

Obstoj vrzeli lastniškega kapitala v Sloveniji

JAKA VADNJAL

GEA College – Visoka šola za podjetništvo, Slovenija

MARINA LETONJA

GEA College – Visoka šola za podjetništvo, Slovenija

Tvegani kapital je pomemben dejavnik razvoja podjetništva in nastanka novih, na znanju in tehnologijah temelječih podjetij. V tranzicijskih gospodarstvih intenzivnost takih naložb zaostaja za razvitimi tržnimi gospodarstvi, zato se Evropska unija in posamezne vlade ukvarjajo z izzivom povečanja tovrstnega financiranja. Ponudba javno financiranih skladov je vse večja, kar lahko pomeni intervencijo na predpostavki vrzeli lastniškega kapitala – obseg povpraševanje torej presega obseg ponudbe. Dilema pri tem je, ali je povpraševanje dejansko tako, kot je ocenjeno, in ali vrzel zares obstaja, saj je v nasprotnem primeru povečanje ponudbe neučinkovito in poruši ravnotežje trga. Članek poskuša odgovoriti na vprašanje, ali vrzel v Sloveniji zares obstaja.

Ključne besede: podjetništvo, inovativnost, podjetniška rast, financiranje, tvegani kapital

Uvod

NAMEN RAZISKAVE O OBSTOJU VRZELI
LASTNIŠKEGA KAPITALA

Vzpostavitev enotnega evropskega trga finančnih storitev je eden od strateških ciljev Evropske unije. Evropska komisija spodbuja članice, da bi skupaj zagotovili čim primernejše okolje za delovanje finančnih storitev s ciljem spodbujati podjetništvo za nadaljnji razvoj in višjo stopnjo konkurenčnosti, zato so dejavnosti na tem področju pomembna prednostna naloga Komisije.

Članek je nastal na podlagi študije, ki jo je 2006 naročilo ministrstvo za gospodarstvo (Vadnjal in dr. 2006). Slovenija se glede intenzivnosti lastniškega financiranja ne razlikuje od drugih tranzicijskih gospodarstev (Wright, Pruthi in Lockett 2005; Farag in dr. 2004), kjer slabo aktivnost pripisujejo predvsem pomanjkanju kulture vlaganja zaradi prekinjene kapitalistične tradicije (Meyer 2007; Klonowski, 2005) in posledično slabšemu razumevanju principov tovrstnega financiranja (Mason 1999; Bruton in Ahlstrom 2003). Zato poskušamo v članku odgovoriti na vprašanje, ali je smiselno s keynesianskimi

ukrepi spodbujati tovrstno financiranje, bodisi s spodbujanjem povpraševanja bodisi s spodbujanjem ponudbe tveganega kapitala in sorodnih oblik financiranja. Vladni programi, ki temeljijo na sofinanciranju zasebnih naložb, so poznani tudi iz drugih gospodarstev (ZDA, Nemčija, Velika Britanija, zato razmišljanje o tem ni tranzicijska posebnost (Sunley in dr. 2005).

STRUKTURA ČLANKA

V uvodnem poglavju predstavimo kontekst raziskave, pri čemer poskušamo s primerjavo z razvitimi trgi pokazati na vlogo tveganega kapitala in ključna zanimanja raziskovalcev. Opredelimo tudi raziskovalno paradigmo. V drugem poglavju prikažemo teoretično ozadje raziskave, njen namen in opredelimo uporabljeno terminologijo. Najprej na podlagi raziskovalne literature predstavimo vidike pozitivnega vpliva trga tveganega kapitala na gospodarski razvoj. Sledi pregled trga tveganega kapitala v Evropski uniji. Poglavje končujemo s predstavitvijo modela, ki je osnova za proučevanje smiselnosti morebitnega posredovanja na trg tveganega kapitala v Sloveniji. V tretjem poglavju opredelimo vsebinski in metodološki okvir raziskave. Definiramo dva ključna raziskovalna sklopa: (1) ponudbo tveganega kapitala in (2) povpraševanje po tveganem kapitalu, ter postavimo raziskovalne hipoteze. V četrtem poglavju predstavimo rezultate in ugotovitve. V petem poglavju končujemo s pregledom potrditev hipotez ter sklepov in priporočil.

Teoretično ozadje

OPREDELITEV TVEGANEGA KAPITALA

Tvegani kapital uvrščamo v panogo upravljanja zasebnega premoženja. Gre za najbolj specifično obliko, ki je ni mogoče neposredno primerjati z drugimi finančnimi storitvami (Freshwater in dr. 2001). Posebnost panoge je v relativno visokem tveganju naložb v inovativne podjetniške projekte s potencialom hitre rasti. Ta rast postane še bolj izrazita in dolgoročna, ko so podjetja financirana s tveganim kapitalom (Gompers in Lerner 2001). Taka podjetja so tudi hitrejša pri razvoju novih izdelkov in storitev, bolj radikalna in ambiciozna v produktnem in procesnem inoviranju in prijavljajo več patentov (Hellman in Puri 2000). Prav zaradi nedvoumno pomembne vloge, ki jo v ekonomskem razvoju igrajo s tveganim kapitalom financirana podjetja, je ta tema deležna precejšnje pozornosti akademskih raziskovalcev in načrtovalcev ukrepov za spodbujanje gospodarske rasti (Botazzi in Da Rin 2002).

Ključni del ustvarjanja dodane vrednosti v vlaganju ni špekulativ-

PREGLEDNICA 1 Razlike v terminoloških opredelitvah

Industrija lastniškega kapitala			
Evropa	Tvegani kapital (ang. venture capital)	Kapital za razširitev (ang. expansion capital)	Kapital za odkup (ang. buy-outs)
ZDA	Tvegani kapital (ang. venture capital)		Lastniški kapital (ang. private equity)

