

**MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS
BANKININKYSTĖS IR INVESTICIJŲ KATEDRA**

ARTIOM VOLKOV

**RIZIKOS KAPITALO FONDŲ INVESTAVIMO
YPATUMAI LIETUVOJE**
Magistro baigiamasis darbas

Vadovas
Habil. dr. I. Mačerinskienė

VILNIUS, 2009

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS
BANKININKYSTĖS IR INVESTICIJŲ KATEDRA

RIZIKOS KAPITALO FONDŲ INVESTAVIMO
YPATUMAI LIETUVOJE

Finansų rinkų verslo nuosavybės ekonomikos specializacijos magistro baigiamasis
darbas

Studijų programa 62404S110

Vadovas

prof. habil. dr. I. Mačerinskienė

Recenzentas

Atliko

VNEmn08 – 02 gr. Stud.

A. Volkov

.....

.....

.....

VILNIUS, 2009

TURINYS

IVADAS	7
1. RIZIKOS KAPITALO FONDŲ, KAIP INVESTICINIŲ BENDROVIŲ, TEORIJA.....	10
1.1. Investicinių bendrovių samprata ir rūšys	10
1.2. Rizikos kapitalo fondų veiklos ypatumai.....	14
1.2.1. Pagrindiniai rizikos kapitalo elementai.....	14
1.2.2. Rizikos kapitalo valdymo įmonių organizavimo forma ir ištekliai	17
1.2.3. Rizikos kapitalo fondų veiklos tikslai ir investavimo politika	18
2. RIZIKOS KAPITALO FONDŲ INDĖLIS ŠIUOLAIKINĖJE EKONOMIKOJE.....	21
2.1. Rizikos kapitalo atsiradimas: JAV patirtis.....	21
2.2. Rizikos kapitalo fondų raida JAV 1995-2005.....	23
2.3. JAV Rizikos kapitalo investicijų geografinė.....	24
2.4. Rizikos kapitalas Europoje.....	27
2.5. Lėšų pritraukimo į rizikos kapitalo fondus šaltiniai Europoje	28
2.6. Rizikos kapitalo fondų veiklos JAV ir ES palyginimas	29
3. RIZIKOS KAPITALAS BEI RIZIKOS KAPITALO FONDAI LIETUVOJE	36
3.1. Centrinės ir Rytų Europos (CRE) rizikos kapitalo ypatumai.....	36
3.2. Rizikos fondų veikla Lietuvoje: teisinė bazė ir reglamentavimas.....	39
3.3. Rizikos kapitalo fondų investicijų pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos rūšis Lietuvoje.....	45
4. TYRIMO METODOLOGIJA.....	48
5. RIZIKOS KAPITALO INVESTICIJŲ PAKLAUSA, PASIŪLA IR INOVACINIS VERSLAS LIETUVOJE	53
5.1. Lietuvoje veikiančių rizikos kapitalo įmonių investavimo strategijų vertinimas	53
5.1.1. Rizikos kapitalo įmonių investavimo politikos, investicijų ir jų vertės kūrimo būdų analizė	53
5.1.2. Rizikos kapitalo sektoriaus Lietuvoje plėtrą įtakančių veiksnių analizė	55
5.1.3. Rizikos kapitalo fondų ir juos valdančių įmonių pasiūla Lietuvoje	58
5.2. Rizikos kapitalo investicijų paklausa Lietuvoje	59
5.3. Inovacinio verslo turinio analizė	64
5.4. Valstybės vaidmuo skatinant rizikos kapitalo fondų investicijas.....	73
RIZIKOS KAPITALO FONDŲ YPATUMAI LIETUVOJE	77
IŠVADOS	78
REKOMENDACIJOS	80
LITERATŪRA.....	81
ANOTACIJA	85
ANNOTATION	86
SANTRAUKA	87
SUMMARY	89
PRIEDAI.....	91

PRIEDAI

1 PRIEDAS. Rizikos kapitalo fondai ir fondus valdančios įmonės Lietuvoje	92
2 PRIEDAS. Apklausa, siekiant įvertinti poreikį investicijoms	93
3 PRIEDAS. Rikos kapitalo fondų trumpas priemonės aprašymas	96
4 PRIEDAS. Bendrai investuojančio fondo (verslo angelai) trumpas priemonės aprašymas	98
5 PRIEDAS. Vidinė gražos norma ir koreliacija	99

LENTELĖS

1 lentelė. Rizikos kapitalo investuotojų tipai ir jų investavimo politika	18
2 lentelė. Naujai įsikūrusios įmonės požymiai ir finansų institucijų prisitaikymas	19
3 lentelė. Investuoto rizikos kapitalo pasiskirstymas tarp atskirų Europos valstybių 1998-2005 m., proc.	29
4 lentelė. Rizikos kapitalo fondų investicijų Lietuvoje 1994–2005 m. pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos rūšis	46
5 lentelė. Išlaidos tyrimams ir plėtrai kaip BVP dalis ir verslo sektoriaus finansuota dalis	69
6 lentelė. Išlaidos moksliniams tyrimams ir eksperimentinei plėtrai Lietuvoje	69
7 lentelė. ES -15 MTTP išlaidų pagal sektorius koreliacinė matrica. Ir išlaidų dalis tenkanti sektoriui, proc.	70
8 lentelė. JK MTTP išlaidų pagal sektorius koreliacinė matrica. Ir išlaidų dalis tenkanti sektoriui, proc.	70
9 lentelė. LT MTTP išlaidų pagal sektorius koreliacinė matrica. Ir išlaidų dalis tenkanti sektoriui, proc.	71
10 lentelė. Lietuvos sutartyje su EIF numatytos JEREMIE finansų inžinerijos priemonės.....	75

PAVEIKSLAI

1 pav. „Nasdaq OMX Group“ indekso „burbulo“ sprogimas.....	23
2 pav. JAV rizikos kapitalo pasiskirstymas tarp valstijų, 2006	25
3 pav. Rizikos kapitalo investicijos Didžiojoje Britanijoje, Prancūzijoje, Vokietijoje, ir kitose Europos valstybėse, mln. EUR	27
4 pav. 2007 ir 2008 m. įsteigtų privataus kapitalo fondų investuotojų struktūra, proc.....	28
5 pav. Europoje įsteigtų fondų dydžiai, investicijos ir išėjimai 1997-2007 m., mlrd. EUR.....	30
6 pav. Investicijų dalis tenkanti įmonės vystimosi stadijai Europoje, proc.....	31
7 pav. Privataus ir rizikos kapitalo investicijų dalis nuo BVP, 2005 m., proc.	32
8 pav. Centrinės ir Rytų Europos investicijų apimtys 2003-2008 m., mln. EUR	36
9 pav. CRE šalių investicijų apimtys 2007-2008 m., mln. EUR.....	37
10 pav. Privataus ir rizikos kapitalo investicijos Europoje 2007-2008 m. kaip BVP dalis, proc.	38
11 pav. Tyrimo organizavimo schema	48
12 pav. Finansų įstaiga, į kurią dėl finansavimo respondentai kreipėsi/ketina kreiptis	59
13 pav. Dėl kokių finansavimo paslaugų respondentai kreipėsi/ketina kreiptis.....	60
14 pav. Apklausos rezultatai, respondentų struktūra pagal veiklos pobūdį.....	61
15 pav. Finansų įstaiga, į kurią dėl finansavimo respondentai kreipėsi/ketina kreiptis	61
16 pav. Dėl kokių finansavimo paslaugų respondentai kreipėsi/ketina kreiptis.....	62
17 pav. Nacionalinio konkurencingumo didėjimo stadijos (Porter, 1990).....	64
18 pav. Inovacijų klasifikavimas pagal EBPO (OECD) metodiką („Oslo manual“, 1997)	66
19 pav. Išlaidos MTTP aukštojo mokslo ir valdžios sektoriuose, adm. teritorija, mln.Lt	67
20 pav. MTTP išlaidų santykis su BVP, proc.....	68

IVADAS

Spartus ekonominis augimas siejamas su gamybos technologiniu atnaujinimu, inovacijų įgyvendinimu ekonominėje ir socialinėje srityse bei spartesne inovacinio verslo plėtra. Lietuvai ypač svarbu, atsižvelgiant į sukaupią patirtį Europos Sąjungos (ES) ir kitose šalyse, pasirinkti tinkamus inovacinio verslo plėtros skatinimo būdus ilgai perspektyvai.

Rizikos kapitalas yra patogiausia ir labiausiai tinkama tokio pobūdžio investavimo priemonė. Rizikos kapitalistų gali būti nemažai, tačiau tinkamai ir pakankamai investuojančių yra nedaug. Todėl rimtesnis dėmesys yra skiriamas būtent specializuotoms tokio kapitalo valdymo bendrovėms ir fondams. Būtent naujos produkcijos įvedimas į rinką, technologinės naujovės ir inovacijos, kurių sėkmė reiškia didelę investicinę grąžą, buvo rizikos kapitalo bendrovių ir fondų formavimosi priežastimi.

Rizikos kapitalo fondai finansų sistemoje atsirado palyginti ne taip seniai, JAV 1946, tačiau jau spėjo įrodyti savo svarbą ekonomikos plėtrai. Nuo aštuntojo dešimtmečio, kai JAV rizikos kapitalo sektorius pradėjo sparčiai augti, rizikos kapitalo fondų kūrimo ir plėtros banga plūstelėjo ir į Europos bei kitas pasaulio šalis.

Visuotinai pripažinta, kad inovatyvių ir ankstyvos vystymosi stadijos įmonių veiklos finansavimas, pasitelkus tradicinius skolinimosi instrumentus, nėra plačiai paplitęs dėl pakankamai didelės rizikos, kurios tradicinio finansavimo finansų įstaigos (kredito įstaigos, lizingo bendrovės) nelinkusios prisiimti. Inovatyvių mažų ir vidutinių įmonių finansavimas daugelio finansuotojų laikomas rizikinga veikla dėl didelių sandorio kaštų bei mažos investicijų grąžos, ypač pradinėse įmonių vystymosi stadijose. Todėl tokioms įmonėms dažnai būna sudėtinga rasti lėšų, kurios joms reikalingos pradėti ar plėsti verslą. Ir netgi jei pasiseka pritraukti išorinį finansavimą (kaip, pavyzdžiui, kredito įstaigų paskolos), paprastai pritrauktų lėšų nepakanka pilnai finansuoti naujus projektus. Inovatyvios mažos ir vidutinės įmonės gali augti tik tuo atveju, jei jos turi galimybę naudotis išorinio finansavimo šaltiniais, ypač privataus kapitalo ir rizikos kapitalo fondų finansavimu. Todėl dažnai ankstyvosios vystymosi stadijos įmonių veiklos finansavimui yra naudojamos rizikos kapitalo fondų investicijos, kurios įmonėms suteikia ne tik finansinį, bet ir intelektualinį kapitalą, pagerina įmonės nuosavo bei skolinto kapitalo santykį įmonės balanso struktūroje, leidžia įmonei papildomai pritraukti skolintą kapitalą iš tradicinių finansų įstaigų.

Investuotojų nenoras investuoti į padidintos rizikos sritis, tokias kaip inovatyvios mažos ir vidutinės įmonės, nėra vienintelė kliūtis, trukdanti tokioms įmonėms ieškoti finansavimo. Kartais vyriausybės politika nepakankamai skatina investicijas į tokias įmones, nėra kuriami stimulai rizikos kapitalo sektoriui į jas daugiau investuoti.

Tyrimo objektas – rizikos kapitalo fondų investavimo procesas.

Tyrimo problema – kokios pagrindinės problemos iškyla siekiant pritraukti rizikos kapitalo fondų investicijas.

Tyrimo tikslas – išanalizavus rizikos kapitalo fondų veiklą Lietuvoje parengti siūlymus šių fondų investavimo tobulinimui.

Tyrimo uždaviniai:

1. pateikti rizikos kapitalo fondų, kaip investicinių bendrovių, teoriją;
2. išanalizuoti rizikos kapitalo fondų patirtį kai kuriose užsienio valstybėse;
3. išnagrinėti rizikos kapitalo fondų situaciją Lietuvoje;
4. ištirti rizikos kapitalo investicijas Lietuvoje ir parengti siūlymus jų tobulinimui.

Tyrimo hipotezės:

- H1. Rizikos kapitalo fondų investicijų paklausa yra didesnė negu pasiūla
 H2. Rizikos kapitalo fondų investicijų netiesioginis panaudojimas

Tyrimo metodai:

1. mokslinės literatūros analizė;
2. teisinių dokumentų analizė;
3. statistinių duomenų analizė;
4. sociologinio tyrimo (anketinės apklausos, interviu) duomenų analizė;
5. lyginamoji analizė, santykinų rodiklių analizė, horizontalioji ir vertikalioji analizė.

Darbas „Rizikos kapitalo fondų investavimo ypatumai Lietuvoje“ atliktas naudojant įvairią Europos Komisijos reglamentų, organizacijų EVCA¹ ir NVCA² leidinių statistinės informacijos apie rizikos kapitalo fondus analizės bei anketavimo ir interviu metodus. Tyrimo metu buvo vertinama Lietuvos rizikos kapitalo valdymo įmonių investavimo strategija ir ją įtakojantys veiksniai, išanalizuotas Lietuvos finansų institucijų pasirengimas investuoti į rizikos kapitalo fondus. Teisinės ir mokesčių sąlygos įvertintos analizuojant Lietuvos teisės aktus: Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymą, Draudimo įstatymą, Pensijų kaupimo ir Papildomo savanoriško pensijų kaupimo įstatymus, Pelno mokesčio ir Gyventojų pajamų mokesčio įstatymus. Taip pat buvo remiamasi Lietuvos

¹ EVCA – angl. European Venture Capital Association (liet. Europos Rizikos Kapitalo Asociacija)

² NVCA – angl. National Venture Capital Association (liet. Nacionalinė JAV Rizikos Kapitalo Asociacija)

statistikos departamento, Europos Komisijos statistikos „Eurostat“ duomenimis, Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos atliktų tyrimų oficialiomis ataskaitomis, įvairių autorių atliktais tyrimais, apžvalgomis bei Lietuvos strategijomis.

Darbo struktūra

Mokslinis tiriamasis darbas „Rizikos kapitalo fondų investavimo ypatumai Lietuvoje“ susideda iš keturių pagrindinių dalių.

Pirmoje dalyje pateikiamas įvadas į investicijas, investicinių bendrovių sampratą bei jų pagrindines sudedamąsias dalis, supažindinama su rizikos kapitalo fondų elementais, organizavimo forma ir politika. Apžvelgiami rizikos kapitalo fondų veiklos ypatumai. Apžvalgai naudojama mokslinė literatūra.

Antroje darbo dalyje išanalizuojama rizikos kapitalo fondų patirtis kai kuriose užsienio valstybėse. Pateikiama JAV patirtis ir Europos rizikos kapitalų fondų veiklos apžvalga, jų tarpusavio palyginimas ir vystymosi tendencijų panašumai bei skirtumai. Naudojama mokslinė literatūra, statistikos duomenų palyginimas.

Trečioje dalyje dėmesys skiriamas Centrinės ir Rytų Europos regionui, randamos tipiškos šio regiono rizikos kapitalo fondų investavimo tendencijos. Nagrinėjama rizikos kapitalo fondų teisinė bazė, rizikos kapitalo fondų investicijų pasiskirstymas pagal ekonomines veiklos rūšis Lietuvoje. Tokiai analizei naudojama mokslinė literatūra, įvairios publikacijos, susijusios su rizikos kapitalo fondais, teisiniai dokumentai ir statistikos duomenų palyginimas.

