

# Ekonomski pomen naložb zasebnega lastniškega kapitala

PRIMOŽ GABRIČ

## **Povzetek**

Vlade različnih držav se pri poskusih spodbujanja gospodarske rasti večkrat poslužujejo tudi ukrepov, ki naj bi spodbudili trg tveganega kapitala. Glavni razlog za te spodbude leži v prepričanju, da tvegani kapital spodbuja inovacije in rast gospodarskih družb. Na drugi strani smo s strani sindikatov in politikov priča ostrim kritikam odkupov gospodarskih družb s pomočjo skladov zasebnega lastniškega kapitala, ki obtožujejo sklade zasebnega lastniškega kapitala zmanjševanja stroškov zaposlenih, ogrožanja delovnih mest, delovnih razmer in izobraževanja na delu. Prispevek sistematično predstavlja in analizira večji del najpomembnejših raziskav ekonomskega vpliva naložb tveganega in odkupnega kapitala (zasebnega lastniškega kapitala). Pregled in analiza empiričnih študij dokazujeta, da imajo naložbe tveganega kapitala posebno pozitiven vpliv na rast zaposlovanja, upravljanje s človeškimi viri, inovacije, zadolženost gospodarskih družb in gospodarsko rast. Prav tako ni trdnih dokazov o negativnem ekonomskem vplivu odkupnega kapitala. Nasprotno, odkupni kapital je lahko v nekaterih primerih pomemben ekonomski dejavnik za nadaljnji razvoj gospodarskih družb.

**Ključne besede:** • tvegani kapital • zasebni lastniški kapital • ekonomski vpliv tveganega in zasebnega lastniškega kapitala • rast zaposlovanja • upravljanje s človeškimi viri • inovacije • zadolženost • gospodarska rast

---

KONTAKTNI NASLOV: Primož Gabrič, univ. dipl. pravnik, asistent, Univerza v Mariboru, Pravna fakulteta, Mladinska ulica 9, SI-2000 Maribor, Slovenija, e-pošta: primoz.gabric@uni-mb.si

ISSN 1855-7147 Tiskana izdaja / 1855-7155 Spletna izdaja © 2009 LeXonomica (Maribor)

UDK: 336.647/.648+331.57

JEL: E22, G23, G24

Na svetovnem spletu dostopno na <http://www.lexonomica.com>

# The Economic Impact of Private Equity Investments

PRIMOŽ GABRIČ

## Abstract

Policy makers who aim to stimulate economic growth often attempt to create or expand their local venture capital industries. The main reason for these attempts is a conviction that venture capital spurs innovation and firm growth. On the other side private equity funded buy-outs have attracted particular criticism from trade unions and politicians, who accuse private equity of seeking to reduce employment costs and threatening jobs, working condition and training investments. This paper systematically reviews and analyses a majority of most important studies on economic impact of venture and buyout capital (private equity capital). The review and analyses of empirical studies show that venture capital investments have significantly positive impact on employment growth, human resources management, innovation, indebtedness and economic growth. There is no sufficient evidence on negative economic impact of buyout capital. On the contrary, buyout capital may be in some cases important economic factor for further firm development.

**Keywords:** • venture capital • private equity capital • economic impact of venture and private equity capital • employment growth • human resources management • innovation • indebtedness • economic growth

---

CORRESPONDENCE ADDRESS: Primož Gabrič, LLB, Assistant, University of Maribor, Faculty of Law, Mladinska ulica 9, SI-2000, Slovenia, e-mail: [primoz.gabric@uni-mb.si](mailto:primoz.gabric@uni-mb.si)

ISSN 1855-7147 Print / 1855-7155 On-line © 2009 LeXonomica (Maribor)

UDC: 336.647/.648+331.57

JEL: E22, G23, G24

Available on-line at <http://www.lexonomica.com>

## 1. Uvod

Kljub številnim, med seboj tudi različnim, opredelitvam zasebnega lastniškega in tveganega kapitala, ki so se pojavljale v preteklosti, danes vsebina terminov zasebni lastniški in tvegani kapital ni več sporna. Iz opredelitev zasebnega lastniškega kapitala in tveganega kapital s strani Evropskega združenja za zasebni lastniški in tvegani kapital (EVCA, Glossary) izhaja, da je zasebni lastniški kapital semenski kapital (ang. seed capital), zagonski kapital (ang. start-up capital), razširitveni kapital (ang. expansion capital), nadomestni kapital (ang. replacement capital) in odkupni kapital (ang. buyout capital), ki se vlaga v gospodarske družbe, katerih vrednostni papirji ne kotirajo na organiziranem trgu. Tvegani kapital pa obsega le semenski, zagonski in razširitveni kapital.<sup>1</sup>

Investicije zasebnega lastniškega kapitala so po mnenju Evropske komisije eden od pomembnih vzvodov, s katerimi naj bi se spodbujal razvoj gospodarstva. V januarju 2006 je namreč Evropska komisija pod okriljem Generalnega direktorata za notranji trg in storitve imenovala ekspertno skupino za alternativne naložbe. Ekspertna skupina je na temelju številnih posvetovanj in analiz v mesecu juliju 2006 izdala poročilo – *Report of the Alternative Investment Expert Group – Developing European Private Equity* (EC, Internal Market and Services DG, 2006). V poročilu ekspertna skupina ugotavlja nedvomen pomen zasebnega lastniškega kapitala za financiranje gospodarskih družb, ki je v polnem razmahu v vseh razvitih gospodarstvih po svetu. Skupina zakonodajalcem držav članic EU močno priporoča, da uporabijo vse mogoče vzvode za spodbuditev naložb zasebnega lastniškega kapitala. Pri tem naj se države učijo ena od druge in se zgledujejo po dobrih praksah v posameznih državah (EC, Internal Market and Services DG: 5). Navedene ugotovitve potrjujejo tudi številni drugi dokumenti, sprejeti s strani organov EU. Med drugim je bila na Svetu Evropske unije za Gospodarske in finančne zadeve 4. 12. 2007 sprejeta izjava (EC, ECOFIN, 2007), da je vloga rizičnega kapitala (del rizičnega kapitala je tudi zasebni lastniški kapital) za

---

<sup>1</sup> Semenski kapital je kapital, ki se vlaga z namenom financiranja razvoja začetnega koncepta poslovnega modela podjetja. Značilno za semenski kapital je, da je produkt za trženje šele v fazi raziskav in razvoja. Zagonski kapital je namenjen financiranju razvoja izdelkov ali storitev in začetnega trženja. Gre za drugo fazo investiranja tveganega kapitala. V okviru te faze se financira tudi nabava proizvodnih sredstev in morebitna poskusna proizvodnja. Kapital za razširitev je namenjen financiranju nadaljnega razvoja podjetja za povečanje proizvodnih zmogljivosti, razvoj trga, izdelkov ali storitev in zagotavljanje dodatnega obratnega kapitala. Običajno gre za dokapitalizacijo delujočih podjetij. Kapital za odkup se običajno uporablja za nakup večinskega deleža v podjetju skupaj z menedžersko ekipo. V Evropi največji del menedžerskih odkupov, ki so financirani z lastniškim kapitalom, predstavljajo nakupi deležev družinskih podjetij, prodaja dejavnosti, ki ne sodijo v ključne kompetence velikih korporacij, in umik podjetij z borze v popolnoma zasebno lastništvo (Leopold, et al., 2003: 177).

financiranje malih in srednjih podjetij v EU vitalnega pomena. ECOFIN je med drugim tudi pozval države članice naj nadaljujejo z svojimi prizadevanji za razvoj trga rizičnega kapitala.

Seveda se ob vsem tem postavlja vprašanje, ali obstajajo empirični dokazi o pozitivnem vplivu naložb zasebnega lastniškega kapitala na razvoj gospodarstva oz. kakšni so ti vplivi. V nadaljevanju bodo zato predstavljeni izsledki različnih raziskav, katerih predmet je preučevanje ekonomskega pomena naložb zasebnega lastniškega kapitala.

## **2. Pregled raziskav o vplivu zasebnega lastniškega kapitala in metode raziskovanja**

### **2.1. Pregled raziskav o vplivu zasebnega lastniškega kapitala**

Število raziskav, katerih namen je preučiti različne mikroekonomske in makroekonomske vplive naložb zasebnega lastniškega kapitala, v svetu v zadnjem desetletju strmo narašča.<sup>2</sup>

Če je za osemdeseta in devetdeseta leta prejšnjega stoletja veljajo, da so bili glavni protagonisti teh raziskav interesna združenja skladov zasebnega lastniškega kapitala (v tem okviru najprej predvsem ameriška *National Venture Capital Association* (NVCA), kasneje pa tudi evropska *European Private Equity & Venture Capital Association* (EVCA) in ostale, Kaserer, et al., 2007: 167), so v zadnjem desetletju na tem področju v ospredju raziskave uglednih ekonomskih inštitucij in ekonomistov, ki si s pomočjo različnih raziskovalnih metod in z ekonometričnimi analizami prizadevajo zagotoviti objektivnost in reprezentativnost svojih raziskav.

Raziskave učinkov naložb zasebnega lastniškega kapitala lahko razdelimo po več kriterijih:

- avtorje raziskav: glede na ta kriterij lahko ločimo raziskave interesnih združenj skladov zasebnega lastniškega kapitala<sup>3</sup> in raziskave

---

<sup>2</sup> Gl. tudi Kaserer, et al., 2007: 167; Peneder, 2009: 2–3; Engel, 2002: 2; Alemany, et al., 2005: 7; Popov, et al., 2009: 7; Davis, et al., 2008: 45.

<sup>3</sup> Gl. predvsem: EVCA, 2005; EVCA, 2008; NVCA, 2002; NVCA, 2004, NVCA, 2007; BDK, 2005; AEI, 2004; BVCA, 2003; BVCA, 200; BVCA 2007.

neodvisnih ekonomistov, ki delujejo v okviru izobraževalnih in raziskovalnih inštitucij;<sup>4</sup>

- usmerjenost raziskav: glede na ta kriterij lahko ločimo splošne raziskave, ki so usmerjene v preučevanje več učinkov naložb zasebnega lastniškega kapitala,<sup>5</sup> in raziskave, ki preučujejo posamezne učinke naložb ali vzroke (vprašanje kavzalnosti) učinkov naložb zasebnega lastniškega kapitala;<sup>6</sup>
- vrsto naložb: naložbe tveganega kapitala ali naložbe, katerih cilj je odkup že obstoječih deležev v gospodarskih družbah, oz. vse naložbe zasebnega lastniškega kapitala;
- geografski kriterij: v tem okviru pa lahko delimo raziskave na nacionalne,<sup>7</sup> ki se osredotočajo na preučevanje učinkov naložb v okviru posamezne države ali celo regije, in na transnacionalne, ki se osredotočajo na preučevanje učinkov naložb zasebnega lastniškega kapitala v več državah.<sup>8</sup>

V nadaljevanju poglavja bodo predstavljeni rezultati raziskav o ekonomskem pomenu naložb zasebnega lastniškega kapitala glede na drugi zgoraj navedeni kriterij. Tako bo predstavljen pomen naložb zasebnega lastniškega kapitala za financiranje podjetniške dejavnosti, za rast (prihodkov) podjetja, rast zaposlovanja, vpliv naložb zasebnega lastniškega kapitala na inovacije, na zadolženost gospodarskih družb in stabilnost finančnih trgov ter na gospodarsko rast. Predstavljena pa bodo tudi dognanja v zvezi z vprašanjem, ali so skladi zasebnega lastniškega kapitala res ustvarjalci dodane vrednosti, ali so vendarle le iskalci dodane vrednosti, oz. ali so le podporniki izkoriščanja že obstoječih inovacij oz. perspektivnih podjetij (ang. cherry picking). Upoštevani so rezultati večjega dela v svetovnem merilu najbolj relevantnih raziskav.

