru, ko se z njihovimi tržnimi deleži ne trguje na borzi.

Zakonodajalec je ob odvojitvi predvidel tudi dejavnost družb tveganega kapitala in zato leta 2007 sprejel tudi Zakon o družbah tveganega kapitala, ki je bil dopolnjen zgolj enkrat v letu 2009 in je v veljavi še danes. Zaradi razlik v dejavnostih, kot so družbe tveganega kapitala in investicijskih skladov ter družb za upravljanje, sta ta dva pravna okvirja tudi podlaga za raziskovanje razlik na področju delovanja skladov in družb tveganega kapitala.

3.4 Investicijske stopnje tveganega kapitala

Pri tveganem kapitalu ločimo različne vrste investicij tveganega kapitala, na podlagi zrelosti podjetja (Grajžl, 2011, str. 33). Poznamo naslednje vrste investicij skladov tveganega kapitala:

- Semenski kapital - Manjša investicija, s katero se financira razvoj izdelka ali storitve in raziskuje smiselnost projekta.
- Zagonski kapital - Sredstva, ki jih podjetje potrebuje za začetni marketing in razvoj izdelka ali storitve.
- Financiranje zgodnje faze - Sredstva, ki jih podjetje potrebuje za dokončanje faze ravoja izdelka ali storitve.
- Financiranje drugega kroga - Investior ve, da mora v tej fazi ponovno vložiti sredstva ali najti še drugega investitorja.
- Kapital za razširitev in razvoj - Kapital s katerim podjetje poveča proizvodnjo zmogljivost, ta oblika tveganega kapitala je najbolj priljubljena, saj nudi visoke nagrade ob zmernem tveganju.
- Premostitveno ali mezzanine financiranje – Mezzanine financiranje je zadnja oblika financiranja podjetja pred prvo javno dražbo. Ta oblika financiranja je bolj podobna bančnemu posojilu kot tveganemu kapitalu, saj ponuja manjše donose in krajše roke kot ostale oblike tveganega kapitala. Gre za posojilo, ki se lahko kadarkoli preoblikuje v lastniški delež.

3.5 Opisi skladov tveganega kapitala

Skladi tveganega kapitala so majhen del investicijskih skladov. Skladi tveganega kapitala delujejo enako kot vsi ostali investicijski skladi finančnih družb, vendar imajo posebne omejitve glede možnosti svojih naložb. Skladi tveganega kapitala po pooblastilu lastnikov in investitorjev vlagajo svoja finančna sredstva v naložbe, ki imajo velik potencial za rast, vendar je njihov uspeh povezan z večjo mero tveganja kot na organiziranem trgu. Skladi tveganega kapitala v zameno za svojo investicijo želijo delež podjetja, v katerega investirajo, torej gre za lastniško obliko financiranja. Investicijski skladi so v prvi vrsti naložbena podjetja, ki podjetjem v zameno za lastniški delež omogočajo financiranje in se glede na kriterije tveganja ali na kriterije inovativnosti, panoge ter tehnologije podjetja razlikujejo v svojih mehanikah. Najpogosteje skladi tveganega kapitala, kot način iskanja investicijskih priložnosti povabijo podjetja in podjetnike k predstavitvi svojega podjetja, s tam pa podjetniki kandidirajo za finančna sredstva.

Oblike investiranja tveganega kapitala so razdeljene na tri načine. Prvi način je lastniški kapital, torej odkup lastniškega deleža podjetja v zameno za kapitalski vložek. V tem primeru investitor postane solastnik v višini deleža, za katerega se je dogovoril. Drug način je s posojilom, torej podjetnik podobno kot banka da posojilo, ki ne vključuje lastniškega deleža, temveč zahteva vračilo glavnice z obrestmi. V tem primeru je sposobnost investitorja pri odpiranju dodatnih tržnih kanalov, strateških povezav in podobno zelo pomembno, saj je to edina dodana vrednost v primerjavi z bančnim posojilom. Tretji način je mezzanine posojilo ali enostavno mezzanine. To je oblika posojila, ki se lahko kadar koli preoblikuje v lastniški delež.

S takšnim posojilom se investitor zavaruje, da bo vsaj nekako poplačan če je investicija nedonosna.

Skladi tveganega kapitala tudi delujejo po pravilih, ki so določena v Zakonu o gospodarskih družbah (ZGD-1), Ur. l. RS, št. 42/06, in pravilih, ki so določena z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-3), Ur. l. RS, št. 31/15, 81/15, 77/16 in 77/18. Skladi tveganega kapitala so lahko v Sloveniji organizirani zgolj v obliki Evropske delniške družbe, delniške družbe ali družbe z omejeno odgovornostjo in morajo v firmi imeti navedeno dejavnost torej besedno zvezo družba za upravljanje ali izpeljanke te besedne zveze (32. člen ZISDU-3).

Za razliko od družb tveganega kapitala, ki jih ureja ločen zakon morajo družbe za upravljanje in investicijski skladi, ki so edina možna oblika organizacije podjetja v Republiki Sloveniji, ki se ukvarja z investicijami, ki niso tvegane, slediti dodatnim omejitvam pri opravljanju svoje dejavnosti. Investicijske družbe in družbe za upravljanje morajo ob vsaki pridobitvi kvalificiranega deleža pridobiti soglasje s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev. To soglasje morajo pridobiti pred presežkom ali novi pridobitvi deleža, ki presega 20 %, eno tretjino in eno polovico deleža podjetja, v katerega investirajo (35. člen ZISDU-3).

Osnovni kapital družbe, ki se ukvarja z dejavnostjo upravljanja družb in investicijskih skladov je določen na minimalni znesek 125.000 EUR (33. člen ZISDU-3). Prav tako je takšna družba omejena pri pridobivanju dodatnih sredstev, saj z vstopom dodatnega investitorja celoten vložek in že vloženi kapital ne smeta presežati skupne vrednosti 10.000.000EUR. Vsaka kapitalska družba, ki zadošča pravnoorganizacijskim oblikam predvidenim v ZISDU-3 in lahko pri Agenciji za trg vrednostnih papirjev zaprosi za vpis dejavnosti družbe za upravljanje investicijskih skladov.

Poleg tega so investicijske družbe in družbe za upravljanje podvržene bolj striktnemu nadzoru pri poročanju opravljanja svoje dejavnosti Agenciji za trg vrednostnih papirjev in lahko status investicijske družbe ali družbe za upravljanje tudi izgubijo, v kolikor ne uspejo izročiti poročila Agenciji za trg vrednostnih papirjev. Družbo pri poslovanju omejujejo tudi pravila Zakona o trgu finančnih instrumentov, v skladu s katerim mora vodstvo družbe zagotoviti jamstveno shemo za vlagatelje, prav tako je družba omejena pri investicijah v podjetja, ki nimajo možnosti prodaje lastniškega deleža oziroma niso sama organizirana kot delniške družbe.