Ketvirtoje darbo dalyje detalai nagrinėjami rizikos kapitalo fondų investavimo ypatumai Lietuvoje. Aprašomi sociologinių tyrimų duomenų rezultatai. Pateikiama inovacinio verslo aplinkos apžvalga Lietuvoje, bei pabrėžiamas valstybės vaidmuo rizikos kapitalo fondų finansavime. Pateikiamos sociologinių tyrimų apklausos analizės rezultatai, statistikos duomenų analizės rezultatai, lyginamosios, santykinų rodiklių analizės bei horizontaliosios ir vertikaliosios analizės rezultatai.

Darbo pabaigoje surašytos rekomendacijos, siūlymai ir išvados. Nurodomi papildomai galimi ateities tyrimai, kurių rezultatai galėtų turėti įtakos rizikos kapitalo fondų veiklai ir rizikos kapitalo teikiamoms investicijoms Lietuvoje.

Tyrimo mokslinė ir praktinė nauda

Šis darbas turėtų padėti sistemaiškai įvertinti esamą rizikos kapitalo sektoriaus būklę Lietuvoje, susipažinti su užsienio valstybėse taikomomis rizikos kapitalo investicijų skatinimo priemonėmis, apčiuopti esamas ir galimas rizikos kapitalo investicijų problemas ir grėsmes. Išsiaiškinti trūkumus ir rasti galimus sprendimo būdus. Taip pat leis detaliau sužinoti inovacinio verslo finansavimo problemas bei rizikos kapitalo investicijų poreikį tokiam verslui plėstis.

1. RIZIKOS KAPITALO FONDŲ, KAIP INVESTICINIŲ BENDROVIŲ, TEORIJA

1.1. Investicinių bendrovių samprata ir rūšys

Investicinės bendrovės samprata

Investicinė bendrovė apibrėžiama kaip akcinė bendrovė, kurios veiklos pobūdis ar turto sudėtis atitinka investicinių bendrovių įstatyme nustatytus kriterijus. Kitaip tariant, investicinė bendrovė yra akcinė bendrovė (išskyrus žemiau numatytas išimtis), kuri sukaupia fizinių ir juridinių asmenų bei juridinio asmens teisių neturinčių įmonių pinigines lėšas viešai platindama savo akcijas ir turi bent vieną iš šių požymių:

1) pagrindinė veikla, iš kurios gaunama daugiau kaip 60 procentų pajamų (išskyrus Investicinę kintamojo kapitalo bendrovę), yra sukaupytų lėšų investavimas ar reinvestavimas į vertybinius popierius;

2) daugiau kaip 50 procentų bendrovės turto vertės sudaro vertybiniai popieriai. Investicinė kintamojo kapitalo bendrovė gali verstis tik piniginių lėšų, kurios surenkamos viešai platinant išperkamąsias investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijas, investavimu arba reinvestavimu į diversifikuotą investicijų portfelį. (Metrick, Andrew, 2007)

Kiekviena įmonė, atitinkanti šiuos kriterijus, turi būti reorganizuota į investicinę bendrovę investicinių bendrovių įstatyme nustatyta tvarka, išskyrus žemiau nurodytus atvejus.

Investicinėmis bendrovėmis nėra laikoma ir investicinių bendrovių įstatymas netaikomas: 1) bankams, draudimo bendrovėms, finansų maklerio įmonėms, taip pat kitoms operacijoms vertybiniais popieriais atliekančioms finansinėms institucijoms, kurių veiklą reglamentuoja kiti įstatymai ar teisės aktai;

2) ne daugiau kaip 100 akcininkų (savininkų) turinčioms akcinėms bendrovėms, kurios neplatino ir neplatina savo vertybinių popierių viešai;

3) akcinėms bendrovėms, kurios laikinai peržengia nustatytą ribą kai daugiau kaip 50 procentų bendrovės turto vertės sudaro vertybiniai popieriai, jeigu jos šią ribą viršijančius vertybinius popierius parduos ne vėliau kaip per 3 mėnesius;

4) įmonėms, kurių įstatinis kapitalas yra mažesnis kaip 250 tūkstančių litų.

Investicinės bendrovės gali veikti kaip investicinės kintamojo kapitalo bendrovės, uždarieji investiciniai fondai ar kontroliuojančiosios investicinės bendrovės. (G. Kancerevyčius, 2006)

Investicinė akcinė bendrovė - akcinė bendrovė, Vyriausybės nustatyta tvarka įsteigta valstybiniam turtui privatizuoti pagal Valstybinio turto pirminio privatizavimo įstatymą.

Investicinės bendrovės gali būti šių rūšių:

- 1) investicinės kintamojo kapitalo bendrovės;
- 2) uždarieji investiciniai fondai;
- 3) kontroliuojančiosios investicinės bendrovės.

Investicinė bendrovė yra laikoma investicine kintamojo kapitalo bendrove, jeigu jos turimas investicijų portfelis yra diversifikuotas, o išleistos ar išleidžiamos akcijos yra išperkamosios akcijos, kurių savininkai turi teisę bet kuriuo metu jas grąžinti bendrovei ir gauti už tai proporcingą dalį jos nuosavų (grynųjų) aktyvų. Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės turto valdymas ir administracijos įgaliojimai perduodami šios bendrovės valdymo įmonei. Investicinė kintamojo kapitalo bendrovė neturi įstatinio kapitalo. Išleidžiant arba išperkant investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijas, šios bendrovės nuosavo kapitalo padidėjimas arba sumažėjimas bendrovės įstatuose nenurodomas ir su tuo susiję įstatų pakeitimai įmonių registre neregistruojami. Investicinei kintamojo kapitalo bendrovei netaikomos Akcinių bendrovių įstatymo nuostatos dėl akcinių bendrovių įstatinio kapitalo dydžio keitimo bei su tuo susijusių įstatų pakeitimų registravimo įmonių registre. (Keith Pilbeam, 1998)

Investicinė bendrovė yra laikoma uždaruju investiciniu fondu, jeigu jos turimas investicijų portfelis yra diversifikuotas ir ji nėra išleidusi išperkamųjų akcijų.

Investicinė bendrovė yra laikoma kontroliuojančiąja investicine bendrove, jeigu jos turimas investicijų portfelis nėra diversifikuotas ir ji nėra išleidusi išperkamųjų akcijų.

Kontroliuojančioji investicinė bendrovė gali būti įsteigta tik reorganizavus investicinę akcinę bendrovę, taip pat kitos rūšies įmonę (išskyrus investicinę kintamojo kapitalo bendrovę ir uždaraįj investicinį fondą).

Investicinių bendrovių kapitalas

Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės nuosavas kapitalas turi būti ne mažesnis kaip 1 milijonas litų. Uždarojo investicinio fondo ir kontroliuojančiosios investicinės bendrovės įstatinis kapitalas turi būti ne mažesnis kaip 250 tūkstančių litų, o jų nuosavi (grynieji) aktyvai negali būti mažesni už įstatinį kapitalą.

Uždarojo investicinio fondo skolintas kapitalas negali sudaryti daugiau kaip 10 procentų jo nuosavų (grynųjų) aktyvų vertės. Jei šis reikalavimas yra pažeidžiamas dėl nuosavų (grynųjų) aktyvų vertės sumažėjimo, uždarojis investicinis fondas ne vėliau kaip per 3 mėnesius nuo pažeidimo padarymo dienos privalo tokią būklę ištaisyti.

Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės skolintas kapitalas negali sudaryti daugiau kaip 15 procentų jos nuosavų (grynųjų) aktyvų vertės.

Ilgalaikės paskolos kilnojamajam ar nekilnojamajam turtui, būtinam šios bendrovės veiklai, įsigyti negali sudaryti daugiau kaip 10 procentų jos nuosavų (grynųjų) aktyvų vertės. Investicinė kintamojo kapitalo bendrovė gali imti savo išleistoms akcijoms išpirkti būtiną trumpalaikę paskolą (ne

ilgiau kaip 60 dienų), kuri negali sudaryti daugiau kaip 10 procentų bendrovės nuosavų (grynųjų) aktyvų vertės ir kartu su ilgalaikėmis paskolomis negali viršyti šioje dalyje nustatyto limitu. (G. Kancerevyčius, 2006)

Investicinių bendrovių akcijos

Investicinės bendrovės visos akcijos gali būti tik paprastosios, suteikiančios vienodas teises jų savininkams. Kiekviena akcija suteikia jos turėtojui vieną balsą visuose akcininkų susirinkimuose ir teisę lygiais pagrindais su kitomis akcijomis gauti dividendus bei atitinkamą dalį investicinės bendrovės turto, kai ji likviduojama. Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijos gali neturėti nominalios vertės.

Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės ir uždarojo investicinio fondo akcijos kiek steigimo metu, tiek ir platinamos įregistravus bendrovę, gali būti apmokėtos tik pinigais. Platinant įsteigtos kontroliuojančiosios investicinės bendrovės akcijas, už jas galima atsiskaityti piniginiiais įnašais ir investicinių bendrovių įstatyme nustatytais vertybiniais popieriais bei nekilnojamuoju turtu, tačiau turtiniai įnašai negali sudaryti daugiau nei 25 procentus platinamų akcijų vertės. Uždarojo investicinio fondo ir kontroliuojančiosios investicinės bendrovės akcijos turi būti visiškai apmokėtos iki įstatinio kapitalo ar jo padidinimo įregistravimo. Investicinė kintamojo kapitalo bendrovė neturi teisės parduoti savo akcijų išsimokėtinai ar atidėti jų apmokėjimo termino. Už investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijas turi būti atsiskaityta ne vėliau kaip per 3 darbo dienas nuo investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijų pirkimo-pardavimo sandorio sudarymo. Tik po to, kai investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijos visiškai apmokamos, jos laikomos išleistomis ir gali būti įrašomos į šios bendrovės akcininko asmeninę vertybinių popierių sąskaitą bei įtraukiamos į apskaitą pagal sąskaitų tvarkytojams keliamus reikalavimus. Investicinė kintamojo kapitalo bendrovė neturi teisės išleisti akcijų ar perduoti jas investuotojams, jei už jas nėra sumokėta nustatyta kaina. Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijų išpirkimo sandoris laikomas sudarytu nuo pareikalavimo išpirkti šios bendrovės akcijas iš jų savininko pateikimo asmeniui, išperkančiam investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijas, ir patvirtinimo savininkui, kad toks reikalavimas gautas, pateikimo. Nuo išpirkimo sandorio sudarymo investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcininkas netenka visų teisių, kurias suteikia šios bendrovės akcijos, išskyrus teises, atsirandančias iš išpirkimo sandorio sudarymo. Asmuo, išperkantis investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijas, privalo atsiskaityti su asmeniu, pareikalavusiu išpirkti šios bendrovės akcijas, ne vėliau kaip per 7 darbo dienas nuo akcijų išpirkimo sandorio sudarymo. (Ethan Lyon, 2009)

Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės išperkamosios akcijos, įregistruotos Vertybinių popierių komisijoje, platinamos neterminuotai. Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijų emisijos dydis yra neribojamas, išskyrus tuos atvejus, kai šios bendrovės įstatuose nurodytas

maksimalus leidžiamas išplatinti akcijų skaičius. Jeigu platinant investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijas pasikeičia prospekto duomenys arba įvyksta esminis įvykis, apie tai turi būti pranešta teisės aktų nustatyta tvarka. Tokiu atveju asmenys, jau įsigiję investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijų, turi teisę reikalauti, kad ši bendrovė jas išpirktų už išpirkimo kainą. Toks asmuo neturi teisės reikalauti, kad investicinė kintamojo kapitalo bendrovė arba jos akcijų platintojas grąžintų įnašus Vertybinių popierių įstatymo 10 straipsnio 2 dalyje nustatyta tvarka. (Lietuvos Respublikos Vertybinių Popierių Įstatymas.) Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijų platinimas gali būti sustabdytas arba nutrauktas šio įstatymo, Vertybinių popierių rinkos įstatymo ir investicinės kintamojo kapitalo bendrovės įstatų nustatytais pagrindais ir tvarka. Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės steigėjai turi teisę pateikti šiai bendrovei išpirkti jos steigimo metu pasirašytas akcijas tik tada, kai viešai išplatinta ne mažesnė kaip pusė investicinės kintamojo kapitalo bendrovės minimalaus nuosavo kapitalo, nurodyto šio įstatymo 6 straipsnio 1 dalyje, vertės šios bendrovės akcijų. Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės steigėjai turi teisę pateikti išpirkti tiek šios bendrovės vertybinių popierių, įsigytų jos steigimo metu, kad bendra jų vertė būtų ne didesnė nei 4/5 pateikimo metu viešai išplatintų šios bendrovės vertybinių popierių vertės.

Investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijų pasirašymas, pardavimas ir išpirkimas vyksta pagal Vertybinių popierių komisijos patvirtintas taisykles. Parduodant investicinės kintamojo kapitalo bendrovės akcijas, netaikomos Akcinių bendrovių įstatymo nuostatos, reglamentuojančios akcinių bendrovių akcijų pasirašymą ir apmokėjimą.

Paprastai rizikos kapitalą investuoja uždari investiciniai fondai, kurių akcininkai yra privatūs turtingi investuotojai, ieškantys kur pelningai „įdarbinti“ savo lėšas arba investicine veikla užsiimančios pavienės bendrovės. Iš viso Lietuvoje viešai veikia apie 20 įvairių užsienio ir vietinių rizikos kapitalo fondų bei įmonių. Rizikos kapitalo įmonės turi ir kai kurie Lietuvos bankai. Investavimo schema paprasta. Rizikos kapitalo fondas išperka dalį plėstis norinčios įmonės naujai išleidžiamos akcijų emisijos. Gautos lėšos patenka į įmonę ir gali būti naudojamos patiems įvairiausiems tikslams. Tai ilgalaikės investicijos į įrangą, akcijų paketų išpirkimai iš smulkių akcininkų, įvairios restruktūrizacijos, trumpalaikiai prekybinių projektų finansavimai ir kita. Projektui, kurio trukmė gali būti nuo kelių mėnesių iki kelių metų, pasibaigus, rizikos kapitalo fondui priklausančias akcijas jau brangiau išperka senieji įmonės akcininkai. Jei visi akcininkai susitaria, įmonė gali būti parduota visa iš karto strateginiam ar kitų tikslų turinčiam finansiniam investuotojui.

Taigi rizikos kapitalo fondas yra profesionalių rizikos kapitalo investuotojų įsteigtas investicinis fondas. Daugiausia investuojama į nelistinguojamas, o kartais ir į naujai kuriamas įmones pagal iš anksto patvirtintas šio fondo investavimo taisykles. Investavimo terminas yra apribotas. Rizikos kapitalo fondo veikla pasižymi didelės investicijų rizikos ir aukštos grąžos deriniu.