---

<sup>4</sup> Gl. predvsem: Alemany, et al., 2005; Bacon, et al., 2008; Da Rin, et al., 2002; Davis, et al., 2008; Engel, 2002; Kaserer, et al., 2007; Kortum, et al., 1998; Kortum, et al., 2000; Lerner, et al., 2008; Peneder, 2009; Romain, et al., 2004.

<sup>5</sup> Med drugim: Kaserer, et al., 2007; Da Rin, et al., 2008; Engel, 2002; Del Colle, et al., 2006; Romain, et al., 2004; Alemany, et al., 2005.

<sup>6</sup> Financiranje podjetniške dejavnosti: predvsem Petreski, 2006. Vpliv na rast (prihodkov) podjetja in inovacije: predvsem Peneder, 2009; Popov, et al., 2009; Wadhwa, 2008; Kortum, et al., 1998; Kortum, et al., 2000; Lerner, et al., 2008. Vpliv na rast zaposlovanja: predvsem Bacon, et al., 2008; EVCA, 2005; EVCA, 2008); Davis, et al., 2008. Vprašanje kavzalnosti: predvsem Cornelli, et al., 2008; Hirukawa, et al., 2008; Kirkpatrick, 2007; Maula, et al., 2006.

<sup>7</sup> Globalno gl. Popov, et al., 2009. Za Evropo gl. predvsem: EVCA, 2005; EVCA, 2008; Kaserer, et al., 2007, str. 167 do 215.

<sup>8</sup> Za Nemčijo gl. predvsem Engel, 2002. Za ZDA gl. predvsem NVCA, 2002; NVCA, 2004; NVCA, 2007; Kortum, et al., 1998; Kortum, et al., 2000. Za Avstrijo gl. predvsem: Peneder, 2009. Za Veliko Britanijo gl. predvsem: BVCA, 2003; BVCA, 2004; BVCA, 2007. Za Španijo gl. predvsem: AECI, 2004.

## 2.2. Metode raziskovanja<sup>9</sup>

Velika večina študij o vplivu zasebnega lastniškega kapitala temelji na primerjavi družb, ki niso financirane s pomočjo tveganega kapitala oz. zasebnega lastniškega kapitala, in družb, v katera ta kapital ni bil investiran (gl. Kaserer, et al., 2007: 167; Alemany, et al., 2005: 3; Peneder, 2009: 9; Engel, 2002: 3).

Avtorji raziskav naštevajo različne metodološke nepopolnosti, ki lahko vodijo do pristranskih oz. do neuravnoteženih rezultatov. Alemany Luisa in Martí José menita, da različne raziskave marsikdaj ne temeljijo na dovolj reprezentativnih vzorcih in da se ne upošteva dovolj sam čas vstopa zasebnega lastniškega kapitala v lastniško strukturo družbe (Alemany, et al., 2005: 3). S tem pa je povezano tudi vprašanje, ali niso vendarle vzrok dobrih rezultatov družb, v katere se investira zasebni lastniški kapital, parametri, ki so neodvisni od navedenih investicij (ali so torej naložbe zasebnega lastniškega kapitala sploh vzrok tem rezultatom – t. i. vprašanje kavzalnosti). Kaserer, et al., 2007 meni, da je lahko problematično tudi zanemarjanje družb, v katere je bil tvegani kapital neuspešno investiran in zaradi prenehanja (stečaja) niso bile upoštevane v raziskavi (gre za t. i. survivorhip bias). Poleg tega pa so lahko problematične tudi raziskave, ki temeljijo na vprašalnikih. Pri teh je namreč potrebno upoštevati možnost subjektivne presoje rezultatov gospodarske družbe in možnost, da so k razkrivanju rezultatov bolj nagnjene uspešne gospodarske družbe (Kaserer, et al., 2007: 167). Vse to pa je spet povezano z dejstvom, da so družbe, v katere se investira zasebni lastniški kapital, zasebne družbe, do katerih rezultatov je vsekakor težje dostopati kot do rezultatov javnih gospodarskih družb (tako tudi Alemany, et al., 2005: 3). Ne nazadnje pa bi v zvezi z možnimi slabostmi raziskav lahko izpostavili dejstvo, da je bil v preteklosti velik del raziskav o ekonomskem vplivu zasebnega lastniškega kapitala opravljen s strani interesnih združenj skladov zasebnega lastniškega kapitala (npr. NVCA, EVCA, BVCA, AVCO itd.), ki so zaradi svoje interesne naravnosti naklonjene k predstavljanju pozitivnih vplivov delovanja članov njihovih združenj.

Vse navedene potencialne slabosti raziskav so v zadnjem desetletju s strani avtorjev raziskav dobro poznane in zato tudi v večini primerov uspešno odpravljene. To je mogoče predvsem s pomočjo uporabe vse bolj dovršenih baz podatkov o poslovanju družb, ki so zajete v raziskave, kot tudi zaradi uporabe dovršenih ekonometričnih modelov za kontrolo oz. izločanje navedenih slabosti raziskav. Analize rezultatov analiziranih družb se tako vedno v večini raziskav nanašajo na rezultate družb po vstopu zasebnega

---

<sup>9</sup> Konkretna metodologija posameznih raziskav bo predstavljena v nadaljevanju.

lastniškega kapitala v družbe in na rezultate pred tem (Lerner, et al., 2008: 30). Novejšim metodam pa sledijo tudi raziskave pod pokroviteljstvom združenj skladov zasebnega lastniškega kapitala, ki takih raziskav ne opravljajo več sama, temveč jih za njih izvajajo ugledne raziskovalne inštitucije.<sup>10</sup>

### **3. Zasebni lastniški kapital kot oblika financiranja podjetniške dejavnosti**

Ne glede na pomembnost razvoja same podjetniške ideje, je ena najpomembnejših in najtežjih nalog gospodarske družbe najti ustrezna finančna sredstva za uresničitev podjetniške ideje (Peneder, 2009: 3). Pri tem ni pomembno le, katere vire financiranja je potrebno uporabiti, temveč tudi koliko sredstev potrebuje podjetje za zagon in kdaj jih potrebuje (Žugelj, et al., 2001: 28).

Vire financiranja lahko v osnovi razdelimo na lastniške vire, dolžniške vire in t. i. hibridno financiranje,<sup>11</sup> katerega pomen vedno bolj narašča (Žugelj, et al., 2001: 28). Lastniški kapital je dolgoročen vir financiranja neke gospodarske družbe. Temeljna razlika med lastniškim in dolžniškim kapitalom je v tem, da imetniki lastniškega kapitala delijo usodo gospodarske družbe v primeru dobrega poslovanja (dividende, povečanje vrednosti deležev) in v primeru slabega poslovanja (zmanjšanje vrednosti deležev, izguba deležev v primeru stečaja). Dobiček oz. izguba imetnikov dolžniškega kapitala pa ni vezana na uspešnost poslovanja gospodarske družbe, temveč je odmena za njihov vložek običajno določena fiksno – v obliki obresti (Žugelj, et al., 2001: 28). Če je dobiček dajalca dolžniškega kapitala delno odvisen od uspešnosti poslovanja gospodarske družbe, govorimo o hibridnem kapitalu.

Dolžniški kapital je v Evropi brez dvoma pomemben finančni vir za financiranje podjetništva. Tako je še v 90. letih veljalo, da je delež zadolževanja v EU okoli 70%, medtem, ko naj bi bila zadolženost v ZDA le 30-odstotna (O'Rourke, 2000 v Robnik, 2006: 107). Trend velike odvisnosti

---

<sup>10</sup> Tako je npr. zadnjo raziskavo v zvezi z vplivom naložb zasebnega lastniškega kapitala na rast zaposlovanja za EVCO (EVCA, 2005)) opravil Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS), Technische Universität München.

<sup>11</sup> Za hibridni kapital se v mednarodno poslovni praksi marsikdaj uporablja tudi izraz »mezzanin« kapital. Tega v 2. členu opredeljuje tudi Zakon o družbah tveganega kapitala (ZDTK, Uradni list RS, št. 92/2007). Vendar lahko ugotovimo, da je opredelitev v ZDTK neustrezna, saj ne zajema vseh možnih oblik tega kapitala. Mezzanin kapital je namreč vsaka oblika kapitala, ki ima značilnosti tako lastniškega, kot dolžniškega kapitala (o tem gl. Vollmer, et al., 2005: 39).

realnega sektorja od bančnega sektorja se nadaljuje tudi v tretjem tisočletju (Onay, et al. v Robnik, 2006: 107).

Dolžniški viri financiranja pa vendarle niso vedno zadovoljiv oz. ustrezen vir financiranja podjetništva. To zlasti velja za mlada oz. novo nastajajoča inovativna in visokotehnološka podjetja (Kaserer, et al., 2007: 25; Petreski, 2006: 3), katerih poslovanje je za banke preveč tvegano.

Ustanovitelji podjetij so zaradi odsotnosti zadovoljivih virov dolžniškega financiranja prisiljeni iskati druge vire financiranja. V poštev pride predvsem lastniški kapital. Ta sicer za tistega, ki ga zagotavlja, pomeni precejšnje tveganje, vendar, v primeru uspeha podjetja, tudi možnost za velike zaslužke. S tem se zagotavlja možnost, da se tveganje tudi ustrezno poplača. Te možnosti banke glede na naravo posojil in omejitve v zvezi z višino obrestne mere praktično nimajo.

Vendar so inovativna podjetja tudi pri iskanju lastniških virov financiranja običajno omejena. Zaradi velikosti gospodarskih družb in kratkega časa obstoja jim je dostop do organiziranih trgov lastniškega kapitala praktično onemogočen, oz. je ta povezan z nesprejemljivimi stroški (Kaserer, et al., 2007: 24). Ostanejo torej predvsem lastna sredstva ustanoviteljev, morebiti tudi sorodnikov ter prijateljev, ki pa velikokrat, kot rečeno, ne zadostujejo, in seveda tvegani kapital (Petreski, 2006: 3).

Tvegani kapital je torej zelo pomembno sredstvo za financiranje podjetniške dejavnosti takrat, ko financiranje z dolžniškim kapitalom zaradi asimetrije informacij (tveganja ni mogoče zanesljivo oceniti) in tveganosti projektov ni ustrezno, financiranje z lastniškim kapitalom ustanoviteljev pa zaradi velikih potreb po kapitalu nezadostno (Engel, 2002: 1, 21; Peneder, 2009: 14; Da Rin, et al., 2008: 1).

Financiranje s tveganim kapitalom pa ima še eno zelo pomembno pozitivno lastnost. Splošno znano dejstvo je, da upravitelji skladov tveganega kapitala pred izvedbo naložb temeljito preverijo načrtovane projekte in samo gospodarsko družbo, v katero nameravajo investirati. Upoštevajoč njihova posebna znanja<sup>12</sup> zmanjšajo negativne efekte asimetričnih informacij ter posledično podprejo le tiste projekte, ki imajo realne možnosti za uspeh. Tako potencialno zmanjšajo možnosti, da bi sami investirali v neperspektivne projekte in da bi za take projekte svoj denar zapravljali sami podjetniki (Petreski, 2006: 5).

---

<sup>12</sup> Upravitelji skladov tveganega kapitala so vedno visoko usposobljeni menedžerji, ki so običajno tudi poznavalci branž, v katere projekte investirajo.



Ne glede na dejstvo, da je tvegani kapital za financiranje podjetniške dejavnosti pomembnejši od kapitala za odkup obstoječih lastniških deležev v gospodarskih družbah, tudi vloga zadnjega ni zanemarljiva.

