

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT

ZAKLJUČNA PROJEKTNA NALOGA

KLEMEN POLAJŽER

KOPER, 2017

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT

Zaključna projektna naloga

USTANOVITEV SKLADA TVEGANEGA
KAPITALA V DEJAVNOSTI VERIŽNIH
PODATKOVNIH
BLOKOV

Klemen Polajžer

Koper, 2017

Mentor: izr. prof. dr. Igor Stubej

POVZETEK

Zaključna projektna naloga obravnava pojem tveganega kapitala, investicijske sklade in sklade tveganega kapitala ter tehnologijo verižnih podatkovnih blokov oz. *blockchain*. Ker, po mnenju mnogih, živimo na pragu tretje industrijske revolucije, je poznavanje najnovejših tehnologij nujno, saj bodo imele te še večji vpliv na gospodarsko delovanje v prihodnosti. Skladi tveganega kapitala in tehnologija *blockchain* prav gotovo spadajo mednje. V zaključni nalogi, poleg teoretičnih vidikov obeh pojmov, z empirično raziskavo analiziramo tudi delovanje skladov tveganega kapitala in poznavanje tehnologije *blockchain* med ljudmi.

Ključne besede: tvegani kapital, investicijski skladi, nova ekonomija, verižni podatkovni bloki, kriptovalute

SUMMARY

This final paper deals with the concept of venture capital, investment funds in general, venture capital funds and the blockchain technology. Because we are at the threshold of the third industrial revolution it is essential to keep up with the new technologies, as these technologies will have an even greater impact on the future economic performance. Venture capital funds and blockchain technology are certain among them. Therefore, in addition to the theoretical aspects of both concepts, the final task also analyzes the functioning of venture capital funds and the understanding of blockchain technology among people in general.

Keywords: venture capital, investment funds, new economy, blockchain, crypto currencies

UDK: 330.1(043.2)

ZAHVALA

Za strokovno pomoč pri izdelavi zaključne projektne naloge se iskreno zahvaljujem mentorju
izr. prof. dr. Igorju Stublju.

Za podporo in pomoč pri iskanju motivacije pa se zahvaljujem zaročenki Tamari.

VSEBINA

1	Uvod	1
1.1	Opredelitev obravnavanega problema	1
1.2	Teoretično izhodišče.....	2
1.3	Namen in cilji zaključne projektne naloge	3
1.4	Predvidene metode dela.....	4
1.5	Predpostavke in omejitve pri obravnavanju problema	5
2	Tvegani kapital	6
2.1	Pomen tveganega kapitala	7
2.2	Značilnosti investicij tveganega kapitala.....	7
2.3	Stopnje tveganega kapitala	7
2.4	Trg tveganega kapitala.....	8
3	Investicijski sklad	10
3.1	Sklad tveganega kapitala	11
3.1.1	Oblike skladov tveganega kapitala	11
3.1.2	Pravno – formalno okolje.....	11
3.1.3	Proces zbiranja kapitala	12
3.1.4	Upravljanje.....	12
3.1.5	Struktura portfelja	14
4	Nova ekonomija	16
4.1	Verižni podatkovni bloki (blockchain).....	16
4.2	Poslovni vidik tehnologije blockchain	18
4.3	Zakonodaja	19
5	Investicijski proces	21
5.1	Faze investicijskega procesa.....	22
5.2	Iskanje investicijskih priložnosti	22
6	Človeški viri kot dejavnik zaupanja	23
6.1	Sistem organiziranosti in sprejemanja odločitev	23
6.2	Trendi sodobnega vodenja.....	23
6.3	Doseganje zaupanja	24
7	Raziskava mnenj strokovnjakov upravljanja s skladi in analiza ankete	26
7.1	Predstavitev sklada Tim Valores	26
7.1.1	Podjetniška zamisel in prve stranke	26
7.1.2	Tržni potencial sklada	26
7.1.3	Upravljanje portfelja sklada	27
7.1.4	Problematika povpraševanja po razpršitvi kapitala v sektor blockchain	28
7.1.5	Ovire pri vstopu v sektor blockchain	28
7.1.6	Možne rešitve za odpravo ovir pri delovanju skladov	29
7.2	Predstavitev sklada Consensus	29
7.2.1	Podjetniška zamisel.....	29

7.2.2	Tržni potencial	29
7.2.3	Upravljanje portfelja sklada	30
7.2.4	Omejitve upravljanja sklada in možne rešitve	30
7.3	Analiza ankete	30
7.3.1	Metodologija in merilni instrumenti	30
7.3.2	Vzorec	31
7.3.3	Analiza	31
7.3.4	Rezultati	40
8	Sklep	41
	Literatura in viri	43
	Priloge	45

SLIKE

Slika 1: Spol.....	31
Slika 2: Starost	31
Slika 3: Status	32
Slika 4: Poznavanje tehnologije blockchain in bitcoina	32
Slika 5: Osnovni pojmi	34
Slika 6: Strinjanje se s trditvami	37
Slika 7: Investiranje – da ali ne.....	37
Slika 8: Investiranje v sklad tveganega kapitala	38
Slika 9: Več informacij – da ali ne.....	39

PREGLEDNICE

Preglednica 1: Organiziranost sklada tveganega kapitala.....	13
Preglednica 2: Potrebna znanja in veščine za upravljanje skladov	14
Preglednica 3: Osnovne faze investicijskega procesa.....	22
Preglednica 4: Lastnosti dobrega managerja	24
Preglednica 5: Razlaga blockchain tehnologije in bitcoina	33
Preglednica 6: Investiranje – kam.....	38
Preglednica 7: Pričakovani donosi.....	39

KRAJŠAVE

EVCA Evropsko združenje tveganega kapitala

ZDTK Zakon o družbah tveganega kapitala

ICO Initial Coin Offering (slo. »prva javna ponudba kriptokovancev«)

FIAT Valuta dogovorjene vrednosti

PSS Poznaj svojo stranko

ZPPDFT Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma

FURS Finančna uprava Republike Slovenije

DDV Davek na dodano vrednost

ETF Indeksni investicijski skladi

1 UVOD

1.1 Opredelitev obravnavanega problema

Dandanes lahko na vsakem koraku zasledimo zgodbe novoustanovljenih podjetij, ki se skušajo z inovativno idejo prebiti na tržišče in se tam tudi obdržati. Vse več je novih poslovnih idej, ki morajo biti osupljive, z dodano vrednostjo in ne nazadnje hitro razširljive v množici ljudi. Tehnologija ima v današnji dobi velik vpliv na ljudi in njihovo delovanje; predstavlja širok pojem, za katerim stojijo različne vrste produktov in storitev, brez katerih bi bil svet marsikdaj prikrajšan za napredek.

O tehnologiji veriženja podatkovnih blokov (v nadaljevanju blockchain) se veliko govori tako na tehnoloških konferencah kot v medijih. Številni strokovnjaki, tako s področja računalništva kot financ (npr. Microsoft, Intel, J.P. Morgan), omenjeno tehnologijo uvrščajo med najbolj pomembne tehnološke inovacije, ki naj bi življenja uporabnikov spremenila v podobnem obsegu, kot jih je svetovni splet v 90. letih prejšnjega stoletja. Omenjena podjetja se že pripravljajo, da bodo na tehnologiji blockchain gradila svoje prihodnje projekte (Hackett 2017). Podjetjem in posameznikom je danes omogočen razvoj različnih digitalnih dobrin in storitev na decentraliziranem omrežju, ki predstavlja varno, transparentno, cenovno ugodno in inovativno delovno okolje.

Ideja o bitcoinu, ki predstavlja prvo večje sredstvo, ki temelji na tehnologiji verižnih podatkovnih blokov in jo je konec leta 2008 ožji skupini strokovnjakov in tehnoloških navdušencev predstavil Satoshi Nakamoto (Dolenc 2017), je uspešno rešila vprašanje zaupanja v posrednike za prenos denarnih sredstev. S pomočjo blockchain tehnologije je knjigovodstvo celotne verige podatkovnih blokov razpršeno med vsemi uporabniki (in zlorabe so tako rekoč nemogoče), kar je do junija 2017 uporabljalo že več kot 740 različnih valut ali platform. Ker so te transparentne, je omogočen vpogled v celotno zalogo le-teh, posledično pa lahko kotirajo na borzah t. i. kriptovalut.

Težava, s katero se sreča večina uporabnikov in investitorjev v omenjeni industriji, je vzpostavitev zaupanja. Za vsako valuto ali platformo namreč stoji druga ekipa strokovnjakov, ki se trudijo s svojo edinstvenostjo in uporabno vrednostjo prebiti v ospredje, med peščico tistih, katerih tržna vrednost sega v vrtooglave milijarde evrov. Večina žal ne izhaja iz unikatnih podatkovnih verig in na tržišče ne doprinese večje dodane vrednosti, saj gre načeloma za podvojitve že obstoječega blockchaina večje in uveljavljene valute, na katerega se implementirajo manjše spremembe. To je za investitorje lahko tudi past, kjer se zaradi trenda in splošnega mnenja o rasti vseh valut in platform investira v tiste, ki dolgoročno ne obetajo večjih premikov v tehnologiji in posledično tudi ne prinesejo zelenih donosov. Zavedati se je potrebno, da, za razliko od trga vrednostnih papirjev, trg valut in platform na

tehnologiji blockchain za zdaj ni reguliran, kar predstavlja dodatno tveganje za vse udeležene. Ker ni regulirana tehnologija, posledično niso niti borze, kjer se promet ustvarja in lahko investitorji ob nespametnih odločitvah ali tehničnih napakah izgubijo tudi ves investirani kapital. Dodatno nevarnost predstavlja decentraliziran pristop k hranitvi sredstev, saj, za razliko od bank, uporabnik z unikatnimi virtualnimi ključi sam odgovarja za svoja sredstva in so v primeru izgube ključev trajno izgubljena tudi sredstva. Zaradi vpliva tehnologije blockchain na današnje in bodoče ekonomijo si želijo biti sodobni investitorji del napredka, del novih zgodb. Z investicijo v izbrano platformo izkažejo podporo industriji, ki jo poganjajo ekipe strokovnjakov, in to je vzvod za napredek in razvoj. S tem se ustvarjajo nove priložnosti za implementacijo idej, ki pripomorejo k povečanju števila uporabnikov in zaupanja v svet nove tehnologije.

1.2 Teoretično izhodišče

Podjetništvo se je v določenem trenutku srečalo s hitro rastočo tehnologijo in skoraj nezavedno spremenilo naš vsakdan. Proces ustvarjanja, način razmišljanja, sklepanja in delovanja so pripeljali do inovativnih proizvodov in storitev. Nove rastoče ideje so spremljali vizija, cilji in pozitivno vzdušje, pa tudi določena tveganja (Timmons 1999). Prihod spleta nam je omogočil hitrejše delovanje in lažje komuniciranje z množico. Tako kot nam je revolucija pustila pozitivne učinke, pa smo se seznanili tudi z nekaterimi negativnimi posledicami. Ena izmed teh se zagotovo nanaša na denar, za katerega ni zaželeno, da se nekontrolirano množi. Blockchain tehnologija je postala rešitev tega problema, in sicer s protokolom, ki digitalnemu svetu onemogoča podvajanje digitalnih medijev (Dolenc 2016).

Razvoj tehnologije blockchain je omogočil množično financiranje najrazličnejših podjetij, ki z različnimi aplikacijami na decentraliziran način rešujejo vsakodnevne težave uporabnikov z onemogočanjem podvajanja digitalnih medijev. Kot primer lahko navedemo brskalnik Brave, ki omogoča anonimno uporabo spleta, brez sledenja uporabnikovim navadam. Kot največjo prednost lahko navedemo avtomatiziran sistem plačevanja uporabnikom, kjer smo za vsakodnevno brskanje nagrajeni z digitalno denarno valuto bitcoin. Aplikacija Sia uporabnikom omogoča uporabo storitev v oblaku na inovativen decentraliziran način. Uporabnikom omogoča, da po izjemno konkurenčnih cenah varno najamejo zelene količine prostora, ki ga v enakem omrežju oddajo uporabniki s presežkom praznega prostora na podatkovnih diskih osebnih računalnikov. Število podobnih aplikacij v industriji verižnih podatkovnih blokov strmo narašča, hkrati pa se varnost omrežja z vsakim uporabnikom dodatno poveča (Vorick 2014).

Zaradi neizkušenosti s prenosi denarnih sredstev in z investicijami na blockchainu, se pojavi tveganje za novega uporabnika. Med drugim se pojavi potreba po skladu tveganega kapitala, kjer ekipa z izkušnjami varno in transparentno upravlja s sredstvi investitorjev. *"Investiranje skladov tveganega kapitala v hitro rastoča podjetja je omembe vredna mojstrovina*

finančnega inženiringa." (Barry 1994). Skladi tveganega kapitala so torej specializirane finančne institucije, ki neposredno dolgoročno investirajo v hitro rastoča podjetja, kjer gre za lastniške naložbe, v zameno za visoke kapitalske dobičke ob relativno visokem tveganju (Žugelj idr. 2001). Poznamo več vrst skladov tveganega kapitala – Garner, Owen in Coway (1994) ločijo naslednje oblike: zasebno partnerstvo, javni skladi, korporacijski skladi, skladi investicijskih bank, državni in paradržavni skladi. V sektorju blockchain, ki za zdaj še ni reguliran, je trenutno mogoče ustanoviti zasebno partnerstvo, kjer managerji sklada zberejo sredstva in jih prek valut in platform investirajo v mlada obetajoča podjetja. Ta jim v zameno izdajo t. i. *kriptokovance*, ki jih je možno prosto izmenjevati na specializiranih borzah *kriptovalut*.

Zaradi potrebe po ustanovitvi primerne oblike podjetja, ki upravlja s skladom, je potrebno podrobno preučiti pravno ureditev za trgovanje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Za lažje spremljanje dogajanja na trgu valut in platform, ki temeljijo na blockchain tehnologiji, je smiselna tudi vpeljava borznega indeksa, ki agregatno meri povprečno naraščanje ali padanje tečajev (Mramor 2000).