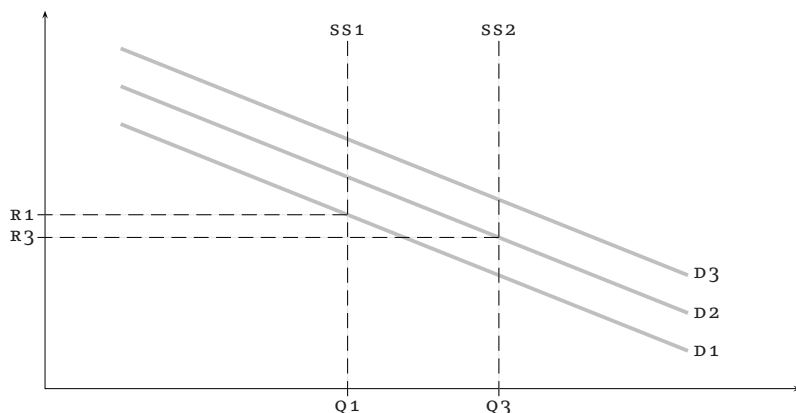
ne narave, temveč izhaja iz neposrednega dolgoročnega vpliva, ki ga imajo vlagatelji na podjetje. Gre za obliko upravljanja premoženja, kjer je še posebno opazna podjetniška sposobnost vlagateljev (Campbell 2003). Med evropskim in ameriškim razumevanjem tveganega kapitala so razlike (preglednica 1). V Sloveniji se je uveljavil izraz tvegani kapital, ki ga uporabljamo v nadaljevanju članka. Izraz ni najprimernejši, saj gre vsebinsko za razvojni kapital, s katerim vlagatelji načrtujejo donose, pri čemer se zavedajo visokega tveganja. Najpomembnejši vlagatelji v sklade tveganega kapitala v Evropi so banke, pokojninski skladi in zavarovalnice, ki v evropske sklade skupaj prispevajo približno 60 % kapitala (Cumming in MacIntosh 2003).

RAZVOJ TRGA V EU

Globalni trg tveganega kapitala je koncentriran v ZDA in Veliki Britaniji (Baygan 2003). Ameriški trg je v letih 1983–2005 upravljal 990 milijard evrov kapitala. V Evropi je bilo zbranih 350 milijard kapitala oziroma več kot polovica svetovnega trga (Hermann, Liebig in Tödter 2004). Znatno skok v letu 2005 zbranih sredstev pomeni, da panoga okreva po krizi v letih 2002–2004. Najbolj so se povečala sredstva v skladih za managerske odkupe, ki so bili leta 2005 kar 80-odstotni delež zbranih sredstev. Sredstev za financiranje zgodnjih faz razvoja podjetja je v Evropi samo 6 % vseh sredstev. Od internetnega mehurčka naprej se tveganega kapitala v Evropi ne drži najboljši sloves, vendar zanimanje za njegovo proučevanje narašča (Wright, Locket in Pruthi 2002). Šele v letu 2005 se je po uspešnih in medijsko odmevnih izhodih (podjetja CSR, Skype in Q-cells) njegov ugled začel popravljati. Napoved vpliva aktualne svetovne finančne krize bi bilo ugibanje, vendar nekatere študije kažejo, da finančne krize lahko pozitivno vplivajo na razvoj trga tveganega kapitala (Chu in Hisrich 2001).

EKONOMSKI MODEL TRGA TVEGANEGA KAPITALA

Slika 1 prikazuje model vzpostavljanja tržnega ravnotežja. Obseg povpraševanja po kapitalu (D) je enak obsegu ponudbe (S) in ravnotežje vzpostavljeno pri količini kapitala (Q_1) in donosnosti (R_3).



SLIKA 1 Vzpostavljanje ravnotežja na trgu tveganega kapitala (prirejeno po Lerner 2002)

Model uporabljamo ob predpostavki konkurenčne tržne strukture s kritičnim številom ponudnikov in povpraševalcev po kapitalu in polne informiranosti vseh subjektov.

Predpostavimo, da je na trgu v Sloveniji anekdotično zaznано povečanje povpraševanja (z D_1 na D_2 in celo D_3), vendar v realnosti nastopi problem ustreznosti ocene povečanja. Lerner (2002) je dokazal, da je zaradi kompleksnosti procesa, ki ga ne popisuje nobena obstoječa metodologija, ocena lahko le zelo robustna in pogosto precenjena. Dejansko povpraševanje je torej D_2 in ne D_3 . Kratkoročno je ponudba tveganega kapitala zelo neelastična (SS_1 in SS_2), ker novega sklada ni mogoče hitro organizirati in ni verjetno, da bi kratkoročno vstopili na trg ponudniki iz tujine.

Ponudniki kapitala se na povečano povpraševanje odzovejo in začnejo organizirati nove sklade, zbirati sredstva od vlagateljev in jih ponujati na trgu. Pogosto se zgodi eden od treh scenarijev: (1) ponudba preveč intenzivno reagira na povpraševanje, (2) povpraševanje je precenjeno ali (3) povpraševanje se spet zmanjša, preden ponudba reagira. Zato se ravnotežje vzpostavi na presečišču kratkoročne ponudbe (SS_2) in povpraševanja (D_2), pri količini (Q_3) in pričakovanem donosu (R_3). To pomeni, da je financiranih več projektov z manjšo pričakovano donosnostjo oziroma so financirani tudi manj kakovostni projekti. Podoben učinek lahko ima tudi spodbujanje trga tveganega kapitala s povečanjem ponudbe, financirane iz javnih virov. Lerner (2002) zato meni, da je bolj smiselno, da država poskrbi za programe, ki bi povečali povpraševanje po tveganem kapitalu, saj

je učinkovitost spodbujanja ponudbe zelo vprašljiva in doslej empirično slabo dokazana.

Vsebinski in metodološki okvir raziskave

HIPOTEZE

Na podlagi anekdotičnih opazovanj slovenskega trga in poznavanja problematike financiranja podjetniških projektov ter upoštevanja raziskovalnih vprašanj, ki so zanimala naročnika, smo definirali naslednje hipoteze, ki jih podpiramo tudi z izsledki teoretičnih raziskav.

- H1 *Razumevanje principov in namena financiranja s tveganim kapitalom je v Sloveniji relativno skromno, kar vpliva tudi na povpraševanje po tovrstnem financiranju (Mason 1999; Bruton in Ahlstrom 2003).*
- H2 *Na slovenskem trgu obstaja vrzel v lastniškem financiranju, ki se kaže ko presežek povpraševanja po lastniških virih sredstev nad ponudbo (Campbell 2003; Cosh in Hughes 2003).*
- H3 *To vrzel bi bilo mogoče preseči z dodatno ponudbo lastniškega financiranja v obliki javnega sklada tveganega kapitala, saj ni mogoče pričakovati, da bi dodatno ponudbo lahko zagotovili iz virov, ki so običajni v razvitih gospodarstvih (Mayer, Schoors in Yafeh 2003).*

POTENCIAL PONUDBE TVEGANEGA KAPITALA

V svetu je težko najti prevladujoči model financiranja skladov tveganega kapitala. Glavni viri so (Mayer, Schoors in Yafeh 2003): pokojninski skladi v Veliki Britaniji, zavarovalnice na Japonskem, banke v Nemčiji in korporacije v Izraelu. Kot potencialni dobavitelji sredstev v sklade so v intervjujih sodelovali predstavniki 28 finančnih institucij, kot jih prikazuje preglednica 2.