1.2. Rizikos kapitalo fondų veiklos ypatumai

1.2.1. Pagrindiniai rizikos kapitalo elementai

Rizikos kapitalo fondas nuo kitų rizikos kapitalo bendrovių skiriasi savo sukauptų lėšų dydžiu bei didesnėmis galimybėmis. Rizikos kapitalas gali finansuoti inovacinę veiklą, kai jau yra sukurtas produkto prototipas arba paleista bandomoji gamyba. Iš rizikos kapitalo fondų gali būti finansuojamas naujos įmonės steigimas arba jau veikiančios įmonės inovatyvus projektas. Dažniausiai investuojama į akcijas, tikintis, kad įmonė bus sėkminga ir jos vertė smarkiai išaugs. Rizikos kapitalo fondai siekia gauti pelną pardavus išaugusios ir gerai dirbančios įmonės akcijas. Rizikos kapitalo valdytojų pagrindinis darbas yra identifikuoti įmones, kurios turi augimo perspektyvas bei suteikti joms reikalingą finansinę injekciją tolesnei plėtrai. Dauguma rizikos kapitalo fondų orientuojasi į didelius sandorius, aktyviai veikia ir ieško investavimo galimybių, tačiau jie gali skirtis savo investavimo politika – vieni jų labiau linkę investuoti į verslo pradžią ar naujo produkto kūrimą, kiti į stabilią veiklą. (Joseph W. Bartlett, 1999)

Rizikos kapitalo sektorių sudaro trys pagrindinės posistemės: kapitalas (*pasiūla*), specializuotos tarpininkavimo įmonės ir smulkios bei vidutinės įmonės (*paklausa*). Esant paklausai (naujoms įmonėms) ir esant pasiūlai (kapitalui), formuosis trečias elementas – rizikos kapitalo valdymo įmonė. Viena iš šių posistemių formuosis savaime, jeigu egzistuos likusios dvi, ir jos visos tarpusavyje nebus izoliuotos. Tinkamam rizikos kapitalo sektoriaus funkcionavimui labai svarbi institucinė sistema – tai finansų sistema ir teisinė bei mokestinė aplinka.

Rizikos kapitalo investuotojai – tai finansų institucijos (bankai, pensijų fondai, draudimo kompanijos), valstybė, turtingi juridiniai ir fiziniai asmenys, teikiantys finansines lėšas rizikos kapitalo fondui sudaryti. Šie investuotojai atlieka fondo priežiūrą, o fondo valdymo funkciją perleidžia rizikos kapitalo valdymo įmonei. Pasaulinė statistika byloja, kad daugiau kaip pusę lėšų fondams skiria finansų institucijos – pensijų fondai, bankai, draudimo kompanijos. Pagal skiriamas lėšas antroje vietoje būtų privačios įmonės, trečioje – valstybinės institucijos (agentūros).

Rizikos kapitalo valdymo įmonė – tai rizikos kapitalo fondą valdanti įmonė arba kita investicinė bendrovė, kuri investuoja į privačių bendrovių vertybinius popierius ir aktyviai dalyvauja jų valdyme. Kai kurios rizikos kapitalo įmonės yra bankų dukterinės bendrovės.

Rizikos kapitalo įmonės skiriasi pagal organizavimo formą (teisinę formą, nuosavybę, fondų valdymo būdą), tikslus (uždirbti kuo didesnę pelną, realizuoti inovacijas, skatinti naujų sektorių vystymąsi, kurti naujas darbo vietas), investavimo politiką (kryptis pagal sektorius, įmonės gyvavimo etapus, vienai įmonei skiriamą sumą, instrumentus), vertės kūrimo būdus (įmonėms suteikiamas ne tik finansinis, bet ir intelektualinis kapitalas). Specifinius rizikos kapitalo įmonės tikslus apsprendžia fondo įkūrėjai, pavyzdžiui, valstybė kurdama fondą gali siekti paspartinti naujų sektorių plėtrą, bankas

– užauginti sau klientą, kuriam vėlesnėse gyvavimo stadijose galėtų suteikti paskolas, korporacija – išvystyti jos gaminamam produktui atskirus komplektuojančius gaminius. Investavimo politika priklauso nuo fondo įkūrėjų, partnerių interesų, organizavimo formos ir tikslų.

Rizikos kapitalo valdymo įmonė – viena iš finansų sistemos tarpininkių, kuri specializuojasi rizikingų projektų finansavime. Šios finansų tarpininkės nereikėtų traktuoti kaip konkurento bankams ar kapitalo rinkai, nes visos šios trys institucijos specializuojasi savo srityse, papildo viena kitą finansuojant įmonės veiklą skirtingais jos vystymosi etapais.

Rizikos kapitalo įmonė dažniausiai nėra išskirtinai susijusi tik su viena kapitalo investavimo kryptimi, pavyzdžiui, su naujų įmonių (tiek įžanginio kapitalo, tiek pradinio kapitalo) finansavimu. Didžiausią rizikos kapitalo įmonės veiklos dalį sudaro plėtros (tiek ankstyvosios plėtros, tiek vėlesnės) investicijos, restruktūrizacijai reikalingas kapitalas (reikalingas įmonės esminiam veiklos pertvarkymui arba nuosavo kapitalo rodikliui pagerinti, didelius įsiskolinimus turinčiai įmonei), tarpinis (mezzanine) kapitalas (trumpalaikis investavimas į pelningai dirbančią įmonę (paprastai 3–18 mėn. laikotarpiui) numatant IPO³), perėjimo kapitalas (kapitalo investicija į pelningą įmonę 3–12 mėn. laikotarpiui prieš IPO, siekiant pagerinti įmonės balansą ir pritraukti solidžių investuotojų), pakeitimo kapitalas (kito akcininko nuosavybės perpirkimas arba skolinto ir nuosavo kapitalo santykio sumažinimas), įmonės steigėjų/vadovų finansavimas (valdymo teisę suteikiančios kapitalo dalies išpirkimas - MBO⁴), naujų įmonės valdytojų/vadovų iš šalies finansavimas (valdymo perėmimas – MBI⁵), valdymo iš viešos apyvartos supirkimas (listinguojamų akcijų supirkimas), paskolinis įsigijimas – LBO⁶. („Draper“, 2009)

Rizikos kapitalo fondo portfelio įmonės – tai įmonės, į kurias investuoja rizikos kapitalo fondas. Paprastai fondas yra pasiruošęs investuoti į patrauklias įmones, perduoti joms valdymo patirtį ir duoti kapitalo mainais už verslo dalį (akcijų dalį). Rizikos kapitalo fondas išperka dalį verslo ir padeda įmonę užauginti iki brandžios būklės, o vėliau šią akcijų dalį parduoda siekiant užsitikrinti aukštą investicijų grąžą. Galima išskirti visiems rizikos kapitalo fondams patrauklias įmones – tai augančios labai mažos, mažos ir vidutinės įmonės, planuojančios gaminti naujus produktus, produktų komponentus, diegti naujus procesus, sistemas ar paslaugas.

Rizikos kapitalo valdymo įmonė portfelio įmonėje sukuria vertę perteikdama ne tik finansinį, bet ir intelektualinį kapitalą. Intelektualųjį kapitalą sudaro rizikos kapitalo įmonių ekspertų žinios, technologijos, patirtis, verslo ryšiai, t. y. rizikos kapitalo valdymo įmonė portfelio įmonei padeda parinkti tinkamą rinkodaros strategiją, potencialius produkto pirkėjus, pertvarkyti vadybą, finansų

³ IPO (angl. Initial Public Offering) – tai pirminis viešas įmonės akcijų platinimas reguliuojamose rinkose.

⁴ MBO – (angl. Management Buy-Out) - kai bendrovės vadovai įsigyja kontrolinį bendrovės akcijų paketą iš esamų akcininkų

⁵ MBI – (angl. Management Buy-In) - kai išoriniai valdytojai ar valdymo grupė superka bendrovės nuosavybės akcijas ir pakeičia esamą valdymo grupę

⁶ LBI – angl. Leadership Buy-In.

valdymą, o kartais imasi ir griežtų priemonių, kaip, pavyzdžiui, personalo keitimas. Nuo kontrolės ir intervencijos į įmonę lygio gali priklausyti jos veiklos sėkmė.

Rizikos kapitalo įmonė laiko portfelio įmonės vertybinius popierius tol, kol joje gali sukurti pridėtinę vertę. Didžioji dalis rizikos kapitalo fondų nori investuoti į įmones tik apibrėžtam terminui, t. y. tik kol šių įmonių veikla pakankamai subręsta ir gali būti kotiruojama vertybinių popierių biržoje arba parduota kitiems investuotojams. Užsienio fondų pageidaujamas investicijų laikotarpis svyruoja 5–10 metų, Lietuvoje veikiančių fondų 1 – 4 metai.

Rizikos kapitalo fondai pagrindines pajamas siekia gauti iš kapitalo prieaugio, t. y. gauna pajamas parduodami visą įmonę ar jos turėtą akcijų dalį aukštesne nei pirkimo kaina (per vertybinių popierių biržą, esamiems įmonės akcininkams, kitiems fondams ar pan.).

Esminė ypatybė, išskirianti rizikos kapitalą iš kitų investicijų yra ta, kad jo pelningumas realizuojamas tik išėjus iš bendrovės, pavyzdžiui, tik po 10 metų. Vertinant rizikos kapitalo fondų investicijų portfelius, pasaulinė statistika byloja, kad sėkmingomis būna 20 – 30 proc. investicijų, vidutiniškai sėkmingomis 30 – 40 proc., o likusios investicijos būna nesėkmingos (neuždirbama jokios investicijų grąžos) arba jų pasėkoje visiškai prarandamos investuotos lėšos (G. Kancerevyčius, 2009). Todėl, pagal klasikinį modelį, rizikos kapitalo fondo portfelyje sėkmingosios investicijos turi padengti nesėkmes. Pavyzdžiui, per 26 nepriklausomos veiklos metus „American Research & Development“ (G. Doriot, JAV) beveik pusę uždirbtojo pelno atnešė investicija į Digital Equipment Company 1957 m., kurios vertė padidėjo nuo 0,07 mln. iki 355 mln. USD

Rizikos kapitalo valdymo įmonės veiklos efektyvumas priklauso nuo sugebėjimo atrinkti perspektyvius projektus, suteikti finansinį ir intelektualinį kapitalą, bei sėkmingai realizuoti įmonės akcijas (laiku pasitraukti).

Rizikos kapitalo fondų portfelio įmonių raidos stadijos. Ekonomikos literatūroje vieningai skiriamos tokios įmonių (projektų) raidos stadijos (Žemaitis, Strazdas, 2003): tyrimų stadija (angl. seed round); verslo pradžios stadija (angl. start-up); ankstyvoji plėtros stadija (angl. early stage); vėlyvoji plėtros stadija (angl. expansion); eksploatavimo stadija (angl. later stage). Toks klasifikavimas padeda rengti inovacinio verslo plėtros strategijas ir spręsti finansines problemas. Kadangi kiekvienoje iš stadijų inovacijų patrauklumas investuotojams skiriasi (dėl nevienodos rizikos ir skirtingo atsipirkimo laikotarpio), todėl vadovaujantis šiuo skirstymu tikslinga pateikti inovacinėms įmonėms konkrečių galimų finansavimo priemonių pasirinkimo analizę.

Reziumuojant, galima sakyti, kad rizikos kapitalo fondai gali suteikti finansavimą tiek naujai steigiamoms įmonėms, tiek ir veikiančių įmonių inovatyviems projektams. Taip pat gali skirtis ir investavimo politika, – nuo investavimo į verslo pradžią ar naujo produkto kūrimą iki investavimo į stabilią veiklą.

Pagrindinės rizikos kapitalo posistemės yra pasiūla ir paklausa bei iš jų susiformavusi finansų sistemos tarpininkė – rizikos kapitalo valdymo įmonė, dalyvaujanti rizikingų projektų finansavime, kuri padeda įmonei parinkti tinkamą rinkodaros strategiją, potencialius produkto pirkėjus, pertvarkyti vadybą ir finansų valdymą. Rizikingo kapitalo investicijų pelningumas realizuojamas tik išėjus iš bendrovės.

Taigi rizikos kapitalo sektoriaus vystymas yra procesas, kurį reikia tinkamai valdyti, identifikuojant spręstinas problemas, suderinant visų rinkos dalyvių interesus, paskiriant atsakingas institucijas, nustatant jų veiklos tikslus ir įgalinimus.

1.2.2. Rizikos kapitalo valdymo įmonių organizavimo forma ir ištekliai

Rizikos kapitalo įmonės galima klasifikuoti pagal kelis kriterijus: teisinę formą, nuosavybę, fondų valdymo būdą. Pagal teisinę formą rizikos kapitalo įmonės skirstomos į ribotos partnerystės, uždaras arba atviras akcines bendroves ar investicines bendroves. Pagal nuosavybę galima išskirti nepriklausomas, priklausomas ir pusiau priklausomas nuo strateginio investuotojo. Nepriklausomų rizikos kapitalo įmonių nei vienas iš partnerių neturi išskirtinių teisių. Priklausomos - įkurtos kurios nors finansų institucijos ar korporacijos iniciatyva, investuojant tik šių organizacijų lėšas. Pusiau priklausomos įkurtos taip pat kurios nors finansų institucijos ar korporacijos iniciatyva, tačiau fondas sudaromas kartu su partneriais. Pavyzdžiui, bankas savo iniciatyva įkuria rizikos kapitalo įmonę ir kviečia prisijungti savo klientus arba kitas finansines institucijas. (G. Kancerevyčius, 2006)

Populiariausi du fondų valdymo būdai. Vienu atveju fondo valdymas glaudžiai susietas su investuotojais, t. y. pagrindinius sprendimus dėl investavimo, pasitraukimo iš portfelio įmonės priima iš investuotojų ir valdymo įmonės sudaryta direktorių taryba. Kitu atveju, fondo valdymas atsietas nuo investuotojų, t. y. fondo valdymas deleguojamas pagrindiniam partneriui. Pastarasis būdas plačiau paplitęs išsivysčiusiose rizikos kapitalo investicijų rinkose. Fondo lėšų sudarymo ir pelno skirstymo principai rizikos kapitalo fondai gerokai skiriasi nuo investicinių fondų. Paprastai, partnerių įnašas į fondą sudaro 99 proc. lėšų, tuo tarpu rizikos kapitalo įnašas – tik 1 proc., tačiau jis yra ne finansinis kapitalas, o intelektualinis. Pagrindinis partneris (fondo valdytojas) atlieka fondo valdymo funkcijas: suformuoja investavimo politiką, ieško ir atrenka projektus, perteikia savo patirtį, žinias, verslo kontaktus, atlieka investicijų monitoringą, priima sprendimus dėl pasitraukimo. Skirstant uždirbtą pelną pagrindinis partneris gauna apie 20 procentų, t. y. neproporcingai jo finansiniam įnašui, visos rizikos kapitalo fondo grąžos (atskaičius partnerių įnašus ir dividendus). Toks pelno skirstymas suteikia stiprią motyvaciją fondo valdytojui atlikti savo darbą kuo geriau. Investicijų į rizikos kapitalo fondo dydis ir pelno skirstymo proporcijos gali svyruoti priklausomai nuo fondo nuosavybės formos.

Nepriklausomos įmonės savo iniciatyva kviečia investuotojus sudaryti fondą. Joms sunku sudarant pirmąjį fondą, vėlesniais etapais viskas priklauso nuo veiklos rezultatų. Šios įmonės vienu

metu gali valdyti kelis fondus. Europoje ir JAV apie 80 proc. fondų sudaro 1–5 investuotojai. Taip pat egzistuoja tiesioginis ryšys tarp ankstesnio rizikos kapitalo fondo uždirbto pelno – investicijų grąžos ir naujai sudaromo fondo dydžio.

Priklausomos įmonės disponuoja įkūrėjo sudarytu fondu, t. y. fondą sudaro vienas investuotojas. Pusiaus priklausomų įmonių fondus sudaro keli investuotojai, tačiau pagrindinę lėšų dali skiria investuotojas – rizikos kapitalo įmonės įkūrėjas. Naujo fondo sudarymas priklauso ne tiek nuo rizikos kapitalo įmonės anksčiau valdytų rizikos kapitalo fondo veiklos rezultatų, kiek nuo motininės korporacijos veiklos strategijos.