1.3 Namen in cilji zaključne projektne naloge

Ključno raziskovalno vprašanje zaključne naloge je identifikacija potrebnih korakov investicijskega podjetja, ki se v začetni fazi ukvarja z ustanovitvijo sklada tveganega kapitala in s pridobivanjem investorjev v dejavnosti blockchain tehnologije. Zaradi dejstva, da kar polovica novoustanovljenih podjetij v prvih petih letih propade, so ti koraki ključnega pomena. Namen naloge je ugotoviti značilnosti, ki ključno vplivajo na uspešen zagon podjetja, ustanovitev in upravljanje sklada tveganega kapitala, pravilno interpretacijo razvoja blockchain tehnologije in pridobivanje zaupanja strank. Iz tega sledijo naslednji konkretni cilji naloge:

- predstaviti obstoječe tehnologije verižnih podatkovnih blokov in praktično uporabno vrednost,
- definirati investicijski proces v skladu tveganega kapitala,
- predstaviti splošna mnenja o poznavanju blockchain tehnologije,
- predstaviti izkušnje investorjev v sektor blockchain tehnologije,
- primerjati obravnavane primere s teoretičnim izhodiščem.

1.4 Predvidene metode dela

V teoretičnem delu smo najprej analizirali področje tveganega kapitala in investicijskih skladov, nato pa področje poslovnega okvirja blockchain tehnologije in njene industrije ter njen pomen v ekonomiji 21. stoletja, s poudarkom na vpliv, ki ga ima na prenos denarnih sredstev. Z metodo deskripcije bodo opisani sklad tveganega kapitala in ključni koraki pri ustanovitvi in vodenju le-tega.

Na teoretični del se v nadaljevanju naslanja empirična raziskava, h kateri smo pristopili z metodo zbiranja primarnih podatkov pri izbranih podjetjih. Z izkušenimi upravljavci skladov tveganega kapitala, ki na področju delniškega trga in plemenitih kovin vztrajno plemenitijo kapital strank, smo opravili intervju.

Vodstvo izbranega podjetja in upravljavce sklada smo intervjuvali v mesecu juniju in juliju 2017.

Opravili smo tudi obsežnejša intervjuja z dvema upravljavcema skladov, ki sta temeljila na posameznih implementacijskih korakih ustanavljanja in upravljanja s skladi tveganega kapitala. Vprašanja za intervju so bila osredotočena na potrebno izobraževanje o tehnologiji, tehnične lastnosti upravljanja sklada, diverzitetu portfelja, trženje sklada ter ostale korake, ki ključno vplivajo na primarno storitev in finančni tok pridobitne dejavnosti. Poudarek je bil tudi na pogovoru o novi ekonomiji, novi tehnologiji in z njo povezani problematiki, o določenih ovirah in potencialnih rešitvah. Potrebno znanje za vodenje intervjuja smo črpali iz aktualnih člankov o tehnologiji in iz literature o trgovanju, borzi ter investiranju. S pomočjo intervjujev z upravljavci skladov smo pridobili informacije o njihovih izkušnjah. Informacije o izkušnjah strokovnjakov smo tudi interpretirali.

Osredotočili smo se še na dva dodatna vidika razumevanja nove tehnologije. S pomočjo anonimnega anketnega vprašalnika smo v mesecu juniju in juliju 2017 raziskali splošno poznavanje blockchain tehnologije. Anketiranci so bili predstavniki različnih starostnih skupin in poklicev/izobrazbe. Anketo smo izvedli prek spleta. Rezultate ankete o poznavanju omenjene tehnologije smo predstavili grafično in opisno.

Naloga je namenjena vsem posameznikom, ki se navdušujejo nad blockchain tehnologijo in v kateri vidijo predvsem njeno dodano vrednost svetovni ekonomiji, posameznikom, ki se navdušujejo nad ustanovitvijo in upravljanjem s skladom tveganega kapitala in vsem, ki imajo težavo najti kvaliteten vir informacij o omenjenih področjih. Tisti posamezniki, ki že imajo izkušnje z omenjenimi dejavnostmi, pa lahko v nalogi najdejo številne podrobnosti, s pomočjo katerih bodo obogatili svoje znanje.

1.5 Predpostavke in omejitve pri obravnavanju problema

Izhodišče zaključne naloge je predpostavka, da se trenutno nahajamo na prehodu v novo ekonomijo, ki se bo od stare ključno razlikovala v decentraliziranosti. S tem bo postala transparentna, zanesljiva in cenovno dostopnejša.

Pri raziskovanju največjo omejitev predstavlja pomanjkanje strokovne literature s področja blockchain tehnologije. Ker gre za zelo dovršeno rešitev tehničnega problema podvajanja digitalnih medijev, se teoretični del večinoma nanaša na spletne vire in skuša povzeti vse ključne lastnosti, ki so v zadnjih letih vplivale na razvoj te industrije.

Predpostavljamo, da empirični del naloge zajema relevantno količino podatkov, ki smo jo pridobili z intervjuvanjem izkušenih upravljavcev podjetji, ki na trgu z vrednostnimi papirji uspešno poslujejo že leta. Prav tako predpostavljamo, da so anketiranci – znanci, ki niso strokovnjaki na področju blockchain tehnologije ali skladov tveganega kapitala – že seznanjeni z določenimi pojmi s teh področij, in sicer s strani medijev ali prijateljev. Ključnega pomena je bilo oblikovanje vprašanj za intervjuje in anketne vprašalnike, ki morajo biti vsebinsko široka, hkrati pa dovolj podrobna za analizo osnovnih predpostavk zaključne naloge.

2 TVEGANI KAPITAL

Tvegani kapital lahko razumemo z dveh vidikov, in sicer z vidika podjetnika, ki potrebuje tvegani kapital oz. vir sredstev za uresničitev svoje poslovne ideje in z vidika investitorja, ki investira v neko podjetje zaradi določenih razlogov (sklad tveganega kapitala ali neformalni investitor). V nadaljevanju se bomo osredotočili na slednje.

Evropsko združenje tveganega kapitala (EVCA) pojem tvegani kapital opredeljuje kot »posebno obliko lastniškega kapitala zasebnikov ali investicijskih podjetij, vloženega v posameznika, ki ima izvirno idejo ali patent, v mlada, hitro rastoča podjetja ali spreminjajoča se zasebna podjetja z enkratno poslovno priložnostjo oz. inovacijo s potencialom, da se razvijejo v uspešna regionalna, kontinentalna ali globalna podjetja. Glavni cilj investitorjev je dolgoročni kapitalski dobiček, ki poplača prejeto tveganje.« (EVCA 2000, 76).

Tvegani kapital lahko razumemo kot investiranje kapitala v podjetja, katera veljajo za visoko tvegana, pri čemer pa je pomemben tudi vidik svetovanja. Financerji pogosto prevzemajo managerske vloge v podjetjih, za lažje in bolj učinkovito spremljanje svojih investicij. Pri tem lahko gre za investiranje oz. naložbe v vsaj 3 vrste podjetij: mala podjetja, zasebne družbe in institucije ter nove podružnice že ustanovljenih podjetij. Motiva za investiranje tveganega kapitala sta lahko med drugim kapitalski dobiček ali podpora prihodnjega razvoja in morebitne rasti (Žugelj idr. 2001).

Še ena pomembna značilnost tveganega kapitala je pričakovan velik kapitalski dobiček ob velikem tveganju. Glede tega obstaja kar nekaj temeljnih pravil, in sicer:

- pravilo 2:6:2, ki pravi, da sta od 10 naložb tveganega kapitala 2 izjemno donosni, 6 povprečno donosnih in 2 ustvarita izgubo;
- investitor tveganega kapitala ima povprečno 40 % letno donosnost. To navadno velja šele, ko investitor proda svoj delež podjetja, v katerega je investiral tvegani kapital ali ko pride do delitve kapitalskega dobička;
- investitor tveganega kapitala pričakuje trikrat povečano premoženje v treh letih ali petkrat povečano premoženje v petih letih (Žugelj idr. 2001).

Iz omenjenih pravil je jasno razvidno, da so naložbe v tvegani kapital dolgoročne – na kapitalski dobiček je potrebno čakati daljše časovno obdobje. Zaradi visoke stopnje tveganja pa je tudi pričakovana stopnja donosnosti zelo visoka in ravno iz tega razloga se vedno več investitorjev odloča za naložbe v tvegani kapital.

2.1 Pomen tveganega kapitala

Tvegani kapital je osrednja pogonska sila nove ekonomije (več o tem v nadaljevanju), saj omogoča, spodbuja in podpira razvoj podjetniških idej in inovacij, in to vse od njihovega začetka pa do njihove končne realizacije na trgu (Robnik 2006). Zanimiv je zlasti za financiranje majhnih in srednje velikih inovativnih podjetij.

2.2 Značilnosti investicij tveganega kapitala

Značilnosti investicij tveganega kapitala so predvsem:

- trajnost, saj investitor vlaga v podjetje z zavedanjem, da se mu začetni vložek ne bo povrnil takoj. Svoj delež lahko kasneje odproda ali ima delež v dobičku;
- pomoč pri upravljanju, saj so investitorji tudi svetovalci;
- visoki donosi, med 30 % in 50 %, ki izhajajo iz kapitalskega dobička;
- visoka stopnja potrpežljivosti (t. i. potrpežljivi kapital, saj investitorji pričakujejo donose v roku od 2 do 7 let) (Žugelj idr. 2001).

2.3 Stopnje tveganega kapitala

Glede na 4. člen Zakona o družbah tveganega kapitala (ZDTK) se »tvegani kapital vlaga z namenom:

- financiranja razvoja začetnega koncepta poslovnega modela podjetja (semenski kapital),
- financiranja razvoja izdelkov ali storitev in začetnega trženja (zagonski kapital),
- financiranja nadaljnega razvoja podjetja za povečanje proizvodnih zmogljivosti, razvoj trga, izdelkov ali storitev in zagotavljanje dodatnega obratnega kapitala (razširitveni kapital).« (ZDTK, Uradni list RS, št. 92/07).

Številni avtorji poleg teh osnovnih treh stopenj navajajo še štiri vmesne stopnje, in sicer financiranje zgodnje faze, financiranje druge runde, zunanji in notranji odkup podjetja ter vmesne finance. V nadaljevanju bomo razdelali vseh sedem nivojev oz. stopenj.

Semenski kapital je najbolj tvegana stopnja, ki pa kljub temu omogoča doseg visokih kapitalskih dobičkov investitorjev. V začetni fazi podjetniške ideje namreč še nihče ne ve, kakšne donose bosta izdelek ali storitev prinašala. Poleg tega podjetnik potrebuje še veliko pomoči in nasvetov, zato se je z njim lažje pogajati. Investitorji lahko v tej fazi dosežejo visoko dodano vrednost investicije. Časovni horizont do realizacije je 7–10 let.

Druga stopnja tveganega kapitala je *zagonski kapital*. Še vedno je zelo tvegana, saj so zneski večji kot pri semenskem kapitalu, ne zagotavlja pa še normalnega donosa in povračila financ, vloženih v razvoj. Časovni horizont do realizacije je 8–15 let.

Financiranje zgodnje faze je pogoj za “oživitev” podjetja. Z investiranjem v to fazo razvoja podjetja se investitor ne more vračati v preteklost brez posledic, saj je v podjetje vložil že preveč sredstev, da bi od projekta odstopil. V tej fazi se tudi že pojavijo prvi izkupički. Še ena značilnost te faze je, da v njej prihaja do komercializacije izdelka ali storitve podjetja. Tudi za to fazo je značilno, da ne pritegne veliko investorjev, ki so pripravljene vlagati, je pa res, da se časovni horizont do realizacije že zmanjša na 4–5 let.

Financiranje druge runde je prehodno financiranje, rezultat uspešnega financiranja zgodnje faze in podlaga za financiranje rasti podjetja. V to fazo tvegani kapital vstopa že bolj pogumno, saj je usoda podjetja že zelo pregledna. Časovni horizont do realizacije je že bistveno krajši kot pri predhodnih fazah.

Razširitveni kapital je potreben za normalno življenje rastočega podjetja. Z njim se omogoča nadaljnja rast podjetja. V rastočem podjetju so donosi že precej visoki, zato so investicije manj tvegane, nagrade pa visoke. Časovni horizont do realizacije je običajno 3–5 let.

Zunanji in notranji odkup podjetja sta dve izmed najbolj kritičnih obdobij podjetja. Rastoče podjetje namreč svoj uspeh najbolj dokaže, ko v nekem trenutku postane tržno zanimivo oz. dobičkonosni predmet prodaje/nakupa. Tržna cena se v tem primeru oblikuje ne le na podlagi vrednosti premoženja podjetja ampak predvsem po pričakovanih donosih v prihodnosti. *Notranji odkup* pomeni, da se poslovodstvo odloči za odkup podjetja in v ta namen pridobi tvegani kapital. To je najbolj tipična investicija tveganega kapitala. Kapitalski dobiček se v takem primeru deli med poslovodstvom in investitorji tveganega kapitala. Običajni časovni horizont do realizacije je 2–3 leta. *Zunanji odkup* se zgodi, ko se lastniki podjetja želijo umakniti iz posla in ga prodajo zunanjemu kupcu. Ta se lahko med drugim odloči za investicijo tveganega kapitala, ki mu olajša nakup, tveganemu kapitalu pa daje ustrezno donosnost in varnost.

Vmesne finance vstopajo v podjetje v zadnji fazi pred prodajo. Namenjene so predvsem pripravi in izvedbi prodaje podjetja. Dopolnjujejo že obstoječe financiranje podjetja in omogočajo upravljanje podjetja do prihoda novega lastnika. Običajni časovni horizont do realizacije je 2 leti (Žugelj idr. 2001).

2.4 Trg tveganega kapitala

Poznamo formalni trg tveganega kapitala oz. institucionalizirano obliko tveganega kapitala (npr. skladi tveganega kapitala) in neformalni trg tveganega kapitala (npr. poslovni angeli).

Ko govorimo o *formalnem trgu tveganega kapitala*, imamo v mislih predvsem investicijske sklade (tj. specializirane finančne institucije), ki delujejo kot posredniki med investitorji tveganega kapitala in posamezniki ali podjetji, ki povprašujejo po tveganem kapitalu.

»Pri neformalnem trgu tveganega kapitala pa gre običajno za premožne zasebne vlagatelje ali t. i. poslovne angele. Tukaj govorimo o neinstitucionaliziranem tveganem kapitalu. Ti investitorji torej vlagajo v podjetja brez posrednika.« (Žugelj idr. 2001, 42). V nadaljevanju se bomo osredotočili na prvo obliko, torej na sklade tveganega kapitala.

3 INVESTICIJSKI SKLAD

“Investicijski skladi so finančni posredniki, ki denarne vloške vlagateljev naložijo v različne vrednostne papirje (delnice, obveznice, kratkoročne vrednostne papirje itd.). Skladi so alternativa samostojni naložbeni strategiji posameznika, saj lahko sredstva, zbrana z manjšimi vložki večjega števila vlagateljev, ceneje in učinkoviteje naložijo oz. razpršijo. Naložbeno tveganje pri premoženju, ki je razpršeno med več naložb, je namreč manjše.” (Lončarski in Krisper 2008). Delimo jih na vzajemne sklade in investicijske družbe.