Vzorec za sodelovanje je bil izbran z oportunistično metodo, kar pomeni, da smo k sodelovanju povabili institucije, v katerih smo prek osebnih stikov prišli do sogovornikov na vodilnih položajih, ki lahko v skladu z nameni raziskave kompetentno napovedujejo stanja in procese v prihodnosti. Pripravljenost na sodelovanje ocenjujemo kot zelo dobro. V večini primerov je na strani institucije sodeloval po en sogovornik, ki je zasedal najmanj položaj izvršnega direktorja. V večini primerov so bili sogovorniki člani uprav ali glavni direktorji. Vse intervjuje sta opravila avtorja članka v obdobju od julija 2006 do marca 2007. Intervjuji so bili pol strukturirani z osmimi odprtimi vprašanji in možnostjo prostega razvijanja posameznih misli.

PREGLEDNICA 2 Potencialni vlagatelji v sklade tveganega kapitala

Banke (9)	Nova Ljubljanska Banka, Abanka, Banka Koper, Probanka, Poštna banka, Hranilnica Lon, Banka Celje, Raiffeisen Krekova banka, Nova Kreditna Banka Maribor
Zavarovalnice (4)	Zavarovalnica Triglav, Adriatic Slovenica, Prva pokojninska družba, Sklad obrtnikov in podjetnikov
Finančne hiše (11)	Horizone Venture Management, Poteza, KD Holding, Aktiva invest, Individa, Ilirika, Taxgroup, Perspektiva, Sivent, RSG fund, NLB sklad
Korporacijski vlagatelji (14)	Ilirija, Mura, ETI, Blues, EMO orodjarna, Alpina, Petrol, Danfoss Trata, AC Cosmos, Kovinoplastika Lož, Brest, Litostroj Krka, Gorenje

Intervjuji so bili opravljeni v poslovnih prostorih intervjuvancev in so v povprečju trajali približno eno uro. Stališča in informacije so bile sproti zapisane ter pozneje analizirane in urejene v posamezne ugotovitve.

POTENCIAL POVPRŠEVANJA

Cilj raziskovanja povpraševanja je oceniti obseg povpraševanja po tveganem kapitalu. Izhajamo iz ugotovitve, da je povpraševanje določeno s tremi skupinami dejavnikov (Schertler 2003): (1) podjetniška iniciativnost posameznikov, (2) inovacijski potencial ekonomskega okolja, katerega posledico so številne inovativne ideje z ambicijo po podjetniški realizaciji, in (3) institucionalno okolje, ki sprejema odločitve o številu in pogojih financiranja inovativnih idej. Saetre (2001) ugotavlja, da gre za induktivno raziskovanje, kjer vzorčenje temelji na teoretični selekciji, ki je primernejša od naključne selekcije kot osnove deduktivnega raziskovanja. Kot najprimernejšo obliko zbiranja podatkov literatura priporoča »ohlapno strukturirani intervju« (Miles in Huberman 1994), ki omogoča nabor zadovoljive baze informacij za kvalitativno izoblikovanje teorije in hipotez (Andersen in Bollerslev 1997).

Marino (2006) med vrsto virov naložbenih projektov posebej omenja subjekte podpornega okolja za podjetništvo in inkubatorje. Murray (1994) ocenjuje, da polovica predlogov za naložbe prihaja v sklade prek zasebnih ali javnih posrednikov, kamor štejemo različne institucije, ki se ukvarjajo s podporo podjetništvu. Harrison in Mason (1996) ugotavljata, da pomembno vlogo pri tem lahko odigrajo lokalni podjetniški centri.

Ocenjujemo, da je izbor podjetij v tehnoloških parkih, podjetniških inkubatorjih in univerzitetnih inkubatorjih po eni strani (Callegatti, Grandi in Napier 2005) in potencial »spin-off« na drugi strani ko-

PREGLEDNICA 3 Subjekti inovativnega okolja

Univerzitetni inkubatorji (3)	Univerza v Ljubljani, Univerza v Mariboru, Univerza na Primorskem
Poslovni inkubatorji (3)	Sežana, Murska Sobota, Smartstart
Tehnološki parki (3)	Tehnološki park Ljubljana, Štajerski tehnološki park, Primorski tehnološki park
Drugi (2)	BSC Kranj, SRC Slovenske Konjice

rekten, saj sta v obeh primerih izpolnjena vsaj dva od treh pogojev, kot jih opisuje Schertler (2003). Gre za številčno majhen vzorec, kar utemeljuje kvalitativno metodo. Proti kvantitativnemu raziskovanju priča pretekla izkušnja (Vadnjal in Glas 2003), kjer se je naključno vzorčenje večjega števila podjetij z namenom anketirati za raziskovanje tveganega kapitala pokazalo kot nesmiselno.

Odcepljena (angl. spin-off) podjetja, ki jih posamezniki ali raziskovalne ekipe ustanovijo na podlagi izsledkov temeljnega raziskovanja v večjih podjetjih ali raziskovalnih inštitutih in potrebujejo sredstva za dokončanje razvoja produkta in vstop na trg, so eden najpomembnejših virov povpraševanja po tveganem kapitalu (Ernst & Young 2006). Na podlagi intervjujev smo poskušali odgovoriti na vprašanja (Tubke 2003):

1. Kako se v inovativnem okolju lahko razvijajo morebitne podjetniške ideje, ki bi bile zanimive za vlaganje tveganega kapitala?
2. Ali je mogoče takšne procese kakor koli pospeševati in spodbujati?
3. Kakšna je ocena obsega povpraševanja in dinamike sredstev iz skladov tveganega kapitala. V preglednici 3 so prikazani sodelujoči subjekti inovativnega okolja. Skupaj smo opravili 11 intervjujev z direktorji posameznih institucij. Za te sogovornike smo predpostavili, da zaradi dobrega poznavanja potreb svojih inkubiranih podjetij lahko kompetentno ocenijo povpraševanje po tveganem kapitalu. Tudi za raziskovanje povpraševanja sta avtorja opravila vse pogovore, in sicer z metodo pol strukturiranega intervjuja.