Ribotos atsakomybės fondai labiausiai paplitę JAV, Didžiojoje Britanijoje, tai yra tose valstybėse kur privačios rizikos kapitalo įmonės gali pritraukti finansinių lėšų iš finansų institucijų. Izraelyje, Japonijoje ir kitose Azijos valstybėse beveik 100 proc. sudaro bankų, draudimo įmonių ar stambių korporacijų įkurti priklausomi arba pusiau priklausomi fondai. Vengrijoje daugiau kaip 50 proc. rizikos kapitalo įmonės yra užsienio finansinių institucijų dukterinės bendrovės. (Keith Pilbeam, 1998)

Tokios rizikos kapitalo valdymo įmonių organizavimo formos ir ištekliai atsirado priklausomai nuo fondų veiklos tikslų ir vidinės investavimo politikos.

1.2.3. Rizikos kapitalo fondų veiklos tikslai ir investavimo politika

Pagrindinis rizikos kapitalo įmonės tikslas, kaip ir kiekvienos verslo organizacijos, yra uždirbti kuo didesnę pelną arba sukurti kuo didesnę įmonės vertę. Dėl to, kad rizikos kapitalo įmonė gali uždirbti didelius pelnus rizikos kapitalo fondų investuotojams, jų veikla atlieka svarbią ekonominę ir socialinę funkciją – padeda realizuoti inovacijas, skatina naujų sektorių vystymąsi, kuria naujas darbo vietas.

Rizikos kapitalo fondų investavimo politika nustato investavimo kryptis pagal sektorius, įmonės gyvavimo etapus, vienai įmonei skiriamą investicijų sumą, investavimo instrumentus. Taip pat investavimo politika priklauso nuo fondo partnerių interesų, organizavimo formos ir tikslų (žr. 1 lent.).

1 lentelė. Rizikos kapitalo investuotojų tipai ir jų investavimo politika

RKĮ tipas	Investuotojo interesas	Investavimo politika
Privatūs	Tik pelnas	Aukštųjų technologijų sektoriai, ankstyvos stadijos įmonės
Bankų dukterinės įmonės	Pelnas/paslaugų klientams išplėtimas	Tradiciniai sektoriai, vėlesnės vystymosi stadijos įmonės
Draudimo kompanijos dukterinės įmonės	Tik pelnas	Tradiciniai sektoriai, ankstyvos vystymosi stadijos įmonės
Didelių kompanijų dukterinės įmonės	Pelnas/inovacijų diegimas susijęs su įmonės pagrindine veikla	Sektoriai, kuriuose vykdo veiklą motininė kompanija ankstyvos stadijos įmonės
Valstybinės įmonės	Plėtoti naujus sektorius ar atskiras įmonių grupes	Aukštųjų technologijų sektoriai, ankstyvos stadijos įmonės

Šaltinis: C.Mayer, K.Schoors, Y.Yafeh, 2003.

Bankų dukterinės įmonės veiklos rezultatai įtakoja paties banko reputaciją tarp klientų, todėl bankų rizikos kapitalo įmonės yra linkusios mažiau rizikuoti ir investuoja į žinomus sektorius, į bankui kaip kredito institucijai, negalinčiai peržengti rizikos ribų, vertinančiai gerą reputaciją, priimtinus projektus, nes nesėkmingos investicijos neigiamai atsilieptų banko reputacijai, o tuo pačiu kitų banko paslaugų paklausai.

Draudimo įmonės, pensijų fondai suinteresuoti investuoti į mažiau rizikingus sektorius, tačiau didelį augimo potencialą turinčias ankstyvos stadijos įmones. Draudimo įmonės, pensijų fondai – tai tos institucijos, kurios gali lėšas skirti ilgo laikotarpio investicijoms. Socialinė atsakomybė jų investavimo politiką koreguoja taip, kad jie linkę mažiau uždirbti, tačiau su didesnėmis garantijomis, tai yra jų interesas nėra pasiekti maksimalią grąžą prisiimant didelę riziką.

Didelių kompanijų dukterinės įmonės suinteresuotos išugdyti naujas įmones, kurios įsiliėtų į motininės kompanijos aljansą, todėl jos investuoja į ankstyvos stadijos įmones tuose sektoriuose, kuriuose pačios plėtoja veiklą.

Valstybė suinteresuota ugdyti naujus sektorius, kurie duotų stimulą ekonomikai ilgu laikotarpiu. Ji investuoja į aukštų technologijų sektorius, naujai įsikūrusias, ankstyvos vystymosi stadijos įmones.

Galima išskirti visiems rizikos kapitalo įmonėms būdingus investavimo bruožus ir investavimo kryptis. Tai labai mažos, mažos ir vidutinės įmonės, planuojančios gaminti naujus produktus, produktų komponentus, įdiegti naujus procesus, sistemas ar paslaugas.

Mažas ir rizikingas įmones bankams finansuoti yra nepatrauklu dėl keleto priežasčių: pirma, jų produktai neadekvatūs rizikingoms įmonėms finansuoti (žr. 2 lent.); antra, jie turi pasirinkimą finansuoti stambias gerai žinomas įmones.

2 lentelė. Naujai įsikūrusios įmonės požymiai ir finansų institucijų prisitaikymas

Požymis	Kreditų institucijos priemonės	Rizikos kapitalo įmonių priemonės
Ūkio subjektas naujai įsikūręs, todėl neturi veiklos rezultatų istorijos	Vertinama pinigų srautų ataskaita, pelno nuostolio ataskaita bei balansai. Įmonė turi generuoti teigiamus pinigų srautus, kad galėtų laiku mokėti palūkanas bei grąžinti paskolą	Rizikos kapitalo fondo investicija ilgalaikė. Pelnas gaunamas pardavus akcijas, todėl jai svarbu ne faktiniai rodikliai, o įmonės žmogiškojo kapitalo potencialas, kuris sugebėtų realizuoti idėją
Įmonės veiklos pobūdis ir jos gyvavimo amžius lemia menką turimo turto (nekilnojamo turto) vertę (užstato problema)	Reikalauja garantijų, įkeisti likvidų nekilnojamą turtą	Įsigyja akcijas, t. y. dalį įmonės, tame tarpe intelektualų turtą (verslo idėją)
Kuriamas produktas yra naujas, todėl apie jį mažai žinoma; sunku įvertinti rinkos paklausą	Kreditų vadybininkai dirba su plačiu segmentu įmonių, dažniausiai su keletu sektorių. Jų supratimas ir žinios yra ekonominės, o ne techninės–ekspertinės. Intervenciją į įmonę vykdo tik ištikus krizei	Vadybininkai išmano ne tik bendrus finansų valdymo, ekonomikos, rinkodaros, bet ir sektoriui būdingas technines–technologines ypatybes. Aktyviai dalyvauja įmonės valdyme, projekto įgyvendinime visu laikotarpiu

2 lentelės tęsinys kitame puslapyje

Įmonė pasižymi sparčiu augimu, kuris gali užtrukti 5 m. ar dar ilgiau	Bankai gyvena iš skolininkų mokamų palūkanų, todėl jie negali laukti 5–10 metų kol gaus iš investicijos pajamas	Rizikos kapitalo įmonė gyvena iš investuotojų mokamų fiksuotų mokesčių (pastarasis mokestis sudaro apie 2–5 proc. fondo vertės). Tai tik administravimo kaštams padengti. Jų pelnas gaunamas realizavus portfelį 5–10 metų laikotarpyje
---	---	---

Šaltinis: C.Mayer, K.Schoors, Y.Yafeh, 2003.

Mažų įmonių aptarnavimo ir priežiūros kaštai, aukšta rizika, ilgas laiko tarpas tarp investavimo ir gražos yra nepriimtini kredito institucijoms. Naujai įsikūrusi įmonė neturi veiklos istorijos, produkto gamybos efektyvumui nustatyti reikia turėti technologinių žinių, naujo produkto rinka nežinoma/nesusiiformavusi (ji tik „nujaučiama“) ir tai apsunkina būsimų pardavimų įvertinimą. Kredito įstaigos susiduria su informacijos asimetriškumu, aukšta rizika ir dideliais sandorių kaštais. Todėl mažoms, naujai įsikūrusioms ir inovacinius produktus gaminančioms įmonėms finansuoti turėjo susikurti nauja finansų institucija su lanksčia organizacine struktūra, kuri minimizuotų informacijos asimetriškumą, sandorių kaštus ir didelę riziką.

Apibendrinant, galima teigti, kad investicinės bendrovės veikia kaip akcinės bendrovės. Investicinių bendrovių veiklos pobūdis ar turto sudėtis atitinka investicinių bendrovių įstatyme nustatytus kriterijus. Egzistuoja atskiros investicinių bendrovių rūšys, viena kurių - uždarieji investiciniai fondai. Šių fondų vienas iš veiklos ypatumų - rizikos kapitalo investavimas.

Rizikos kapitalo investicinių bendrovių akcininkai yra privatūs finansiškai pajėgūs investuotojai arba investicine veikla užsiimančios pavienės bendrovės, ieškantys kur pelningai investuoti savo lėšas. Beveik visi rizikos kapitalo fondai veikia pagal panašią investavimo schemą: fondas išperka dalį plėstis norinčios įmonės naujai išleidžiamos akcijų emisijos, gautos lėšos patenka į įmonę ir naudojamos įvairiausiems tikslams (investicijos į įrangą, akcijų paketų išpirkimai iš smulkių akcininkų, įvairios restruktūrizacijos, trumpalaikiai prekybinių projektų finansavimai ir kt.). Rizikos kapitalo fondas nuo kitų rizikos kapitalo bendrovių skiriasi savo sukauptų lėšų dydžiu bei didesnėmis galimybėmis. Rizikos kapitalo sektorius turi posistemes, pagrindinius investuotojus, valdymo įmones, portfelio įmones.

Rizikos kapitalo valdymo įmonės skiriasi pagal organizavimo formą ir išteklius, veiklos tikslus bei investavimo politiką. Tuo tarpu jų investicijos suteikiamos priklausomai nuo portfelinės įmonės raidos stadijos. Taip pat numatomos investavimo politikos kryptys pagal sektorius. Aukštųjų technologijų sektorius bei inovacinis verslas dažniausiai finansuojamas ir privačiomis, ir valstybės investicijomis.

Rizikos kapitalo fondai yra klasifikuojami pagal teisinę formą, nuosavybę, fondų valdymo būdą. Populiariausi fondų valdymo būdai, kai vienu atveju fondo valdymas glaudžiai susietas su investuotojais, o kitu - yra atsietas nuo investuotojų.

2. RIZIKOS KAPITALO FONDŲ INDĖLIS ŠIUOLAIKINĖJE EKONOMIKOJE

Pradedant nagrinėti Lietuvoje esančias problemas ir galimybes susijusias su rizikos kapitalo fondų pakankamumu, investavimo lankstumu ir prieinamumu, yra apžvelgiama užsienio rizikos kapitalo veikla ir patirtis.

2.1. Rizikos kapitalo atsiradimas: JAV patirtis

Išskyrus keletą išimčių, privataus kapitalo valdytojai XX a. pradžioje buvo turtingi asmenys ir šeimos. Tokie kaip Vanderbiltai („The Vanderbilts“), Vytiniai („Whitneys“), Rokefeleriai („Rockefellers“) ir Varburgai („Warburgs“) buvo vieni žinomiausių to meto privačių įmonių investoriai. 1938 m. Lorensas S. Rokfeleris (Laurance S. Rockefeller) padėjo finansuoti tiek Rytų oro linijas („Eastern Air Lines“), tiek „Duglaso Lėktuvo“ („Douglas Aircraft“). Taip pat šios šeimos nemažas investicinis indelis buvo ir kitose ūkio bendrovėse. Tais pačiais metais Erikas M. Varburgas (Eric M. Warburg) įkūrė įmonę EM Warburg & Co“, vėliau tapusi „Warburg Pincus“, kuri investavo į rizikos kapitalą ir išpirkimą (buyouts).

Tačiau šios investicijos ir jų struktūra labai skyrėsi nuo dabartinės. Ir tik po Antrojo pasaulinio karo išreiškėjo pirmosios tikros privataus kapitalo investicinės bendrovės. 1946 m. jų buvo dvi: Amerikos Tyrimų ir Technologinės Plėtros Korporacija (ATTPK) (American Research and Development Corporation (ARDC)) ir JH Whitney & Company. (Wilson, John)

ARDC korporacijos įkūrėjai buvo Džordžas Doriotas (Georges Doriot) – „rizikos kapitalizmo tėvas“, Ralfas Flandersas (Ralph Flanders) ir Karlas Komptonas (Karl Compton). Tokios korporacijos atsiradimo pagrindinis tikslas - skatinti privataus sektoriaus investicijas į verslą, kuriuo ėmėsi kariai, grįžę po Antrojo pasaulinio karo. Tai buvo pirmoji privataus kapitalo investicinė įmonė, kuri pritraukė lėšas ne vien tik iš pasiturinčių šeimų ar asmenų, bet ir iš kitų investicinių šaltinių. (The Economist, 2004) Jai priklauso viena sėkmingiausių investicijų istorijų. 1957 m. buvo investuota 70.000 JAV dolerių į „Skaitmeninio Įrengimo Bendrovę“ („Digital Equipment Corporation“). 1968m. bendrovė buvo vertinama 355 mln. JAV dolerių, o tai reprezentavo 1200 kartų didesnę grąžą, 101 proc. kasmetinę grąžą. (Joseph W. Bartlett)

ARDC darbuotojai tęsė investicinę veiklą ir įsteigdavo vis daugiau naujų investicinių rizikos kapitalo bendrovių, tokių kaip „Greylock Partners ir Morgan“ (1965m. įsteigta Čarljo Veičio (Charlie Waite) ir Bilo Elferso (Bill Elfers)), „Holland Ventures“, kuri yra „Flagship Ventures“ pirmtakis (įsteigė Džeimsas Morganas (James Morgan) 1982m.). (Kirsner, Scott, 2008)

ARDC gyvavimas tęsėsi iki 1971 m., kol nepasitraukė Doriotas (Doriot). Jis 1972 m. apjungė ARDC ir „Textorn“ ir po apjungimo dar buvo investuota į daugiau nei 150 įvairių įmonių.

Kita istoriškai svarbi bendrovė „J.H. Whitney & Company“ buvo įkurta Džono Hejaus Vytnio (John Hey Whitney) ir jo partnerio Beno Šmito (Benno Schmidt). Vytnis pradėjo investuoti jau nuo 1930 m., po trijų metų įsteigė „Pioneer Pictures“ ir kartu su savo pusbroliu (Cornelius Vanderbuilt Whitney) įsigijo 15 proc. „Technicolor Corporation“ akcijų. Vytnio vienos didžiausios ir garsiausios investicijos buvo „Floridos Maisto Korporacijoje“ (Florida Foods Corporation). Šita įmonė sukūrė naujovišką maisto pristatymo metodą Amerikos kariams, kuri vėliau tapo žinoma kaip apelsinų sultys „Minute Maid“ ir 1960 m. buvo parduotas „Coca-Cola Company“. „JH Whitney & Company“ ir toliau investavo į „skolinto atpirkimo“ (buyouts) sandorius ir 2005 m. su savo šeštuoju rizikos kapitalo fondu pritraukė 750 mln. JAV dolerių kapitalą.