Kapital za odkup obstoječih deležev v gospodarskih družbah kot oblika zasebnega lastniškega kapitala igra posebej pomembno vlogo, ko so za to kumulativno izpolnjene določene okoliščine. Prva takšna okoliščina je seveda potreba po dodatnem kapitalu. Ta se pojavi predvsem, ko pride v gospodarski družbi do razvojnega zastoja, ki ga je možno rešiti le z večjimi vlaganji. Težava nastopi takrat, ko zaradi velike zadolženosti gospodarske družbe ta ni sposobna najemati dodatnih posojil, dobički iz tekočega poslovanja pa ne zadoščajo za financiranje novih vlaganj. V tem primeru lahko rešitev sicer res predstavljajo dodatna vlaganja v obliki dokapitalizacije s strani obstoječih lastnikov. Vendar, če ti na takšna vlaganja niso pripravljeni, je lahko edina rešitev odprodaja gospodarske družbe. Gospodarski družbi v takšni situaciji lahko nov zagon prinese le nov vlagatelj, ki preko odkupa obstoječih lastniških deležev prične z novim investicijskim ciklusom v gospodarski družbi (Kaserer, et al., 2007: 26–30). Če so ti vlagatelji obstoječi menedžerji družbe, govorimo o menedžerskem odkupu, ki pa je zaradi tveganja marsikdaj financiran s pomočjo skladov zasebnega lastniškega kapitala.

Odkup obstoječih lastniških deležev pa je lahko pomemben tudi v primeru, da se gospodarska družba odloči za odprodajo posameznih delov podjetja, ki sicer že predstavljajo samostojno pravnoorganizacijsko enoto (gospodarsko družbo), ali se ta za namen odprodaje oblikuje kasneje. Tudi v tem primeru odprodaja na organiziranem trgu lastniškega kapitala zaradi velikih stroškov ni primerna. Rešitev je torej odkup kot oblika naložbe zasebnega lastniškega kapitala (Kaserer, et al., 2007: 29).

Zaradi vseh navedenih razlogov je bil v Evropi v preteklih dveh desetletjih odkup gospodarske družbe pripoznan kot pomemben mehanizem oz. vzvod prestrukturiranja gospodarskih družb (Bacon, et al., 2008: 1400).

#### **4. Vpliv naložb zasebnega lastniškega kapitala na rast podjetij**

Rast podjetja vsekakor ni enoznačen pojem. Izražena je namreč z več parametri. Ti so lahko rast prometa, višina vseh sredstev gospodarske družbe, vsota marž, rast števila zaposlenih, investicije v raziskave in razvoj, število prijavljenih patentov ipd.

V nadaljevanju bo posebej obravnavan vpliv naložb zasebnega lastniškega kapitala na rast števila zaposlenih ter na inovacije in razvoj podjetij, ki sta parametra z največjim multiplikativnim učinkom na gospodarstvo nacionalnih ekonomij. Zato bo v tem poglavju predstavljenih le nekaj študij, ki se vsaj deloma osredotočajo na druge parametre rasti gospodarske družbe, predvsem na rast prometa in na višino vseh sredstev gospodarske družbe, oz. se osredotočajo na več parametrov rasti gospodarske družbe.

Raziskava, ki je leta 2004 nastala pod okriljem ameriškega združenja skladov zasebnega lastniškega kapitala (NVCA, 2004; v zvezi z vplivom zasebnega lastniškega kapitala na rast podjetij v ZDA gl. tudi NVCA 2002), v katero je bilo vključenih 26.494 podjetij, ki so bila financirana s pomočjo tveganega kapitala, razkriva, da se je v obdobju 2000 – 2003 v teh podjetjih povečala zaposlenost za 6,5%, medtem ko je v ostalih delih privatnega sektorja padla za 2,3% (NVCA, 2004: 4). Prav tako se je povečala prodaja za 11,6%, medtem ko je v preostalih delih privatnega sektorja porasla za 6,5%. Podatki iz študije tudi kažejo, da so mala podjetja, ki imajo v strukturi financiranja prisoten tvegani kapital dvakrat hitreje rasla od tistih, ki ga nimajo (NVCA, 2004: 5). Podobni so rezultati študije NVCA iz leta 2007 (NVCA, 2007), ki je bila za obdobje 2000 – 2006 opravljena na bazi 23.580 podjetij. Študija je ugotovila, da se je v obdobju 2003 – 2006 v teh podjetjih povečala zaposlenost za 3,6%, medtem ko se je v ostalih delih privatnega sektorja povečala za 1,7% (NVCA, 2007: 14). Prav tako se je povečala prodaja za 11,8%, medtem ko je v preostalih delih privatnega sektorja porasla za 6,5% (NVCA, 2007: 14). V Evropi so z metodološkega vidika najbolj izpopolnjene študije (podprte s poglobljenimi ekonometričnimi analizami vprašanj kavzalnosti) v zvezi z vplivom tveganega kapitala na rast podjetij opravili Luisa Alemany in José Martí za Španijo (Alemany, et al., 2005), Dirk Engel za Nemčijo (Engel, 2002) in Michael Peneder za Avstrijo (Peneder, 2009).

Luisa Alemany in José Martí sta analizirala rast podjetij, podprtih s tveganim kapitalom, pri čemer sta upoštevala časovni trenutek vstopa tveganega kapitala v gospodarsko družbo, in te gospodarske družbe primerjala z gospodarskimi družbami z zelo podobnimi karakteristikami, vendar brez podpore tveganega kapitala. Podatke sta črpala iz dveh podatkovnih baz o poslovanju podjetij. Podatke o podjetjih s podporo tveganega kapitala sta pridobila iz podatkovne baze prof. J. Martíja, ki vključuje vse investicije tveganega kapitala v Španiji od leta 1988 naprej. Podatke o podjetjih brez podpore tveganega kapitala pa sta dobila iz baze SABI (Bureau Van Dijk), ki vsebuje podatke o več kot 550.000 španskih podjetij (Alemany, et al., 2005: 4). Avtorja sta ugotovila, da so se v letih od 1993 do 1998 v povprečnem triletnem obdobju prihodki podjetij, ki so bila podprta s tveganim kapitalom, povečali za 23,1%, medtem, ko so se prihodki ostalih podjetij za 8,1%. Višina

(vsota) marže se je pri prvih povečala za 18,8%, pri drugih za 5,4%, skupna sredstva pri prvih 26,1%, pri drugih za 8,3%, število zaposlenih pa se je pri prvih povečalo za 19,0%, pri drugih pa za 2,3% (Alemany, et al., 2005: 20).

Dirk Engel je pri svoji raziskavi upošteval podatke nemške bonitetne agencije Creditreform,<sup>13</sup> ki poseduje podatke o veliki večini nemških podjetij, vpisanih v trgovinski register.<sup>14</sup> Gospodarske družbe, podprte s tveganim kapitalom, so identificirali preko njihovih družbenikov. S pomočjo podatkov evropskega in nemškega združenja skladov zasebnega lastniškega kapitala (EVCA in BVK) so ugotovili, kateri družbeniki so dejansko skladi zasebnega lastniškega oz. tveganega kapitala, in gospodarske družbe, kjer so bili ti družbeniki udeleženi, obravnavali kot s tveganim kapitalom podprte gospodarske družbe, pri čemer starost gospodarskih družb ob vstopu tveganega kapitala ni smela biti večja od treh let (Engel, 2002: 11 in 12). Raziskava je pokazala, da je bila povprečna letna rast števila zaposlenih v visokotehnoloških podjetjih, ki so bila podprta s tveganim kapitalom 41,5-odstotna, v ostalih podjetjih pa 14,2-odstotna, če ni šlo za visokotehnološka podjetja pa je bilo to razmerje 27,7% proti 9,9% v prid s tveganim kapitalom podprtim podjetjem (Engel, 2002: 14).

Michael Peneder je pri svoji raziskavi izhajal iz baze podatkov za približno 250.000 avstrijskih podjetij, in sicer med leti 1996 in 2004. S pomočjo te baze podatkov je pridobil podatke o skrbno izbranih 166 podjetjih, ki so bila podprta s tveganim kapitalom, in 663 podjetjih brez tveganega kapitala. Poleg teh podatkov so bili za izbrana podjetja pridobljeni dodatni podatki na podlagi vprašalnikov (Peneder, 2009: 4, 5, 17, 18). Analize kažejo, da so prihodki podjetij s tveganim kapitalom rasli s stopnjo 20,1% do 25% letno, prihodki podobnih podjetij brez tveganega kapitala pa s stopnjami od 8,8% do 9,7% (Peneder, 2009: 18).

## **5. Vpliv naložb zasebnega lastniškega kapitala na rast zaposlovanja**

### **5.1. Pomembnost zasebnega lastniškega kapitala za delovna mesta**

V večini evropskih držav so razmere na trgu dela v središču zanimanja politikov in javnosti. Stopnja zaposlenosti je namreč z vidika percepcije javnosti o ekonomski uspešnosti gospodarstva eden najpomembnejših makroekonomskih kazalcev (Achleitner, et al., 2006: 140). V zvezi s tem je

---

<sup>13</sup> <http://www.creditreform.de/Deutsch/Creditreform/index.jsp>.

<sup>14</sup> Uporabljeni so bili podatki do januarja 2001.

seveda ključno, kako pomembne so sploh naložbe zasebnega lastniškega kapitala za trg dela, oz., kakšen je njihov učinek na rast zaposlovanja. Slednje pa je še toliko bolj zanimivo, ker se prav na vplivu na rast zaposlovanja kažejo največje razlike med tveganim kapitalom in kapitalom za odkup podjetja.

Pomembnost naložb (v smislu vpliva na obstoječa delovna mesta) zasebnega lastniškega kapitala so doslej preučevale predvsem študije NVCA in EVCA.

Že omenjeni raziskavi pod okriljem NVCA razkrivata, da so podjetja, v katerih je prisoten tvegani kapital v letu 2003, zaposlovala 10 milijonov ljudi (9,4% zaposlenih v zasebnem sektorju), ki so ustvarili v dolarjih 1,8 trilijona prihodkov (9,6% zasebnega sektorja, NVCA, 2004: 3), oz., da so podjetja, v katerih je prisoten tvegani kapital, v letu 2006 zaposlovala 10,4 milijonov ljudi (9,1% zaposlenih v zasebnem sektorju, NVCA, 2007: 12), ki so ustvarili v dolarjih 2,3 trilijona prihodkov (8,6% zasebnega sektorja, NVCA, 2007: 13).

Precej drugačni pa so izsledki raziskave CEFS (Center for Entrepreneurial and Financial Studies), Technische Universität München, ki je bila v letu 2005 izvedena po naročilu EVCE (EVCA, 2005). Gre za do sedaj največjo raziskavo vpliva naložb zasebnega lastniškega kapitala na trg dela za širše evropsko področje. Raziskava se osredotoča na štiri področja: na oceno vpliva naložb zasebnega lastniškega kapitala na trg dela, na oceno rasti zaposlovanja v družbah, ki se financirajo s tveganim kapitalom, na oceno rasti zaposlovanja v družbah, ki se financirajo z odkupnim kapitalom (prevzete družbe), in na oceno raziskovalne dejavnosti v družbah, ki se financirajo s tveganim kapitalom. Študija temelji na dveh različnih vrstah podatkov. V zvezi z oceno vpliva naložb zasebnega lastniškega kapitala na trg dela je uporabljena predvsem statistika EVCA in drugih nacionalnih združenj skladov zasebnega lastniškega kapitala. V zvezi z oceno rasti zaposlovanja v družbah, ki se financirajo s tveganim kapitalom in z odkupnim kapitalom (prevzete družbe), pa sta bili na podlagi vprašalnikov, ki so bili financiranim družbam posredovani s strani skladov zasebnega lastniškega kapitala v Franciji, Nemčiji, Italiji, Nizozemski, Španiji, Švedski in Združenem Kraljestvu analizirani 102 družbi, financirani s tveganim kapitalom, in 99 prevzetih družb (financiranih z odkupnim kapitalom)<sup>15</sup>.