Vzajemni skladi so odprti skladi, kjer vrednost enote premoženja neposredno in vsakokratno odraža neto vrednost sredstev sklada. Ti skladi navadno niso delniške družbe, investitorji (fizične in pravne osebe) pa lahko svoj vložek, ki se pretvori v investicijske kupone, kadar koli prodajo. Cena investicijskih kuponov se izračunava dnevno. Družba za upravljanje z razpršitvijo sredstev vzajemnega sklada v različne vrednostne papirje poveča varnost naložbe. Vzajemni sklad je v lasti vseh vlagateljev, ki so vanj vložili svoj denar. Pri vzajemnih skladih se strankam poleg upravljavskih stroškov zaračunava tudi vstopne in izstopne stroške ter nekatere druge posredne stroške, ki so lahko precej visoki (Lubej 2007; Lončarski 2008).

Največji vzajemni skladi so indeksni skladi, ki sledijo donosom izbranega indeksa. Upravljavci si ne prizadeva doseči čim višjega donosa za svoje stranke, ampak želi donosnost sklada čim bolj približati donosnosti izbranega indeksa. To doseže z nakupom delnic, ki sestavljajo izbrani indeks (Mastnak 2004).

Investicijske družbe so zaprti skladi, kjer se vrednost enote premoženja družbe ne izračunava, ampak se določi na podlagi ponudbe in povpraševanja na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, npr. na borzi. Investicijske družbe so organizirane kot delniške družbe, njihov kapital pa je razdeljen na delnice. Družbe sredstva, zbrana s prodajo delnic, naložijo v različne vrednostne papirje. Vrednost delnice določi trg, zato je izpostavljena tržnim tveganjem in lahko bistveno odstopa od neto vrednosti sredstev investicijske družbe. Upravljavci strankam zaračunavajo stroške upravljanja ter stroške trgovanja (nakupa in prodaje) z vrednostnimi papirji (Lončarski 2008).

Prednosti investicijskih skladov so predvsem naslednje:

- vložki so lahko majhni,
- vložki so dobro razpršeni,
- relativno majhni stroški investiranja,
- s skladom upravljajo strokovnjaki,
- velika likvidnost.

Slabosti pa so lahko sledeče:

- lahko pride do visokih stroškov, v primerjavi z dodano vrednostjo,
- investitor nima celotnega pregleda nad delovanjem sklada,
- težko je ugotoviti neto vrednost premoženja,
- na sklad vplivajo številni dejavniki na trgu, ki so spremenljivi (Lončarski 2008).

3.1 Sklad tveganega kapitala

Kot smo že omenili, so skladi tveganega kapitala specializirane finančne institucije, ki dolgoročno investirajo v hitro rastoče projekte, v zameno za kapitalske deleže ob visokem tveganju.

Lahko jih definiramo tudi kot aktivnost, s pomočjo katere investitorji podpirajo podjetniški talent, z namenom izkoristiti dobro tržno priložnost in doseči visoke kapitalske dobičke (Žugelj idr. 2001).

3.1.1 Oblike skladov tveganega kapitala

Poznamo kar nekaj oblik skladov tveganega kapitala, in sicer:

- *zasebno partnerstvo* (managerji sklada zberejo lastna sredstva in jih investirajo v mala podjetja),
- *javni skladi tveganega kapitala* (delniške družbe, ki zbirajo denar z razpisom delnic sklada),
- *korporacijski skladi tveganega kapitala* (delujejo kot samostojni del večje korporacije in iščejo povezave z manjšimi razvojnimi podjetji. Cilj ni kapitalski dobiček, ampak dostop do nove tehnologije in kasnejši odkup),
- *skladi investicijskih bank* (združujejo lastniške naložbe in dolgoročna posojila),
- *državni in paradržavni skladi tveganega kapitala* (managerji pri upravljanju sklada sledijo lastnim interesom in interesom države. Financira jih država, osredotočajo pa se predvsem na obetavne projekte malega gospodarstva) (Žugelj idr. 2001).

3.1.2 Pravno – formalno okolje

Pravnoorganizacijska oblika družbe/sklada tveganega kapitala je po slovenski zakonodaji (5. člen ZDTK) »gospodarska družba po predpisih, ki urejajo gospodarske družbe, in je ustanovljena v pravni obliki dvojne družbe, družbe z omejeno odgovornostjo, delniške

družbe, komanditne družbe ali komanditne delniške družbe.« Prav tako mora biti v ustanovitvenem aktu jasno razvidno, da gre za družbo tveganega kapitala.

Dejavnost družbe/sklada tveganega kapitala je po 6. členu ZDTK lahko:

- »nalagati razpoložljiva denarna sredstva v obliki lastniških deležev na drugih gospodarskih družbah v dolžniške vrednostne papirje in depozite pri bankah,
- dati posojilo ali poroštvo ali mezzanin kapital po tržnih pogojih gospodarskim družbam, v katerih je udeležena s tveganim kapitalom,
- najeti posojila.« (ZDTK, Uradni list RS, št. 92/07).

3.1.3 Proces zbiranja kapitala

Proces zbiranja kapitala za sklad tveganega kapitala zahteva veliko časa, pravnih poti in oportunitetnih stroškov. Sestavljen je iz sedmih stopenj:

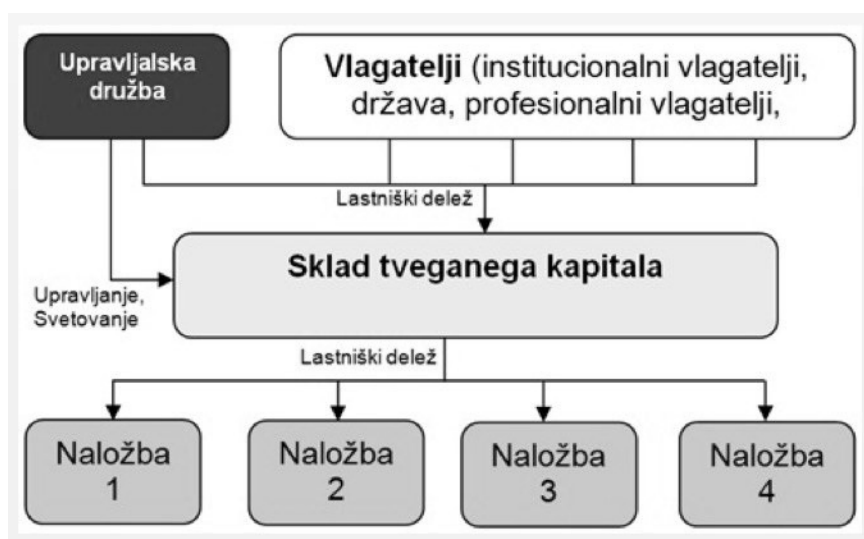
- določitev ciljnega trga,
- predhodno trženje,
- postavitve strukture sklada,
- priprava in distribucija marketinškega materiala,
- sestanki s potencialnimi vlagatelji,
- priprava pogodb,
- sklepanje pogodb (Žugelj idr. 2001).

Ob ustanovitvi sklada vlagatelji vplačajo majhen del kapitala, hkrati pa se zavežejo, da bodo ob kasnejših vpoklicih kapitala (ko bodo želeli investirati v zeleno podjetje) tega vplačali sorazmerno z lastniškim deležem v skladu (TaxGroup 2017).

3.1.4 Upravljanje

V preglednici 1 je razvidno razmerje sklada tveganega kapitala do upravljalne družbe in vlagateljev.

Preglednica 1: Organiziranost sklada tveganega kapitala



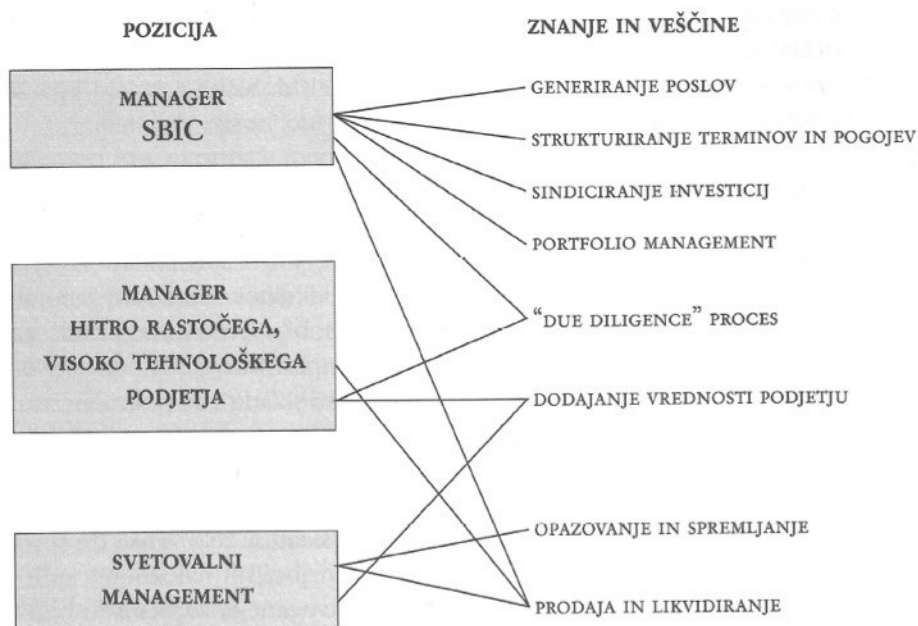
Vir: TaxGroup 2017.

Skladi tveganega kapitala so organizirani v obliki partnerstva generalnih managerjev in vlagateljev z omejeno odgovornostjo. Davčne posledice dobička ali izgube po večini svetovnih zakonodaj nosijo vlagatelji.

Generalni managerji nosijo neposredno odgovornost do vlagateljev za rezultate naložb, za upravljanje pa prejemajo letno nadomestilo v višini od 1,5–4 %. Poleg nadomestila so nagrajani tudi z dogovorjenim odstotkom od realizacije. Upravljavci sklada so torej finančno visoko motivirani, da dosegajo kar najboljše rezultate.

Od upravljavcev se pričakuje, da bodo imeli določena znanja in veščine. Prikazuje jih preglednica 2.

Preglednica 2: Potrebna znanja in veščine za upravljanje skladov



Vir: Žugelj 2001.

ZDTK v 7. členu za upravljanje družbe/sklada tveganega kapitala opredeljuje še nekatere druge dolžnosti:

- vse posle družbe/sklada zastopa, vodi in upravlja druga gospodarska družba (zakoniti zastopnik);
- zakoniti zastopnik izvaja aktivno upravljanje vseh naložb družbe tveganega kapitala;
- sklad mora zakonitega zastopnika določiti v ustanovitvenem aktu. Pravice in obveznosti med njima se uredijo v pogodbi o upravljanju družbe/sklada tveganega kapitala (ZDTK, Uradni list RS, št. 92/07).

3.1.5 Struktura portfelja

Sklad tveganega kapitala običajno upravlja z dolgoročnimi naložbami. Različne vrste naložb imajo različno stopnjo tveganja, zato je tudi zahtevana donosnost projektov različna glede na posamezno fazo. Zaradi tega je potrebno strukturo naložb oblikovati tako, da bodo investicije razpršene v podjetja različnih dejavnosti in razvojnih stopenj. Profesionalni managerji imajo v svojih portfeljih večinoma pokrite vse razvojne faze, in to z različnimi deleži sredstev sklada za vsako skupino naložb.

Temeljna *vodila pri oblikovanju strategije naložb* so:

- investiranje v dejavnosti, ki so investitorju poznane;
- začetno investiranje običajno zahteva dodatno investiranje. Začetno investiranje naj bi zato predstavljalo le polovico celotne pričakovane vrednosti naložbe. Za likvidnost sklada je zato nujno tudi financiranje iz dodatnih, ne nujno tveganih virov;
- približno četrtnina kapitala je prostega, kar predstavlja rezervni vir.

Managerji skladov tvegane kapitala pripisujejo zgodnjim fazam podjetij višjo stopnjo tveganja in za njih zahtevajo višje stopnje donosa. V povprečju zato večino sredstev iz svojega portfelja namenijo financiranju poznejših faz, ki niso več tako visoko tvegane.

Vedno več pa je tudi skladov, ki se usmerijo v točno določeno dejavnost ali razvojno fazo podjetij in se za to specializirajo (Žugelj idr. 2001).

4 NOVA EKONOMIJA

Nekdanji ljubljenci ameriškega Wall Streeta (na primer Kodak ali Polaroid, oba pionirja na področju fotografije) so zaradi neprilagojene, zastarele tehnologije zaspali v času in doživeli velike finančne izgube. V zadnjih letih je hiter napredek tehnologije povzročil tudi spremembe na področju finančnih storitev. Leta 2016 je v Švici na to temo potekal Svetovni ekonomski forum. Rdeča nit tega foruma je bila nujnost prilagoditve finančnega, pravnega in političnega sistema »novi ekonomiji«. Ena izmed najbolj udarnih izjav foruma pa je med drugimi bila, da čez 10 let gotovina najverjetneje ne bo več obstajala. Enako naj bi se zgodilo z bankami (Trautman 2016).

Izraz »nova ekonomija« se je prvič pojavil v poznih 90. letih prejšnjega stoletja in po mnenju mnogih ravno to obdobje predstavlja začetek tretje industrijske revolucije oz. postindustrijske, tehnološke revolucije. Začela se je v ZDA, s procesom globalizacije pa se je razširila praktično po vsem svetu (Mrkaić 2000).

»Nova ekonomija« pomeni revolucijo predvsem na področju informacijske in komunikacijske tehnologije, ki jo je omogočila komercializacija interneta. Uvajanje visokih tehnologij v proizvodne in storitvene dejavnosti je močno vplivalo na gospodarsko rast (Mrkaić 2000).

Je pa »nova ekonomija« močno prisotna tudi na finančnih trgih, kjer je povezana z razmahom »com podjetij«. Ker je »nova ekonomija« osnovana na borznem indeksu, črpa svojo veliko in hitro rastočo moč prav iz njega (Krznarič 2007).

V nadaljevanju bomo govorili o tem, kako je »nova ekonomija« omogočila razvoj tehnologije verižnih podatkovnih blokov oz. blockchain tehnologije in kaj nam ta tehnologija omogoča.