Prevladujoči metodološki kontekst raziskave je torej kvalitativna metoda zbiranja informacij na podlagi pol strukturiranih intervjujev in posameznih študij primerov. Kljub zavedanju velike pomanjkljivosti take metode – ko s kvalitativnimi metodami poskušamo naslavljalati kvantitativne cilje (Davidsson 2005) – je prevladala ocena, da ustrežnejšega raziskovalnega instrumentarija ni na voljo.

Rezultati in ugotovitve

Na podlagi teoretičnih okvirov, ki jih prikazujemo v drugem poglavju, in metodologije v tretjem poglavju tega članka, predstavljamo ugotovitve dveh raziskovalnih sklopov: ponudba kapitala in povpraševanje po kapitalu v subjektih podpornega okolja. Med podjetji, ki so sodelovala v raziskavi, skoraj ni bilo zaznati dejavnosti »spin-off«, kot jih pozna teorija, zato je povpraševanje iz tega vira ocenjeno kot nično, tako da rezultatov v tem poglavju ne navajamo in se omejimo na povpraševanje v subjektih inovativnega okolja.

PONUDBA TVEGANEGA KAPITALA

Ponudbeno stran trga tveganega kapitala ocenjujemo z naslednjih vidikov: (1) znanje ključnih igralcev o tveganem kapitalu, (2) obseg sredstev, ki so potencialno na voljo, (3) ovire za vzpostavitev aktivnejšega trga tveganega kapitala, (4) pričakovanja glede donosov v sklade tveganega kapitala, (5) izkušnje z lastniškimi naložbami, (6) interes za sodelovanje z državnim skladom tveganega kapitala, (7) kadrovske potenciali za upravljanje skladov in (8) možnosti izstopov. Z raziskovalno ambicijo preveriti njihova stališča smo vsem sogovornikom na intervjujih zastavili odprta vprašanja, ki so skupaj s povzetki odgovorov razvidna v preglednici 4.

Znanje o tveganem kapitalu ocenjujemo na podlagi subjektivne presoje oziroma ocen in mnenj sogovornikov. Poznavanje logike lastniškega financiranja je v splošnem dobro, vendar moramo biti previdni, saj večina sogovornikov zaseda najvišje položaje v organizacijah, zato je njihovo znanje o omenjeni problematiki najbrž nadpovprečno. Znanje je bolj teoretično kot praktično.

Obseg sredstev v smislu kvantitativne ocene, ki bi jo bilo mogoče dobiti na osnovi kvalitativnih načinov zbiranja informacij, je metodološko sporen (Davidsson 2005, 60). Zato si za robustno oceno kapitalskega potenciala pomagamo z mnenjem enega od najbolj izkušenih udeležencev v raziskavi – ob predpostavki odprave zakonskih ovir na področju bančništva: »Vse banke bi brez škode za poslovni rezultat lahko usmerile 1 % svojih sredstev, ki jih imajo na podlagi zbranih vpoglednih vlog in kratkoročnih depozitov, v sklade tveganega kapitala.«

Podobno oceno, ki smo jo preigrali z drugim sogovornikom z dolgotrajnimi izkušnjami iz bančništva, lahko dobimo tudi s predpostavko, da banke lahkoodobrijo toliko posojil, da jih s svojim kapitalom pokrivajo do višine 8 %. Banke v Sloveniji to pokritje zagotavljajo v povprečju v 10 %, kar pomeni, da bi banke del svojega razpoložljivega

PREGLEDNICA 4 Potencialna ponudba tveganega kapitala

Vprašanje	Zbrani rezultati – stališča
Kako ocenjujete znanje o tveganem kapitalu v Sloveniji?	• relativno dobro teoretično znanje • zelo malo ali nič izkušenj
Kakšen obseg sredstev je mogoče pričakovati iz vaše institucije?	• kratkoročne ocene: do 1 % bilančnih vsot • dolgoročno: red velikosti nekaj 100 milijonov evrov kapitala v Sloveniji
Kakšne so ključne ovire pri vlagateljih?	• zakonodaja, predvsem davčna zaradi odsotnosti olajšav • kultura vlaganja, čeprav naj bi bili Slovenci precej nagnjeni k tveganju
Kakšni so pričakovani donosi na naložbo?	• pričakovanje 20 % letnega donosa • donosi niso jasno artikulirani • možnosti alternativnih naložb (vrednostni papirji, nepremičnine)
Kakšne so izkušnje z lastniškimi naložbami?	• predvsem iz naslova konverzije terjatev v lastniške deleže • različen pogled: aktivno upravljanje ali čim prejšnja prodaja
Kakšen je interes in mnenje o sodelovanju z državnim skladom tveganega kapitala	• praktično ni interesa za vlaganje v državni sklad • približno polovični interes za sovlaganje z državnim skladom v posamezne projekte
Kakšen je kadrovski potencial za trg tveganega kapitala v Sloveniji?	• ena od večjih ovir • ni izkušenj in šolanja
Kakšne so izstopne možnosti za naložbe?	• za javne prodaje malo možnosti • več možnosti s prodajo strateškim partnerjem

kapitala lahko uporabile za pokrivanje tveganih naložb. Po besedah predstavnikov bank so pomemben potencialni vir za nekoliko bolj tvegane naložbe v podjetniške projekte tudi premožni posamezniki, katerim premoženje upravljajo posebni oddelki.

Ovire pri potencialnih domačih vlagateljih so predvsem zakonske narave. V Sloveniji ni spodbudnega zakona za vlaganje v sklade tveganega kapitala in za kapitalska vlaganja v podjetja. Čeprav je zakonska podlaga za ustanavljanje družb tveganega kapitala urejena, bi lahko našteali še vrsto ovir, ki bi jih lahko umestili več skupin zakonov: (1) davčna zakonodaja (dohodnina, davek iz dobička pravnih oseb z olajšavami, davek na dodano vrednost); (2) bančna zakonodaja (s predpisovanjem kritja za naložbe), (3) zavarovalniška zakonodaja (z omejitvami za nalaganje presežkov sredstev), (4) zakonodaja o invalidskem in pokojninskem zavarovanju, (5) druga za-

konodaja (sodni register, notariat, delovnoppravna zakonodaja s to-gimi možnostmi za posebne oblike zaposlovanja in odpuščanja in podobno).