1958 m. išėjo smulkaus verslo investavimo įstatymas (The passage of the Small Business Investment Act). Tai buvo pirmi žingsniai link profesionalaus rizikos kapitalo investicijų valdymo. Tokiu būdu Smulkaus Verslo Administravimas (Small Business Administration (SBA)) leido privačioms smulkaus verslo investavimo bendrovėms (SVIBs) ("Small Business Investment Companies" (SBICs)) suteikti investicinę paramą ir idėjų realizavimo pagalbą smulkioms verslo įmonėms Valstijose.

Nuo 1960 iki 1970 m. rizikos kapitalo bendrovės daugiausia dėmesio skyrė pradedančioms ir besiplečiančioms įmonėms. Dažniausiai šios įmonės pasižymėjo laimėjimais elektronikos, medicinos ir duomenų apdorojimo technologijų srityse. Nuo to laiko *rizikos kapitalo fondų investavimo sinonimu tapo technikos ir taikomųjų mokslų finansavimas.*

Iki 1973 m. naujų rizikos kapitalo įmonių skaičius sparčiai augo, todėl rizikos kapitalistai suformavo Nacionalinę rizikos kapitalo asociaciją (National Venture Capital Association (NVCA)). NVCA turėjo tarnauti kaip industrinės prekybos grupė rizikos kapitalo industrijoje. (NVCA)

Rizikos kapitalo įmonės patyrė laikiną nuosmukį 1974 m., kai akcijų rinkos krito ir investuotojai natūraliai baiminosi naujos rūšies investicijų.

1970-tų m. antroje pusėje finansų rinka atsigavo ir iki 1983 m. jau susikūrė virš 650 rizikos kapitalo bendrovių. Nors jų skaičius padvigubėjo nuo 1970 m. pradžios, kapitalas padidėjo tik 11 proc.: nuo 28 mlrd. JAV dolerių iki 31 mlrd. JAV dolerių. (Pollack, Andrew, 1989)

JAV investicinių fondų aktyvumas vėl mažėjo dėl nestabilios padėties rinkoje ir visiškai sustojo 1987 m. – vertybinių popierių rinkos nuosmukis. Tuo pat metų užsienio korporacijų rizikos kapitalas, ypač iš Japonijos ir Korėjos, užplūdo ankstyvosios veiklos stadijų įmones. (Lueck, Thomas J., 1987 ir Pollack, Andrew, 1989)

2.2. Rizikos kapitalo fondų raida JAV 1995-2005

Iki 1980 m. pabaigos, rizikos kapitalo grąža buvo gan maža, iš dalies dėl didelės konkurencijos ir nepatyrusių rizikos kapitalo fondų valdytojų. Nuo 1983 m. iki 1994 m. augimas buvo menkas ir rizikos kapitalas sugebėjo pritraukti nuo 3 mlrd. iki 4 mlrd. JAV dolerių.

Tokios nepalankios permainos rizikos kapitalo fondams davė spyrį keisti vidinę politiką, t.y. judėti bendrovės portfelio tobulinimo link, o ne nuolat daryti naujas investicijas. Naujas požiūris į investicijas, t.y. ne masinis investavimas, o tikslingas finansavimas ir verslo palaikymas, davė teigiamą rezultatą. Ir nuo 1995 m. pastebimas didelis pakilimas dėl intereso sukėlusio interneto ir informacinių technologijų, kuris savo pyką pasiekė 2000 m. – informacinių technologijų ir interneto „burbulo sprogimas“ (Prof. Vartonas Andriu Metrikas (Wharton Andrew Metrick)). (Dow Jones Private Equity Analyst, <http://fis.dowjones.com/products/privateequityanalyst.html>)

2000 m. kovas buvo katastrofiškas. Didžiausios biržų operatorės pasaulyje Nasdaq OMX Group, Inc. krachas ir technologijų smukimas sukrėtė beveik visą rizikos kapitalo industriją, kai labai nuvertėjo beveik visos naujų technologijų kompanijos (žr. 1 pav.).



Šaltinis: Interneto Enciklopedija „Vikipedija“, 2009

1 pav. „Nasdaq OMX Group“ indekso „burbulo“ sprogimas

Per pirmus dvejus metus daugelis rizikos kapitalo įmonių buvo priverstos nurašyti didelę savo investicijų dalį, kartu nuplaukė nemažai lėšų (fondų investicijų vertė pasidarė mažesnė už investuotą kapitalą). Rizikos kapitalo investuotojai siekė mažinti išsipareigojimus rizikos kapitalo fondams ir daugelį atvejų investuotojai bandė ištraukti investuotą dalį iki paskutinio cento. 2003 m. antram pusmetį statistikos duomenimis rizikos kapitalo industrija susitraukė perpus, tačiau liko stabili.

1998-2001 m. informacinių technologijų paklausa ir naujų sprendimų padvigubėjo. Besaikiškas investavimas galų gale privedė prie indekso kritimo ir rizikos kapitalo industrijos stabilizavimosi.

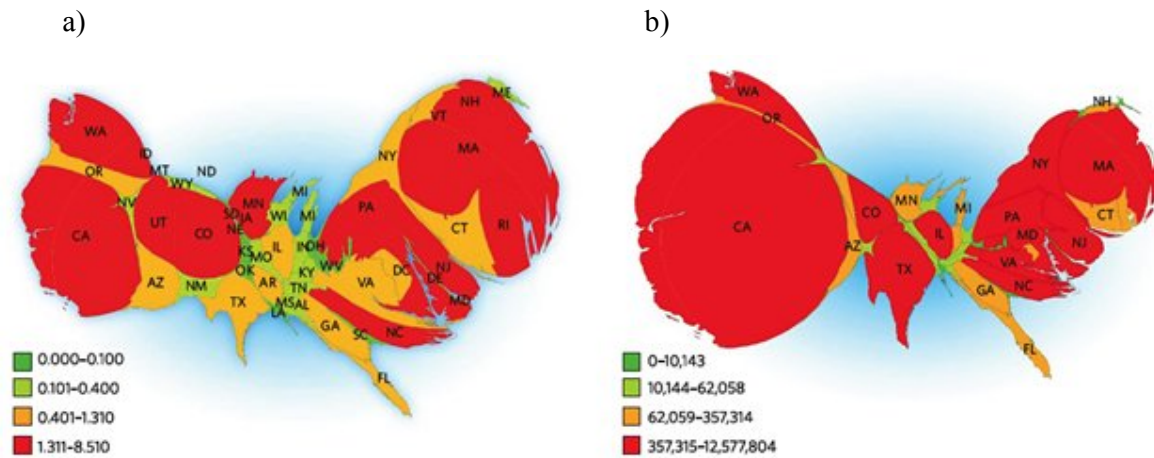
Šita apžvalginė JAV rizikos kapitalo fondų informacija, kuri buvo surinkta iš įvairių šaltinių, nusako rizikos kapitalo svarbą, mastą bei formavimosi ypatumus. Šiandien finansiniai ekonomistai žino kur kas daugiau apie rizikos kapitalą, negu prieš 10 metų, tačiau į daugelį klausimų nėra atsakyta iki šiol.

2.3. JAV Rizikos kapitalo investicijų geografija

Akivaizdu, kad rizikos kapitalo fondai įsikurdavo būtent ten, kur galima buvo tikėtis daugiausia investicijų ir potencialiai patrauklių investavimui įmonių. Ekonomikos teorija nusako visiškai laisvas ir mobilias kapitalo rinkas. Tuomet galima teigti, jog rizikos kapitalas turėtų laisvai ir proporcingai pasiskirstyti visoje teritorijoje. Tačiau rizikos moksliniai tyrimai apibrėžia rizikos kapitalą kaip unikalią investicijų formą, apjungianti finansinius ir industrinius aktyvumo elementus. Stebint ankstyvesnio laikotarpio (1980-1990 m.), geografinis artumas prie savo investicijų suteikė rizikos kapitalistams galimybę apsidrausti nuo neapibrėžtumo, abejonių ir tuo pačių sumažinti riziką. Rizikos kapitalistai tiesiogiai ir netiesiogiai turi stebėti, prižiūrėti ir reikalui esant iš dalies padėti valdyti įmones, į kurias buvo investuotas kapitalas. JAV atliktų tyrimų rezultatai rodo, kad rizikos kapitalistai yra linkę būti šalia savo investicijų, kad būtų lengviau stebėti, kontroliuoti ir reaguoti į pasikeitimus. Tačiau jau nuo 1995 m. šios teorijos praktinis rezultatas vis mažėjo. Naujos informacinės technologijos ir interneto atsiradimas suteikė daugiau pasitikėjimo ir kontrolės galimybių. Rizikos investoriai labiau vertina inovacijas ir naujai sukurto produkto poreikį rinkoje. (Richard Florida and Donald F. Smith, 1993)

Tačiau iki to laiko svarus faktorius buvo būtent investicijų vieta. Būtent todėl šios dienos rizikos kapitalo pasiskirstymas JAV teritorijoje 60 proc. priklauso nuo to meto susikūrusių fondų vietos. Grafiškai pavaizduotas pasiskirstymas 2006 m. (2 pav.) Lyginant su 1980 m. tik realioji dalis buvo mažesnė, tačiau teritorinės investavimo proporcijos išliko tos pačios (Steven N. Kaplan and Per Stromberg., 2004)

Rizikos kapitalo pasiskirstymą JAV teritorijoje 2006 m. pateiktas 2 pav. 2 pav. a) dalis rodo normalizuotą santykinį rizikos kapitalo dydį pagal valstijas (kokia vienos valstijos rizikos kapitalo dalis tenka 1000 JAV dolerių BVP), o b) – atskleidžia kiek realiai pasiskirstė rizikos kapitalas tarp valstijų (JAV doleriai) (2 pav. žr. kitame puslapyje)



Šaltinis: JAV Rizikos kapitalo pasiskirstymas, NVCA kasmetinis leidinys, 2006

2 pav. JAV rizikos kapitalo pasiskirstymas tarp valstijų, 2006

Labiausiai investicijas pasiskirstę Vakarų ir Rytų pakrantėse, nemaža dalis tenką ir Čikagos regionui. Iš 2 pav. matyti rizikos kapitalo pasiskirstymo netolygiškumas. Labai didelė rizikos kapitalo fondų investicijų koncentracija tenka „Silicio Slėnį“ Kalifornijoje. Šis regionas susiklostė istoriškai, nuo pat rizikos kapitalo fondų atsiradimo pradžios ir savo pozicijas išlaiko iki šių dienų.

“The Boston Globe” straipsnyje „Kodėl „Facebook“ pabėgo į vakarus“ (Why Facebook went to west“) kalbama apie tai, kaip visame pasaulyje jau žinomas Interneto socialinis tinklas „Facebook“, nesuviliojęs Bostono investuotojų, buvo priverstas trauktis į „Silicio Slėnį“ Kalifornijoje, kur finansinį prieglobstį rado ne viena nauja Interneto bendrovė (“start-up”). Straipsnio moralas akivaizdus – dėl didelio skeptiškumo Bostonas prarado \$10 milijardų vertės kompaniją. Žinoma, šimtams naujų verslų nepavyksta uždirbti net keleto tūkstančių dolerių, o „Facebook“ pavyzdys – galbūt tik retai pasitaikanti investuotojų klaida. Visgi ne sutapimo dėka “Silicio Slėnis” pritraukė tokius Interneto milžinus, kaip „Apple“, „Google“, „Hewlett-Packard“ ar „Cisco Systems“. Google pati jau pradėjo investuoti į besikuriančias technologijų kompanijas. (Steven N. Kaplan and Per Stromberg., 2004)

Išanalizavus JAV privataus ir rizikos kapitalo fondų patirtį, jų atsiradimo priežastis, buvo skatinimos privataus sektoriaus investicijos į inovatyvų verslą, kurio ėmėsi kariai, grįžę po Antrojo pasaulinio karo. O kadangi tais metais beveik visas verslas buvo inovatyvus, rizikos kapitalistai tikėjosi didelės grąžos, bei jautėsi humaniški suteikdami ne tik finansavimą, bet ir moralinę paramą nuskriaustiems kariams. JAV rizikos kapitalo fondai buvo pirmieji ir stipriausi pasaulyje. Jų investicijos sulaukė teigiamų rezultatų ir buvo didelės grąžos šaltinis. Naujos idėjos ir verslai, pasiryžę imtis tų idėjų įgyvendinimo, turėjo kur kreiptis ir todėl galėjo dalyvauti rinkoje. Rizikos kapitalo fondų investavimo sinonimu tapo technologijų ir taikomųjų mokslų finansavimas.

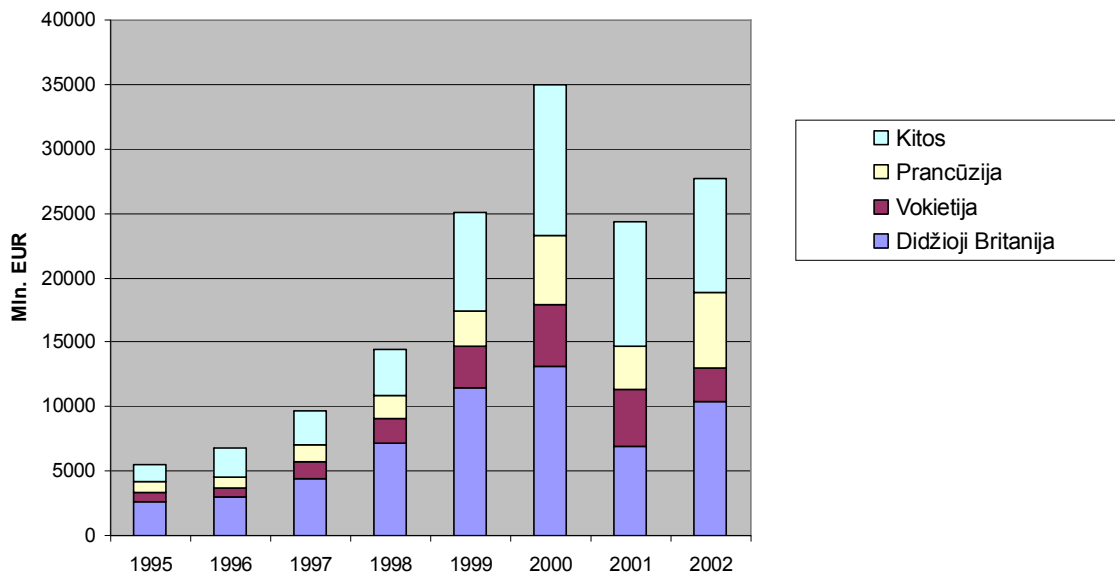
Iš JAV rizikos kapitalo fondų geografijos paaiškėjo, jog Kalifornija yra viena palankiausių ir daugiausiai rizikos kapitalo investicijų turinčių valstijų. Toks regioninis pasiskirstymas susiformavo istoriškai, tačiau didelę svarbą turėjo ne tik rizikos kapitalo fondų įsikūrimo pradžia, bet ir valstijos ekonominio augimo tempai. Buvo investuojama labai daug, nepaisant didelės rizikos. Tačiau naujausių technologijų bangos, interneto atsiradimas ir naujų internetinių verslų kūrimas kartais nesulaukdavo JAV rizikos kapitalo fondų investicijų norimos grąžos. Kai kurios verslo idėjos buvo pervertintos ir išpūstos, tą puikiai atspindi 2001 m. nuosmukis. JAV Rizikos kapitalo rinka susitraukė 52 proc. NVCA duomenimis, rizikos kapitalo sandorių suma 2001 m. tesiekė 9,6 mlrd. eurų (apie 33 mlrd. litų). Tai buvo dvigubai mažiau negu 2000 m. Labiausiai nukentėjo informacinių technologijų ir paslaugų verslui sritys.