4.1 Verižni podatkovni bloki (blockchain)

Veliko tehnoloških izdelkov, ki jih danes jemljemo kot samoumevne, je predstavljalo tiho revolucijo svojega časa. Pametni telefoni so na tržišču že več kot 10 let, še pred mobilnimi telefoni pa je bil telefon vezan le na mizo doma ali v pisarni. Danes je telefon vezan na svojega uporabnika, ki lahko z njim ne samo dosega druge ljudi kjer koli in kadar koli ampak tudi sklepa milijonske posle. Česa takega si včasih niti zamisliti nismo znali, danes pa je to nekaj običajnega (Gupta 2017).

Podobno je s tehnologijo spleta. Pojav spleta je močno pohitрил in poenostavil komuniciranje in prenašanje informacij. Vse, kar obstaja v digitalni obliki, nam je s pomočjo spleta postalo hitro in lahko dostopno. Vendar ima digitalni svet tudi svoje slabosti, med drugim, da ga je mogoče brez težav kopirati in razmnoževati. Naredimo lahko poljubno število kopij in vse bodo enake originalu. To lahko povzroči velike težave pri stvareh, kot je npr. denar, za katere

ni zaželeno, da bi se nekontrolirano množile. Denar namreč pri nekontroliranem množenju izgubi svojo vrednost. Ključno vprašanje je torej bilo, kako zgraditi sistem, ki bi preprečil to nekontrolirano množenje, hkrati pa ne bi zapustil digitalnega sveta. In tehnologija blockchain je v tem uspela, zato mnogi že govorijo o revoluciji, ki bo vsaj takšnega, če ne še večjega obsega, kot je splet (Dolenc 2017).

Leta 2008 so posameznik ali skupina posameznikov pod psevdonimom Satoši Nakamoto razvil/-i sistem elektronskega denarja, ki za delovanje ne potrebuje osrednje avtoritete oz. banke. Leta 2009 je bil prvič zagnan program za izmenjavo bitnih kovancev in vzpostavljena spletna stran www.bitcoin.org (Dolenc 2017).

Pri blockchain tehnologiji je zanimivo, kako se vzpostavi zaupanje in rešuje morebitne spore *brez osrednje institucije* in kjer so vsi uporabniki enakovredni. Bistvo blockchain tehnologije je, da je njeno *»knjigovodstvo«* *razpršeno med vse uporabnike*, ki se preko posebnega algoritma ves čas strinjajo, kdo ima v lasti koliko elektronskega denarja. *Osrednjo institucijo torej nadomesti algoritem* (Dolenc 2017).

Goljufanje in nekontrolirano množenje se strukturno prepreči z *dokazom opravljenega dela* (»proof of work«), ki ga sistem zahteva vsakih 10 minut za sprejetje seznama novih opravljenih transakcij oziroma *blok* (»block«). Protokol usklajevanja, ki temelji na opravljenem delu, zahteva izvajanje zelo zapletenih in obsežnih računskih nalog, ki jih opravljajo računalniki vseh uporabnikov. Ampak, ko je naloga enkrat rešena, jo je mogoče enostavno preveriti. To lahko primerjamo s sestavljanjem zelo zapletene sestavljanke, ki jo na koncu zlahka preletimo in ugotovimo, ali je bilo delo pravilno opravljeno (Dolenc 2017).

Goljufanje se prepreči tudi tako, da se *seznam vseh izvedenih transakcij hrani pri vseh uporabnikih*. Vsaka nova posamezna transakcija elektronskega denarja med uporabniki se takoj po izvedbi pošlje vsem uporabnikom. Iz teh posameznih sporočil, ki se shranjujejo pri vseh uporabnikih, se tvori nov blok oz. nova transakcija, ki še ni potrjena z dokazom opravljenega dela (Dolenc 2017).

Ključni element elektronskega preverjanja istovetnosti podatkov je digitalni prstni odtis oz. *zgoščena vrednost* (»hash«), ki se izračuna s posebno matematično operacijo. Vsakdo lahko s pomočjo te zgoščene vrednosti preveri, ali ima pred seboj nespremenjeno datoteko (Dolenc 2017).

Postopek, ko uporabniki z računalniškim naključnim dodajanjem znakov na konec novega bloka ustvarjajo vedno nove zgoščene vrednosti, imenujemo *rudarjenje* (»mining«). Ko uporabnik oz. njegov računalnik najde ustrezno zgoščeno vrednost, pošlje predlog bloka ostalim uporabnikom v potrditev. S tem se prepreči, da bi se sezname podvajali. Ker je rudarjenje zahtevno za uporabnika in njegov računalnik, za nagrado prejme nekaj digitalnega

denarja. Tista veriga blokov, ki je najdaljša, vsebuje največ opravljenega dela in ji zato lahko najbolj zaupamo (Dolenc 2017).

Blockchain uporabnikom omogoča, da na preprost način preverijo, kateri podatki so pristni, kdo je njihov lastnik in iz kje izvirajo, saj so vse te informacije vsebovane v zapisanem algoritmu. Poleg tega bi moral vsak, ki bi želel spremeniti zapise v knjigovodstvu že izvedenih transakcij, na novo opraviti vse delo, kar pomeni, da bi potreboval več kot polovico procesorske moči celotnega omrežja, kar pa je praktično nemogoče (Dolenc 2017).

Poleg digitalnega denarja nam blockchain omogoča tudi sestavljanje digitalnih pametnih pogodb (»smart contract«). Te so shranjene v verigi blokov in se začnejo same izvrševati, ko so izpolnjeni vanje vgrajeni pogoji (Dolenc 2017).

Lahko predpostavimo, da bo tehnologija verižnih podatkovnih blokov pomembno vplivala na razvoj ekonomije in s tem na naš vsakdan.

4.2 Poslovni vidik tehnologije blockchain

Kriptovalute so digitalne valute, ki jih pridobivamo s pomočjo in na osnovi tehnologije blockchain. Trenutno so v velikem porastu. Najbolj znana med njimi je bitcoin, vendar na prepoznavnosti pridobivajo tudi kriptovalute ether, litecoin, ripple idr.

Vedno več pa je tudi novih kriptovalut, posebej zaradi prihoda nove oblike zbiranja sredstev za startup podjetja ICO – Initial Coin Offering (slo. »prva javna ponudba kriptokovancev«), ki spodbuja idejo decentralizirane ekonomije. Novoustanovljena podjetja lahko na tak način izdajo delnice v obliki lastne kriptovalute. Z ICO-jem novoustanovljeno podjetje pridobi denarna sredstva za razvoj in povečanje poslovanja. S kriptokovanci, katerim se cena oblikuje na podlagi povpraševanja in ponudbe, lahko vlagatelji tudi trgujejo na večjih borzah kriptovalut, med katere spadajo Bitstamp, Kraken, Poloniex in Bitfinex.

V letu 2016 so startup podjetja s pomočjo ICO-ja zbrala skupno 200 milijonov dolarjev. Med ene izmed najbolj uspešnih ICO projektov štejemo platformo za pametne pogodbe Ethereum, ki je izdala kriptokovanec ether. Spletna platforma je zaživela leta 2014 in v enem letu preseгла milijardo dolarjev tržne kapitalizacije.

Tudi spletna platforma slovenskega startupa ICONOMI je lani s pomočjo ICO-ja zbrala več kot 10 milijonov dolarjev.

Številni strokovnjaki takšno množično zbiranje denarja primerjajo s spletnima platformama Kickstarter ali Indiegogo, mnogi pa svarijo nepoučene o investiranju. Zakaj? Ker trenutno pravega nadzora nad delovanjem kriptovalut še ni, se velikokrat izkoriščajo za prevare. Zato

svetujejo, da se vlagatelji še pred investiranjem dobro poučijo o tem, ali svoj denar zaupajo izkušnemu skladu za trgovanje s kriptovalutami ali ne (Šimonka 2017).

Veliko investorjev tveganega kapitala se v zadnjem letu precej zanima za investiranje v ICO. Prvi razlog za takšno povečano zanimanje so prav gotovo visoki donosi. Ether je npr. meseca marca tega leta v zgolj treh dneh podvojil svojo vrednost, kar pomeni, da so investitorji podvojili svoj vložek. Po drugi strani pa je bitcoin v istem obdobju padel za 20 %, kar pomeni, da so mnogi investitorji veliko izgubili. Volatilnost je torej pri kriptovalutah velika, kar seveda pomeni veliko tveganje za investitorje.

Drugi razlog za povečano privlačnost trga kriptovalut je njihova likvidnost. Investitorji hitreje oplemenitijo svoj vložek, lažje pa si ga tudi izplačajo – najprej ga pretvorijo v bitcoin in nato zlahka v FIAT valuto (v evro ali dolar).

Po drugi strani pa so nekateri investitorji zaskrbljeni, in sicer zaradi pomanjkanja regulacije sistema, kontrole, kar nekaj primerov goljufij ipd. To poskuša zdaj sistem regulirati s skrbnim pregledom, ki ga izvajajo uporabniki in zunanje institucije (kot sta npr. Smith and Crown in ICO Rating). Še ena izmed problematik kriptovalut za investitorje je ta, da so globalni instrument, za katerega še ni državnih regulativ. Poleg tega se ne preverja strank (PSS – Poznaj svojo stranko) ali izvora denarja za potrebe ZPPDFT (Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma; Uradni list RS, št. 60/07).

Nekateri skladi tveganega kapitala že poslujejo tudi s kriptovalutami. Eden takšnih skladov je Blockchain Capital, ki ponuja upravljanje s kriptovalutami in vlaga v različne ICO-je.

Investitorji tveganega kapitala so torej izjemno pozorni na dogajanje v svetu blockchain tehnologije in kriptovalut. Ne gre zgolj za velike zaslužke, ampak za financiranje projektov, ki lahko predstavljajo prihodnost ekonomije. Na voljo jim je enostavno financiranje javne programske opreme, in to brez prisotnosti korporacij, ki velikokrat prej zavirajo napredek kot podpirajo. Pravkar je tehnologija blockchain na stopnji, na kateri je bil splet leta 1992 in je odprta za nove investicije ter projekte. Glede na trenutno stanje, bo pomenila veliko dodano vrednost številnim panogam – financam, zdravstvu, izobraževanju, glasbi in umetnosti ter celo vladnim institucijam (Kastelein 2017).

4.3 Zakonodaja

Avgusta 2017 je Finančna uprava Republike Slovenije (FURS) izdala dokument z naslovom Davčna obravnava poslovanja z virtualnimi valutami z vidika DDV. Lahko torej sklepamo, da se država vse bolj zaveda potrebe po vsaj delni regulaciji na tem področju.

V omenjenem dokumentu sicer že na začetku ugotovimo, da se virtualne valute (oziroma kriptovalute) »ne štejejo za denarno sredstvo. /.../ Prav tako se virtualne valute ne štejejo za

finančni instrument. Z vidika DDV se virtualne valute štejejo za plačilno sredstvo, ki ga sprejemata stranki določene transakcije.« (FURS 2017).

Glede plačevanja DDV zakonodaja ureja, da je storitev menjave iz običajne valute v kriptovaluto, v skladu s 4. d) točko 44. člena ZDDV-1, oproščena plačila DDV.

Opredelili pa so tudi rudarjenje (ang. mining) kriptovalut, »ki ni predmet DDV. Rudarjenje kriptovalut nima določenih strank, nove virtualne valute samodejno ustvarijo omrežje. Tudi potrjevanje transakcij, ki jih opravijo rudarji med rudarjenjem virtualnih valut za nagrado v obliki provizije, ne predstavljajo storitve, ki bi bila predmet DDV, če je provizija prostovoljno dana s strani osebe, ki opravi transakcijo s kriptovaluto. Če pa bi rudar vsakič, ko opravi potrjevanje transakcij, prejel ali nove kriptovalute ali obvezno provizijo, bi bila storitev opravljena za plačilo in kot takšna predmet DDV.« (FURS 2017).

Razlogov, zakaj rudarjenje ni predmet DDV je več. Poleg že naštetih, so to še:

- pri rudarjenju ne nastane pravno razmerje ali vzajemno delovanje med ponudnikom in prejemnikom storitve;
- stranka, ki odda nalog za prenakazilo kriptovalute, ne ve, kateri rudar bo transakcijo potrdil in se zato proti njemu ne more pritožiti;
- ni pogodbene obveze za plačilo provizije na transakcijo (provizijo za rudarje lahko primerjamo z napitnino) (FURS 2017).

5 INVESTICIJSKI PROCES

Odločitve o investiranju v neko naložbo običajno temeljijo na štirih glavnih dejavnikih:

- *tehnologija* (privlačnost in dodana vrednost produkta ali storitve),
- *razvojna faza podjetja* (vlagatelj zahteva večjo stopnjo donosa, ko vstopa v zgodnje faze življenjskega cikla podjetja),
- *časovno obdobje* (dolgoročne naložbe so navadno bolj tvegane in se zato pričakujejo večji donosi),
- *namen investicije* (doseganje zelenih rezultatov poslovanja).

Celotni investicijski proces je odvisen od faz in aktivnosti, ki jih določi management sklada (Žugelj idr. 2001).

Tako stranke, ki želijo investirati v sklad, kot tudi upravljavci sklada imajo svoje odgovornosti. Prva odgovornost stranke je, da si postavi jasne in dosegljive finančne cilje. S cilji mora seznaniti upravljavce sklada, saj so ti ključna komponenta investicijskega načrta, ki ga pripravijo v skladu. Naslednja pomembna odgovornost stranke je spremljanje naložbe in upravljavcev. V kolikor opazi, da naložbe niso upravljane korektno, je naloga stranke, da poišče vzroke za to in po skrbnem premisleku upravljavca tudi zamenja.

Odgovornosti upravljavcev sklada so predvsem zagotavljanje doseženih ciljev strank, priprava investicijskega načrta, razpršitev denarja stranke v najbolj donosne naložbe, obveščanje stranke o kakršnih koli spremembah v naložbi, sprejemanje dnevnih odločitev v imenu stranke, zavedanje in upoštevanje tveganj, spremljanje finančne situacije na trgu ter iskanje vedno novih investicijskih priložnosti (Hawkins 2017).

5.1 Faze investicijskega procesa

V preglednici 3 si bomo podrobneje pogledali sestavine osnovnih faz investicijskega procesa.