Raziskava je pokazala, da so družbe, ki so bile financirane z zasebnim lastniškim kapitalom, v Evropi v letu 2004 zaposlovale približno 6 milijonov ljudi, kar znese približno 3% ekonomsko aktivne populacije (Eurostat) oz. približno 25% ljudi zaposlenih v 600 največjih javnih delniških družbah v Evropi (DJ STOXX 600, EVCA, 2005: 12). Večina družb (86%), financiranih

---

<sup>15</sup> Več o metodologiji gl. EVCA, 2005: 11.

z zasebnim lastniškim kapitalom, je majhnih ali srednje velikih gospodarskih družb z do 200 zaposlenimi (EVCA, 2005: 12). Upoštevajoč obliko zasebnega lastniškega kapitala lahko ugotovimo, da je bila večina navedenih zaposlena v gospodarskih družbah, ki so bile financirane z odkupnim kapitalom (82,1% do 83,5%), le 16,5% do 17,9% od približno 6 milijonov ljudi pa je bilo zaposlenih v družbah, financiranih s tveganim kapitalom, kar skupaj zneso približno 1 milijon zaposlenih oz. 0,5% aktivne populacije (EVCA, 2005: 13).

Razlika med doprinosom tveganega kapitala k številu zaposlenih v Evropi in Ameriki je torej ogromna. Delno so lahko vzrok tem številne metodološke nepopolnosti ali različnosti med raziskavami EVCA-e in NVCA, verjetno pa so navedene razlike predvsem posledice dejstva, da je branža skladov tveganega kapitala v ZDA neprimerno bolj razvita kot v Evropi (Da Rin, et al., 2008: 1–3).

## **5.2. Vpliv tveganega kapitala na rast zaposlovanja<sup>16</sup>**

Izsledki raziskave CEFS pod okriljem EVCA iz leta 2005 (EVCA, 2005) kažejo, da se je število zaposlenih v družbah, podprtih s tveganim kapitalom, med letom 1997 in 2004 povprečno povečalo za 30,5% na leto (EVCA, 2005: 19). To je približno štiridesetkrat več kot je bila povprečna letna rast števila zaposlenih v EU 25 (0,7%, EVCA, 2005: 19).

Med letoma 2000 in 2004 je število zaposlenih v gospodarskih družbah, podprtih s tveganim kapitalom, zraslo za 190%. To skupaj pomeni 630.000 novih delovnih mest v EU 25. V tem času je zaposlenost v EU 25 skupaj zrasla le za 2,9% (EVCA, 2005: 19).

Natančnejša analiza je pokazala, da so skoraj vse družbe, podprte s tveganim kapitalom, pokazale znatno rast števila zaposlenih. 92% vseh družb je namreč povečalo število zaposlenih v povprečju za več kot 25% na leto. 17% s tveganim kapitalom podprtih družb pa je letno povprečno več kot podvojilo število zaposlenih, večina družb pa je na letni stopnji povečala število zaposlenih v višini med 50% in 100% (EVCA, 2005: 20).

Zanimivo je, da najhitreje rastejo manjše gospodarske družbe, podprte s tveganim kapitalom. Tako so družbe z manj kot 20 zaposlenimi letno povprečno povečale število zaposlenih za 68,7%, družbe z 20 do 99 zaposlenimi za 35,1%, družbe z več kot 100 zaposlenimi pa le za 3,8% letno,

---

<sup>16</sup> Gl. tudi sledeče raziskave: Alemany, et al., 2005, Engel, 2002 in Peneder, 2009, ter raziskavi NVCA, 2004 in NVCA, 2007, predstavljene v poglavju 4, in Belke, et al., 2006: 94.

kar je pa še vedno več, kot je bila povprečna rast števila zaposlenih v EU 25 (0,7%, EVCA, 2005: 20).

Upoštevajoč področje delovanja gospodarskih družb je raziskava CEFS pokazala, da najhitreje rastejo tiste s tveganim kapitalom podprte družbe, ki delujejo na visokotehnološkem področju. Tako je število zaposlenih v gospodarskih družbah, ki delujejo na področju biotehnologije, raslo v povprečju 46,9% letno, v gospodarskih družbah, ki delujejo na področju zdravstvene oskrbe in medicinskih pripomočkov 46,3% letno, v gospodarskih družbah, ki se ukvarjajo z informacijsko tehnologijo 38% letno, v tistih, ki delujejo na področju proizvodnje in industrijske avtomatike 25,2% letno, v tistih, ki se ukvarjajo s prodajo na drobno pa le 3,9% letno (EVCA, 2005: 20).

Ne nazadnje pa je zanimivo tudi to, da so najhitrejšo rast zaposlovanja beležile s tveganim kapitalom podprte gospodarske družbe, ki so nastale pod okriljem univerz (university spin-off). Te so beležile povprečno letno rast v višini 62,3%. Gospodarske družbe pod okriljem drugih večjih gospodarskih družb (corporate spin-off) v višini 49,0% letno, samostojno ustanovljene gospodarske družbe pa v višini 25,2% letno (EVCA, 2005: 20).

Rezultate študije EVCA-e iz leta 2005 je v zvezi z vplivom tveganega kapitala na rast zaposlovanja seveda treba primerjati z zgoraj omenjenimi raziskavami Luisa Alemanyja in Josúa Martíja za Španijo (Alemany, et al., 2005), Dirka Engela za Nemčijo (Engel, 2002) in Michaela Penederja za Avstrijo (Peneder, 2009), katerih vrлина je predvsem neodvisnost avtorjev od interesnih združenj in dovršena metodologija. V poštev pa pridejo tudi raziskave nacionalnih združenj skladov zasebnega lastniškega kapitala AEICI, 2004, BVCA, 2003, 2005, 2007. V zvezi z vplivom naložb tveganega kapitala na rast zaposlovanja v ZDA pa je potrebno upoštevati že omenjeni raziskavi NVCA, ki sta bili opravljeni v letih 2004 in 2007 (NVCA, 2004 in 2007).

### **5.3. Vpliv odkupa gospodarske družbe na upravljanje s človeškimi viri**

Skladi zasebnega lastniškega kapitala vstopijo v gospodarske družbe predvsem z namenom njihovega razvoja in prestrukturiranja. Glede na to so občutne spremembe pri upravljanju človeških virov pričakovane (Bacon, et al., 2008: 1401).

Kljub nespornim dokazom o koristi odkupov gospodarskih družb s strani skladov zasebnega lastniškega kapitala (v Sloveniji je npr. tak odkup omogočil prestrukturiranje in nadaljnji razvoj več telekomunikacijskih gospodarskih

družb<sup>17</sup>), ki gospodarskim družbam z usahlimi viri financiranja prek prestrukturiranja zagotovijo nov zagon, kritikov na račun takšnih odkupov ni malo. Odkupi gospodarskih družb s strani skladov zasebnega lastniškega kapitala skoraj vedno izzovejo kritike s strani sindikatov, socialističnih strank in tudi vlad različnih evropskih držav. Ti obtožujejo sklade zasebnega lastniškega kapitala in druge finančne investitorje, da želijo povečati vrednost odkupljenih gospodarskih družb z zniževanjem števila zaposlenih in drugimi za delavce škodljivimi praksami. Finančni investitorji naj bi, predvsem po mnenju sindikatov, imeli kratkoročne interese, ki ne vključujejo vlaganj v zaposlene (Bacon, et al., 2008: 1401).

Te kritike niso presenetljive, saj so že prevzemi v sedemdesetih in osemdesetih letih prejšnjega stoletja v ZDA dokazovali obstoj pritiska na zniževanje stroškov zaposlenih, kar je v skladu s t. i. agencijsko teorijo (agency theory). V skladu s to teorijo odkupi gospodarskih družb povzročijo menjavo nesposobnih uprav teh družb oz. vplivajo na uprave tako, da jih spodbudijo, da te uresničujejo predvsem interese novih lastnikov. To vodi v zniževanje vseh nepotrebnih stroškov in preprečitev vseh ne dovolj dobičkonosnih investicij. Odkup gospodarske družbe učinkuje na poenotenje interesov lastnikov in uprave na štiri načine, ki vodijo do zniževanja stroškov zaposlovanja. Poglobljen nadzor nad finančnim poslovanjem družb zmanjša možnosti za diskrecijsko povečevanje stroškov s strani uprave. Izplačila vsakoletnih dividend ter redno odplačevanje posojil postaneta pomembnejša. Večje zunanje financiranja prisili uprave, da se znebijo dejavnosti, ki ni dovolj dobičkonosna. Prav tako pa na zniževanje stroškov vpliva tudi nagrajevanje uprav z delniškimi opcijami in drugimi instrumenti, ki vodijo do lastništva nad gospodarsko družbo (Bacon, et al., 2008: 1402). Skupni učinek odkupa gospodarske družbe naj bi bil torej v skladu z agencijsko teorijo predvsem v kratkoročni konsolidaciji družbe, ki ne dopušča dolgoročnih investicij v upravljanje s človeškimi viri, ki se predvsem izražajo v aktivni uporabi številnih motivacijskih spodbud (t. i. high commitment management practices, Bacon, et al., 2008: 1402).

Študije o ekonomskih vplivih odkupov gospodarskih družb se zato ne osredotočajo le na merjenje zmanjševanja ali povečanja števila zaposlenih, temveč tudi na uporabo omenjenih instrumentov v odkupljeni družbi, ki dolgoročno pozitivno vplivajo na človeške vire v gospodarski družbi.

V Evropi je v zvezi s preučevanjem vpliva odkupov gospodarskih družb na človeške vire potrebno upoštevati že omenjeno študijo CEFS pod okriljem EVCA-e iz leta 2005 (EVCA, 2005), nadalje študijo EVCA iz leta 2008

---

<sup>17</sup> Npr. Telemach, d.o.o. in Amis, družba za telekomunikacije, d.o.o.

(EVCA, 2008), ki se nanaša izključno na problematiko vpliva odkupa gospodarske družbe na delovna razmerja znotraj gospodarske družbe, in raziskavo s podobnim predmetom preučevanja, ki so jo za odkupe gospodarskih družb na Nizozemskem in Združenem Kraljestvu leta 2008 opravili Bacona Nicolas, Wright Mike, Demina Natalia, Bruining Hans, Boselie Paul (Bacon, et al., 2008). Druga raziskava na podlagi vprašalnikov in intervjujev z zaposlenimi analizira 190 reprezentativnih evropskih gospodarskih družb, ki so bile odkupljene v letih med 2002 in 2006 (EVCA, 2008: 40). Tretja raziskava s pomočjo vprašalnikov analizira 148 reprezentativnih družb iz Združenega Kraljestva, ki so bile z več kot 7,5 mio evrov odkupnega kapitala financirane med leti 1994 in 1997, in 45 reprezentativnih družb iz Nizozemske, ki so bile z več kot 7,5 mio evrov odkupnega kapitala financirane med leti 1992 in 1998. Študija je zanimiva tudi zato, ker primerja podatke družb, ki so bile odkupljene s strani skladov zasebnega lastniškega kapitala, in družb, ki so bile odkupljene s strani drugih vlagateljev (marsikdaj t. i. strateških vlagateljev, Bacon, et al., 2008: 1409). V zvezi z vplivom odkupov gospodarskih družb na človeške vire v ZDA pa je bila leta 2008 opravljena metodološko zelo izpopolnjena študija s strani Stevena J. Davisa, Josha Lernerja, Johna Haltiwagner, Mirande Javier, Rona Jarmina (Davis, et al., 2008). Študija je bila opravljena na vzorcu 5.000 gospodarskih družb v ZDA, ki so bile financirane z odkupnim kapitalom med letom 1980 in 2005. Študija analizira delovna razmerja v odkupljenih družbah po samem odkupu in tudi pred samim odkupom ter podatke primerja s podatki podobnih družb, ki niso bile odkupljene. Prav tako podrobno analizira delovna razmerja v podružnicah oz. hčerinskih družbah, saj je le tako možno celovito oceniti vpliv odkupa gospodarske družbe. Odkup gospodarske družbe lahko namreč marsikdaj povzroči selitev proizvodnje v države s cenejšo delovno silo, kar je z vidika državne ekonomije običajno nezaželeno, na statistiki, opravljeni na ravni krovne gospodarske družbe, pa to ni opaženo (Davis, et al., 2008: 44).