Detalesnis JAV rizikos kapitalo fondų vystymasis ir jų veikla pateikti 2 skyriaus 2.6 poskyryje, kuriame šie JAV fondai palyginami su Europos valstybių rizikos kapitalo fondų investicijomis.

2.4. Rizikos kapitalas Europoje

Rizikos kapitalas kaip funkcionalus investicinis instrumentas Vakarų Europoje pasirodė tik 1980 m. pradžioje. Didžioji Britanija buvo pirmoji Europoje valstybė, kuri naudojo rizikos kapitalo industrija. Jau nuo 1960 m. čia buvo įsteigti keli JAV rizikos kapitalo fondų filialai.

Rytų Europoje ir Rusijoje jo pėdsakų galima rasti nuo 1995 m. Konservatyvi verslo politika ir mokesčių lengvatų nepakankamumas sąlygojo rizikos kapitalo silpną vystymosi iki 1990 antros pusės. Rizikos kapitalo plėtra Europoje lėmė parama iš valstybės institucijų. Tačiau tokios valstybės kaip Didžioji Britanija, Prancūzija ir Vokietija turėjo pakankamai stiprią rizikos kapitalo investicinę bazę ir be valstybės paramos. (EVCA) Šių valstybių rizikos kapitalo fondai buvo pagrindiniai rizikos investicijų teikėjai Europoje iki 2002 m. Vėliau suaktyvėjo ir kitos valstybės. (žr. 3 pav.)



Šaltinis: Rizikos kapitalo galimybės Europoje (VC Opportunities in Europe), 2003

3 pav. **Rizikos kapitalo investicijos Didžiojoje Britanijoje, Prancūzijoje, Vokietijoje, ir kitose Europos valstybėse, mln. EUR**

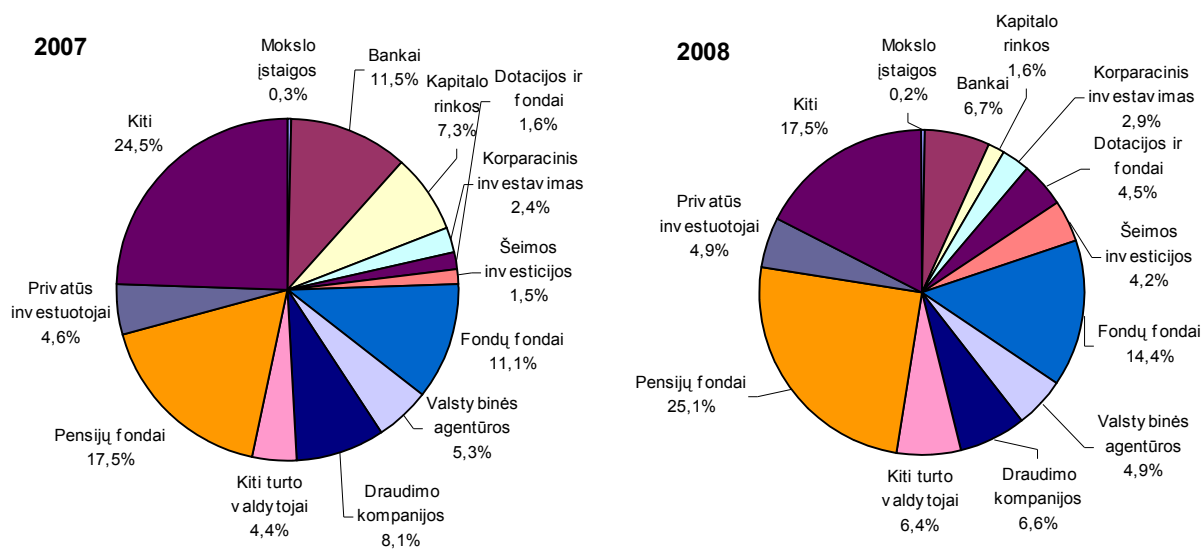
Nuo 1995 iki 2002 metų apie 42 proc. visų Europos rizikos kapitalo investicijų atiteko Didžiajai Britanijai, apie 15 proc. Prancūzijai ir 12,9 proc. Vokietijai. Tačiau Vokietijoje sąlyginai didele dalimi buvo investuojama į ankstyvąją įmonės vystymosi stadiją (angl. start-up) – vidutiniškai 17,5 proc. nuo 1995 iki 2002 m. Tuo tarpu Didžiojoje Britanijoje – 10 proc., o Prancūzijoje – 12,7 proc.

Didžioji Britanija ilgą laiką buvo lyderis tarp investicijų į įmonių akcijų išpirkimą. Per stebimą laikotarpį nuo 1995 iki 2002 m. 66,5 proc. rizikos kapitalo investicinio portfelio atiteko būtent įmonių akcijų išpirkimui, tai 37 proc. daugiau nei kitose Europos valstybėse.

2.5. Lėšų pritraukimo į rizikos kapitalo fondus šaltiniai Europoje

Dar vienu aspektu finansų sistemos struktūra svarbi rizikos kapitalo sektoriaus formavimuisi – tai jos pasirengimas skirti lėšas fondų sudarymui. Pasaulinė statistika byloja, kad daugiau kaip pusę lėšų fondams skiria finansų institucijos – pensijų fondai, bankai, draudimo kompanijos. Pagal skiriamas lėšas antroje vietoje būtų privačios kompanijos, o trečioje – valstybinės institucijos (agentūros). Tačiau valstybės institucijų investicijos labai dažnai yra pagrindinė prielaida paskatinti ir privačius investuotojus investuoti, t. y. veikia kaip katalizatorius.

EVCA duomenimis pensijų fondai 2008 m. sudarė 25,1 proc. (2007m. -17,5 proc.) visų investicijų, taip pat aktyviai dalyvavo fondų fondai⁷ - 14,4 proc. (2007 m. – 11,1proc.). Šiek tiek mažesnę dalimi investavo bankai ir draudimo kompanijos – 6,7 ir 6,6 proc. atitinkamai. (žr. 4 pav.)



Šaltinis: EVCA 2009 m. kasmetinis leidinys

4 pav. 2007 ir 2008 m. privataus kapitalo fondų investuotojų struktūra, proc.

Pensijų fondų vystymasis Europos valstybėse, ypač Didžiojoje Britanijoje, Vokietijoje ir Suomijoje pastaraisiais metais sustiprino jų pozicijas tarp rizikos kapitalo investuotojų. Kiti stambiausi instituciniai investuotojai Europos Sąjungoje yra Europos investicijų bankas (EIB), Tarptautinė finansų korporacija (TFK), Europos rekonstrukcijos ir plėtros bankas (ERPB), Europos investicijų fondas (EIF), Šiaurės investicijų bankas (ŠIB), Šiaurės (aplinkos) finansų korporacija (ŠFK), Baltijos investicinis specialusis fondas (BISF), Valstybių narių (VN) vyriausybės.

Europos rizikos kapitalo duomenų analizė parodė, kad prie investicinio rizikos kapitalo portfelio labiau galėtų prisidėti gyvybės draudimo bendrovės. Ilgalaikiai jų įsipareigojimai sudaro palankias

⁷ Fondų fondai - tai investicinis fondas, kuris investuoja išskirtinai tik į kitų investicinių fondų vienetų. Investicinė rizika šiuose fonduose dar mažesnė, nes kiekvienas investicinis fondas, į kurį investuojama, taip pat plačiai paskirsto investicijas. Taigi fondų fondus galite rinktis net ir neturėdami investavimo patirties

sąlygas diversifikuojant didesnę dalį savo aktyvų skirti rizikingoms investicijoms. Pensijų fondai taip pat disponuoja ilgalaikiais išsipareigojimais, tačiau jos laikomos konservatyvesnio investavimo institucijomis, kadangi neša didesnę socialinę atsakomybę.

2.6. Rizikos kapitalo fondų veiklos JAV ir ES palyginimas

Atskirų ES šalių narių kapitalo rinkos ir veikla šiose srityje skiriasi. Kaip jau išsiaiškinome kai kurios šalys narės turi brandesnes ir gerai veikiančias rizikos kapitalo rinkas, kitos turi klestinčias rinkas, bet mažiau palankią aplinką, kai tuo tarpu kai kuriose šalyse narėse investicijų galimybės yra ribotos. O naujosiose ES šalyse narėse (kaip ir Lietuvoje) kapitalo rinkos tik neseniai pradėjo vystytis. Šiose šalyse rizikos kapitalo fondai yra mažesni ir dėl to jiems reikalinga ne tik daugiau rizikos kapitalo investuotojų, bet taip pat ir įgyti daugiau patirties bei žinių.

Tyrimai apie priėjimą prie finansavimo šaltinių⁸ parodė, kad rizikos kapitalas praktiškai nėra naudojamas mažuosiuose ir vidutinėse įmonėse finansuoti naujosiose šalyse narėse, o įmonių vadovai neplanuoja jo naudoti artimoje ateityje (tik 2 proc. apklaustų Europos įmonių vadovų paminėjo rizikos kapitalą kaip vieną iš verslo finansavimo priemonių ateityje). Situacija buvo šiek tiek geresnė tarp 15 „senujų“ ES narių, kuriose finansinės rinkos geriau išvystytos: 6 proc. mažųjų ir vidutinių įmonių naudojo rizikos kapitalo fondo lėšas ir apie 14 proc. įmonių vadovų planavo ateityje naudotis rizikos kapitalo fondų. Tyrimai atskleidė didelius skirtumus tarp šalių.

Pastaraisiais metais pastebimas Europos rizikos kapitalo fondų rinkos augimas. Iki XX a. paskutinio dešimtmečio, rizikos kapitalo investicijos Europoje buvo ribotos. Kaip buvo minėta, situacija pasikeitė 1995–2000 m., kai Europoje (taip pat kaip ir JAV) buvo pastebimas rizikos kapitalo investicijų bumas, tačiau po to sekė investicijų burbulo sprogdimas, sukėlęs ilgalaikį investicijų lygio nuosmukį tiek Europoje, tiek JAV. 2001 m. atotrūkis tarp Europos ir JAV sumažėjo, kadangi ir investicijų bumas ir burbulo sprogdimas turėjo daugiau įtakos JAV rinkoms.(3 lentelė) Tačiau JAV rizikos kapitalo fondai lanksčiai prisitaikė prie pasikeitusių rinkos sąlygų ir atsigavo greičiau (ypač tie, kurie veikė šalia tokių centrų, kaip „Silicio Slėnis“, Kalifornija (Silicon Valley, California). Investuoto rizikos kapitalo pasiskirstymas tarp atskirų Europos valstybių 1998-2005 m. pateiktas 3 lent.

3 lentelė. Investuoto rizikos kapitalo pasiskirstymas tarp atskirų Europos valstybių 1998-2005 m., proc.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Airija	3,08%	1,95%	1,85%	2,71%	5,19%	5,47%	2,25%	2,44%
Austrija	0,64%	2,50%	0,49%	0,94%	0,11%	0,26%	0,30%	0,14%
Belgija	2,11%	2,77%	1,56%	3,20%	3,30%	0,96%	1,97%	2,02%
Danija	0,20%	1,91%	1,34%	1,26%	6,29%	2,19%	1,62%	3,83%
Didžioji Britanija	66,26%	59,86%	43,76%	38,55%	29,12%	25,11%	38,16%	30,86%

3 lentelės tęsinys kitame puslapyje

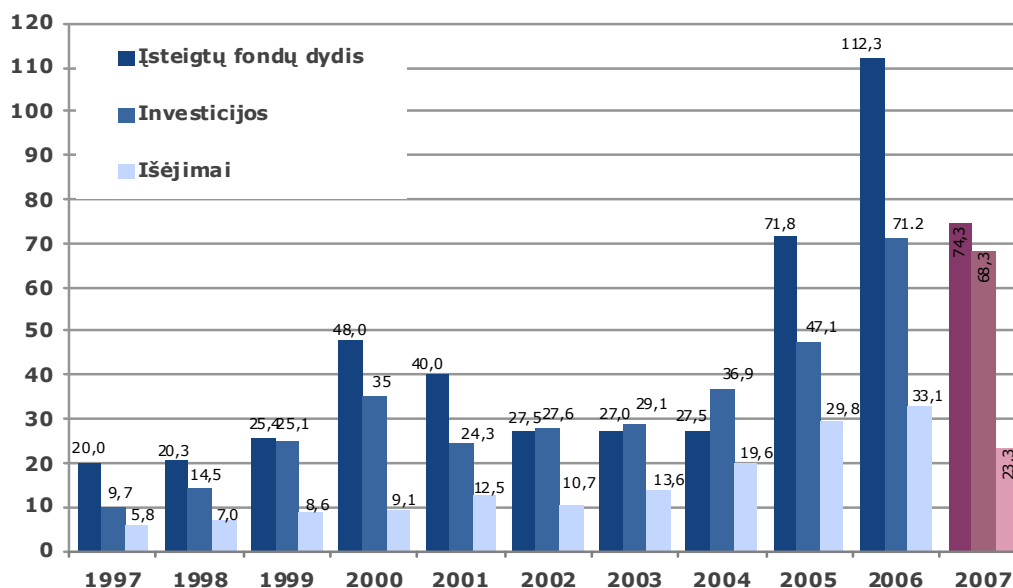
⁸ Trumpi pranešimai apie Eurobarometer tyrimus dėl kapitalo pritraukimo – 2006 liepos mėn. ir 2005 spalio mėn.

3 lentelės tęsinys

Graikija	0,00%	0,00%	0,00%	0,31%	0,01%	0,27%	0,00%	0,05%
Ispanija	3,05%	1,76%	1,51%	3,42%	3,46%	5,13%	2,92%	2,15%
Italija	1,93%	2,58%	4,31%	4,87%	2,68%	8,47%	4,02%	5,10%
JAV	235,95%	193,27%	201,49%	132,47%	88,08%	114,75%	67,85%	84,26%
Norvegija	0,04%	0,68%	0,42%	1,39%	0,26%	1,41%	0,39%	2,51%
Olandija	5,48%	4,03%	3,97%	4,28%	2,54%	6,29%	2,60%	2,51%
Portugalija	0,14%	1,03%	0,15%	0,18%	0,05%	0,00%	0,00%	0,01%
Prancūzija	5,54%	9,67%	18,29%	14,86%	27,97%	17,75%	11,80%	19,81%
Suomija	1,35%	0,48%	1,13%	3,14%	2,46%	1,23%	0,60%	1,15%
Švedija	1,92%	1,58%	4,71%	7,18%	3,08%	1,39%	1,61%	1,22%
Šveicarija	2,46%	1,55%	1,85%	1,80%	1,57%	2,50%	0,91%	1,76%
Vokietija	5,82%	7,65%	14,65%	11,44%	11,92%	21,58%	30,87%	26,19%

Šaltinis: Rizikos Kapitalas Europoje (Venture Capital in Europe), 2007

Iki 2001m. JAV investicijos į rizikingą kapitalą buvo kone dvigubai didesnės nei Europoje ir nepaisant to, kad rizikos kapitalas Europoje tuo metu buvo labai suaktyvėjęs dar buvo toli iki JAV lygio. Tačiau 2002 m. JAV investicijos apimtimi sudarė 88 proc. Europos rizikos kapitalo ir privataus kapitalo investicijų. Tai buvo kiek rizikos kapitalo investicijų laimėjimas Europoje, tiek ir bendrai ekonominio lygio teigiamas rodiklis, kuris priartino Europos rizikos kapitalo investicijų dydžius JAV rizikos kapitalo investicijoms. Nuo 2004 m. Europai bendrai (ES ir kitos ne ES Europos valstybės) pavyko aplenkti JAV pagal investicijų dydžius ir sėkmingiau investuoti į įmones bei didinti rizikos kapitalo ir privataus kapitalo portfelius. Tačiau lyginant šiuos duomenis, nėra visai teisinga manyti, kad Europos ir JAV investavimo tendencijos yra panašios. Europos rizikos kapitalo rinkos vis dar lieka mažiau efektyvios, be to, ir mažiau pelningos nei JAV rizikos kapitalo rinkos. Statistikos duomenys rodo Europos investicinio kapitalo didėjimą nuo 2004 iki 2006 m. (žr. 5 pav.)