V ZISDU-3 so opredeljena pravila za upravljanje investicijskih skladov, ki nastopajo kot skladi tveganega kapitala. V kolikor kritično opredelimo zakonski okvir skladov tveganega kapitala v Sloveniji, je njihovo upravljanje in investiranje postavljeno na nivo investicijskih skladov in ne skladov tveganega kapitala, saj takšna organiziranost dejavnosti oziroma podjetja v Republiki Sloveniji ni predvidena z zakonom.

Skladi tveganega kapitala so za podjetja v Sloveniji na voljo tudi izven meja matične države. Evropska komisija je leta 2013 uvedla regulacijo za Evropske sklade tveganega kapitala, ki so financirani s strani Evropske komisije. Evropski skladi se vsako leto preoblikujejo in vlagajo v podjetja, ki sledijo strategiji razvoj Evropske unije (v nadaljevanju EU).

Tabela 1: Seznam skladov tveganega kapitala v Sloveniji

Družba tveganega kapitala	Naslov družbe tveganega kapitala	Firma in sedež družbe za upravljanje	Datum pridobitve statusa DTK
Prvi sklad, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Tehnološki park 21, Ljubljana	RSG Kapital, upravljanje tveganega kapitala, d.o.o., Tehnološki park 21, Ljubljana	11.12.2007
DTK Murka, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Čopova ulica 38, Ljubljana	UD-upravljavaska družba d.o.o., Čopova ulica 38, Ljubljana	29.3.2010
META Ingenium, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Tehnološki park 19, Ljubljana	Zernike Meta-Ventures S.p.a., Viale Tupini Umberto 116, Rim , Italija	29.3.2010
Vzpon, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Teslova ulica 30, Ljubljana	Venire svetovanje d.o.o., Teslova ulica 30, Ljubljana	12.8.2010
STH Ventures, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Kavčičeva ulica 66, Ljubljana	STH Management, upravljanje naložb, d.d., Kavčičeva ulica 66, Ljubljana	12.8.2010
SDCF, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Dolenjska cesta 242 b, 1000 Ljubljana	GMT Inženiring d.o.o., Dolenjska cesta 242B, 1000 Ljubljana	9.9.2010
SCS, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Rečiška cesta 11, Bled	MPE, družba za svetovanje in storitve, d.o.o., Rečiška cesta 11, Bled	12.10.2010

se nadaljuje

Tabela 2: Seznam skladov tveganega kapitala v Sloveniji (nad.)

Družba tveganega kapitala	Naslov družbe tveganega kapitala	Firma in sedež družbe za upravljanje	Datum pridobitve statusa DTK
Venturia idea, družba tveganega kapitala, d.o.o	Prušnikova ulica 95, Ljubljana-Šentvid	Venturia, tehnološki park, d.o.o., Prušnikova ulica 95, Ljubljana-Šentvid	10.2.2011
Sklad Apollinaris, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Studenška ulica 7, 2000 Maribor	Apollinaris, d.o.o., Studenška ulica 7m Maribor	22.4.2015
ABC Fund, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Savska cesta 3a, Ljubljana	ABC First Growth, upravljanje tveganega kapitala, d.o.o., Savska cesta 3a, 1000 Ljubljana	21.4.2016
Tryglav Capital, družba tveganega kapitala, d.o.o.	Erjavčeva ulica 2, Nova Gorica	Private value Capital Management, finančno in poslovno sodelovanje, d.o.o., Erjavčeva ulica 2, 5000 Nova Gorica	31.5.2016

Vir: MJU (2020).

V tabeli 1 so predstavljena podjetja, ki imajo registrirano dejavnost družbe tveganega kapitala, torej gre za kapitalske družbe, ki investirajo svoja sredstva v podjetja. Skladi tveganega kapitala niso prisotni na tem seznamu, saj so lahko organizirani zgolj v obliki investicijskih skladov in družb za upravljanje, ki imajo drugačna pravila za delovanje kot družbe tveganega kapitala.

V tej zaključni nalogi so bolj podrobno predstavljene tri družbe tveganega kapitala, saj sem uspela kontaktirati družbe RSG Kapital, DTK Murka in STH Ventures.

3.5.1 RSG Kapital

RSG Kapital je družba, ki spodbuja podjetniško delovanje in s tem spodbuja dinamično gospodarsko okolje. Družba upravlja tvegani kapital, katere glavni cilj je pomagati podjetjem priskrbeti dovolj kapitala v razvojnih fazah. Podjetje ima v svojem portfoliu pretežno visokotehnološke naložbe v skrbno izbrana podjetja in s svojimi naložbami in znanjem omogoča, da se investicije podjetju povrnejo na srednji rok. Njihove naložbe so srednjeročne, kar pomeni, da želijo svojo investicijo ohraniti največ 4 leta, nato bodo svoj delež prodali.

Način sodelovanja z RSG Kapitalom je bolj korporativne narave, vendar kljub temu ponujajo svoje znanje pri vzpostavljanju podjetniških in poslovnih povezav v podjetje, za katerega se odločijo investirati. Ker gre v tem primeru za družbo, ki se obnaša kot investicijska institucija, je potrebno že imeti razvit produkt in podjetje, ki ima potencial za rast, vendar mu manjkajo strateške povezave in potreben kapital za širjenje (RSG Kapital, 2020).

3.5.2 DTK Murka

Družba je bila ustanovljena leta 2010 z namenom vlaganja tveganega kapitala v mala in srednje velika podjetja. Družba trenutno upravlja z dvema naložbama, Print boks d. o. o. in Hostel Čopova d. o. o., katerega dva deleža prodaja. Družba je usmerjena v več različnih naložb in ima tudi sama več solastnikov, ki so pri družbi z namenom plemenitenja lastnega kapitala. Družba DTK Murka deluje podobno kot RSG Kapital in ponuja enake pogoje poslovanja za podjetja kot RSG Kapital d. o. o. (DTK Murka, 2019).

3.5.3 STH Ventures

STH Ventures je družba tveganega kapitala, leta 2010 so ustanovili sklad tveganega kapitala v lasti zasebnih investitorjev. Družba se ukvarja pretežno s tehnološkimi podjetji in ima trenutno dve naložbi v teku, iz dveh je že izstopilo. Pogoj za pridobitev investicije je že razvit produkt, ki ima možnost rasti v tujini ali doma in mora izkazati visoko dodano vrednost. Družba ima več solastnikov, vendar je glavni upravljelec družbe STH Management d. d., kjer so tudi povezani solastniki.