Študija CEFS pod okriljem EVCA-e iz leta 2005 je pokazala nepričakovano dobre rezultate. Med leti 1997 in 2004 naj bi se število zaposlenih v odkupljenih družbah letno povečalo za 2,4% letno, kar je več kot je bila povprečna rast števila zaposlenih v EU 25, ki je bila med letoma 2000 in 2004 0,7% letno. Rast števila zaposlenih v javnih delniških družbah v EU 25 (Dow Jones STOXX 600) pa je bila celo negativna (-0,06%, EVCA, 2005: 15).

Nepričakovano dobre rezultate v zvezi z upravljanjem s človeškimi viri v odkupljenih gospodarskih družbah je dala tudi raziskava EVCA-e iz leta 2008. Izsledki te raziskave so pokazali, da imajo odkupi gospodarskih družb pozitivne oz. nevtralne učinke na delovna razmerja. Odkup gospodarske družbe tako naj ne bi negativno vplival na razmerja med gospodarsko družbo



in sindikati, spodbujal naj bi motivacijsko nagrajevanje delavcev ter procese posvetovanja in sodelovanja z delavci. Študija dokazuje, da interesi zaposlenih v odkupljenih gospodarskih družbah niso zapostavljeni v razmerju do drugih gospodarskih družb. Prav tako naj bi obstajalo več možnosti za dostop do boljšega pokojninskega zavarovanja ter boljših zaslužkov (EVCA, 2008: 29).

Davis Steven J., Lerner Josh, Haltiwagner John, Javier Miranda, Jarmin Ron, ki so avtorji študije o vplivih odkupov gospodarskih družb na človeške vire v ZDA (Davis, et al., 2008), so do rezultatov zgornjih dveh študij EVCA-e kritični. Te študije so namreč po njihovem mnenju metodološko pomanjkljive (o metodoloških pomanjkljivostih študij gl. v poglavju 2.2). Sami so z uporabo izpopolnjene metodologije prišli do slabših oz. bolj uravnoteženih rezultatov učinkov odkupov gospodarskih družb na delovna razmerja.

Tako so ugotovili, da je število zaposlenih v odkupljenih gospodarskih družbah v povprečju v dveh letih padlo za 7% več kot v primerljivih gospodarskih družbah, ki niso bile odkupljene. Rezultati pa vendarle niso tako slabi, saj so ugotovili, da je bilo upočasnjeno rast, v primerjavi s podobnimi gospodarskimi družbami, zaslediti tudi pred samim odkupom gospodarske družbe (povprečna dvoletna razlika je znašala 4%). Natančnejša analiza pokaže, da je razlika nastala predvsem zaradi večjega ukinjanja posameznih delovnih mest v odkupljenih gospodarskih družbah, medtem ko je bilo ustanavljanje novih delovnih mest na enaki ravni kot v kontrolnih družbah. Zanimivo pa je tudi odkritje, da so odkupljene gospodarske družbe s t. i. *geenfield* naložbami ustvarile več delovnih mest kot druge gospodarske družbe (15% proti 9%). Prav tako so bile odkupljene gospodarske družbe bolj aktivne pri pripojitvah (7,3% števila zaposlenih v dve letih po odkupu) kot druge gospodarske družbe (4,7%), vendar so na drugi strani odkupljene gospodarske družbe tudi več odprodajale (5,7% števila zaposlenih v dveh letih po odkupu proti 2,9% pri ostalih gospodarskih družbah, Davis, et al., 2008: 44). Vse to pa ne nazadnje potrjuje hipotezo, da je odkupni kapital običajno odlično sredstvo za prestrukturiranje gospodarskih družb v težavah. Odkupljene gospodarske družbe naj bi namreč že v četrtem in petem letu po odkupu dosegale rahlo višje rasti zaposlovanja od primerljivih gospodarskih družb, ki niso bile odkupljene (Davis, et al., 2008: 54).

Da odkupi gospodarskih družb s strani skladov zasebnega lastniškega kapitala vendarle niso orientirani na kratkoročne koristi, dokazuje tudi študija odkupov na Nizozemskem in v Združenem kraljestvu, ki so jo leta 2008 opravili Bacona Nicolas, Wright Mike, Demina Natalia, Bruining Hans, Boselie Paul (Bacon, et al., 2008, več o študiji gl. zgoraj).

Ti so ugotovili, da vpliv odkupov gospodarskih družb na upravljanje človeških virov z vidika uporabe t. i. *high commitment practices*, ki naj bi delovale na zaposlene predvsem kot motivacijski element za doseganje dolgoročne rasti gospodarske družbe, ni negativen, oz. je celo pozitiven. Res je sicer, da je povečanje omenjenih praks bolj pogosto, če gre za odkup gospodarske družbe s strani strateškega investitorja, vendar tudi odkup s strani skladov zasebnega lastniškega kapitala običajno ne vpliva na te prakse negativno (Bacon, et al., 2008: 1425).

## **6. Vpliv zasebnega lastniškega kapitala na inovacije**

### **6.1. Zasebni lastniški kapital in inovacije**

Ekonomisti so si že dalj časa edini, da so inovacije odločilni generator ekonomske rasti. Pionirska dela na tem področju sta objavila Abramowitz M. (Resources and Output Trends in the United States since 1870; American Economic Review 46, str. 5–23, po Lerner, et al., 2008: 27) in Solow R.M. (Technical Change and the Aggregate Production Function; Review of Economics and Statistics 39, 312–320 po Lerner, et al., 2008: 27). Vse naložbe v raziskave pa vendarle niso stroškovno učinkovite. To naj bi veljalo predvsem za naložbe s strani večjih javnih gospodarskih družb (Lerner, et al., 2008: 27).

Velik skok produktivnosti v devetdesetih letih v ZDA je med ekonomisti povzročil veliko navdušenje. Vzrok za takšno raven rasti produktivnosti naj bi bil predvsem tvegani kapital, ki naj bi omogočil alokacijo kapitala, tako, da se je ta uporabil za podporo najboljšim podjetniškim idejam (Popov, et al., 2009: 7). Navedeno je povzročilo pospešena prizadevanja vlad različnih držav po celem svetu, da bi podobno kot ZDA spodbudile razvoj trga tveganega kapitala. Vsa ta prizadevanja pa imajo enak imenovalec – če je lahko tvegani kapital spodbudil inovacije v ZDA, jih lahko tudi drugje po svetu (Kortum, et al., 2000: 1).

Na drugi strani smo v zadnjem času priča vedno bolj glasnim kritikam odkupnega kapitala, ki naj ne bi ugodno vplival na inovacije odkupljenih družb. Kritiki namreč pod vprašaj postavljajo kreiranje dodane vrednosti s strani odkupnega kapitala. Prav tako naj bi bila vprašljiva nagnjenost investitorjev k dolgoročni rasti odkupljenih gospodarskih družb, ki je pogoj za stroškovno učinkovitost inovativne dejavnosti (Lerner, et al., 2008: 27). Kot je pojasnjeno v nadaljevanju, te kritike niso utemeljene.

## **6.2. Vpliv tveganega kapitala na inovacije**

Kljub temu, da število literature na temo vpliva zasebnega lastniškega kapitala na inovacije v zadnjih letih narašča (Popov, et al., 2009: 7), vse do leta 1998 ni bilo metodološko dovolj izpopolnjene raziskave, ki bi znanstveno dokazovala pozitiven vpliv naložb tveganega kapitala na inovacije (Popov, et al., 2009: 7).

Prvo takšno raziskavo sta leta 1998 opravila Kortum S., Lerner J. (Kortum, et al., 1998). Raziskavo sta nato v letu 2000 dopolnila (Kortum, et al., 2000). Avtorja sta v raziskavah zajela dvajset industrij na področju proizvodnje na ozemlju ZDA med leti 1965 in 1992. Z ekonometričnimi metodami (reduced-form regressions) sta analizirala, ali imajo naložbe tveganega kapitala vpliv na število patentov in posledično inovacij, pri čemer sta analizirala razmerje med naložbami tveganega kapitala, porabljenimi sredstvi za raziskave in razvoj ter številom patentov (Kortum, et al., 1998: 1; Kortum, et al., 2000: 3). Ugotovila sta znaten vpliv naložb tveganega kapitala na število prijavljenih patentov.

Pri analizi sta poskušala ugotoviti metodološke nepopolnosti takšnega pristopa in pri tem oblikovala ekonometrično ustrezen model, ki se nanaša na razmerje med naložbami tveganega kapitala, porabljenimi sredstvi za raziskave in razvoj ter številom patentov (Kortum, et al., 1998: 1; Kortum, et al., 2000: 3). Ta model so kasneje uporabili tudi drugi avtorji (gl. npr. Popov, et al., 2009). Da bi bili rezultati raziskave tem bolj robustni (reprezentativni, pravilni), sta pri analizah upoštevala zelo pomemben dogodek na trgu tveganega kapitala v ZDA. V letu 1979 je namreč ameriško Ministrstvo za delo spremenilo Zakon o pokojninskem dohodkovnem zavarovanju (Employment Retirement Income Security Act), tako da so lahko od takrat naprej pokojninski skladi investirali tvegani kapital. Ta zakon je tako občutno povečal število naložb tveganega kapitala na trgu. Upoštevajoč navedeno sta obseg starih in novih naložb primerjala z številom patentov v analiziranih industrijah, pri čemer sta pri tem kontrolirala tudi porabljena sredstva za raziskave in razvoj, ki so med drugim odraz tehnoloških priložnosti določenega časa. S pomočjo svojega modela sta ugotovila, da lahko analize vpliva naložb tveganega kapitala na razmerje med sredstvi za raziskave in razvoj in številom patentov pokažejo resnično dodano vrednost tveganega kapitala – problem kavzalnosti (Kortum, et al., 1998: 1; Kortum, et al., 2000: 4).

Tudi po upoštevanju problema kavzalnosti so rezultati njune raziskave pokazali, da ima tvegani kapital zelo pozitiven vpliv na inovacije. Ugotovila sta namreč, da ima investiran dolar tveganega kapitala trikrat večji doprinos k številu patentov kot standardna sredstva za razvoj in inovacije, zagotovljena s strani gospodarskih družb. Naložbe tveganega kapitala so tako med letoma

1983 in 1992 prispevale približno 3% k sredstvom za raziskave in razvoj, na drugi strani pa so prispevale k številu novih patentov (inovacij); 8-odstotni doprinos tveganega kapitala k številu patentov leta 1998 v ZDA naj bi bil kar 14% (Kortum, et al., 2000: 22 in 23).