Šaltinis: EVCA 2008 m. kasmetinis leidinys

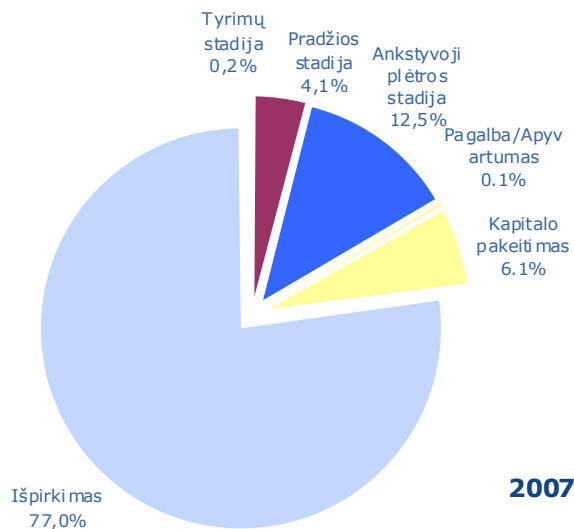
5 pav. Europoje įsteigtų fondų dydžiai, investicijos ir išėjimai⁹ 1997-2007 m., mlrd. EUR

⁹ Išėjimai - (angl. Divestment) – finansinės pagalbos sustabdymas, investicinio kapitalo išėmimas, mažinimas

Didžiausią įtaką tam turėjo išpirkimo (buy-outs) sandoriai. 2006 m. privataus kapitalo fondai pritraukė 112,3 mlrd. Eurų, t. y. 4,2 karto daugiau nei 2004 m. ir 1,6 karto daugiau nei 2005 m.; o privataus kapitalo investicijos siekė 71,2 mlrd. eurų sumą, t. y. 93 proc. daugiau nei 2004 m. ir 51 proc. daugiau nei 2005 m. 2006 m. pasiekė visų laikų aukščiausią lygį.

Nors pradinio kapitalo (seed) investicijos sudarė tik 0,2 proc. arba 97 mln. eurų visų investicijų sumos, tačiau tai sudarė 4 proc. visų investicijų skaičiaus; veiklos pradžiai (start-up) skirto kapitalo investicijos sudarė 5 proc. visų investicijų ir siekė 2,3 mlrd. eurų sumą ir atitinkamai 29 proc. visų investicijų skaičiaus¹⁰.

2007 metais net 77,0 proc. visų privataus kapitalo (tame tarpe ir rizikos kapitalo fondų) investicijų buvo investuota į įmonių akcijų išpirkimą (buy-outs). Visų įsteigtų fondų sumos buvo planuojamos investuoti, išperkant įmonių akcijas. Į pradžios vystymosi stadiją rizikos kapitalo fondai buvo linkę investuoti tik 4,1 proc. visų 2007 m. investicijų (žr. 6 pav.).



Šaltinis: EVCA 2008 m. kasmetinis leidinys

6 pav. **Investicijų dalis tenkanti įmonės vystymosi stadijai Europoje, proc.**

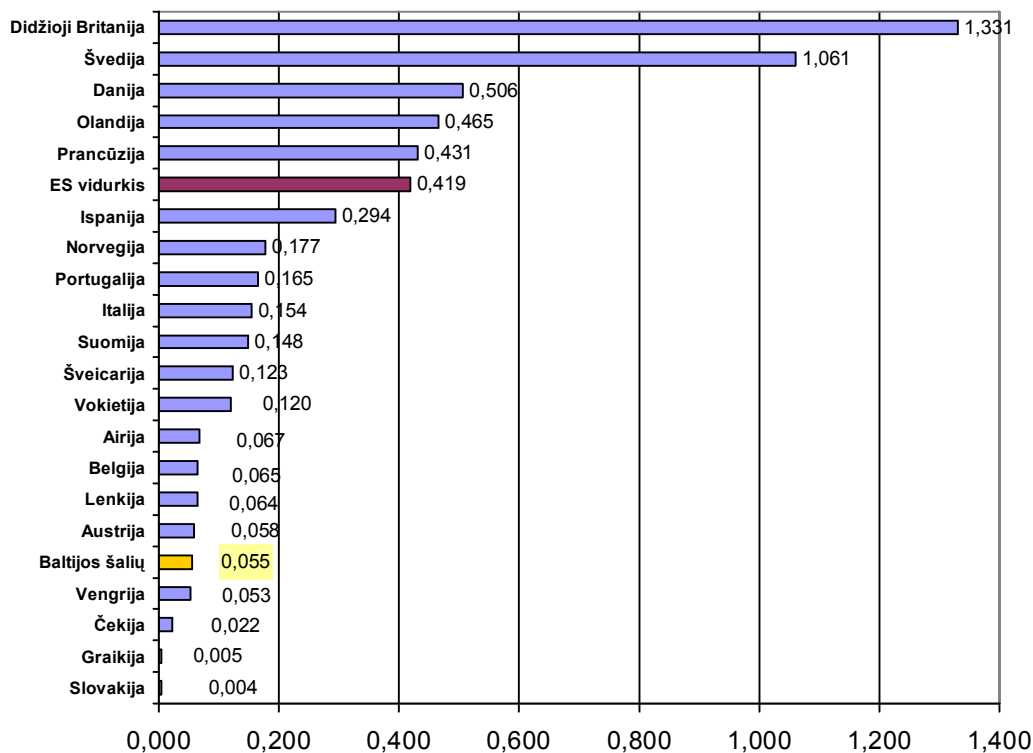
Per paskutiniuosius penkiolika metų Europos privataus kapitalo rinkos ženkliai vystėsi. Europos privataus kapitalo ir rizikos kapitalo fondų investicijos išaugo daugiau nei 10 kartų – nuo 5,5 mlrd. eurų 1995 m. iki rekordinės 72 mlrd. eurų sumos 2006 m. 1995 m. privataus kapitalo ir rizikos kapitalo lėšas pritraukusių įmonių skaičius siekė 5000, o 2005 m. – 7207, 2006 m. – 7826.

Siekiant konkurencinio pranašumo ir ekonominės gerovės, Europai reikia daugiau rizikos kapitalo investicijų į technologijų sektorių. 2004 m. JAV rizikos kapitalo investicijos į technologijų

¹⁰ Duomenys iš EVCA (Europos rizikos kapitalo asociacijos – European private equity and venture capital association) 2007 m. kasmetinio leidinio.

sektorių siekė 14 mlrd. dolerių¹¹, tai maždaug keturis kartus daugiau nei Europos rizikos kapitalo investicijos į technologijų sektorių, kurios siekė 3,7 mlrd. eurų. Tačiau Europa nuo 2000 m. nuosekliai vežasi JAV rizikos kapitalo investicijų į technologijų sektorių lygį (2000 m. JAV technologijos sektoriaus rizikos kapitalo investicijos buvo 9 kartus didesnės nei Europos, 2003 m. – 4,5 karto didesnės ir, kaip jau buvo paminėta, 2004 m. – 4 kartus didesnės).

Lyginant ES šalių narių visas privataus kapitalo investicijas su šalių BVP, matyti, kad privataus kapitalo investicijų kultūra gyvybingiausia Didžiojoje Britanijoje, Švedijoje, Danijoje, Olandijoje, Prancūzijoje – šalyse, kur investicijų dalis nuo šalių BVP yra didesnė už ES šalių vidurkį – 0,419 proc. Baltijos šalys EVCA statistikoje apskritai neanalizuojamos atskirai, kadangi čia privataus kapitalo (jau nekalbant apie rizikos kapitalo investicijas) investicijų apimtys 2005 metais buvo žymiai mažesnės, ir siekė tik 0,055 proc. BVP lygio (žr. 7 pav.).



Šaltinis: EVCA 2007 m. kasmetinis leidinys

7 pav. Privataus ir rizikos kapitalo investicijų dalis nuo BVP, 2005 m., proc.

Apskritai, visų Europos rizikos kapitalo investicijų pelningumas yra žemas. 2003 m. pabaigos vidutinė vidinė grąžos norma¹² (žr. 5 priedas) penkių ir dešimties metų investicijoms atitinkamai buvo 2,3 proc. ir 8,3 proc. Ypač maža ankstyvosios stadijos (early-stage) rizikos kapitalo investicijų laukiama grąža: penkių ir dešimties metų VGN buvo labai žema – 1,8 proc. ir 1,3 proc. JAV situacija

¹¹ „Pinigai augimui (Money for growth): Europos technologijų investicijų ataskaita 2005“ (The European Technology Investment Report 2005“, PriceWaterhouseCoopers

¹² VGN - vidinė grąžos norma, angl. IRR - internal rate of return

buvo geresnė: VGN penkių ir dešimties metų investicijų buvo atitinkamai 22,8 proc. ir 25,4 proc. Ankstyvosios stadijos rizikos kapitalo investicijų grąža atotrūkis tarp Europos ir JAV fondų dar didesnis, nes JAV ankstyvosios stadijos VGN penkių ir dešimties metų laukiama grąža buvo 54,9 proc. ir 37 proc.

Be to, visų 10 metų rizikos kapitalo fondų investicijų grąža Europoje buvo 6,3 proc., o JAV – 26 proc. Nors geri fondai pritraukia lėšų, tačiau žemas VGN lygis stabdo rizikos kapitalo fondų vystymąsi Europoje. Dėl žemos grąžos pradinio (seed) ir veiklos pradžia skirtą kapitalą (start-up) investicijos tampa nepatrauklios, dėl to trūksta investuotojų, o tai stabdo Europos naujų įmonių augimą bei galimybę pritraukti kapitalo investicijų plėtrai.

Vienas iš pagrindinių skirtumų tarp ES ir JAV rinkų yra tai, kad Europoje iš rizikos kapitalo fondų įmonės finansuojamos (7207 ES įmonės¹³ palyginti su 5406 JAV įmonėmis¹⁴) mažesnėmis sumomis nei JAV. Investicijos į technologijas Europoje vidutiniškai siekia apie 0,9 mln. eurų, o JAV – 6,1 mln. eurų. Toks finansavimas nedidelėmis sumomis turi šalutinių padarinių, tokių kaip ribotas augimo potencialas¹⁵. Pradinio (seed) ir veiklos pradžia skirtą kapitalą (start-up) investicijų vidurkis Europoje yra atitinkamai 0,5 ir 0,8 mln. eurų, kai tuo tarpu JAV tokių investicijų vidurkis keturis kartus aukštesnis ir siekia atitinkamai 1,8 ir 4 mln. eurų. Viena mažų investicijų sumų priežastis yra ta, kad Europoje fondai mažai sindikuoja investicijas, t. y. apjungia skirtingų rizikos kapitalo fondų pastangas investuodamos į įmones (EVCA duomenimis: 64,9 proc. investicijų 2003 m. ir 79 proc. investicijų 2005 nebuvo sindikuotos). Be to, Europai trūksta augimo kultūros: nei Europos investicijas pritraukusios įmonės, nei patys fondai nėra pakankamai agresyvūs siekdami augimo.

Kaip matyti iš pateiktų skaičių¹⁶, JAV rizikos kapitalo fondams skiria didesnes pinigų sumas, investuoja anksčiau (į ankstesnėje vystymosi stadijoje esančias įmones), ir savarankiškiau nei Europos fondai dalyvauja portfelio kompanijų nuosekliame vystymesi. JAV rizikos kapitalo fondų tikslas – sukurti nedaug, bet labai didelių, sėkmingų kompanijų, o ne iš kiekvienos portfelio įmonės gauti vidutinę grąžą. Per XX a. paskutinį dešimtmetį JAV 11 rizikos kapitalo finansuotų kompanijų grąža buvo 250 kartų didesnė nei investuota rizikos kapitalo pradinė suma, kai tuo tarpu Europoje tik 10 rizikos kapitalo finansuotų kompanijų grąža 20 kartų viršijo pradinę investicijų sumą¹⁷.

EVCA duomenimis, periodas nuo 2004 iki 2006 m. charakterizuojamas kaip mažiausios vidinės grąžos normos laikotarpis Europoje per pastaruosius dvidešimt metų. Tik 2007 m. VGN vėl pasiekė teigiamą 0,9 proc. dydį. 2004 – 2006 m. laikotarpis dar labiau pasireiškė JAV rizikos kapitalo vidinės

¹³ Duomenys iš 2006 m. EVCA leidinio

¹⁴ Duomenys iš 2006 m. rugpjūčio 23 d. Ernst&Young, Dow Jones, Rizika vienas (Venture One)

¹⁵ „Pinigai augimui (Money for growth): Europos technologijų investicijų ataskaita 2005“ (The European Technology Investment Report 2005“, PriceWaterhouseCoopers

¹⁶ Duomenys iš EVCA (Europos rizikos kapitalo asociacijos – European private equity and venture capital asociacion) 2006 m. kasmetinio leidinio.

¹⁷ Lindstrom, 2006 m. gegužės mėn.: „RK grąžą lemiantys veiksniai ir skirtumai tarp Europos ir Šiaurės Amerikos“ (VC Performance determinants and Differences between Europe and Northern America)

gražos normai, 2005 m. VGN pasiekė savo minimumą, -7,6 proc. Tačiau rizikos kapitalo investicijų pelningumas buvo „gražintas“ greičiau nei Europoje ir 2007 m. vidinė gražos norma siekė 6,9 proc.

Daugelis inovatyvių ir sparčiai augančių įmonių susiduria su kapitalo pritraukimo sunkumais. Nors išorinis kapitalas yra svarbus finansavimo šaltinis tik ribotam įmonių skaičiui, verslininkams yra būtina suprasti įmonių augimo finansavimo svarbą. Siekiant pagerinti rizikos kapitalo teikimą ir sukurti bazę sparčiai, aukštą augimo potencialą turinčių įmonių plėtrai, reikalinga skatinti verslininkų pasiruošimą investicijoms (angl. *investment readiness*). Inovatyvių ir sparčiai augančių įmonių sektorius susiduria su kapitalo pritraukimo problemomis, ypač tose Europos dalyse, kur rizikos kapitalo rinka yra mažiau išvystyta. Europos Sąjungoje lėšų pritraukimas ir investavimas nėra vienodai pasiskirstę. Nors visos Europos mastu fondų skaičius išaugo, tai būtų ryškiau išreikšta, jei rizikos kapitalo fondų veiklos reglamentavimo nuostatos nekomplikuotų investavimo tarp šalių.