Večina sogovornikov se zaveda, da je zakonodaja le omejitev. Od-prava teh omejitev seveda ne more zagotavljati povečanja dejavnosti na področju tveganega kapitala. Velika ovira je v pomanjkanju kul-ture vlaganja, ki izhaja iz prekinjene podjetniške oziroma kapitali-stične tradicije in monopola družbene lastnine. Večina sogovornikov meni, da smo Slovenci k tveganju precej nagnjeni, kar dokazuje vrsta škandalov s finančnimi piramidami v preteklosti.

Sogovorniki so si enotni, da je priložnosti za donosne naložbe za-sebnega vlaganja toliko, da ni potrebe po kratkoročni strateški preu-smeritvi v znatno bolj negotovo panogo tveganega kapitala. Poudar-jajo, da je sklad tveganega kapitala mogoče relativno hitro in eno-stavno organizirati in večji izziv vidijo v pomanjkanju zanimivih pro-jektov.

Pričakovanja vlagateljev glede donosov naložb je iz intervjujev težko ovrednotiti. Večina sogovornikov je navajala pavšalna mnenja: »Saj se ve, koliko morajo taki skladi nositi«; »V tujini nosijo po 20 % ali še boljše več,« in podobno, kar kaže na malo izkušenj iz tovrstnega financiranja. Udeleženci v raziskavi pričakujejo, da se bo prej ali slej vzpostavil trg kot del evropskega trga, ki bo zagotavljal normalne do-nose. Ugotavljamo, da preference glede donosov med potencialnimi vlagatelji niso artikulirane.

Izkušnje z lastniškimi naložbami imajo predvsem banke in zavaroval-nice. Gre predvsem za naložbe, ki so v preteklosti nastale s konver-zijo terjatev v lastniške deleže. Pomenijo pomembno izkušnjo z upra-vljanjem in nadzorom takih naložb. Strateško gledanje na tovrstne naložbe je različno. Nekatere institucije želijo tudi iz teh naložb ma-kimalen donos. Zato aktivno sodelujejo pri prestrukturiranju in so pripravljene potrpežljivo počakati več let, da naložbe prodajo. Drug del udeležencev v raziskavi se drži načela, da se je treba ukvarjati zgolj z dejavnostjo, v kateri ima institucija ključne kompetence, zato poskušajo naložbe čim prej prodati. Pri lastniških naložbah prevla-duje povpraševanje po financiranju nepremičninskih projektov. Na-čelna opredelitev vseh institucij je, da bi lastniško vstopali v projekte, ki so komplementarni njihovi dejavnosti.

Interes in mnenje o sodelovanju z državnim skladom tveganega kapi-tala. Sogovorniki poudarjajo, da je pri načrtovanju državnega sklada tveganega kapitala treba biti pozoren predvsem na nevarnost, da bi državni sklad porušil tržno ravnotežje in s presežkom ponudbe pov-

zročil, da bi bili financirani projekti, ki v tržnih razmerah ne bi izpolnjevali pogojev za lastniško financiranje. S sogovorniki smo preverjali različne možnosti državne intervencije na trgu tveganega kapitala in izpostavili pet možnosti: popolnoma javni sklad, ki bi vlagal po tržnih načelih; javni sklad, ki bi deloval kot sofinancer druge naložbe; mešani sklad, v katerem bi država nastopala z manjšimi pričakovanji glede donosov; sklad skladov; garancijski instrument za tvegane naložbe. Največjo podporo sta v raziskavi dobili možnosti javnega sklada za sofinanciranje in javnega sklada skladov.

Kadrovski potenciali za vodenje in upravljanje s skladi so po mnenju večine sogovornikov precejšen problem, ki je razumljiv, saj je v Sloveniji malo izkušenj na tem področju. Tudi programov za izobraževanje in usposabljanje skoraj ni. Možnosti najemanja specializiranih tujih upravljaljskih podjetij so po mnenju sogovornikov omejene, saj so pričakovanja profesionalcev glede plačil previsoka, da bi si jih lahko privoščili.

Možnosti izstopov iz lastniških naložb vidijo sogovorniki kot eno od potencialnih ovir, zaradi katerih ni večjega obsega tveganega financiranja. Pričakovanja izstopov prek javne prodaje delnic ne smejo biti prevelika. Naša borza je z vidika prometa, števila kotirajočih delnic in vstopa novih članov majhna. Več možnosti je na drugih borzah in v prodajah deležev strateškim partnerjem.

POVPRAŠEVANJE PO TVEGANEM KAPITALU V SUBJEKTIH PODPORNEGA OKOLJA

Povpraševalno stran trga tveganega kapitala ocenjujemo z naslednjih vidikov: (1) potencialne potrebe po tveganem kapitalu, (2) obseg sredstev, po katerih v Sloveniji povprašujejo podjetniki v tehnoloških parkih, inkubatorjih, univerzitetnih inkubatorjih, (3) potencialne možnosti naložb tveganega kapitala v institucijah inovativnega okolja, (4) pripravljenost podjetij v institucijah inovativnega okolja za vstop lastniškega kapitala države, (5) interes podjetij, ki želijo pridobiti tvegani kapital, da prodajo lastniški delež, in (6) potrebe podjetij po dodatnih znanjih in kadru. Da bi preverili stališča in informacije sogovornikov, smo na intervjujih zastavili odprta vprašanja, ki so skupaj s povzetki odgovorov predstavljena v preglednici 5.