Seveda se pri tem zastavlja vprašanje, ali število patentov zares pomeni število inovacij oz. ali je z analizo doprinos tveganega kapitala k številu patentov zares mogoče ugotoviti tudi doprinos tveganega kapitala k inovacijam. Tvegani kapital bi namreč lahko povečal število prijavljenih patentov zgolj zato, da bi se napravil vtis na investitorje, medtem ko ti patenti ne bi bili kvalitetni oz. ne bi doprinesli veliko k uporabni inovativnosti gospodarskih družb. Avtorja raziskave Kortum S., Lerner J. sta se tega vprašanja lotila tako, da sta primerjala kvaliteto patentov 122 s tveganim kapitalom podprtih gospodarskih družb in 408 gospodarskih družb, ki niso bile podprte s tveganim kapitalom. Ugotovila sta, da so patenti prvih bolj pogosto citirani kot patenti drugih, prav tako pa so patenti prvih tudi bolj agresivno varovani kasneje (preko pravnih sodnih postopkov). Iz tega seveda sledi, da patenti, ki so spodbujeni z naložbami tveganega kapitala, vsekakor niso manj kakovostni v primerjavi z ostalimi patenti, kar pomeni, da dejansko odražajo inovativnost gospodarskih družb. Pri tem pa je potrebno tudi upoštevati, da se s tveganim kapitalom podprte gospodarske družbe, v primerjavi z drugimi gospodarskimi družbami, večkrat zanašajo na poslovne skrivnosti, ki niso patentirane (Kortum, et al., 1998: 3; Kortum, et al., 2000: 5).

Ekonometrični pristop Kortuma S., Lernerja J. k merjenju vpliva tveganega kapitala na inovacije sta v svoji raziskavi pod okriljem Evropske centralne banke leta 2009 uporabila tudi avtorja Popov A. A. in Roosenboom P. (Popov, et al., 2009: 7), ki sta analizirala razmerje med višino investiranega zasebnega lastniškega kapitala (ne le tveganega kapitala), višino sredstev, namenjenih raziskavam in razvoju, ter številom novih patentov. Pri tem sta uporabila podatke EVCA-e in Eurostata za 21 evropskih držav med letoma 1991 in 2004 (Popov, et al., 2009: 8). V okviru raziskave sta zbrala tudi podatke o spremembah zakonodaj v posameznih državah, ki zavarovalnicam in pokojninskim skladom dopuščajo več možnosti za naložbe zasebnega lastniškega kapitala, ter ugotavljala, ali te spremembe pozitivno vplivajo na naložbe zasebnega lastniškega kapitala, na obseg sredstev namenjenih za raziskave in razvoj ter na število patentov (Popov, et al., 2009: 9).

Avtorja sta ugotovila, da zgoraj omenjene spremembe zakonodaj v posameznih državah pozitivno vplivajo na višino investiranega zasebnega lastniškega kapitala. Vendar učinek v vseh državah ni enak. Večji je namreč v državah, kjer je bil trg zasebnega lastniškega kapitala pred spremembo zakonodaje bolj razvit (Popov, et al., 2009: 25).

Avtorja sta prav tako ugotovila, da se 1-odstotno povečanje naložb zasebnega lastniškega kapitala odrazi v 0,04 do 0,05-odstotnem povečanju števila USPTO (patenti, odobreni s strani patentnih uradov v ZDA). Na drugi strani povečanje števila naložb zasebnega lastniškega kapitala le sorazmerno poveča število patentov EPO (Evropski patentni urad). Naložbe zasebnega lastniškega kapitala po ugotovitvah avtorjev pomenijo 8% sredstev namenjenih za raziskave in razvoj, po drugi strani pa naj bi povzročile 12% inovacij v analiziranih državah (Popov, et al., 2009: 29). Popov A. A. in Roosenboom P. torej ugotavljata, da so naložbe zasebnega lastniškega kapitala v Evropi manj učinkovite (prinašajo manj dodane vrednosti v smislu inovacij) kot v ZDA. Krivde za to po njunem mnenju ni iskati v samih naložbah, temveč tudi v bolj togih praksah na trgu dela, manj razvitih možnosti za izstop skladov zasebnega lastniškega kapitala iz gospodarskih družb, bolj togih regulatornih praksah in slabšem pretoku znanja (Popov, et al., 2009: 30). Seveda pa je pri primerjavi te njune raziskave z raziskavo Kortuma S., Lernerja J. potrebno upoštevati, da sta slednja preučevala le vpliv tveganega kapitala na inovacije in ne celotnega zasebnega lastniškega kapitala, skupaj z odkupnim kapitalom. Tvegani kapital je namreč že iz teoretičnega vidika večji generator dodane vrednosti kot odkupni kapital.

Vpliv naložb tveganega kapitala na inovativno dejavnost gospodarskih družb je preučevala tudi raziskava CEFS po okriljem EVCA-e iz leta 2005 (EVCA, 2005, več o raziskavi gl. v poglavju 5.1). Raziskava je ugotovila, da kar 33% od vseh zaposlenih v analiziranih družbah dela na področju raziskav in razvoja. Vsaka četrta zaposlena oseba (26%) kot inženir ali raziskovalec bistveno prispeva k raziskavam in razvoju, poleg tega pa kar 13% zaposlenih nosi naziv doktorja znanosti (PhD) ali enakovreden naziv (EVCA, 2005: 23). Pri tem je zanimivo, da je odstotek zaposlenih, ki delajo na raziskavah in razvoju, največji v biotehnoški industriji (74%). V EU 25 po podatkih Eurostata dela na področju raziskav in razvoja le 1,3% aktivne populacije (EVCA, 2005: 24). Prav tako so zanimivi drugi podatki: s tveganim kapitalom podprte gospodarske družbe v povprečju porabijo za raziskave in razvoj 45% svojih stroškov, v primerjavi z drugimi gospodarskimi družbami uspešno registrirajo več patentov, plačujejo svoje zaposlene v povprečju bolje kot druge gospodarske družbe (povprečno 49,381 evrov letno) in dajejo večji pomen izobraževanju zaposlenih (EVCA, 2005: 24, 26 in 27).

### **6.3. Vpliv odkupnega kapitala na inovacije**

Po avtorjevem vedenju so do sedaj najobsežnejšo in metodološko najbolj izpopolnjeno raziskavo vpliva odkupnega kapitala na inovacije v letu 2008

opravili Lerner J., Sorensen M. in Strömberg P. (Lerner, et al., 2008). Avtorji so raziskovali vpliv odkupnega kapitala na inovacije gospodarskih družb, tako da so analizirali patente, ki jih je v letih od 1983 do 2005 dobilo 495 gospodarskih družb, podprtih z odkupnim kapitalom. Pri tem so uporabili podatkovno bazo Capital IQ, Dealogic in drugi, ki vse vključujejo podatke o opravljenih poslih z odkupnim kapitalom, ter patentno bazo Harvard Business School, kjer so preverili značilnosti patentov (prijavljenih na USPTO – Ameriški patentni urad) z odkupnim kapitalom podprtih gospodarskih družb (Lerner, et al., 2008: 28 in 29).

Kakovost, velikost in strukturo patentnih portfolijev analiziranih družb so analizirali na štiri načine. Patente so analizirali pred in po odkupu gospodarske družbe, pri čemer so kakovost patentov ugotavljali s številom citatov. Ugotavljali so, ali gre za bolj ali manj temeljne (fundamental) patente, pri čemer so primerjali patente pred in po odkupu gospodarske družbe. Ugotavljali so nagnjenost gospodarskih družb k patentiranju pred in po odkupu, nazadnje pa so analizirali še področja, na katerih so gospodarske družbe vlagale patente pred in po odkupu (Lerner, et al., 2008: 30 in 31). Raziskava ni potrdila negativnega vpliva odkupnega kapitala na inovacije gospodarskih družb. Avtorji so namreč ugotovili, da so patenti, ki so jih gospodarske družbe prijavile po odkupu, večkrat citirani kot predhodni patenti (kar pomeni, da so kakovostnejši). Prav tako patenti po odkupu niso manj temeljni. Odkup gospodarskih družb v povprečju ni zmanjšal število uspešnih patentnih prijav. Zanimiva je ugotovitev, da so patenti odkupljenih gospodarskih družb po odkupu bolj osredotočeni na določeno področje, kar je lahko pokazatelj določene racionalizacije oz. poudarjene usmerjenosti odkupljenih gospodarskih družb na področja, kjer so najbolj uspešne. Seveda pa navedeno ne pomeni, da se s tem zmanjša inovativnost gospodarskih družb (Lerner, et al., 2008: 35).

## **7. Vpliv zasebnega lastniškega kapitala na zadolženost gospodarskih družb in stabilnost finančnih trgov**

Vpliv zasebnega lastniškega kapitala na zadolženost gospodarskih družb je seveda odvisen od oblike tega kapitala. Medtem, ko ima tvegani kapital že *per se* pozitiven vpliv na zadolženost gospodarskih družb, v katere se investira, učinek kapitala za odkup gospodarske družbe ni evidenten sam po sebi.

Gospodarske družbe po obdobju nadpovprečne rasti običajno beležijo večjo stopnjo zadolženosti. Prav tako na povečano stopnjo zadolženosti vpliva obsežno kratkoročno dolžniško financiranje, ki je značilno za manjše in bolj tvegane gospodarske družbe. Tvegani kapital, ki je lastniški kapital, lahko zato

bistveno pripomore k finančnemu prestrukturiranju gospodarske družbe, ki se odrazi na boljšem razmerju med lastniškim in dolžniškim kapitalom. Ugodno razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom je še toliko bolj pomembno, če nameravajo lastniki gospodarske družbe svoje deleže javno ponuditi na organiziranem trgu (IPO). To pa je velikokrat cilj lastnikov gospodarskih družb, ki zaključujejo cikel nadpovprečne rasti. Raziskovalci Pagano, Panneta in Zingales so na vzorcu italijanskih družb ugotovili, da je IPO marsikdaj tudi sredstvo, s katerim se poskuša povečati delež lastniškega kapitala v gospodarski družbi (Pagano, M., F. Panetta, and L. Zingales (1998), »Why do Companies go public? An Empirical Analysis«, *Journal of Finance*, Vol. 27, No. 3. po Del Colle, et al., 2006: 20), pri čemer naj bi predhoden vstop sklada tveganega kapitala pripomogel k uspešnejšemu IPO-ju (Del Colle, et al., 2006: 20).

Pozitivno vlogo tveganega kapitala na zadolženost gospodarskih družb lahko utemeljujemo tudi s tem, da je pomen tveganega kapitala kot finančnega sredstva večji ravno pri družbah z visokim potencialom rasti. V primeru finančnega prestrukturiranja gospodarske družbe je prav tako za pričakovati, da bodo te bolj povpraševale po tveganem kapitalu ob pritiskih bank, ki bodisi ne želijo odobriti novih kreditov, ali pa ne želijo prestrukturirati starih. Prav tako bodo gospodarske družbe z bolj tveganim poslovnim načrtom bolj stremele k večji meri lastniškega financiranja (Del Colle, et al., 2006, str. 20).

Italijanski raziskovalci Del Colle D. M., Finaldi Russo P. in Generale A. so vpliv tveganega kapitala na stopnjo zadolženosti raziskovali na vzorcu italijanskih družb (o vzorcu in metodologiji gl. Del Colle, et al., 2006, 12–15). Ugotovili so, da tvegani kapital lahko pozitivno vpliva na strukturo financiranja gospodarske družbe predvsem pri večjih gospodarskih družbah, ki beležijo neugodno razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom (pretirana uporaba dolžniškega financiranja, ki se lahko odrazi v kapitalski neustreznosti gospodarske družbe). Pri manjših družbah pa tvegani kapital navedeno vlogo odigra predvsem pri povečanju zrelosti dolgov (o vzorcu in metodologiji gl. Del Colle, et al., 2006: 12–15).