Preglednica 3: Osnovne faze investicijskega procesa

faza	sestavine	prehodnost podjetij
1. telefonski pogovor	<ul style="list-style-type: none">▪ kratek opis produkta ali storitve▪ opis management tima▪ potrebni znesek kapitala▪ pričakovani prihodnji rezultati	20 % - 40 %
2. srečanje med podjetniki in managerji sklada tveganega kapitala s predstavitvijo podjetja	<ul style="list-style-type: none">▪ razprava o vlogi▪ predložitev poslovnega načrta▪ opis podjetja▪ razprava	10 % - 20 %
3. analiza podjetja	<ul style="list-style-type: none">▪ merila vrednotenja: tržna, ekonomska, merilo konkurenčnih prednosti, management tima in pomanjkljivosti	1 % - 3 %
4. revizija podjetja	<ul style="list-style-type: none">▪ preverjanje managementa, trgov za proizvode oziroma storitve, tehnična izvedljivost in podrobna finančna analiza	
5. odgovor sklada tveganega kapitala	<ul style="list-style-type: none">▪ Zavrnitev ali privolitev	
6. dogovor o financiranju		

Vir: Žugelj 2001.

Prva faza je običajno prvi kontakt med podjetnikom in investitorjem tveganega kapitala. V ta namen podjetnik pripravi tudi poslovni načrt. Ko managerji sklada pregledajo poslovni načrt, imajo s podjetnikom vrsto podrobnih sestankov. Podrobno analizirajo tudi podjetje kot celoto. Zatem se odločijo o vložku sredstev.

Da bi managerji čim bolj zmanjšali tveganje, diverzificirajo investicije po različnih dejavnostih, tveganje zavarujejo in si prizadevajo pridobiti čim več informacij o podjetju (Žugelj idr. 2001).

5.2 Iskanje investicijskih priložnosti

To je prva in najpomembnejša faza investicijskega procesa, saj mora manager v slabo definiranem okolju najti kar največ perspektivnih poslov. To običajno počne tako, da zbira investicijske predloge in se spoznava s panogami ter posameznimi podjetji v njih ipd. Ta začetna faza je torej povezana predvsem z mreženjem, z namenom, da najde čim več investicijskih predlogov. V ta namen obiskuje sejme, razstave, prireditve in konference. V tej fazi nastopajo predvsem terenski delavci, ki aktivno iščejo investicijske predloge za svoj sklad. Zelo pomembno pa je tudi, da sodelujejo z bankirji, managerji različnih podjetij, državnimi institucijami, družinskimi prijatelji itd. (Žugelj idr. 2001).

6 ČLOVEŠKI VIRI KOT DEJAVNIK ZAUPANJA

V današnjem svetu, ko se poslovneži vse bolj zavedajo pomena zaupanja svojemu kadru, je pri odločitvah o investicijah vse pomembnejši človeški faktor. Managerjev sklada torej ne zanimata le podjetniška ideja in poslovni načrt podjetja, pač pa tudi ljudje, ki za tem stojijo – njihove lastnosti, delovne navade, način komuniciranja, želja po učenju, mentorske in vodstvene sposobnosti itd. Seveda velja tudi obratno – podjetja ali posamezniki bodo od upravljavcev sklada pričakovali enake lastnosti. V nadaljevanju omenjene lastnosti veljajo tako za managerje skladov kot za posameznike in podjetnike, ki si želijo vložiti svoja denarna sredstva v sklad tveganega kapitala.

6.1 Sistem organiziranosti in sprejemanja odločitev

Odločanje v managementu je izjemno kompleksen proces in je tako ena izmed ključnih nalog managerja podjetja. Pri tem mu nekoliko pomagajo pretekle izkušnje, vendar je njegova sposobnost odločanja v veliki meri odvisna od tega, koliko se na tem področju izobražuje.

Poleg sprejemanja odločitev pa je managerjeva naloga tudi določitev sistema odgovornosti in pristojnosti. Sistem odločanja mora biti vsaj deloma decentraliziran, saj je v nasprotnem primeru onemogočena dvosmerna komunikacija – vodstveni tim mora biti vedno odprt za predloge zaposlenih in obratno (Žugelj idr. 2001).

6.2 Trendi sodobnega vodenja

Dober manager mora biti samostojen, odločen, zmožen kritičnega razmišljanja, reševanja problemov in ustvarjalnosti, imeti mora pogajalske sposobnosti in sposobnosti motiviranja ostalih članov ekipe itd.

Preglednica 4: Lastnosti dobrega managerja



Vir 4: Žugelj 2001.

Poleg lastnosti iz preglednice 4, mora imeti manager sposobnosti:

- oblikovati uspešen vodstveni tim,
- izbrati pozitivne sodelavce,
- ustvariti pozitivno ozračje,
- motivirati sodelavce za doseg ciljev,
- zagotoviti kakovostno in pravočasno doseganje ciljev,
- zgraditi svoj pozitiven ugled med sodelavci in širšo javnostjo,
- dosegati pozitivne rezultate in se primerno vesti ob doseganju negativnih rezultatov,
- obnavljati tim in vključevati nove sodelavce (Žugelj idr. 2001).

6.3 Doseganje zaupanja

Zaupanje v poslu, predvsem v današnji digitalni dobi, temelji na pričakovanju obeh vpletenih, da se bo nasprotna stran vedla po 4 osnovnih načelih zaupanja (Tapscott 2016):

- *Poštenost* – ni le stvar etičnosti. V ekonomiji pridobiva vse večji pomen, saj je primanjkuje. Da bi podjetje vzpostavilo zaupanje s strankami, partnerji in javnostjo, je zelo pomembno, da z vsemi omenjenimi skupinami komunicira iskreno, točno in celostno, tudi v času krize.
- *Razmislek* – pomeni, da obe vpleteni strani nosita tako koristi kot tveganja. Preden se podata v medsebojno sodelovanje, morata razmisliti, s kakšnim namenom vstopata v

odnos, kaj od njega pričakujeta in kaj lahko vložita. Prav tako morata spoštovati interese druga druge in vedno delovati v skupno dobro.

- *Odgovornost* – pomeni dati jasne obljube in jih spoštovati.
- *Transparentnost* – pomeni delovati brez prikrivanj. Prikrivanje vedno vodi v izgubo zaupanja, saj se nasprotna stran sprašuje »Kaj druga še skriva?« Podjetja imajo seveda vso pravico do poslovnih skrivnosti, ampak je, ko pride do zadev, ki se tičejo strank, partnerjev ali širše javnosti, odkrito komuniciranje ključnega pomena za dobre medsebojne odnose.

7 RAZISKAVA MNENJ STROKOVNJAKOV UPRAVLJANJA S SKLADI IN ANALIZA ANKETE

7.1 Predstavitev sklada Tim Valores

Za namen zaključne naloge sem opravil intervju z dvema strokovnjakoma s področja upravljanja s skladi. Oba sta upravljavca pri podjetju Tim Valores d. o. o., ki upravlja s številnimi finančnimi naložbami - v nepremičnine, pokojnino, šolanje otroka, lastno podjetje ipd. V nadaljevanju navajam odgovore finančnega in investicijskega svetovalca ter upravljavca portfelja.

7.1.1 Podjetniška zamisel in prve stranke

Podjetniška zamisel se je utrnila na podlagi aktivnega raziskovanja trga od leta 2006 dalje, prebiranja tuje literature (zgodovina, psihologija, trženje) in testiranja strategij prek demo platform.

G. Lukman ima opravljene vse preizkuse znanj, in sicer A – izvrševanje naročil, B – investicijsko svetovanje in C – upravljanje premoženja (izpit za borznega posrednika), ki jih izvaja Združenje članov borze vrednostnih papirjev. G. Štamulak zadnjih 5 let direktno upravlja naložbe svojega družinskega kapitala, in sicer prek borznih trgovalnih računov. Poleg tega je kot investicijski svetovalec posrednik pri odpiranju borznih računov na ime stranke.

Stranke so do njih sprva prišle prek spletne strani in s pričakovanji donosov do 10 % letno. Manjši del je zadovoljen tudi z manj, recimo okrog 6 % letno, drugi, še manjši del pa bi želel špekulirati z višjimi letnimi donosi (30 % in več). Stranke obdržijo z aktivnim izobraževanjem glede njihovih naložb, etičnim delom in pravilno razpršitvijo naložb, da, ne glede na situacijo, na trgu delajo pozitivno.

7.1.2 Tržni potencial sklada

Tržni potencial sklada je predvsem v transparentnosti in kvaliteti svetovanja. Stranke same bi se vedno odločile za tisto naložbo, pri kateri najmanj tvegajo, hkrati pa bi želele imeti pri tem maksimalen donos. Ker se to v večini izključuje, je ravno razpršitev premoženja tista, pri kateri lahko stranka sprejme boljšo odločitev glede svojega premoženja.

Večina strank se vedno odziva na splošno javno mnenje, zato jih načeloma vedno zanimajo investicije v vroče zgodbe, o katerih se govori v medijih. Naloga upravljavcev sklada je, da vedno dobro preučijo, katere naložbe so podcenjene in imajo potencial rasti ter katere so

precejene – včasih se to ne sklada z mnenjem javnosti – in stranko opozorijo na možna tveganja.

7.1.3 Upravljanje portfelja sklada

Naš portfelj je trenutno sestavljen izključno iz delnic in ETF skladov (slov. indeksni investicijski skladi) proizvajalcev zlata in srebra, kjer investiranje sredstev niha med 50 % in 100 %. Naložbo vključijo v portfelj na podlagi makroekonomskega stanja, informacije pa pridobivajo iz plačljivih in neplačljivih virov. Večino fundamentalnih podatkov pa podjetja objavljajo na svojih spletnih straneh (četrtna in letna revidirana poročila). Portfelj je razpršen med plemenite kovine in borzne račune, manjši del premoženja pa je od leta 2014 tudi v kriptovalutah.

Delnice večjih podjetij so izbrane prek podrobnejših analiz s področij surovin, obnovljivih virov energije, tehnologije ter rudarskih podjetij. ETF skladi so izbrani s področja plemenitih kovin, surovin in tehnologije. Izbrani so indeksni skladi, ki sledijo indeksu določene dejavnosti kot tudi inverzni skladi in skladi z vzvodom. Zaprti skladi in “penny stocks” delnice predstavljajo manjši del upravljanja, kjer gre predvsem za izkoriščanje fundamentalnih podatkov, preden jih prepozna tudi trg.

Svoje upravljanje obvladujejo predvsem z različnimi trgovalnimi strategijami ter obvladovanji tveganj na trgu (stop loss, opcije, inverzni skladi, korelacija med različnimi naložbami v portfelju ipd.).

Osebni portfelj naložb in portfelj naložb večine stranke so sestavljeni približno tako; 30 % predstavljajo plemenite kovine, 50 % delnice in ETF skladi, 10 % kriptovalute in 10 % denarna sredstva (EUR, CHF, USD).

Stranka se običajno odloči za celotno razpršitev premoženja, kot je oblikovano zgoraj. To je odvisno predvsem od kvalitetno izdelanega investicijskega načrta. Stranke so predvsem fizične osebe, manjši del je podjetij, a zato precejšen del podjetnikov, ki pa investirajo kot fizične osebe.

Kot sklad se oglašujejo z objavo avtorskih prispevkov in plačanih objav na socialnih omrežjih. Skrbijo, da je vsebina dobra, kvalitetna in poučna. Dobra vsebina in pristen ter pošten odnos z obstoječimi strankami prinašajo na dolgi rok najboljše rezultate, saj prinašajo veliko priporočil zadovoljnih strank in te tako nove stranke poiščejo same.

Donose si izplačujejo na račun družbe, prek katere se izvaja storitev upravljanja. Za svetovanje zaračunavajo urno postavko (odvisno od opravljene storitve in izbire naložb), v skladu s sprejetim cenikom. Upravljavska provizija se strankam zaračunava dnevno – 252

trgovalnih dni – in se odvoja v skupen oblak, prek katerega lahko upravljavec sredstev pridobi svoje plačilo za trgovanje. Delitve dobička nimajo uvedene nikjer.

Pričakovani donosi sklada so med 10 in 30 %. Naložba jim je spodletela samo enkrat. Rudarske delnice manjših rudarskih podjetij (“penny stocks”), ki so bile odvisne pretežno od govoric in bilančno podhranjene, so propadle. Zaradi ustrezne razpršitve so s strankami utrpeli zgolj manjšo izgubo. To je bila zanje lekcija, iz katere so se veliko naučili – danes ne investirajo v nobeno podjetje, če ne preverijo podjetja tako bilančno kot tudi s tehnično in fundamentalno analizo.

Do 10 % imajo vedno v prostih sredstvih. Med prosta sredstva lahko prištevamo tudi plemenite kovine, ki so likvidne v 5 delovnih dneh. Kljub dolgoročni usmeritvi pa so tudi sredstva na trgovalnem računu prosta kadar koli.

7.1.4 Problematika povpraševanja po razpršitvi kapitala v sektor blockchain

Njihove stranke so obveščene glede kriptovalut, kjer tudi sami vidijo izjemen potencial. Kot dolgoročno naložbo v kriptovalute strankam priporočajo največ 10 % vložka njihovega premoženja.

Pri skladu menijo, da bo blockchain tehnologija sčasoma prisilila “staro ekonomijo” v nadgradnjo, vendar si ne upajo napovedati, v kakšni obliki. Koncentracija človeškega kapitala v razvoj blockchain tehnologije je po njihovem mnenju impresivna.

Razvoj spleta je v 90. letih sprožil balon špekulacij in ponesel spletna podjetja do več kot 10.000 % višjih vrednosti, vendar pa so ob koncu evforije in puku balona v letu 2000 padla na 80–100 % začetne vrednosti. V vsakem balonu so zmagovalci in poraženci in na trgu kriptovalut bo najverjetneje podobno. Izjemno pomembno je ohraniti kapital ob zlomih in ponovno investirati na nizkih vrednostih. Naraščanje vrednosti se bo po njihovem mnenju v kratkem moralo končati, vendar je vprašanje, ali bo vrednost enega bitcoina dosegla 5000 evrov ali pa bo rasla do več 10.000 evrov.

7.1.5 Ovire pri vstopu v sektor blockchain

“Blockchain mehurček” je po njihovem mnenju zelo podoben “dotcom mehurčku” in sledi podobnemu vzorcu kot spletna podjetja v 90. letih prejšnjega stoletja. Glede na pregreto stanje na trgu kriptovalut vstopamo v zelo nevarno območje, zato se je potrebno zavedati systemskega tveganja. Hkrati pa ne smemo zanemariti preostalega kratkoročnega potenciala, ki ga trg nudi.