Njihove naložbe obsegajo pas od 50.000 do 10mio. EUR, vlagajo predvsem v slovenska podjetja in regijsko pomembna podjetja. Njihovo naložbeno obdobje je od 2 do 7 let, sodelujejo lahko na več različnih načinov, z lastniškim deležem, mezzaninom, posojilom ali konvertibilnim posojilom.

3.6 PEST analiza poslovnega okolja

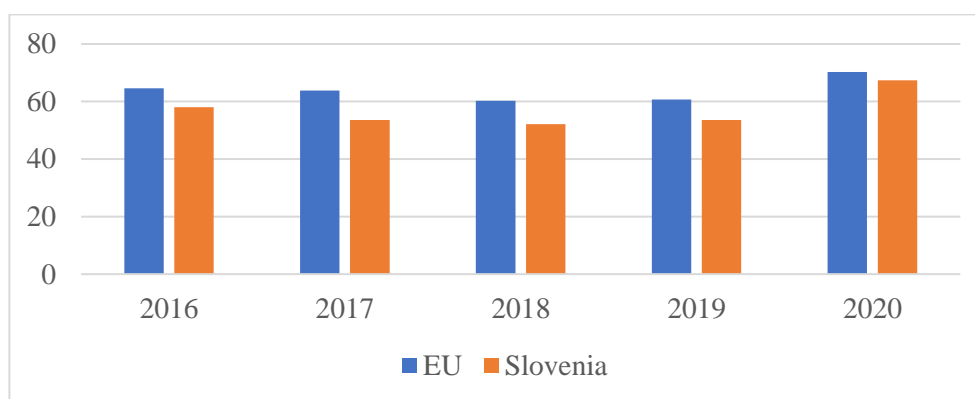
Za podjetja tveganega kapitala je pomembno, da imajo zdravo poslovno okolje. Glede na pregled literature in aktivnosti podjetij tveganega kapitala je potrebno opraviti analizo poslovnega okolja, ki bo orisala poslovno okolje, s katerim se podjetja tveganega kapitala v Sloveniji soočajo. PEST (politični, ekonomski, sociološko-kulturni in tehnološki dejavniki) analiza je orodje, ki se ga uporablja za določanje privlačnosti poslovnega okolja za določeno panogo, v tem primeru bomo PEST analizo uporabili kot orodje za pregled privlačnosti dejavnosti investiranja tveganega kapitala.

3.6.1 Politično pravno okolje

Glede na indeks ekonomske svobode mora država imeti določeno stopnjo politične in pravne ureditve javnega življenja, da imajo podjetja, ki se ukvarjajo s tveganimi naložbami možnost delovanja. Heritage.org vsako leto meri različne indekse, ki vplivajo na končni rezultat ekonomske svobode državljanov vsake države. Metodologija za merjenje teh kazalnikov je večinoma usmerjena v enačbe, ki so za vse države enake, vendar nekatere spremenljivke, ki so v prvi vrsti samo opisne, rangirajo na lestvicah. Za analizo politično pravnega okolja bomo uporabili kazalnike Integritete vlade, ki je merjena z indeksom integritete vlade. Ta indeks je metodološko sicer opisni, vendar ima statistično ozadje, kjer raziskovalci pri merjenju spremljajo percepcijo prebivalstva, medijev in njihove svobode ter dostopnost do javnih dobrin in političnega odobravanja.

Iz slike 1 je razvidno, da je integriteta vlade v Sloveniji pod integriteto vlad povprečja EU, kar lahko nakazuje, da bi bilo potrebno integriteto predstavnikov ljudstva preoblikovati, spremeniti v osebe, ki bi bile bolj odobravane s strani ljudstva. Slaba vladna integriteta lahko vodi v večji nadzor nad družba in nenazadnje tudi nad delovanjem določenih gospodarskih panog. Glede na dejstvo, da ima Republika Slovenija poseben zakon za delovanje podjetij, ki se ukvarjajo s tveganimi naložbami lahko pričakujemo, da bodo tudi drugi kazalniki ekonomske svobode sledili manjšim vrednostim od evropskega povprečja.

Slika 1: Indeks integritete vlade, Slovenija in EU, 2016-2019



Vir: The Heritage Foundation (2019).

Pravno okolje Republike Slovenije za dejavnost tveganega kapitala ni liberalizirano in je tudi v primerjavi z evropskim povprečjem toga. Kot že omenjeno je pravno okolje delovanja tveganega kapitala omejeno z Zakonom o družbah tveganega kapitala, kjer so omejitve in regulacije predvidene z omenjenim zakonom takšne, da ne spodbujajo ustanavljanja podjetja, ki bi se ukvarjal z dejavnostjo tveganega kapitala. Prav tako je tvegani kapital v Sloveniji reguliran z udeležbo države v lastniški strukturi podjetja, ki se ukvarja s tveganim kapitalom. Zakon, ki določa pravila delovanja investicijskih skladov in družb za upravljanje, je povezan

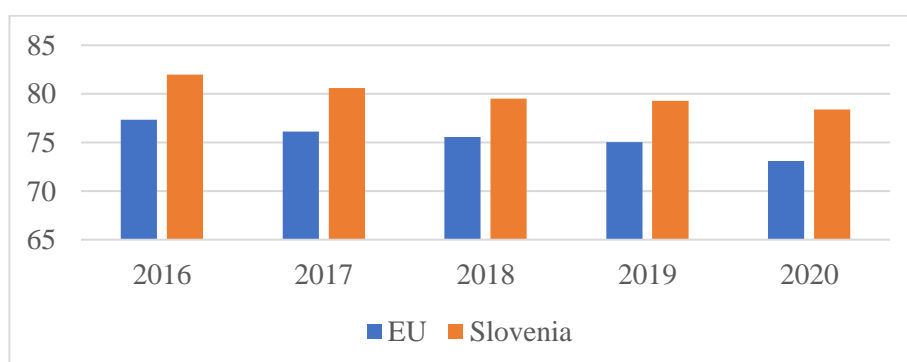
tudi z zakoni, ki veljajo za trg vrednostnih papirjev in družbe za upravljanje in investicijske sklade usmerja v veliko mero poročanja in omejitev pri investiranju, predvsem kadar je v vprašanju varnost investorjev in prevzemanje kvalificiranega deleža. S tem je država omejila investicijske možnosti katerihkoli skladov in tudi investicijske možnosti v podjetja.