Potencialne potrebe po tveganem kapitalu. Ker je povpraševanje po tveganem kapitalu v Sloveniji v institucijah v inovativnem okolju skromno, se tudi na strani povpraševanja srečujemo s problemom, da je metodološko sporno narediti kvantitativno oceno s kvalitativnimi metodami zbiranja informacij. Zato je ugotovitve primerno

PREGLEDNICA 5 Potencial povpraševanja po tveganem kapitalu

Vprašanje	Zbrani rezultati – stališča
Kakšne so potencialne potrebe po tveganem kapitalu?	• izražene načelne potrebe • težava z izražanjem konkretnih zneskov
Kakšna je ocena obsega sredstev v institucijah inovativnega okolja?	• ocena obsega v 2006: med 10 in 20 milijoni evrov • posamezne ocene izjemno pavšalne, zato je ocena obsega zelo robustna
Kakšen je potencial naložbenih možnosti?	• potencial naložbenih možnosti je razmeroma majhen • ni sistematičnega dela za več naložbenega potenciala
Kakšna je pripravljenost, da kot lastnik vstopi državni sklad tveganega kapitala?	• v veliki večini odklonilno stališče • zaskrbljenost zaradi možnosti prevelikega vmešavanja države v poslovanje
Kakšen je interes podjetij za prodajo lastniškega deleža?	• interes podjetij za prodajo lastniškega deleža je sorazmerno majhen • obstaja velika želja za vnovični odkup deleža po koncu investicijskega ciklusa
Kakšne so potrebe podjetij po dodatnih znanjih in kadrih?	• predvsem manjka znanja s področje tržnega raziskovanja • premalo je podjetniških svetovalcev, ki bi znali podjetje pripeljati do naložbe

predstaviti v deskriptivni obliki, pri čemer poskušamo podatke ovrednotiti tudi številčno, vendar se zavedamo robustnosti ocene. V ljubljanskem univerzitetnem inkubatorju so ocenili letno povpraševanje po tveganem kapitalu na 2,5 do 10 milijonov evrov. V primorskem univerzitetnem inkubatorju ocene o povpraševanju po tveganem kapitalu niso mogli dati. V mariborskem univerzitetnem inkubatorju so povpraševanje v naslednjih dveh letih ocenili na milijon evrov. V tehnoloških parkih večinoma še nimajo izkušenj s tveganim kapitalom, vendar ocenjujejo, da obstaja pripravljenost na tovrstno financiranje. V ljubljanskem tehnološkem parku ocenjujejo povpraševanje po tveganem kapitalu na osem milijonov evrov. V podjetniških inkubatorjih ocenjujejo povpraševanje tehnoloških in visoko tehnoloških podjetij po tveganem kapitalu v zneskih od 50 do 300 tisoč evrov na projekt.

Pripravljenost podjetij za vstop lastniškega kapitala. V primerjavi z nekaj leti nazaj sedanji visoko tehnološki podjetniki sprejemajo dejstvo, da je treba začeti na »veliko«, saj jih bo sicer prehitela konkurenca. Vse več podjetij se obrača na sklade tveganega kapitala v tujini. Glavni problem pri slovenskih podjetnikih je, da ne razmi-

šljajo na veliko in si v poslovnih načrtih ne upajo napovedati visokih donosov, ki jih skladi zahtevajo. Hkrati ugotavljamo, da se slovenski podjetniki ne želijo odpovedati nadzornemu deležu v svojem podjetju, saj ne razumejo, da je tvegani kapital lahko tudi aktiven v smislu mentorstva, sogovornika, odpiralca vrat in integratorja v poslovne mreže.

Potrebe podjetij po dodatnih znanjih in kadrih. Večkrat izpostavljen problem je, da podjetniki, praviloma z dobrim tehničnim-tehnološkim znanjem, potrebujejo pomoč strokovnjakov, ki za nove tehnologije pripravijo raziskave o tržnih potencialih. Primanjkuje strokovnjakov, ki bi pomagali podjetnikom (ne samo za formalno prijavo patenta, temveč za pomoč pri sprejemanju odločitev v zvezi z intelektualno lastnino).

Sklepi in priporočila

POTRDI TEV HIPOTEZ

Potrditev hipotez predstavljamo v preglednici 6. Prvo hipotezo, v kateri smo predpostavili, da je razumevanje principov financiranja s tveganim kapitalom relativno skromno, ker vpliva na povpraševanje po tovrstnem financiranju, lahko potrdimo, tako na podlagi informacij s potencialno ponudbene strani trga kot s strani povpraševalcev oziroma informantov, za katere predpostavljamo, da svoje stranke dobro poznajo. Ker povpraševalci ne razumejo dobro, po čem domnevno povprašujejo, to logično vpliva tudi na majhno povpraševanje po tovrstnem financiranju.

Drugo hipotezo, da na slovenskem trgu obstaja vrzel v lastniškem financiranju, ki se kaže kot presežek povpraševanja po lastniških virih nad ponudbo, zavračamo, saj je kratkoročno v Sloveniji na voljo več sredstev, kot je potencialnih potreb. Dolgoročno je ta razkorak morda še večji v smeri ponudbe kapitala.

Tretje hipoteze, ki predpostavlja, da bi bilo ponudbo mogoče povečati z zagotovitvijo javnih sredstev, ne moremo niti potrditi, niti zavrniti. Prvi razlog je, da je tretja hipoteza vezana na drugo hipotezo. Drugi razlog je, da v raziskovalni literature ne moremo najti jasnega empirično potrjenega stališča, ki bi potrjevalo, da na trgu tveganega kapitala dodatna ponudba po tržnih pogojih lahko spodbudi dodatno povpraševanje.

OVIRE PRI RAZVOJU TRGA TVEGANEGA KAPITALA

Za povečan vpliv tveganega kapitala v Sloveniji se moramo najprej soočiti z naslednjimi ovirami:

PREGLEDNICA 6 Potrditev hipotez

H1	<i>Razumevanje principov in namena financiranja s tveganim kapitalom je v Sloveniji relativno skromno, kar vpliva tudi na povpraševanje po tovrstnem financiranju.</i>	+
H2	<i>Na slovenskem trgu obstaja vrzel v lastniškem financiranju, ki se kaže ko presežek povpraševanja po lastniških virih sredstev nad ponudbo.</i>	–
H3	<i>To vrzel bi bilo mogoče preseči z dodatno ponudbo lastniškega financiranja v obliki javnega sklada tveganega kapitala, saj ni mogoče pričakovati, da bi dodatno ponudbo lahko zagotovili iz virov, ki so običajni v razvitih gospodarstvih.</i>	±

Opombe: + potrjeno, – zavrnjeno, ± ne moremo potrditi ali zavrniti.