7.1.6 Možne rešitve za odpravo ovir pri delovanju skladov

Trg kriptovalut, po njihovem mnenju, brez institucionalnega kapitala ne more razviti statusa uglednega naložbenega razreda, vendar pa upajo, da bo sama tehnologija prisilila kriptointustrijo v regulacijo. Izdaja ETF sklada kriptovalut bi bil prvi korak v tej smeri, ki bi odprl vrata institucionalnim vlagateljem in verjetno sprožil največjo fazo evforije v zgodovini finančnih trgov.

Strinjajo se, da je blockchain ena največjih tehnoloških inovacij in iz vidika decentralizacije in neodvisnosti tudi etična in moralna inovacija. Zato bo vsekakor v svetu prevelikega nadzora in centralizacije moči (centralne banke, korporacije in vlade) pomenila resno alternativo.

7.2 Predstavitev sklada Consensus

Za namene te projektne naloge sem intervjuval tudi g. Denisa Markuna, sodelavca pri skladu Consensus. Sklad je nastal kot odgovor na vse večje zanimanje za naložbe v kriptovalute. V nadaljevanju navajam odgovore na vprašanja glede podjetniške zamisli, tržnega potenciala in gradnje zaupanja, obsega in upravljanja portfelja ter nekaterih omejitev in rešitev glede vlaganja v sklad, ki upravlja z naložbami v kriptovalute.

7.2.1 Podjetniška zamisel

Podjetniška zamisel za ustanovitev sklada tveganega kapitala se je utrnila po večletnih izkušnjah s področja verižnih podatkovnih blokov, ko so prijatelji in znanci izražali želje po upravljanju njihovega premoženja na omenjenem področju. Dolgo časa niso imeli zelene rešitve in sklad je bila edina možnost, da se lahko kapital strank, ki ga držijo v kriptovalutah, tudi uspešno upravlja.

7.2.2 Tržni potencial

Pri skladu Consensus menijo, da je tržni potencial velik, saj se nahajajo v tehnologiji, ki je v porastu, in v fazi, ko postaja širša javnost vedno bolj ozaveščena o prednostih, ki jih prinaša tehnologija blockchain. Trenutno je povpraševanje po njihovih storitvah veliko in so med prvimi, ki so sprejeli odgovornost in izzive, ki jih prinaša neregulirano okolje.

Za zdaj se niso odločili za vlaganje v oglaševanje sklada, saj imajo dovolj dela tudi brez tega. Večina strank se jim pridruži na podlagi priporočil svojih prijateljev, ki so z njihovimi storitvami zadovoljni. Stranke enkrat mesečno prejmejo poročilo o splošnem stanju sklada in individualno stanje vplačil in donosov. Za zdaj so njihove naložbe osredotočene na področje

kriptoalut, v prihodnje pa nameravajo, glede na potrebe svojih strank, širiti svoj portfelj tudi na delniške trge in trg plemenitih kovin.

7.2.3 Upravljanje portfelja sklada

Portfelj sklada Consensus obsega naložbe v kriptokovance, za katere menijo, da v industrijo prinašajo pomembne novosti in praktične odgovore na vprašanja podvajanja digitalnih medijev, centraliziranosti, dragih bančnih transakcij ipd. Največji del sredstev je investiran dolgoročno, z nekoliko manjšim delom trgujejo upravljavci, z najmanjšim delom sredstev pa trguje avtomatiziran program, ki so ga razvili v navezi z ruskim partnerjem. Za posebne priložnosti, ko so cene na trgu precej nižje od povprečnih dnevnih vrednosti, imajo pripravljena tudi prosta sredstva.

7.2.4 Omejitve upravljanja sklada in možne rešitve

Največje omejitve so trenutno v evropski in slovenski zakonodaji, ki jim preprečuje uradno ustanovitev sklada kriptoalut, kjer bi lahko v upravljanje sprejeli denarna sredstva. Danes lahko sprejmejo le sredstva v obliki kriptokovancev. Možna rešitev je predvsem v dolgoročnem delu s slovenskimi regulatorji, ki urejajo področje upravljanja sredstev. Ministrstvo za javno upravo trenutno poziva vse posameznike in skupine, ki vidijo svojo prihodnost v tehnologiji blockchain, da se pridružijo pri osnovanju iniciative Blockchain Slovenija. V tem vidijo veliko priložnost za svoj sklad.

7.3 Analiza ankete

V drugem delu empiričnega dela zaključne naloge smo se osredotočili na poznavanje tveganega kapitala in tehnologije blockchain pri znancih.

Cilj analize anketnega vprašalnika je potrditi ali ovreči predpostavko, da so anketiranci – znanci, ki niso strokovnjaki na področju blockchain tehnologije ali

skladov tveganega kapitala – že seznanjeni z določenimi pojmi s teh področij, in sicer s strani medijev ali prijateljev.

7.3.1 Metodologija in merilni instrumenti

Za merjenje raziskovalnega problema smo izbrali metodo spraševanja s pomočjo merilnega instrumenta anketnega vprašalnika, in sicer prek spleta. Podatke smo pridobili s strani prijateljev na socialnem omrežju Facebook, ki smo jim poslali anonimni anketni vprašalnik v spletni obliki. Anketni vprašalnik je obsegal 10 vprašanj, pri čemer so bila prva tri povezana

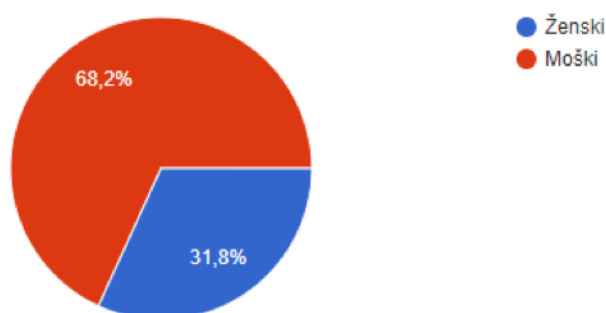
z osnovnimi demografskimi podatki, preostalih sedem pa s področjem poznavanja tehnologije blockchain in skladov tveganega kapitala.

7.3.2 Vzorec

Anketiranje je potekalo v juniju in juliju 2017. Vzorec je bil izbran priložnostno, in sicer med znanci oz. »prijatelji« na socialnem omrežju Facebook. Pridobili smo 25 ustrezno rešenih anket in jih s pomočjo spletnega programa tudi analizirali.

7.3.3 Analiza

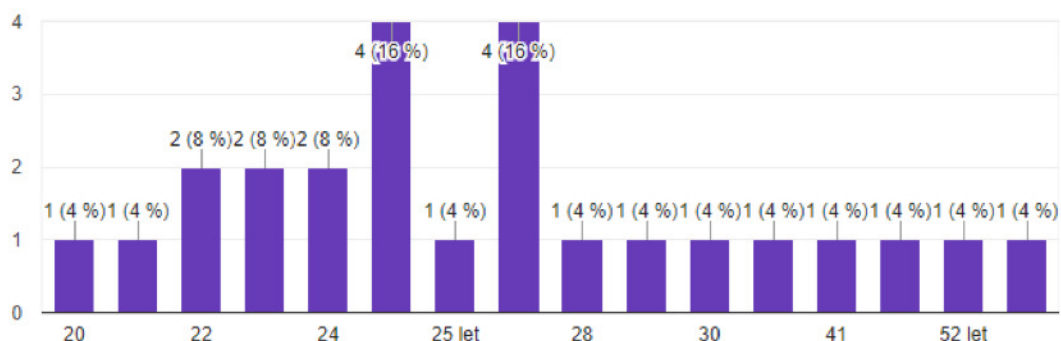
1. vprašanje: Spol



Slika 1: Spol

Kot lahko razberemo z grafa, je bilo več anketirancev moških kot žensk. Moških je bilo od skupnih 25 anketirancev 18, torej 68,2 %, žensk pa 7, torej 31,8 %.

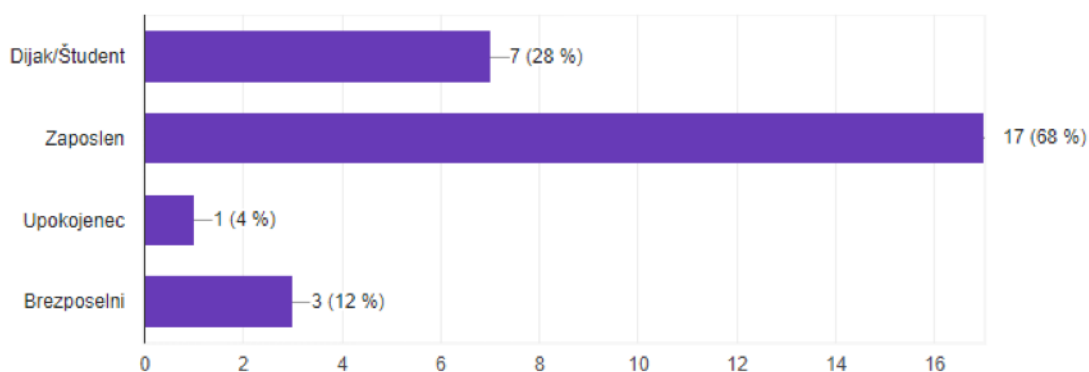
2. vprašanje: Starost



Slika 2: Starost

Zajetih je bilo kar nekaj starostnih skupin. 5 anketirancev, torej 16,4 %, je bilo starih 25 let, 4 anketiranci, torej 16 %, je bilo starih 26 let, po 2 anketiranca, torej 8 %, sta bila stara 22, 23 in 24 let in po 1 anketiranec, torej 4 %, 20, 21, 25, 28, 29, 30, 38, 41, 50 in 52 let. 1 anketiranec je označil starost 99 let, vendar predpostavljamo, da ta podatek ni realen.

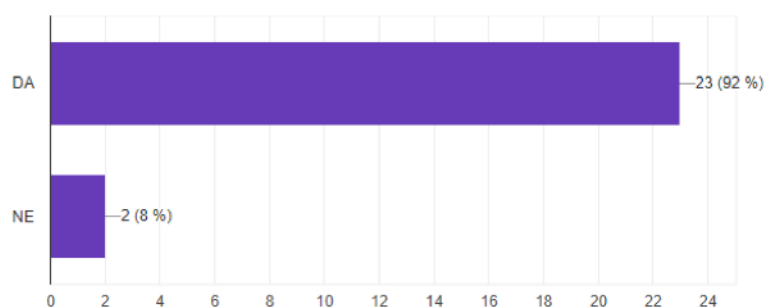
3. vprašanje: Trenutni status



Slika 3: Status

Večina, 17 anketirancev, kar predstavlja 68 % celote, je zaposlenih, 7 anketirancev oz. 28 % je študentov, 3 anketiranci oz. 12 % je brezposelnih, 1 anketiranec oz. 4 % celote pa je upokojenec.

4. vprašanje: Ali ste že kdaj slišali za »tehnologijo veriženja podatkovnih blokov« (v nadaljevanju blockchain) ali za bitcoin?



Slika 4: Poznavanje tehnologije blockchain in bitcoina

Iz tega grafa je razvidno, da je velika večina anketirancev (23, torej 92 %) že slišalo ali za tehnologijo blockchain ali za bitcoin. Le 2 anketiranca, ki predstavljata 8 % vprašanih, nista še nikoli slišala za nobenega od navedenih pojmov.

5. vprašanje: Če ste na zgornje vprašanje odgovorili z DA, prosimo napišite, kaj si predstavljate pod tema pojmom?

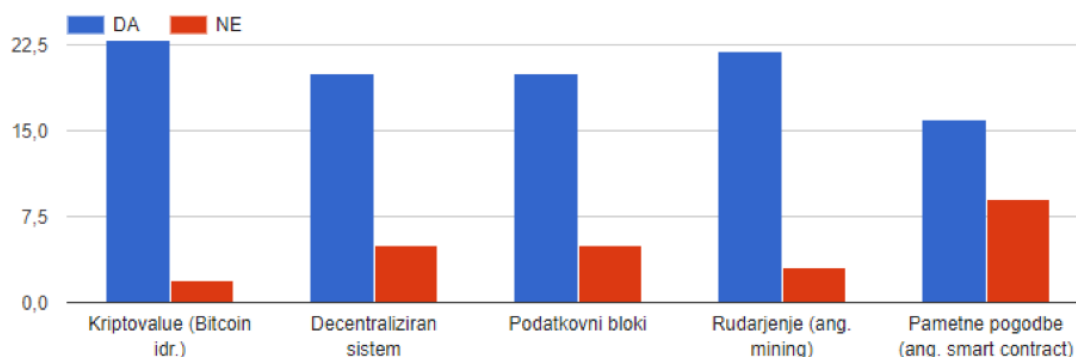
Preglednica 5: Razlaga blockchain tehnologije in bitcoina

Predstavljam si novo tehnologijo, o kateri se vedno več govori in predstavlja nov način digitalnega poslovanja. Povezana je z rudarjenjem. Bitcoin je digitalna valuta, s katero se financirajo med drugim tudi nelegalni posli, saj je nesledljiva.
Tehnologija
Blockchain, decentralizirana tehnologija povezana peer-to-peer, ki omogoča prenos in potrditve transakcij kriptovalut, kot je Bitcoin ali drugi kovanci in tokeni.
tehnologijo, software, pa prenašanje vrednosti z števkami namesto z dovoljenji.
I love shitcoins
Free lambo
REVOLUCIJA, PRIHODNOST, SVOBODA
Tehnologija blokov
/
kriptovalute
Elektronski denar
Verižno trženje in kriptovaluta
Money
Blockchain je nov tip specializirane podatkovne baze. Distibuirane in brez potrebe po centralni avtoriteti. Bitcoin je prva Kriptovaluta, ki uporablja blockchain.
Kriptovalute, varnost
Varnost, transparentnost, decentralizacija sistema
sofisticiran digitalni ledger
Decentraliziranost identicnih zapisov, zahashanih v bloke
Nekaj kompleksnega, s cimer so ustvarili spletno valuto.
Kriptovalute, trgovanje, platforma
Virtualni denar
To je trgovanje s kripto valuto, ki se je zacela razvijati po letu 2009 vrednost le te pa narekuje trg s ponudbo oz. povprasevanjem...
Blockchain predstavlja metodo preverjanja transakcij pri kriptovalutah

Iz prejetih odgovorov je razvidno, da so anketiranci precej dobro informirani o obeh navedenih pojmi. 20 respondentov je na vprašanje odgovorilo, 1 svojega odgovora ni podal. Nekateri so dobro informirani, drugi pa so navedli zgolj osnovne pojme, ki so jih povezali z

blockchain tehnologijo ali bitcoinom (npr. money, virtualni denar, kriptovaute, varnost, nekaj kompleksnega ipd.).