Tudi kapital za odkup gospodarske družbe je seveda lastniški kapital in torej *per se* ne povečuje raven zadolženosti odkupljene gospodarske družbe. Kljub temu njegov učinek na zadolženost gospodarskih družb ni nujno pozitiven. Dolžniško financiranje odkupov gospodarskih družb je namreč povsem običajen instrument skladov zasebnega lastniškega kapitala. Pretirana uporaba dolžniškega financiranja pa lahko vodi do nestabilnosti finančnih trgov, kot smo jih lahko opazovali v letih 2008 in 2009. Ravno zaradi tega so skladi zasebnega lastniškega kapitala v zadnjih letih večkrat predmet kritik,

predvsem s strani politikov, pa tudi določenega dela strokovne javnosti (gl. Kaserer, et al., 2007: 201–205).

V literaturi lahko najdemo več razlogov, zakaj je dolžniško financiranje (takrat ko je seveda zaradi vsaj navideznih manjših tveganj možno) tako priljubljen način financiranja. Ugodno je namreč iz davčnopравниh vidika, lastniki poskušajo z njim prenesti tveganje na upnike (predvsem banke), povečevalo naj bi discipliniranost in učinkovitost uprav zadolženih gospodarskih družb (Kaserer, et al., 2007: 201–204), ne nazadnje pa uporaba dolžniškega financiranja kot finančni vzvod povečuje donosnost lastniškega kapitala.

Ne glede na morebiten negativen vpliv dolžniškega financiranja odkupov gospodarskih družb s strani skladov zasebnega lastniškega kapitala, ki se lahko odrazi predvsem v povečanju nestabilnosti finančnih trgov, se je potrebno zavedati, da je zasebni lastniški kapital vključno z odkupnim kapitalom dolgoročen vir financiranja, katerega sredstvo za doseganje dobička je predvsem ustvarjanje nove vrednosti (rast vrednosti gospodarske družbe, v katere se investira) in ne iskanje dodane vrednosti preko hitre preprodaje deležev. Slednje je namreč značilno za t. i. *hedge* sklade. Navedene značilnosti skladov zasebnega lastniškega kapitala potrjujejo tudi zgoraj predstavljeni izsledki raziskav, predvsem na področju zaposlovanja in inovacij.

## **8. Vpliv zasebnega lastniškega kapitala na gospodarsko rast**

Pozitiven vpliv predvsem tveganega kapitala, delno pa tudi kapitala za odkup gospodarskih družb, ki se odraža na rasti gospodarskih družb, zaposlovanju, inovativnosti in drugih parametrih poslovanja gospodarskih družb, ima določene (pričakovano) pozitivne posledice tudi na nacionalna gospodarstva oz. se odraža tudi na makroekonomskem področju. Medtem ko v svetu do pred petimi leti ni bilo omembe vrednih raziskav, ki bi ugotovljale naveden učinek zasebnega lastniškega kapitala (Kaserer, et al., 2007: 201–204), se v zadnjih letih to spreminja. V tem oziru sta pomembni predvsem dve raziskavi: raziskava Romain A. in van Pottelsberghe B., ki je bila leta 2004 opravljena pod okriljem Deutsche Bundesbank (Romain, et al., 2004), in raziskava Meyer T., opravljena leta 2006 pod okriljem Deutsche Bank Research (Meyer, T. (2006), Mehr Pep für Europas Wirtschaft – Venture Capital in Europe, Deutsche Bank Research, Frankfurt v Kaserer, et al., 2007: 176).

Romain A. in van Pottelsberghe B. sta v svoji raziskavi raziskovala makroekonomske učinke tveganega kapitala. Izhajala sta iz hipoteze, da je



tvegani kapitala v mnogočem podoben sredstvom večjih gospodarskih družb, ki jih te namenjajo za raziskave in razvoj (R&D) (Romain, et al., 2004: 5) ter ugotavljala, ali tvegani kapital pripomore k ekonomski rasti. Predvidevala sta, da se to zgodi na dva načina. Prvi je prek spodbujanja inovacij, ki se odražajo v predstavitvi novih izdelkov, procesov in storitev na trgu. Drugi pa je prek povečanja znanja (know-how) in veščin, ki pospešijo učinkovito uporabo obstoječih znanj za sistem proizvodnje (t. i. absorptive capacity) (Romain, et al., 2004: 5).

Avtorja sta hipoteze s pomočjo ekonometričnih metod preizkusila na vzorcu podatkov iz šestnajstih držav OECD med leti 1990 in 2001. Ugotovila sta, da tvegani kapital bistveno pripomore k rasti produktivnosti. Njegov pozitiven makroekonomski učinek je zanimivo bistveno večji od učinka običajnih sredstev za raziskave in razvoj (R&D). Tvegani kapital ima tudi posreden učinek na rast produktivnosti v smislu boljšega izkoriščanja znanj, ki sicer ne bi bila tako produktivno uporabljena (npr. znanj, ki se generirajo znotraj univerz in drugih raziskovalnih inštitucij) (Romain, et al., 2004: 5).

Meyer T. je na drugi strani preučeval vpliv celotnega zasebnega lastniškega kapitala na realno gospodarsko rast – povečanje BDP v 20 evropskih državah. Zasebni lastniški kapital je razdelil v tri skupine: zgodnji kapital (semenski in zagonski kapital), razširitveni kapital in odkupni kapital. V zvezi z navedenimi vrstami zasebnega lastniškega kapitala je preučeval višino naložb tega kapitala in to primerjal z različnimi makroekonomskimi parametri: BDP na prebivalca, stopnjo brezposelnosti, stopnjo rasti borznih indeksov in drugimi. Raziskava je pokazala, da imajo vse tri vrste zasebnega lastniškega kapitala pozitiven vpliv na gospodarsko rast. Najbolj pozitiven je vpliv semenskega in zagonskega kapitala. Medtem ko se povečanje naložb odkupnega kapitala v višini 0,1% BDP odrazi v 0,2-odstotnem povečanju BDP, se povečanja naložb semenskega in zagonskega kapitala odrazi v kar 0,8-odstotnem povečanju BDP (po Kaserer, et al., 2007: 176).

## **9. Temelj ustvarjanja dodane vrednosti pri naložbah zasebnega lastniškega kapitala**

Gonilo sodobnega tržnega gospodarstva je ustvarjanje dobička. Tudi naložbe zasebnega lastniškega kapitala seveda niso izjema. Skladi zasebnega lastniškega kapitala vstopijo v gospodarsko družbo z namenom, da je razlika med vloženimi sredstvi in izkupičkom pri prodaji deležev tem večja. Seveda je pri tem treba upoštevati, da lahko skladi zasebnega lastniškega kapitala prihodke ustvarjajo tudi s pomočjo dividend ali prek plačila za svetovanje, vendar naj bi bili ti glede na naravo njihovega poslovanja manj pomembni. V

zvezi z možnostjo doseganja dobička pri preprodaji deležev (ki se običajno zgodi skozi daljše časovno obdobje) teorija omenja dva možna generatorja dodane vrednosti (gl. Kaserer, et al., 2007: 190). Prvi je dejansko povečanje vrednosti gospodarske družbe, v katero se investira (gre za po večinskem prepričanju prevladujoč generator dodane vrednosti), drugi pa je ustvarjanje dodane vrednosti na račun drugih vlagateljev (prerazporejanje vrednosti), predvsem tistih, od katerih je sklad zasebnega lastniškega kapitala odkupil lastniške deleže v gospodarski družbi. Gre skratka za strategijo preprodaje lastniških deležev preko iskanja podcenjenih gospodarskih družb ali s pomočjo špekulativnih pričakovanj po povečanju vrednosti kupljenih deležev brez realnega povečanja vrednosti gospodarskih družb. Seveda ni treba poudarjati, da je drugi generator dodane vrednosti (prerazporejanje vrednosti) z vidika stabilnosti kapitalskih in finančnih trgov in z vidika vplivov na narodna gospodarstva neprimerno manj zaželen kot prvi. Celo več, skladi zasebnega lastniškega kapitala, ki se ukvarjajo predvsem z naložbami odkupnega kapitala, so v zadnjih letih prav zaradi domnevne uporabe prvega generatorja dodane vrednosti, predmet številnih kritik strokovne javnosti in seveda politikov (gl. npr. Davis, et al., 2008: 43; ali Bacon, et al., 2008: 1399). Ker se tvegani kapital po svojih lastnosti bistveno razlikuje od odkupnega kapitala, s katerim skupaj tvorita zasebni lastniški kapital, je treba povedati, da dileme o tem, kakšen je generator dodane vrednosti pri naložbah tveganega kapitala, pravzaprav ni. Naložbe tveganega kapitala so namreč lahko dobičkonosne le v primeru povečanja dejanske vrednosti gospodarske družbe (povečanje prihodkov, števila zaposlenih, nove inovacije, patenti itd.). Ne nazadnje to potrjujejo vse raziskave o ekonomskem vplivu naložb tveganega kapitala. Se pa pri naložbah tveganega kapitala pojavlja druga dilema. In sicer, ali se pri naložbah tveganega kapitala vrednost gospodarske družbe, v katero se investira, povečuje zato, ker družbe tveganega kapitala s pomočjo analiz podprejo le zelo perspektivne inovativne projekte (*cherry-picking* hipoteza), ali pa zato, ker dejansko s svojim nadzorom, storitvami ter lastno poslovno mrežo spodbudijo inovacije in posledično dobro poslovanje investiranih gospodarskih družb (Alemany, et al., 2005: 5; Popov, et al., 2009: 7–8).

Splošna razlaga pozitivnih ekonomskih učinkov naložb tveganega kapitala na poslovanje gospodarskih družb, v katere se investira, je, da tvegani kapital spodbudi (generira) dobro rast in inovacije v gospodarskih družbah (Hirukawa, et al., 2008: 2). Družbe tveganega kapitala namreč niso vedno uspešne pri izbiri gospodarskih družb, v katere investirajo, kar kaže na dejstvo, da so njihovi procesi pregleda in izbire naložb daleč od popolnih. Dodana vrednost investicij, ki se udejanja z inovacijami in rastjo gospodarske družbe, naj bi se torej dosegala predvsem prek dobrega nadzora in upravljanja z naložbami. Pri tem je zelo pomembna specializiranost družb tveganega kapitala, ki običajno investirajo tvegani kapital v okviru določene branže. S

svojim znanjem in poslovnimi stiki tako prek nadzora in organov upravljanja pomagajo k dobrim rezultatom gospodarskih družb (Alemany, et al., 2005: 6).

Navedena razlaga pozitivnih ekonomskih učinkov naložb tveganega kapitala je podprta z več empiričnimi raziskavami. Gre za raziskave Kortuma in Lernerja (Kortum, et al., 1998; Kortum, et al., 2000), ki sta v raziskavah zajela dvajset industrij na področju proizvodnje na ozemlju ZDA med leti 1965 in 1992 (več o sami raziskavi gl. v poglavju 6.2), Engla (Engel, 2002), ki je opravil raziskavo na vzorcu nemških podjetij, ki poseduje podatke o veliki večini nemških podjetij, vpisanih v trgovinski register (več o sami raziskavi gl. zgoraj, poglavje 4.), Penederja (Peneder, 2009) (več o sami raziskavi gl. zgoraj, poglavje 4.), ki je opravil raziskavo na vzorcu avstrijskih podjetij, delno pa navedeno razlago potrjuje tudi raziskava Hirukawe in Uede (Hirukawa, et al., 2008), ki sta raziskavo opravila na vzorcu ameriških proizvodnih podjetij.