- pomanjkanje podjetniške kulture in znanja o tveganem kapitalu: zaradi kratke tradicije podjetništva še nimajo dovolj zgledov, uspešnih naložb skladov tveganega kapitala;
- gospodarsko okolje v Sloveniji je razmeroma majhno. Temu primerno je tudi majhno število subjektov, ki iščejo kapital, subjektov, ki kapital lahko zagotovijo, in posrednikov;
- kot najpomembnejši viri sredstev v skladih tveganega kapitala se v razvitih gospodarstvih pojavljajo predvsem pokojninski skladi, zavarovalnice in banke, za kar so v Sloveniji za zdaj še prevelike zakonske ovire;
- nepreglednost trga tveganega kapitala in pomanjkanje razpoložljivih informacij, saj je tvegani kapital lahko tudi drag način financiranja;
- pomanjkanje ustrezne davčne in gospodarske zakonodaje: država razvoja trga kapitala ne spodbuja. Davčni režim je lastniškemu financiranju podjetij vse prej kot naklonjen.

PRIPOROČILA ZA SPODBUJANJE TRGA TVEGANEGA KAPITALA V SLOVENIJI

Za odpravo ovir smo se omejili na možnosti, ki bi lahko prispevale k odpravi naštetih ovir za nemoteno delovanje in razvoj skladov tveganega kapitala in se med seboj tudi povezujejo.

1. Učinkovitega gospodarjenja s kapitalom bi lahko zagotovili prek centralizacije trga tako, da bi se organiziral centralni organizator trga, katerega funkcija bi bila predvsem informacijska, povezovalna, trženjska in nadzorna, z dobičkonosnim motivom. To bi vplivalo na zniževanje transakcijskih stroškov. Trg bi postal pregleden in bi dobil višjo stopnjo zaupanja. Le dobro delujoč trg kapitala lahko zagotovi učinkovito gospodarjenje in pritegne tvegani kapital od drugod (Romain in Pottelsberghe 2003).

2. Naslednja možnost je ureditev ustrezne gospodarske in davčne zakonodaje ter premišljena izdelana politika, ki bi usmerjala v zasebne kapitalske naložbe. Tudi članstvo Slovenije v Evropski uniji prispeva k širitvi trga vrednostnih papirjev in s tem k bolj-šim izstopnim možnostim za vlagatelje tveganega kapitala (Bre-uss, Fink in Haiss 2004).
3. Slovenske podjetnike je treba izobraziti o možnostih, ki jih po-nuja financiranje s tveganim kapitalom. Izvajanje izobraževanja ne sme biti prepuščeno zgolj naključju, saj danes obstaja vrsta institucij in načinov dostopa do znanja (Glas, Drnovšek in Pše-ničny 2002).
4. Glede na svetovne smernice je za Slovenijo gotovo predvidevati, da bodo podjetja gazele v prihodnosti pomembni iskalci tvega-nega kapitala, saj bodo mnogi podjetniki za uresničitev svojih idej potrebovali in iskali vire financiranja, česar danes mnogi dolžniški viri žal ne omogočajo. To je vsekakor priložnost za tve-gani kapital (Kjaergaard in Nordstrom 2004).
5. Pospešeni razvoj tveganega kapitala v Sloveniji napovedujemo tudi zaradi zaostanka neizrabljenih poslovnih priložnosti tako pri reorganizaciji neučinkovitih podjetij, ki bi se jim v razme-roma kratkem času dalo povečati njihovo vrednost, kot tudi za-radi neizkoriščenih novih idej slovenskih podjetnikov. Trenutno tvegani kapital pri nas za tovrstnimi svetovnimi trendi še zao-staja. Naložbeni potencial slovenskih skladov tveganega kapitala ocenjujemo na 60 milijonov evrov. Če predvidevamo, da v razvi-tih državah dosegajo naložbe približno odstotek BDP (Megginson 2004), bi moralo biti v Sloveniji teh naložb okoli 250 milijonov evrov.
6. Na pospešeni razvoj tveganega kapitala v Sloveniji bo imela ne-kaj vpliva koncentracija lastništva v procesu privatizacije slo-venskega gospodarstva, ki ne bo potekala zgolj z nakupi podjetij, temveč bo del koncentracije lastništva dosežen z managerskimi nakupi, ko bodo inovativne managerske ekipe s tveganim kapi-talom odkupovale neučinkovita podjetja in jim z reorganizacijo povečala vrednost (Rickertsen 2001).
7. Ali obstaja vrzel? Na to vprašanje v članku težko enoznačno odgovorimo, saj je analiza potencialne ponudbe kapitala prav-zaprav pokazala, da ob ustreznem razvoju trga kapital, ki ga v sklade vlagajo banke, zavarovalnice, pokojninske družbe, družbe za upravljanje in druge finančne institucije, ne bi smel biti pro-blem. Po drugi strani raziskave povpraševanja kažejo dvoumno

sliko o tem, ali zares obstaja povpraševanje po lastniškem kapitalu, pri čemer se potrjuje dilema, ali morebitni povpraševalci sploh razumejo koncept delovanja lastniškega financiranja oziroma tveganega kapitala. Iz raziskave lahko ugotovimo, da je treba povpraševalno stran trga segmentirati glede na fazo življenjskega oziroma razvojnega cikla, v kateri je povpraševalec. Menimo, da bolj izrazita vrzel obstaja pri iskanju semenskega kapitala.

Tvegani kapital sodeluje pri financiranju majhnega segmenta podjetij. To so mlada dinamična podjetja s prepričljivim managerskim timom, potencialom na trgu ter s proizvodi oziroma storitvami, ki spreminjajo navade oziroma življenje ljudi. Večinoma so to na tehnologiji temelječa podjetja, ki so lahko zelo pomembni ustvarjalci novih delovnih mest, izvoza in davčnih prihodkov države. V razvitih gospodarstvih pomenijo naložbe tveganega kapitala relativno velik delež BDP (okrog 1 %), kar pomeni, da ima tvegani kapital pomemben vpliv na razvoj podjetništva in gospodarsko rast posamezne države. Na podlagi ugotovitev iz naše raziskave lahko rečemo, da je Slovenija še precej daleč od najrazvitejših gospodarstev.