6. *vprašanje: Ali ste seznanjeni z naslednjimi pojmi, povezanimi z blockchain tehnologijo?*



Slika 5: Osnovni pojmi

Iz tabele je razvidno, da 23 anketirancev pozna pojem kriptovalute (bitcoin idr.), 2 pa ne, pojma decentraliziran sistem in podatkovni bloki pozna 20 anketirancev, 5 pa ne, pojem rudarjenje pozna 22 anketirancev, 3 pa ne in pojem pametne pogodbe pozna 16 anketirancev, 9 pa ne.

7. *Vprašanje: Ocenite naslednje trditve v zvezi z blockchain tehnologijo.*

Trditev 1: Blockchain je tehnološka inovacija, ki je primerljiva z inovacijo spleta.

Trditev 2: Bitcoin je kriptovaluta, ki se uporablja predvsem za pranje denarja in financiranje terorizma.

Trditev 3: Trg kriptovalut za zdaj še ni zakonsko reguliran, kar predstavlja relativno visoko tveganje za investitorje.

Trditev 4: Razvoj tehnologije blockchain omogoča množično financiranje najrazličnejših projektov.

Trditev 5: Blockchain rešuje problem nekontroliranega množenja denarja.

Iz spodnjega grafa je razvidno, da se s prvo trditvijo:

- popolnoma ne strinjajo 3 anketiranci,
- ne strinjajo 3 anketiranci,
- niti ne strinja niti strinja 6 anketirancev,
- strinja 12 anketirancev,
- popolnoma strinja 5 anketirancev.

Z drugo trditvijo se:

- popolnoma ne strinja 9 anketirancev,
- ne strinja 9 anketirancev,
- niti ne strinja niti strinja 6 anketirancev,
- strinjajo 4 anketiranci,
- popolnoma strinja 1 anketiranec.

Pri tretji trditvi so anketiranci svojo stopnjo strinjanja izrazili kot:

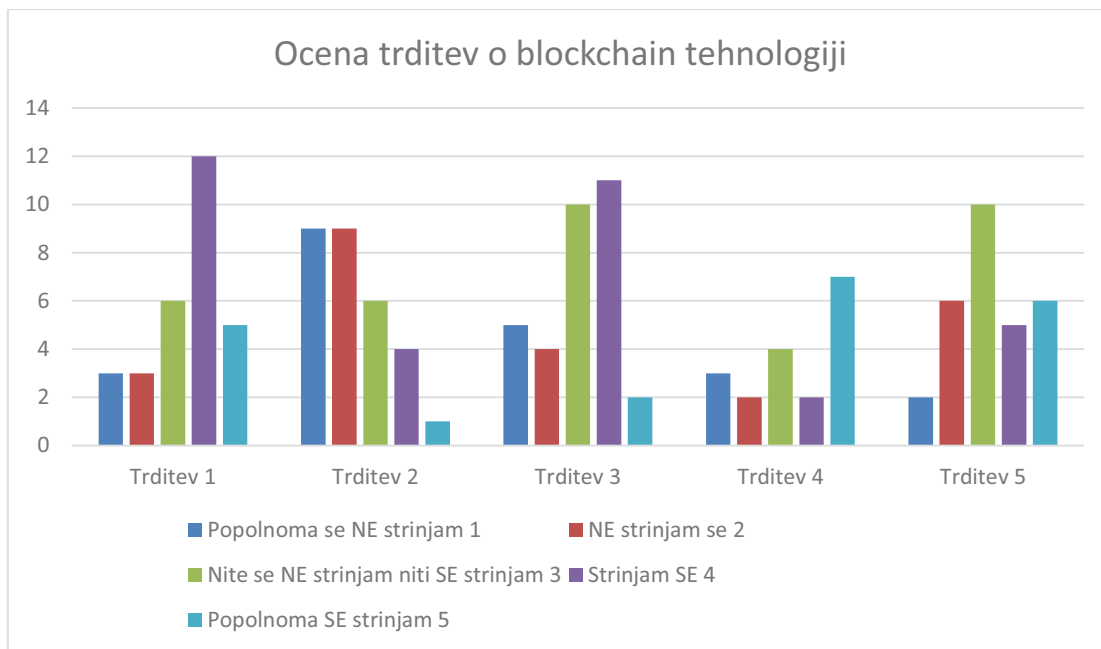
- popolnoma ne strinjam – 5 anketirancev,
- se ne strinjam – 4 anketiranci,
- niti se ne strinjam niti se strinjam – 10 anketirancev,
- strinjam se – 11 anketirancev,
- popolnoma se strinjam – 2 anketiranca.

S četrto trditvijo se:

- popolnoma ne strinjajo 3 anketiranci,
- ne strinjata 2 anketiranca,
- niti ne strinjajo niti strinjajo 4 anketiranci,
- strinjata 2 anketiranca,
- popolnoma strinja 7 anketirancev.

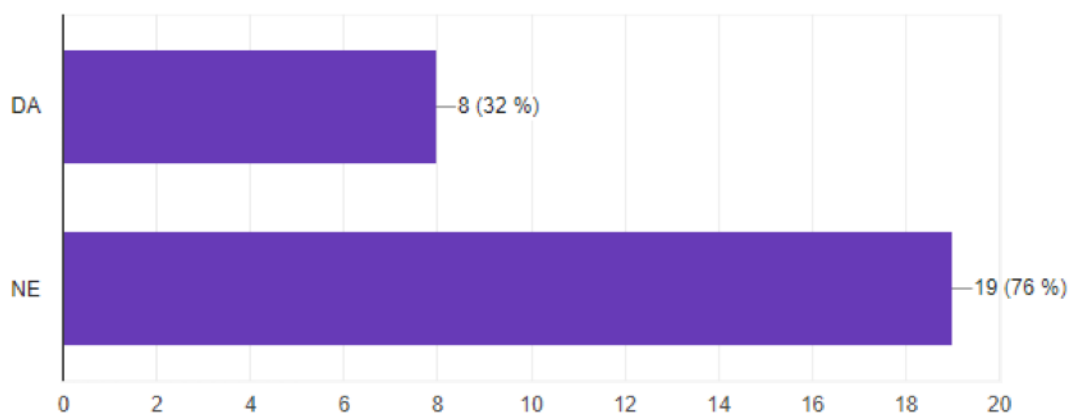
S peto trditvijo se:

- popolnoma ne strinjata 2 anketiranca,
- ne strinja 6 anketirancev,
- niti ne strinja niti strinja 10 anketirancev,
- strinja 5 anketirancev,
- popolnoma strinja 6 anketirancev.



Slika 6: Strinjanje se s trditvami

8. vprašanje: *Ali ste že kdaj investirali v kakšen investicijski sklad (delnice, obveznice ipd.)?*



Slika 7: Investiranje – da ali ne

8 anketirancev, kar predstavlja 32 % vseh vprašanih, je že investiralo v sklad, večina, 19 oz. 76 % anketirancev, pa še ne. Vendar je očitno, da jih je nekaj izbralo oba odgovora, saj je vseh odgovorov skupaj več kot 25.

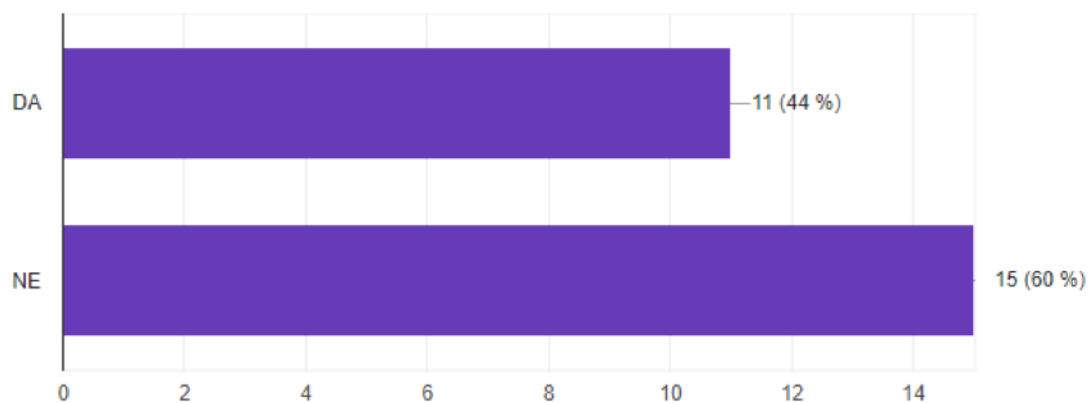
9. vprašanje: Če odgovarjate z DA, v kakšen sklad ste investirali in zakaj?

Preglednica 6: Investiranje – kam

KD
Mešani fleksibilni globalni sklad FT Quant. Dobra strategija in lepi donosi, seveda na daljše obdobje.
Shitcoins ftw
Rastko, Galileo
delnice
Alta skladi...zaradi stabilnih donosov
/

Večinoma smo prejeli le delne odgovore, torej le na prvi del vprašanja. Odgovorilo je 6 anketirancev, le 2 pa sta navedla tudi razlog, zakaj sta se odločila za investiranje.

10. vprašanje: Ali bi kdaj svoj denar investirali v sklad tveganega kapitala (tem bolj so naložbe tvegane, večja je pričakovana donosnost sklada)? Če odgovarjate z DA, koliko bi želeli oplemenititi svoj vložek in kakšna bi bila vaša pričakovanja glede upravljanja sklada?



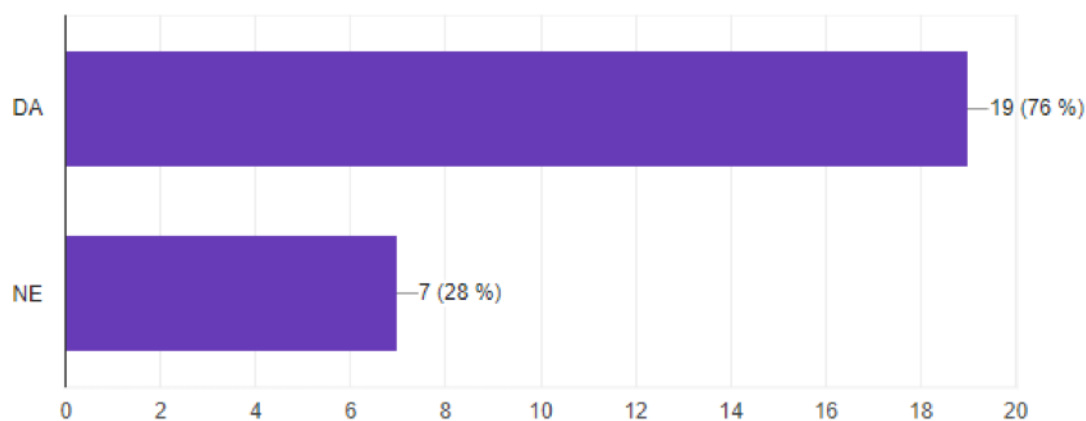
Slika 8: Investiranje v sklad tveganega kapitala

Preglednica 7: Pričakovani donosi

20% letno
Zavedam se velikega tveganja, ampak vseeno bi pričakovala vsaj delno sigurnost, ki je do neke mere tusi zagotovljena.
vsaj 20% letno
1000€ par 100%/ leto
čimvišji odstotek donosa
100% na leto vsaj
transparentnost in polno informiranje
100-kratni zaslužek :)
Odvisno koliko bi bil prepričan v sklad

Presenetljivo veliko anketirancev je odgovorilo z DA (11, kar predstavlja 44 %), še vedno pa se jih je več odločilo za odgovor NE (15, kar predstavlja 60 %). Ponovno pa je nekdo izbral oba odgovora, saj je vseh odgovorov skupaj več kot 25.

11. vprašanje: Želel/a bi si več informiranja o tehnologiji blockchain ter skladih tveganega kapitala s strani finančnih institucij in države.



Slika 9: Več informacij – da ali ne

V skladu s prejšnjim vprašanjem se je tudi tukaj veliko, natančneje 19 anketirancev (76 %), odločilo za odgovor DA, 7 anketirancev (28 %) pa se jih je odločilo za odgovor NE. Ponovno pa imamo po skupnem seštevku 1 odgovor več kot 25.

7.3.4 Rezultati

Po opravljeni analizi ankete, v kateri so sodelovali predvsem mladi do 30. leta starosti, smo ugotovili, da mnogi izmed njih danes že kar dobro poznajo tematiko investicijskih skladov in tehnologijo blockchain ter kriptovalut. Na to prav gotovo v veliki meri vplivata priljubljenost najnovejših tehnologij med mladimi in mediji, ki vse pogosteje raziskujejo in predstavljajo omenjeno tematiko.

Iz odgovorov je prav tako razvidno, da so mnogi že investirali v investicijske sklade in bi bili pripravljeni investirati tudi v sklade tveganega kapitala. Iz tega sklepamo, da so mladi danes precej naklonjeni različnim investicijam. Na to v določeni meri prav gotovo vpliva tudi spremenjen ekonomski položaj mladih, v primerjavi s prejšnjimi generacijami (negotovost, brezposelnost ipd.).

Glede na to, da si večina anketirancev želi več informacij o omenjeni tematiki, sklepamo, da je na tem področju še veliko potenciala za povečanje zanimanja in posledično odločitev za investiranje. Tako država kot posamezni skladi imajo torej široko potencialno publiko tako na področju investicijskih skladov kot na področju blockchain tehnologije in kriptovalut.

8 SKLEP

Tehnologija blockchain je po mnenju mnogih eden izmed ključnih pojmov nove ekonomije. Vse več ljudi se odloča za investiranje svojega kapitala v kriptovalute, zato se pojavlja vse večje povpraševanja po investicijskih skladih, ki bi upravljali s kriptovalutami. Gre za izjemno zanimivo novo tehnologijo, ki se pojavlja v različnih dejavnostih, njene prednosti pa se izražajo predvsem v razpršenem knjigovodstvu, kar pomeni večjo transparentnost in skorajda nezmožnost nekontroliranega množenja. Rešuje torej številne probleme današnjih centraliziranih sistemov, vendar decentraliziranost in nereguliranost za zdaj še ne omogočata visoke stopnje zaupanja med uporabniki.

Tekom pisanja zaključne naloge smo ugotovili, da obstaja veliko virov, ki obravnavajo pojma tveganega kapitala in investicijskih skladov. Tvegani kapital je pomemben element nove ekonomije in omogoča razvoj zanimivih projektov. Zanimiv je predvsem zaradi visokih pričakovanih donosov v obliki deleža v dobičku, ob sicer visoki stopnji tveganja.