3.6.2 Ekonomsko okolje

Ekonomsko okolje z vidika preučevanja dostopnosti dejavnosti tveganega kapitala predstavlja pomembno vlogo, saj je ekonomsko okolje bodisi na mikro ali na makro nivoju tisto, ki omogoča rast panogam, ki predstavljajo investicijsko priložnost za družbe tveganega kapitala. Ekonomsko okolje Slovenije je tržno organizirano gospodarstvo, ki sledi kapitalističnim načelom in velja za razvito gospodarstvo. Kljub temu bomo na tem mestu za merjenje ekonomske svobode z vidika poslovnega okolja uporabili kazalnik poslovne svobode. Poslovna svoboda je sicer opisan kazalnik, ki je kvantificiran z različnimi spremenljivkami, kot so kapitalske zahteve za ustanovitev podjetja, dolžina in število postopkov, ki so potrebni za odprtje podjetja, dostop do bančnih storitev in dostop do kreditov za podjetja ter splošna makroekonomska slika države.

Kot je razvidno iz slike 2 je poslovna svoboda v Sloveniji v primerjavi z EU v boljšem položaju, vendar imata oba trend padanja. Problematično je dejstvo, da je za delovanje podjetij v celotni EU potrebnih veliko različnih mehanizmov, ki omogočajo poenoteno opazovanje trga, kar pomeni tudi standardizacijo poročil in davčnega poročanja, kar je otežilo poslovanje in ustanavljanje podjetij specifičnih panog, kot je panoga tveganih investicij.

Slika 2: Indeks poslovne svobode, Slovenija in EU, 2016-2019



Vir: The Heritage Foundation (2019).

3.6.3 Socialno okolje

Socialno okolje na področju družb tveganega kapitala pomeni tudi dostop do potencialnih

investitorjev, saj socialno ogrožene družbe navadno nimajo dovolj sredstev za investiranje v visoko tehnologijo, ki zahteva veliko mero znanja, ne zgolj finančnega, temveč tudi naravoslovnega. V socialno okolje se v sklopu ocenjevanja možnosti po obstoju potencialnih investorjev vključuje tudi dostopnost visokega šolstva, saj je to ključni faktor pri pridobivanju kvalificirane delovne sile in potencialnih zaposlenih, ki bodo omogočali rast ali investiranje. Socialno okolje v Slovenij spada med eno bolj urejenih okolij. Socialni transferji v Sloveniji sodijo med najbolj razvite v primerjavi z ostalimi svetovnimi velesilami, saj imamo poleg urejenega zdravstva in šolstva urejeno tudi financiranje visokega šolstva in financiranje otroškega varstva ter širokega nabora zdravstvenih storitev. Slovenski socialni transferji posledično obremenjujejo tudi plače zaposlenih in dobičke podjetij, saj je bogato socialno varstvo zahtevno za državni proračun.

Omenjene javne politike in javne dobrine, ki omogočajo visoko socialno varnost v Sloveniji, tuji kritiki pripisujejo slovenski zgodovini, saj je Slovenija bila še nedavno del Socialistične državne ureditve, ki je takšne politike spodbujala (CIA, 2017).

3.6.4 Tehnološko okolje

Tehnološko okolje igra vlogo fleksibilnosti gospodarstva, saj bolj kot je gospodarstvo tehnološko podkrepjeno, hitreje se lahko odziva na tržne šoke in dlje časa lahko kljubuje tržni nestabilnosti. Zaradi tehnologije mnoga podjetja ustvarijo večjo dodano vrednost, saj z njo optimizirajo svoje proizvodne ali administrativne procese, poleg tega pa tehnologija predstavlja večino investicijskih priložnosti za družbe tveganega kapitala. Tehnološko okolje Slovenije se šteje za srednje ali srednje razvito. Stanje tehnološkega okolja je odraz splošne razgledanosti družbe in pripravljenosti za implementacijo novih tehnologij. Infrastruktura v Sloveniji je primerna za državo z razvitim gospodarskim modelom in zaradi svoje izvozne narave je velik del tehnologij tudi uvožen. Kljub temu je večina javne infrastrukture, kot so telefonska omrežja in vodovodne ter električne storitve, v večinski lasti države. Tehnološko okolje predstavlja enega od vidikov razvitosti države in Slovenija glede na ostale države članice z vidika razvitosti spada med srednje razvite države. Temu botruje tudi dejstvo da je za namen črpanja kohezijskih sredstev Slovenija razdeljena na dve regiji, vzhodno in zahodno, saj bi v primeru, da bi celotna država veljala za eno regijo, črpanje kohezijskih sredstev ne bi bila možna.

4 ANALIZA SKLADOV TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI

4.1 Metodologija

Zadnji del zaključnega dela je empiričen, saj sem podatke zbirala na primaren način. Merski instrument je anketni vprašalnik, sestavljen iz šestnajstih vprašanj. Vprašanja sem želela zastaviti čim večim upravljalcev skladov tveganega kapitala, zato sem jih kontaktirala preko

telefona. Nekateri upravljalci skladov tveganega kapitala so izrazili željo, da bi na vprašanja raje odgovorili po elektronski pošti. Pri zbiranju podatkov mi je težavo predstavljala neodzivnost skladov tveganega kapitala, telefonske številke objavljene na spletnih straneh sem klicala, vendar brez uspeha. Za analizo delovanja družb tveganega kapitala sem naredila tudi strukturirani intervju z g. Viljevac Danielom, ki mi je omogočal bolj podroben vpogled v delovanje družb tveganega kapitala. Poglobljen intervju sem naredila samo z njim, ker je bil edini, ki je bil pripravljen to narediti. Na podlagi pridobljenih podatkov lahko rečem, da sem s pomočjo vprašalnika, ki sem ga poslala po elektronski pošti, dobila veliko zanimivih podatkov. Skladi, ki sem jih izbrala so skladi, ki sem jih lahko kontaktirala.

4.2 Delovanje skladov tveganega kapitala

Financiranje s strani skladov tveganega kapitala je namenjeno hitro rastočim podjetjem, ki lahko svojo rast z investicijo še dodatno pospešijo. Skozi intervju sem želela ugotoviti, na kakšno časovno obdobje so omejena sredstva za določeno podjetje v sklopu sklada tveganega kapitala. Dobila sem dokaj enoten odgovor, in sicer, da je tipično obdobje delovanja sklada 10 let, z možnostjo podaljšanja do dveh let, s tem, da se lahko investitorji v sklad dogovorijo tudi drugače. Skladi tveganega kapitala imajo investicijski cikel, ki vključuje dobo investiranja, ki poteka prvih nekaj let delovanja sklada (najpogosteje 5 let), v preostalem obdobju pa potem sklad naložbe postopoma odprodaja. Drugih formalnih časovnih omejitev ni. Po slovenski zakonodaji velja, da mora sklad naložbo odprodati najkasneje v 10 letih.