Literatura

- Andersen, T. G., in T. Bollerslev. 1997. Heterogeneous information arrivals and return volatility dynamics: uncovering the long-run in high frequency returns. *Journal of Finance* 52 (3): 975–1005.
- Baygan, G. 2003. Venture capital policy review: United Kingdom. OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2003/1.
- Botazzi, L., in M. Da Rin. 2002. Venture capital in Europe and financing of innovative companies. *Economic Policy* 17 (34): 229–270.
- Breuss, F., G. Fink in P. Haiss. 2004. How well prepared are the new member states for the European monetary union? *Journal of Policy Modeling* 26 (7): 769–791.
- Bruton, G. D., in D. Ahlstrom. 2003. An institutional view of China's venture capital industry: explaining the differences between China and the West. *Journal of Business Venturing* 18 (2): 233–259.
- Campbell, K. 2003. *Smarter ventures: a survivor's guide to venture capital through the new cycle*. New York: FT-Prentice Hall.
- Chu, P., in R. D. Hisrich. 2001. Venture capital in an economy in transition. *Venture Capital* 3 (2): 169–182.
- Cosh, A., in A. Hughes. 2003. *Enterprise challenged: policy and performance in the British SME sector 1999–2002*. Cambridge; University of Cambridge.
- Cumming, D. J., in J. G. MacIntosh. 2003. A cross-county comparison of

- full and partial venture capital exits. *Journal of Banking and Finance* 27 (3): 511–548.
- Davidsson, P. 2005. *Researching entrepreneurship*. New York: Springer.
- Ernst & Young. 2006. Transition: global venture capital insights report. [Http://www.altassets.com/pdfs/EY--2006_Global%20_vc-Report--TRANSITION_\(Final_84-p\)\(2\).pdf](http://www.altassets.com/pdfs/EY--2006_Global%20vc-Report--TRANSITION_(Final_84-p)(2).pdf)
- Farag, H., U. Hommel, P. Witt in M. Wright. 2004. Contracting, monitoring and exiting venture investments in transitioning economies: a comparative analysis of eastern European and German markets. *Venture Capital* 6 (4): 257–282.
- Freshwater, D., Barkley, D. L., Markley, D. M., Sass Rubin, J. in Shaffer, R. 2001. Non traditional venture capital institutions: filling a financial market gap. [Http://www.energizingentrepreneurs.org/content/cr_2/2_000027.pdf](http://www.energizingentrepreneurs.org/content/cr_2/2_000027.pdf).
- Glas, M., M. Drnovšek in V. Pšeničny. 2002. Is private equity capital really the solution? V *Research in entrepreneurship and government policy: making the connection*. Leuven: Vlerick Leuven Gent Management School.
- Gompers, P., in J. Lerner. 2001. The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives* 15 (2): 145–168.
- Callegatti, E., S. Grandi in G. Napier. 2005. Business incubation and venture capital: an international survey on synergies and challenges. Joint IPI/IKED working paper. [Http://www.insme.org/documents/IPIIKED_WP_Business_Incubators_Venture_Capital.pdf](http://www.insme.org/documents/IPIIKED_WP_Business_Incubators_Venture_Capital.pdf).
- Harrison, R., in C. Mason, ur. 1996. *Informal venture capital: evaluating the impact of business introduction services*. Hemel Hempsted: Woodhead-Faulkner.
- Hellman, T., in M. Puri. 2000. The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital. *Review of Financial Studies* 13 (4): 959–984.
- Hermann, H., T. Liebig in K. H. Tödter. 2004. Studies of economic research centre no. 18/2004. Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Kjaergaard, R., in B. J. Nordstrom. 2004. *Venture capital in Denmark*. Copenhagen: Danish Investment Fund.
- Klonowski, D. 2005. The evolution of the venture capital industry in transition economies: the case of Poland. *Post-Communist Economies* 17 (3): 331–348.
- Lerner, J. 2002. When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective 'public venture capital' programmes. *The Economic Journal* 112 (477): F73–F84.
- Marino, A. 2006. *L'innovazione attraverso la creazione di start-up ad alta tecnologia*. Milano: EGEA.
- Mason, C., in R. T. Harrison 1999. Editorial venture capital: rationale, aims and scope. *Venture Capital* 1 (1): 1–46.
- Mayer, C., K. Schoors in Y. Yafeh. 2003. Sources of funds and investment

- strategies of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and UK. NBER Working Paper 9645.
- Meggison, W. L. 2004. Toward a global model of venture capital? *Journal of Applied Corporate Finance* 16 (1): 89–107.
- Meyer, K. E. 2007. Foreign direct investment in the early years of economic transition: a survey. *Economics of Transition* 3 (3): 301–320.
- Miles, M. B., in A. M. Huberman. 1994. *Qualitative data analysis: an expanded sourcebook*. London: Sage.
- Murray, G. 1994. The second equity gap: exit problems for seed and early stage venture capitalists and their investee companies. *International Small Business Journal* 12 (4): 59–76.
- Rickertsen, R. 2001. *Buyout: the insider's guide to buying your own company*. New York: Amacom.
- Romain, A., in B. van Pottelsberghe. 2003. The determinants of venture capital: a panel data analysis of 16 OECD countries. Working paper 03-25, Hitotsubashi University.
- Saetre, A. S. 2001. *The demand side of the informal venture capital market: four Norwegian cases*. Oslo: The Norwegian university of science and technology, Department of industrial economics and technology management.
- Schertler, A. 2003. Driving forces of venture capital investments in Europe: A dynamic panel data analysis. Working paper 03-27, Institute for world economics, Kiel.
- Sunley, P., B. Klagge, A. Berndt in R. Martin. 2005. Venture capital programs in the UK and Germany: in what sense a regional problem? *Regional Studies* 39 (2): 255–273.
- Tubke, A. 2003. *Success factors of corporate spin-offs*. Amsterdam: Kluwer.
- Vadnjal, J., in M. Glas, 2003. Differences in financing family and non-family businesses in Slovenia. Predavanje na konferenci Frontiers of Entrepreneurship Research 2003, Babson Park, MA.
- Vadnjal, J., J. Berginc, M. Letonja, P. Penca, N. Slavnič, I. Palčič in M. Kerec. 2006. *Študija o obstoju vrzeli lastniškega kapitala v Sloveniji*. Piran: GEA College – Visoka šola za podjetništvo.
- Wright, M., S. Pruthi in A. Lockett. 2005. International venture capital research: from cross-country comparisons to crossing borders. *International Journal of Management Reviews* 7 (3): 135–165.
- Wright, M., A. Lockett in S. Pruthi. 2002. Internationalisation of Western venture capitalists into emerging markets: risk assessment and information in India. *Small Business Economics* 19:13–29.