»Nova ekonomija« oz. revolucija na področju informacijske in komunikacijske tehnologije omogoča razmah spleta in posledično tudi novih tehnologij, kot je blockchain. To novo tehnologijo izkorišča vedno več mladih podjetij, tudi slovenskih. Taka podjetja izdajo svoje delnice v obliki lastne kriptovalute in tako pridobijo potrebni zagonski kapital. Donosi so pri vlaganju v kriptovalute lahko izjemno visoki, prav tako je trg kriptovalut izjemno likviden. To sta dve izmed večjih prednosti tehnologije blockchain in kriptovalut, slabost pa je predvsem v nereguliranosti trga. Kljub temu je potrebno upoštevati tudi visoko stopnjo tveganja – zaradi velike volatilitnosti so namreč donosi lahko tudi negativni, česar se morajo potencialni vlagatelji zavedati.

Zelo pomemben dejavnik pri pridobivanju zaupanja ljudi do te nove tehnologije so predvsem pošteno, odgovorno in transparentno delovanje upravljavcev skladov tveganega kapitala, specializiranih za kriptovalute. Tudi države si bolj prizadevajo regulirati trg kriptovalut. Republika Slovenija je tako izdala dokument »Davčna obravnava poslovanja z virtualnimi valutami z vidika DDV«, ki ureja nekatera področja poslovanja s kriptovalutami.

V nalogi smo, poleg teoretičnega pristopa, delovanja skladov tveganega kapitala in uporabo blockchain tehnologije ter kriptovalut spoznali tudi s pomočjo intervjujev s strokovnjaki s področja upravljalnih skladov kot tudi z anketiranjem znancev na socialnih omrežjih. Strokovnjaki s področja upravljanja s finančnimi naložbami priznavajo, da se vse več njihovih strank zanima za investiranje v kriptovalute. Zanimajo jih predvsem visoki donosi, za kar so pripravljene tudi veliko tvegati. Pri tem jih podpirajo, vendar svetujejo tudi previdnost – torej, da v kriptovalute investirajo največ 10 % kapitala. Prav tako poudarjajo pomen izobraževanja upravljavcev ter transparentne komunikacije s strankami. Obstajajo pa tudi že skladi, ki upravljajo le naložbe v kriptovalute. Njihov največji izziv je država, ki za

zdaj še ne regulira njihovega poslovanja. Kljub velikemu zanimanju s strani investorjev torej nimajo jasnih usmeritev delovanja v slovenski zakonodaji. V prihodnosti bo torej izjemnega pomena regulacija s strani državnih institucij, kar bo vzbujalo večje zaupanje investorjev ter zavarovalo upravljavce naložb v kriptovalute.

Z anketiranjem znancev smo ugotovili, da je večina seznanjena z osnovnimi pojmi, povezanimi s tehnologijo blockchain in kriptovalutami. Socialna omrežja so sicer tudi najbolj uporabljeno orodje upravljavcev naložb in investorjev v kriptovalute, kjer imajo številne odprte in zaprte skupine. Tam se gradi njihova skupnost in s tem tudi zaupanje. To je jasno vidno tudi v izobraženosti uporabnikov socialnih omrežij. Tako so praktično vsi že kdaj slišali za pojma »blockchain« in »bitcoin«, pripravljeni pa bi bili tudi investirati.

Ugotavljamo, da so pred nami še zelo razburljivi časi in predvsem velike spremembe, tako na področju financ kot tudi gospodarstva. Predvidevamo, da bo tehnologija blockchain postala nekaj tako samoumevnega kot splet ali pametni telefon. Pričakujemo lahko, da se bodo institucije, ki danes predstavljajo temelj ekonomije, bistveno spremenile in morda celo prevzele popolnoma nove vloge. Vedno večjo vlogo bodo imeli tudi skladi tveganega kapitala, usmerjeni v kriptovalute, ki bodo z njimi upravljali. Kdo ve, morda bodo v prihodnosti celo nadomestili banke.

LITERATURA IN VIRI

- Barry, C. B. 1994. *New directions in research on venture capital finance*. London: CIMA.
- Dolenc, S. Izdaja št. 5, 2017. *Kako deluje blockchain*. Ljubljana: Združenje bank Slovenije – GIZ.
- EVCA. 2002. *EVCA Yearbook*. Zaventem: EVCA.
- FURS. 2017. *Davčna obravnava poslovanja z virtualnimi valutami z vidika DDV – Podrobnejši opis*. <https://www.racunovodja.com/clanki.asp?clanek=9793> (22. 8. 2017).
- Garner, D. R., R. R. Owen in R. P. Coway. 1994. *Guide to Financing for Growth*. New York: The Ernst&Young and John Willy&Sons.
- Gupta, V. 2017. *A Brief History of Blockchain*. Harvard Business School: HBR. <https://hbr.org/2017/02/a-brief-history-of-blockchain> (23. 8. 2017).
- Hackett, R. 2017. *Big Business Giants From Microsoft to J.P. Morgan Are Getting Behind Ethereum*. Time Inc: Fortune Magazin. <http://fortune.com/2017/02/28/ethereum-jpmorgan-microsoft-alliance/> (10. 8. 2017).
- Hawkins, K. 2017. *Understand Your Role In The Investing Process*. New York: Investopedia. <http://www.investopedia.com/articles/pf/08/investing-process.asp> (14. 8. 2017).
- Katelein, R. 2017. *What Initial Coin Offerings Are, and Why VC Companies Care?* Harvard Business School: HBR. <https://hbr.org/2017/03/what-initial-coin-offerings-are-and-why-vc-firms-care/> (11. 8. 2017).
- Kranjc, A. 1999. *Investicijski skladi v Sloveniji – (Ne)uspeh in za koga?* Ljubljana: DEJ d. o. o.
- Krznarič, M. 2007. *Nova ekonomija – resničnost ali mit?* Diplomsko delo Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta.
- Lončarski, I. in B. Krisper. 2008. *Investicijski skladi*. Ljubljana: Zveza potrošnikov Slovenije. http://www.prelc.com/dokumenti/zps_investicijski_skladi.pdf (12. 8. 2017).
- Lubej, S. 2007. *Vzajemni skladi: Novosti in ugodnosti*. Maribor: revija Kapital
- Mastnak, S. 2004. *Indeksni sklad – z nizkimi stroški do višjih donosov*. Ljubljana: Časnik Finance.
- Mramor, D. 2000. *Trg kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Mrkaić, M. 2000. *Razumevanje nove ekonomije*. Kranj: Organizacija.
- Prohaska, Z. 1999. *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani – Enota za založništvo.
- Robnik, L. 2006. *Pomen tveganega kapitala pri financiranju malega podjetništva*. De Gruyter: Naše gospodarstvo. file:///A:/Downloads/Pomen_URN-NBN-SI-DOC-AQ29VH3K.pdf (15. 8. 2017)

- Šimonka, S. 2017. *So kriptovalute priložnost za hiter zaslužek ali balon?* Ljubljana: Podjetniške novice. [Http://bankazapodjetnike.si/novice/podjetniske-finance/so-kriptovalute-priloznost-za-hiter-zasluzek-ali-balon/](http://bankazapodjetnike.si/novice/podjetniske-finance/so-kriptovalute-priloznost-za-hiter-zasluzek-ali-balon/) (15. 8. 2017).
- Tapscott, D., in A. Tapscott. 2016. *Blockchain revolution: How the technology behind Bitcoin is changing money, business and the world.* Toronto: Portfolio Penguin
- TaxGroup. 2017. *Sklad tveganega kapitala.* [Http://dtk.taxgroup.si/si/investitorji/kako-investirati-v-tk/](http://dtk.taxgroup.si/si/investitorji/kako-investirati-v-tk/) (22. 8. 2017).
- Timmons, J. A. 1999. *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century.* Homewood, IL: Irwin.
- Trautman, L. J. 2016. *Is Distrutive Blockchain Technology the Future of Financial Services.* Cullowhee: Western Carolina Univeristy. [Https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2786186](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2786186) (17. 8. 2017).
- Vorick, D., in L. Champine. 2014. *Sia: Simple Decentralized Storage (Whitepaper).* Boston, MA: Nebulous Inc. [Https://www.sia.tech/whitepaper.pdf](https://www.sia.tech/whitepaper.pdf) (20. 8. 2017).
- Zakon o družbah tveganega kapitala (ZDTK). *Uradni list RS*, št. 92/07.
- Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (ZPPDFT). *Uradni list RS*, št. 60/07.
- Žugelj, D., P. Penca., N. Slavnič., B. Žunec in J. Vadnjaj. 2001. *Tvegani kapital: si upate tvegati?* Ljubljana: Lisac & Lisac d. o. o.

PRILOGE

- Priloga 1 Anonimni anketni vprašalnik o splošnem poznavanju blockchain tehnologije
- Priloga 2 Intervju upravljalcev skladov tveganega kapitala

Anonimni anketni vprašalnik o splošnem poznavanju blockchain tehnologije

Spoštovani!

Sem Klemen Polajžer, študent Fakultete za management v Kopru in v okviru zaključne projektne naloge izvajam anketo s področja poznavanja tehnologije veriženja podatkovnih blokov (v nadaljevanju blockchain) ter investicijskih skladov. Pomemben del moje naloge je ta anketni vprašalnik, s pomočjo katerega želim spoznati vaše mnenje glede te tematike. Vsi podatki bodo uporabljeni izključno za namene te naloge.

1. Spol (ustrezno obkrožite):

M Ž

2. Starost (zapišite na črto):

_____ let

3. Trenutni status (*ustrezno obkrožite*):

- dijak/študent
- zaposlen
- upokojenec
- brezposelni

4. Ali ste že kdaj slišali za “tehnologijo veriženja podatkovnih blokov” (v nadaljevanju blockchain) ali za bitcoin? (*Ustrezno obkrožite*)

DA NE

Priloga 1

5. Če ste na zgornje vprašanje odgovorili z DA, prosimo napišite, kaj si predstavljate pod tema pojmom?

6. Ali ste seznanjeni z naslednjimi pojmi, povezanimi z blockchain tehnologijo? (Ustrezno obkrožite)

Kriptovalute (BitCoin idr.)	DA	NE
Decentraliziran sistem	DA	NE
Podatkovni bloki	DA	NE
Rudarjenje (ang. Mining)	DA	NE
Pametne pogodbe (ang. Smart contract)	DA	NE

7. Ocenite naslednje trditve v zvezi z blockchain tehnologijo. (Označite stopnjo strinjanja)

Popolnoma se ne strinjam	Se ne strinjam	Niti se ne strinjam niti se strinjam	Se strinjam	Popolnoma se strinjam
1	2	3	4	5

Blockchain je tehnološka inovacija, ki je primerljiva z inovacijo spleta.	
Bitcoin je kriptovaluta, ki se uporablja predvsem za pranje denarja in financiranje terorizma.	
Trg kriptovalut za zdaj še ni zakonsko reguliran, kar predstavlja relativno visoko tveganje za investitorje.	
Razvoj tehnologije blockchain omogoča množično financiranje najrazličnejših projektov.	
Blockchain rešuje problem nekontroliranega množenja denarja.	

8. Ali ste že kdaj investirali v kakšen investicijski sklad (delnice, obveznice ipd.)? *(Ustrezno obkrožite)*

DA NE

9. Če odgovarjate z DA, v kakšen sklad ste investirali in zakaj? *(Odgovor zapišite na črto)*

_____.

10. Ali bi svoj denar kdaj investirali v sklad tveganega kapitala (tem bolj so naložbe tvegane, večja je pričakovana donosnost sklada)? Če odgovarjate z DA, koliko bi želeli oplemenititi svoj vložek in kakšna bi bila vaša pričakovanja glede upravljanja sklada? *(Ustrezno obkrožite in odgovor zapišite na črto)*

DA NE

_____.

11. Želel/a bi si več informiranja o tehnologiji blockchain ter skladih tveganega kapitala s strani finančnih institucij in države. *(Ustrezno obkrožite)*

DA NE

Zahvaljujem se vam za vaš čas in trud, ki ste ga namenili izpolnjevanju te ankete!

Intervju upravljavcev skladov tveganega kapitala

Spoštovani!

Sem Klemen Polajžer, študent Fakultete za management in v okviru zaključne projektne naloge izvajam anketo s področja tehnologije veriženja podatkovnih blokov (v nadaljevanju blockchain) ter investicijskih skladov. Pomemben del moje naloge je ta vprašalnik, s pomočjo katerega želim spoznati mnenje strokovnjakov s področja investicijskih skladov glede omenjene tematike. Vsi podatki bodo uporabljeni izključno za namene te naloge.

Ime in priimek strokovnjaka:

Delovno mesto:

1. Koliko časa se že ukvarjate z upravljanjem sklada tveganega kapitala in kakšne vrste naložb upravljate?
2. Kako ste ustanovili sklad tveganega kapitala (oblika podjetja, dejavnost ipd.)?
3. Kje in kako ste se ustrezno usposobili za upravljanje sklada? Ali ste morali pridobiti kakšno posebno licenco?
4. Kako ste pridobili prve stranke? Kakšno vrsto pogodbo ste sklenili z njimi in kakšna so bila njihova pričakovanja glede ROI ("Return of Investment")? Kako stranke v skladu tudi obdržite?
5. Kakšen je vaš portfelj naložb? Na podlagi česa se odločite, ali boste neko vrsto naložbe vključili v svoj portfelj? Kje dobite ustrezne informacije?
6. Za katere naložbe se stranke običajno odločajo in na podlagi česa?
7. Kako si kot upravljavec izplačujete donose (provizije, stroški, delitev dobička)?
8. Na kakšen način se oglašujete? Ali so vaše stranke predvsem fizične ali pravne osebe?

Priloga 2

9. Kakšne donose pričakujete od naložb? Ali je kakšna naložba tudi spodletela? Zakaj in kako ste postopali?

10. Kolikšen delež sredstev ima sklad v obliki prostih sredstev?

11. Ali v zadnjem času s strani strank dobivate povpraševanja tudi glede investiranja v kriptovalute? Ali ste morda vi sami razmišljali o taki vrsti naložbe? Zakaj?

12. Ali lahko sklad zavarujete pred finančno krizo in borznim zlomom?

13. Kakšno je vaše mnenje glede nove ekonomije? Ali menite, da ima v njej pomembno mesto tudi tehnologija veriženja podatkovnih blokov (blockchain)? Ali bi se lahko strinjali s trditvijo, da je blockchain inovacija podobne razsežnosti kot je bil v 90. letih WWW ("World Wide Web")?

Hvala za vaše sodelovanje!