Eno izmed vprašanj, ki sem ga zastavila, je bil, kakšni so izzivi pri delovanju skladov tveganega kapitala. Ugotovila sem, da je osrednji izziv skladov tveganega kapitala prepoznati in pravočasno vložiti kapitalsko investicijo v zagonska podjetja, ki imajo možnost hitre rasti zaradi inovativne rešitve, ki jo prinašajo na trg, kjer delujejo ali pokrivajo industrijo, ki je v trendu porasti povpraševanja. Kasneje se izzivi vrtijo okrog pomoči podjetjem, da v kratkem času povečajo svojo vrednost in na koncu izhod iz lastništva podjetja, s prodajo pridobljenega deleža zainteresiranim kupcem in s tem oplemenitenjem začetne investicije v izbrano podjetje. Od tega, kako uspešen je sklad pri slednjem (prodajah deležev) je odvisno tudi to, ali upravljavcu uspe zbrati naslednji sklad.

Skozi anketni vprašalnik sem želela ugotoviti ali so skladi tveganega kapitala bolj ugodni od bančnih posojil. Po opravljenem intervjuju lahko rečem, da gre v osnovi za dve različni možnosti financiranja podjetja. Glavna razlika med financiranjem s strani sklada tveganega kapitala in bančnimi posojili je ta, da mora podjetje, ki zaprosi za posojilo, ta denar v dogovorjenem časovnem obdobju banki vrniti z obrestmi, banka pa pri tem ne vstopa v solastništvo podjetja. Sklad tveganega kapitala pa za razliko nudi podjetju kapitalski vložek v zameno za dogovorjen delež v podjetju. Prednost sodelovanja s skladom tveganega kapitala je tudi nefinančne narave, saj sklad mlademu podjetju pomaga tudi s podporo v obliki predaje strokovnega znanja in ustvarjanja novih poslovnih povezovanj, ki lahko vodijo k večjem obsegu in rasti poslovanja. Pri odločitvi, katero obliko financiranja izbrati, je pomembna

narava poslovanja podjetja in načrti za izkoristek financiranja. Pri bančnem posojilu banka sicer ne vstopa v sodelovanje kot solastnik podjetja, vendar pa vračilo posojila lahko predstavlja resno finančno breme za podjetje. Če ga podjetje ni zmožno vračati v dogovorjenih rokih, lahko strošek posojila vodi tudi v propad in zaprtje podjetja. Pri financiranju s pomočjo skladov tveganega kapitala v začetnih fazah podjetje podeli delež podjetja v zameno za večji kapitalski vložek, kot je v tistem trenutku vreden delež z namenom večanja vrednosti podjetja. Takšna oblika financiranja ne obremenjuje denarnega toka podjetja, vendar je končni pričakovani donos pri teh naložbah višji.

Zanimalo me je tudi, kako je sklad zaščiten v primeru neizpolnitve obveznosti s strani podjetja. Skozi intervju in anketne vprašalnike sem ugotovila, da kapitalski vložki skladov tveganega kapitala spadajo med naložbe z visokim tveganjem, saj je v zgodnji fazi razvoja zelo težko napovedati, katero podjetje bo uspelo v prihodnosti. Sklad lahko dodatno zaščiti svojo investicijo tako, da se aktivno vključi v strateške odločitve podjetja in aktivno spremlja, kaj se v podjetju dogaja. Pogosto skladi imenujejo svoje predstavnike v upravni odbor (ali drug organ upravljanja ali nadzora) v podjetju in lahko predlagajo, ali zahtevajo določene ukrepe ali spremembe v poslovanju podjetja. Dodatne zaščite skladi nimajo (razen možnosti, ki jih imajo po npr. Zakonu o obligacijskih razmerjih ali Kazenskem zakoniku, vendar je to le za primere, ko gre za resnejše kršitve dogovorov).

4.3 Kriteriji odločanja o investicijah skladov tveganega kapitala

Po opravljenih intervjujih lahko rečem, da skladi nimajo enotne enačbe, po kateri bi se odločali o investicijah. Na njihovo odločitev vpliva mnogo med seboj povezanih faktorjev. Ključni faktorji pa so: tržni potencial ideje, ekipa in njihovi potencialni ter medsebojnim dopolnjevanjem, tveganje, potrditev na trgu, konkurenco in konkurenčnimi prednosti, ovirami na trgu, možnosti patentiranja, kaj lahko ekipa sklada doda k potencialu in še veliko drugih faktorjev. Po pogovoru s skladom tveganega kapitala lahko rečem, da ni vsako podjetje primerno za financiranje s tveganim kapitalom. Ta način financiranja je v splošnem najbolj primeren za hitro rastoča podjetja, kjer obstaja potencial nadaljnje rasti podjetja, na primer s širitvijo na druge trge, večanjem obsega poslovanja na domačem trgu, nadgradnjo obstoječe ponudbe itd.

4.4 Zbiranje sredstev za financiranje skladov tveganega kapitala

V intervjujih sem želela izvedeti tudi, kako se skladi tveganega kapitala financirajo. Ugotovila sem, da se lahko financirajo ali iz institucionalnih virov ali s strani zasebnih vlagateljev, najpogosteje pa gre za kombinacijo obeh. V tujini so največji investitorji v sklade mednarodne finančne institucije (npr. Evropski investicijski sklad), skladi skladov, pokojninski skladi in tudi korporacije. V Sloveniji sklade, ki so bili ustanovljeni po zakonu o skladih TK v višini 49 % financira država, ostalih 51 % pa mora sklad zbrati sam preko zasebnih investitorjev.