Kljub temu, da je razlaga pozitivnih ekonomskih učinkov naložb tveganega kapitala, ki temelji na prepričanju, da tvegani kapital sam generira inovacije in spodbudi večjo rast podjetij, v strokovni javnosti prevladujoča, obstajajo tudi kritike takšne razlage. Do povečanega povpraševanja po tveganem kapitalu namreč običajno pride ravno po obdobju večjih inovacij, saj ravno prihod bistvenih inovacij običajno spodbudi podjetniške priložnosti in ustanavljanje novih gospodarskih družb. Tako je npr. drastično znižanje stroškov proizvodnje osebnih računalnikov povečalo število njihovih uporabnikov in tako spodbudilo nastanek novih gospodarskih družb (npr. Apple, Dell), ki so se ukvarjale z izdelavo osebnih računalnikov, in to kljub temu, da je k samemu razcvetu te branže pripomogel predvsem IBM (Hirukawa, et al., 2008). Kritiki prevladujoče razlage tako trdijo, da družbe tveganega kapitala k razvoju podjetij pripomorejo predvsem tako, da kapitalsko podprejo izkoriščanje že obstoječih inovacij. Zanimivo je to, da je tudi ta razlaga podprta z več empiričnimi raziskavami (gl. Popov, et al., 2009: 7–8; Wadhwa, 2008).

## **10. Sklep**

Ne glede na to, ali se pri naložbah tveganega kapitala vrednost gospodarske družbe, v katero se investira, povečuje zato, ker družbe tveganega kapitala s pomočjo analiz podprejo le zelo perspektivne inovativne projekte ali zato ker same pozitivno vplivajo na poslovanja družb, je vpliv tveganega kapitala očitno pozitiven. V prvem primeru enostavno zato, ker določeni perspektivni inovativni projekti brez tveganega kapitala zaradi pomanjkanja ustreznih finančnih sredstev enostavno ne bi zaživel, v drugem primeru pa zato, ker ti

projekti, če bi bili podprti z drugimi finančnimi sredstvi, očitno v povprečju ne bi bili tako uspešni.

Navedeno nedvomno dokazujejo vse do sedaj opravljene raziskave o ekonomskih učinkih naložb tveganega kapitala. Res je, da so določene raziskave (med njimi nekatere kot prve na posameznih področjih) opravljene s strani interesnih združenj skladov zasebnega lastniškega kapitala in so zato lahko pristranske, vendar so izsledke teh raziskav bolj ali manj potrdile tudi raziskave uglednih ekonomskih inštitucij in ekonomistov, ki si s pomočjo različnih raziskovalnih metod in ekonometričnih analiz prizadevajo zagotoviti objektivnost in reprezentativnost svojih raziskav. In te v zadnjem desetletju tudi prevladujejo.

Zanimivo je, da raziskave uglednih ekonomskih inštitucij in ekonomistov, ki se nanašajo na ekonomske učinke odkupnega kapitala, ki je v zadnjih letih predmet številnih kritik s strani politikov in dela strokovne javnosti, niso potrdile negativnih ekonomskih vplivov tega kapitala. Odkupni kapital je z vidika učinkov na rast zaposlovanja in ravnanja s človeškimi viri najmanj nevtralen, če ne celo pozitiven dejavnik. Pri tem pa seveda ne smemo zanemariti, da je odkupni kapital pripoznan kot pomemben mehanizem oz. vzvod prestrukturiranja gospodarskih družb v težavah. Ne nazadnje to potrjuje tezo, da je potrebno razlikovati med špekulativnimi naložbami *hedge* skladov, katerih cilj je predvsem čim prej z dobičkom preprodati lastniške deleže, in dolgoročnimi naložbami skladov zasebnega lastniškega kapitala, ki naj bi dodano vrednost dosegali predvsem z rastjo gospodarskih družb, v katere investirajo.

## Literatura / References

Achleitner A.-K., Geidner A., Kloeckner O. (2006) Der Beitrag Von Private Equity Und Venture Capital Zur Beschäftigung in Europa; Finanz Betrieb, Vol. 8, No. 3, str. 140-147, 2006 [<http://ssrn.com/abstract=1122290>] (obiskano 19. 6. 2009).

Alemany L., Martí J. (2005) Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms; EFA 2005 Moscow Meetings Paper, March [<http://ssrn.com/abstract=673341>] (obiskano 19. 6. 2009).

Asociación Española de Capital Inversiones (2004) Impacto económico y social del capital riesgo en España (Madrid: Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo).

Bacon N., Wright M., Demina N., Bruining H., Boselie P. (2008) The effects of private equity and buy-outs on HRM in the UK and the Netherlands; Human Relations, 61, SAGE Publications, Los Angeles, London, New Delhi, Singapore, str. 1399-1433.

Belke A., Fehn R., Foster N. (2006) Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth?; Finance India, Vol. XX, No.1, Indian Institute of Finance, March, str: 75-98.

British Venture Capital Association (2003) The Economic Impact of Venture Capital Trusts in the UK; (London: British Venture Capital Association).

British Venture Capital Association (2004) The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in the UK (London: British Venture Capital Association, IE Consulting).

British Venture Capital Association (2007) Private Equity's Impact as a UK Financial Service (London: British Venture Capital Association).

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (2005) Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfolio-unternehmen und die deutsche Wirtschaft; Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity nad Venture Capital Association e.V. (Berlin: PricewaterhouseCoopers LLP)

Cornelli F., Karakas Ö. (2008) Private equity and corporate governance: do LBOs have more effective boards?; Globalisation of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, World Economic Forum, Geneva, str. 65-84.

Da Rin M. and Bottazzi L. (2002) Financing Entrepreneurial Firms in Europe: Facts, Issues, and Research Agenda; CESifo Conference Center, Munich 22-23 November [<http://www.cesifo-group.de>] (obiskano 19. 6. 2009).

Da Rin M., Di Giacomo M., Sembenelli A. (2008) Firm Entry Dynamics and the Taxation of Corporate Profits: Evidence from Europe [<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=80348>] (obiskano 19. 6. 2009).

Davis S. J., Lerner J., Haltiwagner J., Javier M., Jarmin R. (2008) Private equity and employment; Globalisation of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report, World Economic Forum, Geneva, str. 43-64.

Del Colle D. M., Generale A., Finaldi R. P. (2006) The Causes and Consequences of Venture Capital Financing: An Analysis Based on a Sample of Italian Firms; Bank of Italy Council of the European Union, The Economic and Financial Affairs Council [<http://www.consilium.europa.eu/Newsroom>] (obiskano 6. 1. 2008).

European Commision, ECOFIN – sporočilo za javnost (2007); dosegljivo na [<http://www.consilium.europa.eu/Newsroom>] (obiskano 20. 1. 2008).

European Commision, Internal Market and Services DG (2006) Report of the Alternative Investment Expert Group, Developing European Private Equity [[http://ec.europa.eu/internal\\_market/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/index_en.htm)] (obiskano 10. 1. 2007).

European Private Equity & Venture Capital Association (2004) Why and How to invest in Private Equity, Special Paper [<http://www.evca.eu>] (obiskano 12. 7. 2006).

European Private Equity & Venture Capital Association (2005) Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, Research Paper [[www.evca.eu](http://www.evca.eu)] (obiskano 13. 3. 2009).

European Private Equity & Venture Capital Association (2008) The Impact of Private Equity-backed Buyouts on Employee Relations, Research Paper [[www.evca.eu](http://www.evca.eu)] (obiskano 13. 3. 2009).

European Private Equity & Venture Capital Association, Glossary (2009) [[www.evca.eu](http://www.evca.eu)] (obiskano 13. 3. 2009).

Engel D. (2002) The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation; ZEW Discussion Paper No. 02-02 [<http://ssrn.com/abstract=319322>] (obiskano 19. 6. 2009).

Hirukawa M., Ueda M. (2008) Venture Capital and Innovation: Which is First? [<http://ssrn.com/abstract=1242698>] (obiskano 18. 6. 2009).

Ivanov V. I., Xie F. (2008): Do Corporate Venture Capitalists Add Value to Startup Firms? Evidence from IPOs and Acquisitions of VC-Backed Companies; Financial Management, Forthcoming [<http://ssrn.com/abstract=988404>] (obiskano 29. 6. 2009).

Kaserer C., Achleitner A.-K., von Einem C., Schiereck D. (2007) Private Equity in Deutschland, Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen (Norderstedt: CEFS Technische Universität München, Books on Demand).

Kirkpatrick G. (2007) The Role of Private Pools of Capital in Corporate Governance: Summary and Main Findings about the Role of Private Equity Firms and "Activist" Hedge Funds; Financial Market Trends, 1, 92, June, ABI/INFORM Global, str. 87-104.

Kortum S., Lerner J. (1998) Does Venture Capital Spur Innovation?; NBER Working Paper No. W6846 [<http://ssrn.com/abstract=227614>] (obiskano 18. 6. 2009).

Kortum S., Lerner J. (2000) Assessing the contribution of venture capital to innovation, Rand Journal of Economics [<http://www.people.hbs.edu/jlerner/publications.html>] (obiskano 29. 6. 2009).

Leopold G., Frommann H., Kühn T. (2003) Private Equity Venture Capital, Eigenkapital für innovative Unternehmer, 2. Auflage (München: Verlag Vahlen).

Lerner J., Sorensen M., Strömberg P. (2008) Private equity and long-run investment: the case of innovation; Globalisation of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, World Economic Forum, Geneva, str. 27-42.

Maula M. V. J., Autio E., Murray G. (2006) How Corporate Venture Capitalists Add Value to Entrepreneurial Young Firms; v Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth, Volume 9, Entrepreneurship: Frameworks and empirical investigations from forthcoming leaders of european research, Elsevier B.V., str. 267-309.

National Venture Capital Association (2002) The Economic Impact of Venture Capital Industry on the U.S. Economy; ZDA [<http://www.nvca.org>] (obiskano 12. 3. 2006).

National Venture Capital Association (2004) Venture Impact 2004, Venture Capital Benefits to the US Economy [<http://www.nvca.org>] (obiskano 12. 3. 2006).

National Venture Capital Association (2007) *Venture Impact, The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S Economy, Fourth Edition*; USA, 2007 [<http://www.nvca.org>] (obiskano 20. 6. 2009).

Peneder M. R. (2009) *The Impact of Venture Capital on Innovation Behaviour and Firm Growth* [<http://ssrn.com/abstract=964954>] (obiskano 16. 6. 2009).

Petreski M. (2006) *The Role of Venture Capital in Financing Small Businesses*; *Journal of Entrepreneurship and Finance*, Forthcoming [<http://ssrn.com/abstract=906876>] (obiskano 19. 6. 2009).

Popov A., Roosenboom P. (2009) *Does Private Equity Investment Spur Innovation Evidence from Europe*; ECB Working Paper No. 1063 [<http://ssrn.com/abstract=1414208>] (obiskano 19. 6. 2009).

Ribeiro L. L., De Carvalho A. G. and Furtado C. V. (2008) *Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Brazil* [<http://ssrn.com/abstract=912523>] (obiskano 19. 6. 2009).

Robnik L. (2006) *Pomen tveganega kapitala pri financiranju malega podjetništva*; *Naše gospodarstvo*, št. 1-2, Ekonomsko-poslovna fakulteta, Društvo ekonomistov Maribor, Ekonomski center Maribor, Maribor, str. 106-113.

Romain A., van Pottelsberghe B. (2004) *The economic impact of venture capital*; Discussion Paper, Series 1: Studies of Economic Research Centre, No 18/2004, Deutsche Bundesbank [<http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/dkp/2004/200418dkp.pdf>] (obiskano 19. 6. 2009).

Vollmer L., Elser T. (2005) *UBGG, Kommentar zum Unternehmensbeteiligungsgesellschaftsgesetz mit Erläuterungen zur Besteuerung der Kapital-/Unternehmensbeteiligungsgesellschaften* (Berlin: Schmidt Erich Verlag).

Wadhwa V. (2008) *Does Venture Capital Spur Innovation?*; *Business Week* (Online); [<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=1564594711&sid=1&Fmt=3&clientId=70262&RQT=309&VName=PQD>] (obiskano 29. 6. 2009).

Žugelj D., Penca P., Slavnič N., Žunec B., Vadnjal J. (2001) *Tvegani kapital: si upate tvegati?* (Ljubljana: Lisac & Lisac).