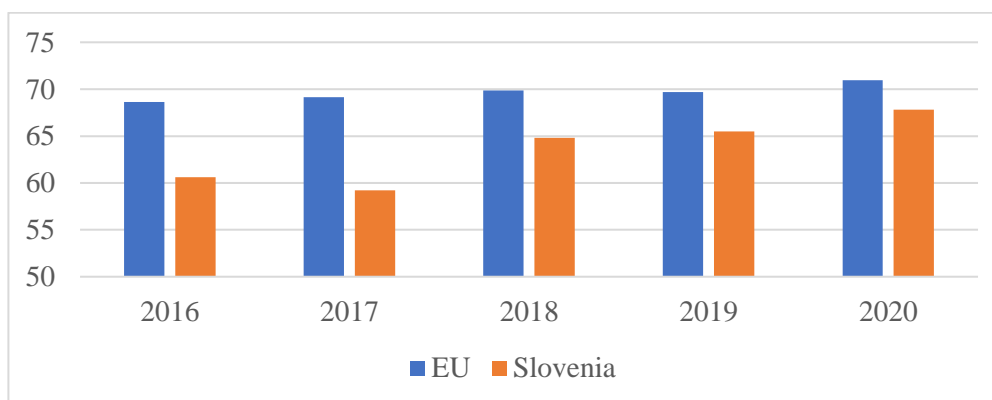
4.5 Analiza kazalnikov ekonomske svobode z vidika tveganega kapitala

V tem delu analize bom s primerjavo izbranih kazalnikov določila, kateri aspekti ekonomske svobode se morajo v Sloveniji izboljšati zato, da bo možen napredek v segmentu tveganih investicij oziroma tveganega kapitala. Ovrednotenje stanja delovanja trga tveganega kapitala bo opravljeno s pomočjo strukturiranih intervjujev posameznikov, ki upravljajo tvegan kapital.

V splošnem se je stopnja ekonomske svobode v Sloveniji v obdobju 2016 do 2019 izboljšala, Vendar je znotraj EU še vedno podpovprečna, saj je povprečje za EU v enakem obdobju imelo podoben trend, vendar z višjimi vrednostmi.

Iz slike 3 je razvidno, da je ekonomska svoboda pod evropskim povprečjem, čeprav je v Sloveniji pokazala izjemen napredek v opazovanem obdobju, saj je imelo višjo stopnjo rasti od povprečja EU. Prav tako je takšna slika bolj svobodne in podjetniške družbe vabljava za investicijske hiše in podjetja, ki se ukvarjajo s tveganimi naložbami ali naložbami v tvegan kapital.

Slika 3: Indeks ekonomske svobode, Slovenija in EU, 2016-2019



Vir: *The Heritage Foundation (2019)*.

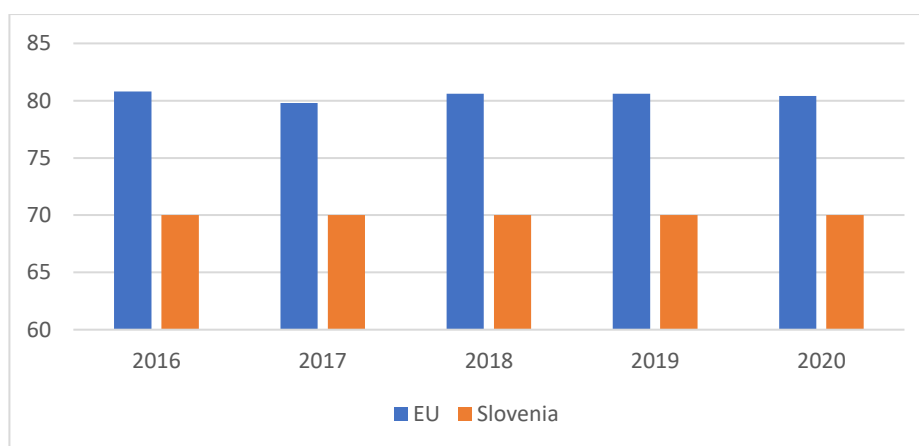
Vendar zgolj indeks ekonomske svobode ne pove dovolj o tem, ali je celotna gospodarska slika primerna za specifičen segment, kot je tvegani kapital. V nadaljevanju je predstavljeno gibanje dveh kazalnikov, ki skupaj opisujeta trg, ki je relevanten za podjetja, ki se ukvarjajo s tveganim kapitalom.

Prvi kazalnik je kazalnik investicijske svobode in je merjen glede na možnosti in postopke, povezane z delovanjem investicijskih družb v državi. Ker gre v opisu kazalnika za opisne spremenljivke, so stopnje poseganja države v delovanje prostega trga razdeljene na 10 razredov, ki imajo določeno vrednost. Ta vrednost je ponderirana z različnimi utežmi, ki so odvisne od velikosti trga in splošne makroekonomske slike.

Drugi kazalnik je kazalnik finančne svobode in je merjen glede na možnosti in delovanje celotnega finančnega sektorja in tujih finančnih družb v državi. Ker gre v opisu kazalnika za opisne spremenljivke, so v kriterijih razvrščanja opisane različne stopnje poseganja države v finančni sektor in temu primerno rangirane z višjo ali nižjo vrednostjo.

Iz slike 4 je razvidno, da je nivo investicijske svobode v Sloveniji v primerjavi z nivojem EU nižji. To botruje dejstvu, da je država udeležena kot lastnik v različnih družbah, ki se ukvarjajo z investiranjem in tako vpliva na odločitve teh družb. S tem je investicijska svoboda omejena, saj je vključen državni interes, ki usmerja strateške cilje investiranja. Indeks investicijske svobode je v povprečju nižji v Sloveniji v primerjavi z EU, za 10 indeksnih točk, ker je sprejemljiv pas glede na to, da je investicijska svoboda v Slovenij in EU dokaj visoka (med 70 in 80). Iz tega lahko sklepamo, da je ekonomska svoboda investiranja podjetij in posameznikov zelo visoka in omogoča dokaj prost pretok kapitala. Na podlagi vrednosti indeksov lahko ugotovimo, da v državah EU, kot tudi v Sloveniji, ni večjih trendov v zadnjih petih letih glede omejevanja ali večje liberalizacije investiranja posameznikov. Glede na svobodo investicij lahko pričakujemo, da imajo posamezniki in podjetja veliko možnosti za investiranje in bogatenje svojega premoženja, torej da ni večjih zakonskih omejitev pri trgovanju s finančnimi instrumenti in vrednostnimi papirji na organiziranem trgu.

Slika 4: Indeks investicijske svobode, Slovenija in EU, 2016-2019

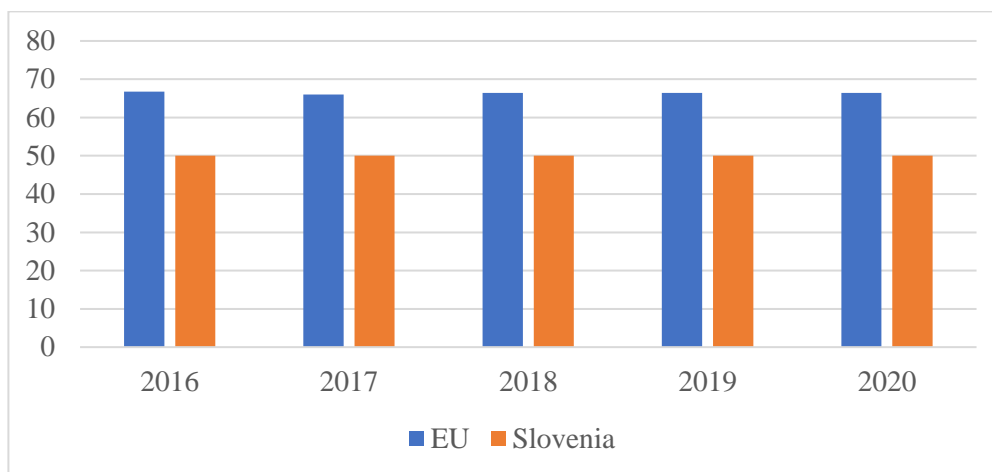


Vir: The Heritage Foundation (2019).

Kot je razvidno iz slike 5 je indeks finančne svobode v povprečju nižji za 10 indeksnih točk, v Sloveniji v primerjavi z EU, kar je sprejemljiv pas glede na to, da je finančna svoboda v Slovenij in EU dokaj visoka (med 70 in 60). Iz tega lahko sklepamo, da je finančna svoboda investiranja podjetij in posameznikov zelo visoka in omogoča dokaj prost pretok kapitala. Na podlagi vrednosti indeksov lahko ugotovimo, da v državah EU kot tudi v Sloveniji ni večjih trendov v zadnjih petih letih glede omejevanja ali večje liberalizacije investiranja posameznikov. Glede na finančno svobodo lahko pričakujemo, da imajo posamezniki in podjetja veliko možnosti za investiranje in bogatenje svojega premoženja, torej da ni večjih

zakonskih omejitev pri trgovanju s finančnimi instrumenti in vrednostnimi papirji na organiziranem trgu.

Slika 5: Indeks finančne svobode, Slovenija in EU, 2016-2019



Vir: The Heritage Foundation (2019).

Indeks finančne svobode pa odraža določila v Zakonu o družbah s tveganim kapitalom. Z vzpostavitvijo samega zakona ni večjih odmikov od svobode finančnega poslovanja, so pa večji odmiki pri vsebini in določilih v zvezi s poslovanjem podjetij tveganega kapitala. Problematično je dejstvo, da država predvideva veliko omejitev pri delovanju, poleg posegov v strukturo investicij, zakon posega tudi v delovanje družbe na način, da določa obveznost navedbe dejavnosti firme v ime podjetja. Prav tako je podjetje, ki se ukvarja s tveganim kapitalom bolj svobodno iz vidika višine investicij v prvih treh letih svojega obstoja, nato ima zgornjo omejeno vrednost lastniškega deleža. Poleg tega mora podjetnik, ki vidi priložnost v veliki investiciji, za takšno investicijo praktično odpreti novo podjetje, ki se bo lahko ukvarjalo s takšnimi posli. Prav te omejitve pripomorejo k nizki stopnji finančne svobode v Sloveniji. V primerjavi z EU je Slovenija v povprečju dosegala nižje indeksne vrednosti za 15 indeksnih točk, kar pomeni, da so države članice zakonsko bolj fleksibilne glede investicij družb tveganega kapitala, kar je tudi znak za Slovenske zakonodajalce, da svoje omejitve preoblikujejo oziroma odpravijo, v kolikor želimo imeti funkcionalen trg tveganega kapitala in tveganih investicij.

SKLEP

V tem zaključnem delu je predstavljena analiza tveganega kapitala v Sloveniji. Tvegani kapital ima v Sloveniji negativno konotacijo, saj so bile zadnje zakonodajalčeve spremembe plod zloma trga po letu 2008. Takrat so za podjetja tveganega kapitala nastopile dodatne omejitve, ki veljajo še danes. Glede na to, da takšno pravno stanje ostaja vse od spremembe zakona v letu 2009, ki je bila v tistem času sicer nujno potrebna, danes takšnih omejitev ne potrebujemo

več, saj je bila gospodarska rast od leta 2009 dokaj stabilna. Makroekonomska slika Slovenije se je izboljšala, vendar se investicije podjetij tveganega kapitala niso mogle sprostiti.

Zaradi zakonskih omejitev je tudi število podjetij, ki se ukvarjajo s tveganimi kapitalom, torej registriranih družb tveganega kapitala, malo. Ker je za opravljanje takšne dejavnosti potreben velik kapitalski vložek skupaj z ustanovitvijo podjetja, to odvrne veliko podjetnikov v opravljanje takšnih storitev. Podjetja morajo za svoje uspešno delovanje imeti vsaj nekaj svobode, še posebej kadar gre za strateške investicije. Podjetja prav tako med seboj niso primerljiva, saj se njihove bilance razlikujejo glede na portfolio, ki ga imajo. Nekatera podjetja vlagajo v zagonska podjetja z velikim potencialom, ki so pretežno tehnološke narave, medtem ko druga podjetja vlagajo v popolnoma storitvena zagonska podjetja oziroma v koncepte, ki so šele v fazi nastajanja. Primerjava takšnih investicij ni možna, prav tako je z omejitvami zakonodajalca (ZDTK in ZISDU-3) nemogoče ustvariti kapitalske presežke, ki bi tako podjetju, ki prodaja lastniški delež, kot družbi s tveganim kapitalom omogočilo hitrejšo rast.

S pomočjo analize kazalnikov poslovnega okolja in ekonomske svobode lahko zaključimo, da je trg tveganega kapitala v Sloveniji za povprečjem EU in da so na tem področju potrebne spremembe, v kolikor želimo razvijati svojo podjetniško strukturo na trgu. Zakonodajalcu na tem mestu priporočamo, da omogoči večjo liberalizacijo na področju investiranja tveganega kapitala kot tudi večjo svobodo pri ustanavljanju podjetij s to dejavnostjo. Prav tako priporočamo, da je vsako podjetje, ki se ukvarja z investiranjem v druga podjetja, razbremenjeno nedostopnosti registriranja dejavnosti družb tveganega kapitala. Za zdaj kazalniki ne kažejo trenda v pozitivni smeri večje debirokratizacije in sproščanja investicijskih omejitev na tem trgu, zato bo verjetno stanje srednjeročnih in kratkoročnih investicij tveganega kapitala ostalo na današnjem nivoju še nekaj let, saj so te investicije časovno omejene v povprečju na največ osem let. Ob dospelosti investicije bo podjetje, v katerega je bil investiran tvegani kapital ustvarjalo dodano vrednost za svoje nove lastnike, medtem ko se bodo investicije tveganega kapitala počasi umaknile v tujino, kjer je njihov denar časovno in pravno bolje obravnavan.

LITERATURA IN VIRI

1. Abbasi, W. A., Wang, Z. & Abbasi, D. A. (2017). Potential Sources of Financing for Small and Medium Enterprises (SMEs) and Role of Government in Supporting SMEs. *Journal of Small Business and Entrepreneurship Development*, 5(2), 39-47.
2. APL Agencija. (2017, 21. november). Pregled več kot 15 različnih virov financiranja podjetja. Pridobljeno 17. avgusta 2020 iz <https://www.apl-agencija.si/viri-financiranja-podjetja/>
3. Avdeitchikova, S. & Landström, H. (2016). The Economic Significance of Business Angels – Towards Comparable Indicators. V H. Landström & C. Mason (ur.), *Handbook of Research on Business Angels* (str. 53-75). Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

4. On Deck Capital, Inc. (brez datuma). *Crowdfunding / Crowdsourcing Business Financing Guide*. BusinessLoans.Com. Pridobljeno 20. avgusta 2020 iz <https://www.businessloans.com/guide/crowdfunding/>
5. CIA. (2017). *The World Factbook—Central Intelligence Agency*. Pridobljeno 20. avgusta 2020 iz <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ri.html>
6. Cressy, R. & Olofsson, C. (1997). *European SME Financing: An Overview*. *Small Business Economics* 9(2), 87–96.
7. Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A. & Dushnitsky, G. (2017). A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators. *Journal of Management*, 43(6), 1820–1853.
8. DTK Murka, družba tveganega kapitala, d. o. o. (2019). *Letno poročilo 2019*. Ljubljana: DTK Murka, družba tveganega kapitala, d. o. o.
9. Evropska komisija. (2020a). *EFSI Equity instrument*. Pridobljeno 22. avgusta 2020 iz https://www.eif.org/what_we_do/equity/efsi/index.htm
10. Evropska komisija. (2020b). *ESCALAR Programme*. Pridobljeno 17. avgusta 2020 iz https://www.eif.org/what_we_do/equity/escalar/index.htm?lang=-en
11. Gradišar, M. (2003). *Uvod v informatiko*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
12. Gražl, M. (2011). *Financiranje malih in srednje velikih podjetij ter tvegani kapital kot vir financiranja* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
13. Gulja, S. (2006). *Skladi tveganega kapitala kot vir financiranja podjetij* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. The Heritage Foundation. (2019). *Index of Economic Freedom: Promoting Economic Opportunity and Prosperity by Country*. Pridobljeno 7. avgusta 2020 iz <http://www.heritage.org/index/>
15. Levinsohn, D. (2014). *The Role of Accelerators in the Development of the Practising Social Entrepreneur*. Jönköping: Jönköping International Business School.
16. Lu, J. W. & Beamish, P. W. (2006). Partnering strategies and performance of SMEs' international joint ventures. *Journal of Business Venturing*, 21(4), 461–486.
17. Nikolič, B. (2012). *Alternativne oblike naložb – Skladi absolutnega donosa*. Ljubljana: Fakulteta za upravo.
18. Odprti podatki Slovenije OPSI (2018) *Register družb tveganega kapitala*. Najdeno 25. avgusta 2020 iz https://podatki.gov.si/dataset/register_druzbtveganega_kapitala
19. Poslovni angeli Slovenije. (2020). *O nas*. Pridobljeno 10. avgusta 2020 iz <https://www.poslovniangeli.si/si/o-nas>
20. RSG Kapital. (2020). *RSG Kapital*. Pridobljeno 22. avgusta 2020 iz <http://www.rsg-capital.si/portfelj>
21. Segal, T. (2019a). *How Term Loans Work*. Investopedia. Pridobljeno 20. avgusta 2020 iz <https://www.investopedia.com/terms/t/termloan.asp>
22. Segal, T. (2019b). *The Difference Between Revolving Credit vs Line of Credit*. Investopedia. Pridobljeno 19. avgusta 2020 iz

<https://www.investopedia.com/ask/answers/110614/what-are-differences-between-revolving-credit-and-line-credit.asp>

23. Smolarski, J. & Kut, C. (2011). The impact of venture capital financing method on SME performance and internationalization. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 7(1), 39–55.
24. Zavod mladi podjetnik. (2016, 4. maj). Vse, kar ste si vedno želeli vedeti o tveganem kapitalu. *Mladi podjetnik*. Pridobljeno 17. avgusta 2020 iz <https://mladipodjetnik.si/novice-in-dogodki/novice/vse-kar-ste-si-vedno-zeleli-vedeti-o-tveganem-kapitalu>

PRILOGA

Priloga 1: Vprašalnik

1. Skladi tveganega kapitala predstavljajo vir financiranja za podjetja, je ta vir financiranja javno dostopen?
2. Na kakšno časovno obdobje so omejena sredstva za določeno podjetje v sklopu skladov tveganega kapitala?
3. Kako je podjetje omejeno pri financiranju s tveganim kapitalom?
4. Ali je tvegani kapital pogosta oblika financiranja podjetij v Sloveniji?
5. Iz kje se skladi tveganega kapitala pretežno financirajo?
6. Ali obstajajo zasebna združenja, ki delujejo kot sklad tveganega kapitala?
7. Je za podjetje bolj ugodno financiranje s tveganim kapitalom ali z zasebnim kapitalom?
8. Koliko nepovratnih/povratnih sredstev je Slovenski podjetniški sklad podelil v lanskem letu?
9. Ali je slovenski podjetniški sklad največji sklad tveganega kapitala v Sloveniji?
10. Kakšne so zakonske omejitve pri sklepanju pogodb s skladom tveganega kapitala? So podjetja zaščiteni v primeru, da svojih obveznosti ne morejo izpolniti?
11. Kako je zaščiten sklad v primeru neizpolnitve obveznosti s strani podjetja?
12. Komu sklad odgovarja v kolikor operira z javnimi sredstvi?
13. Ali so skladi tveganega kapitala bolj ugodni od bančnih posojil in zakaj?
14. Kakšna je prihodnost skladov tveganega kapitala v Sloveniji?
15. Kakšni so izzivi pri delovanju skladov tveganega kapitala?
16. Kako skladi tveganega kapitala delujejo v slovenskem pravnem prostoru? Katere zakonske omejitve omejujejo prosto delovanje skladov tveganega kapitala?