Europos rizikos kapitalo sektorius labai skiriasi pagal dydį, kapitalizaciją, valdymą ir investavimo strategijas, tačiau Europos rizikos kapitalo fondai turi ir keletą panašumų, o svarbiausia, susiduria su panašiomis problemomis. Priešingai nei išpirkimo (buy-out) fondai, daugelis Europos rizikos kapitalo fondų yra sąlyginai maži, vykdo savo veiklą tik tam tikroje vietovėje ir neturi pakankamai finansinių išteklių, kad galėtų išplėsti savo veiklą geografiškai arba į naujus pramonės sektorius, bei tuo pačiu metu teikti įmonėms, į kurias investuojama, reikiamą pagalbą.

Vyraujanti tendencija, kad dauguma investicijų Europoje yra vidaus investicijos, t. y. investuojama privataus kapitalo valdytojo šalies viduje. 2005 m. tokių investicijų skaičius sudarė 86 proc., o investicijų suma – 62 proc. visų investicijų, 2006 m. duomenimis investicijų skaičius sumažėjo 10 proc.

Tačiau remiantis 2006 m. sektoriaus apžvalga¹⁸, Europos rizikos kapitalo įmonės jau investuoja ir dar planuoja investuoti už savo šalių ribų, pirmenybę teikdamos Europos šalims. Iš 119 Europos rizikos kapitalo fondų 66 proc. nurodė, kad per artimiausius 5 metus planuoja plėsti tarptautines investicijas, o du trečdaliai planuoja plėstis į kitas Europos šalis. Iš jų 32 proc. teikia pirmenybę Vakarų Europos rinkoms, 21 proc. – Centrinei Europai, 14 proc. – Rytų Europai).

Siekiant sėkmingos rizikos kapitalo fondų Europoje veiklos, nepakanka panaikinti esamas kliūtis. Labai svarbu keisti požiūrį, kadangi Europoje trūksta „augimo kultūros“, vengiama rizikos. Po minėtų pasikeitimų turėtų susidaryti palanki situacija rasti daugiau sėkmingai veikiančių rizikos kapitalo fondų, kurie turėtų naudoti dėl masto ekonomijos, būtų specializuoti, kiekvieno sandorio pradžioje tarpusavyje apjungtų investicijas ir pasidalintų riziką, turėtų patyrusius valdytojus, darytų svarias investicijas į kiekvieną augimo potencialą turinčią įmonę.

JAV patirtis rodo, kad reikėtų stengtis rizikos kapitalą labiau investuoti į technologijų sektorių. Be to, Europos fondai turėtų apjungti skirtingų rizikos kapitalo fondų investavimo pastangas. Taip pat

¹⁸ Deloitte – EVCA 2006 Pasaulio rizikos kapitalo apžvalga (2006 Global Venture Capital Survey)

reikėtų kurti ne daug kompanijų, o investuoti į didesnes ir sėkmingiau veikiančias įmones, ir tuo pačiu tikėtis didesnės grąžos. Taigi, pagrindinė sėkmingos rizikos kapitalo fondų veiklos prielaidų - teisingas pasirinkimas rizikos kapitalo fondo portfelio įmonių ir racionalus investavimas į inovatyvų, turintį sėkmės potencialą verslą. Taip pat svarbus yra ir verslininkų pasirengimo investicijoms skatinamas.

JAV ir Vakarų Europoje rizikos kapitalo investuota daug ir tiksliai. Buvo padidintas tiek finansinis, tiek ir intelektualinis kapitalas. Šiandien dauguma technikos, technologijų, darbo ir vadybos organizavimo bei kitų pasiekimų nebūtų žinomi be rizikos kapitalo investicijų.

Lietuva taip pat turi galimybę pasinaudoti teigiama patirtimi: „Saulėtekio Slėnio“¹⁹ idėja paremta Kalifornijos (JAV) pavyzdžiu. Būna tik didžiosioms Lietuvos įmonėms ir finansiškai pajėgiems verslininkams suvokti ir viešai parodyti, kad jie noriai investuotų į ambicingus ir inovatyvius technologinius projektus, o jauniems Lietuvos verslininkams – drąsiai ir argumentuotai siūlyti savo idėjas. Procesas nelengvas, tačiau galbūt ilgainiui pasitarnautų Rytų Europos augimui, nes joje investicijų problema vis dar lieka neišspręsta

¹⁹ „Saulėtekio slėnio“ (angl. Sunrise Valley) projektą **2002 metų pradžioje inicijavo** asociacija „Žinių ekonomikos forumas“. Forumas subūrė koordinacinę „Saulėtekio slėnio“ darbo grupę, atsakingą už šio žinių ekonomikos branduolio projekto vystymą ir įgyvendinimą.

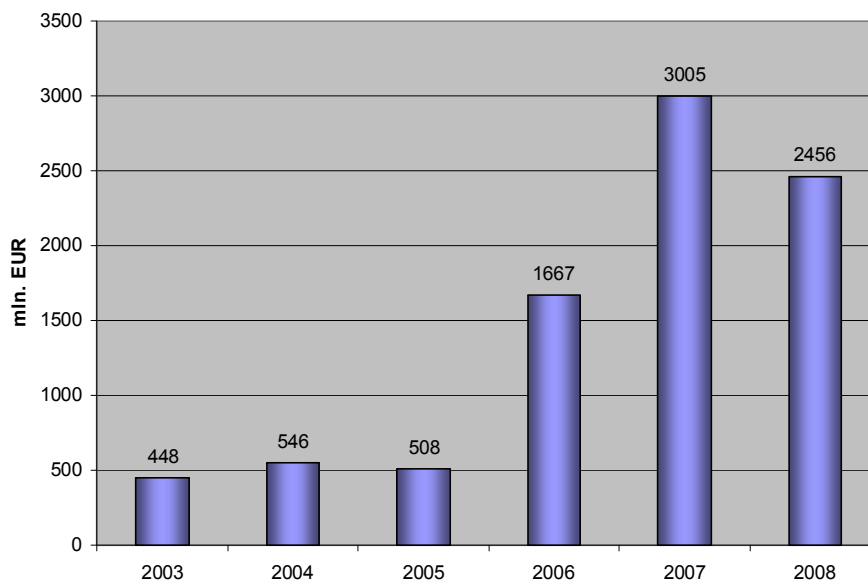
3. RIZIKOS KAPITALAS BEI RIZIKOS KAPITALO FONDAI LIETUVOJE

Kadangi Lietuva priklauso Centrinei ir Rytų Europos (CRE) regionui, jai būdingi tam tikri kapitalo rizikos ypatumai, kuriais pasižymi šis regionas. Todėl svarbu pradėti Lietuvos apžvalgą nuo viso regiono rizikos kapitalo fondų ypatumų.

3.1. Centrinės ir Rytų Europos (CRE) rizikos kapitalo ypatumai

2008 m. Centrinės ir Rytų Europos regiono bendros investicijos sudarė 2,5 mlrd. EUR. Tai parodo 18 proc. nuosmukį lyginant su 2007 m., kai buvo pasiektas maksimalios rizikos ir privataus kapitalo investicijoms – 3 mlrd. EUR. Nors ir buvo nuosmukis lyginant su 2007 m. tačiau 2008 m. investicijos buvo beveik dvigubai didesnės nei 2006 m. (1,667 mlrd. EUR). (8 pav.) [36]

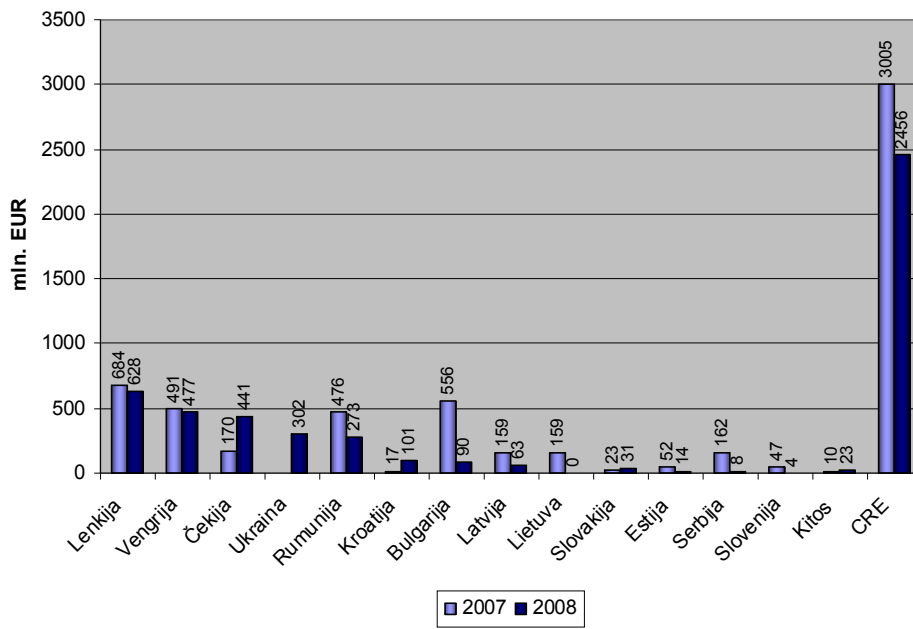
Tokios dinamikos yra visai palankios lyginant su Europa bendrai, kurios investicijos sumažėjo 27 proc. 2008 m. CRE investicijos sudaro 4,7 proc. nuo bendrų Europos investicijų.



Šaltinis: EVCA 2009 m. kasmetinis leidinys

8 pav. Centrinės ir Rytų Europos investicijų apimtys 2003-2008 m., mln. EUR

CRE investicijos buvo sukoncentruotos 5-iose valstybėse: Lenkijoje, Vengrijoje, Čekijoje, Ukrainoje ir Rumunijoje. 2008 m. joms bendrai priklausė 86 proc. investicijų ir 71 proc. finansuojamų įmonių. Kiek Lietuva, tiek Latvija yra per vidurį ir abi 2007 m. turėjo po 159 mln. eurų privataus ir rizikos kapitalo investicijoms. „Kitos“ valstybės yra Bosnija ir Hercegovina, Makedonija bei Juodkalnija. (žr. 9 pav.)



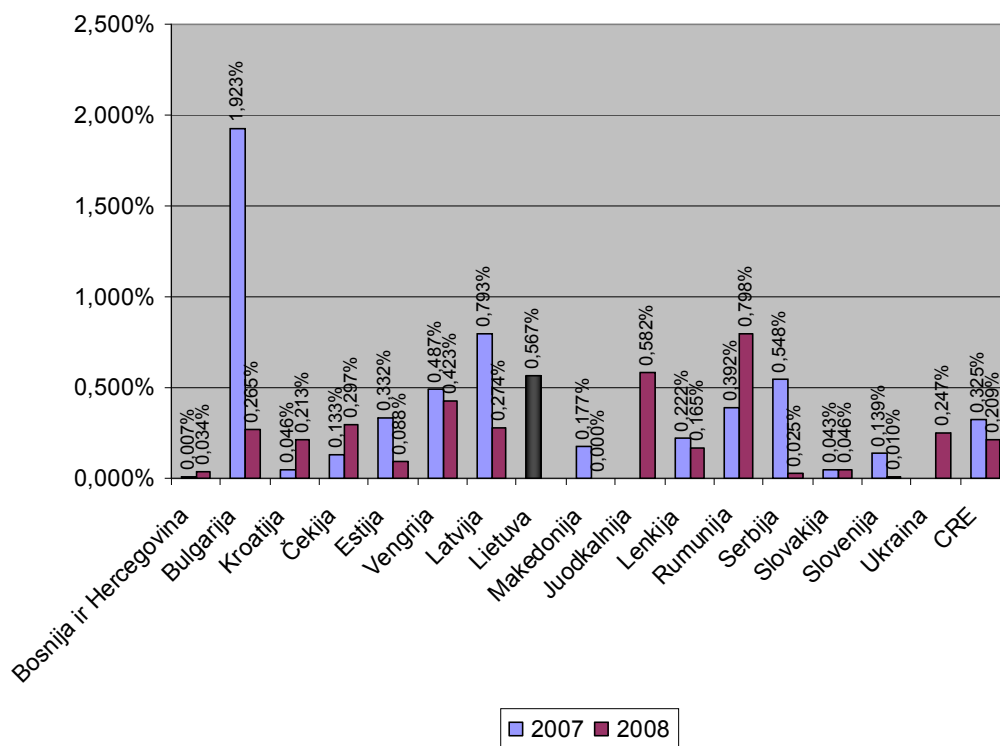
Šaltinis: EVCA 2009 m. kasmetinis leidinys

9 pav. CRE šalių investicijų apimtys 2007-2008 m., mln. EUR

2008 m. per 200 įmonėms buvo suteiktas privataus kapitalo (tame tarpe ir rizikos kapitalo) finansavimas CRE regione. Panašus skaičius buvo 2007 m. Lenkijos investicijomis buvo finansuojamas trečdalis įmonių. Vidutinės investicijos įmonei nusmuko nuo 14,7 mln. eurų 2007m. iki 12,5 mln. eurų 2008m. (EVCA, 2009)

Rizikos kapitalo fondų veiklos intensyvumas ir jų skaičius šalyje rodo visos kapitalo sistemos išsivystymą bei jos brandumą. Šiuo metu Lietuvoje nėra vietinių valdymo komandų, kurios turėtų įsteigusios rizikos kapitalo fondus, investuojančius vien į Lietuvos mažas ir vidutines įmones. (9 pav.) Galima atrasti tik kelis Estijos ir Švedijos rizikos kapitalo fondus, tokius kaip „BaltCap“, „Askembla“, SEB Venture Capital“, kurių investicijos tik retkarčiais užklysta į Lietuvą. Praėjusių metų statistika liūdina – Lietuvoje nebuvo atlikta nė viena privataus kapitalo (rizikos kapitalas yra vienas iš privataus kapitalo porūšių) fondų investicija, kai Latvijos įmonės sulaukė 63 mln. eurų, o Estija 14 mln. eurų tokių investicijų.

Valstybės įmonių patrauklumą, pajėgumą ir polinkį investuoti rizikos bei privatų kapitalą nusako investicijų dalis tenkanti šalies BVP. Tačiau Baltijos šalyse daug ką lemia užsienio investicijos, nes vietinio privataus kapitalo nepakankama. Grafike parodyta, kokios CRE regiono valstybės yra patrauklesnės kiek vietinėms tiek ir užsienio investicijos į inovatyvų smulkų ir vidutinį verslą (žr. pav. 10)



Šaltinis: EVCA 2009 m. kasmetinis leidinys

10 pav. **Privataus ir rizikos kapitalo investicijos Europoje 2007-2008 m. kaip BVP dalis, proc.**

2007 m. labiausiai išsiskyrė Bulgarija, jos inovatyvioms įmonėms buvo skirta net 2 proc. Bulgarijos BVP dydžio privačių bei rizikos kapitalo investicijų. Latvija atsidūrė 2-oje vietoje su 0,8 proc. Latvijos BVP dalimi. Tuo tarpu Lietuvos įmonės pritraukė 0,57 proc. BVP dydžio investicijų. 2008 m. didžiausia rizikos kapitalo investicijų dalis (lyginant su valstybės BVP dydžiu) CRE regione teko Rumunijai (beveik 0,8 proc.) bei Juodkalnijai – 0,6 proc. Tokios tendencijos rodo užsienio rizikos kapitalistų investavimą į silpnesnį, bet turintį ekonominį augimo potencialą. Didžiausia rizikos kapitalo fondų investicijų dalis ėjo į tradicinius sektorius, iš kurių taip pat sėkmingai buvo traukiamasi pasirodant nuosmukio pradžiai.

CRE rizikos kapitalo investavimo tendencijos atitinka brandos rizikos kapitalo fondų vystymosi etapą, kai trūksta nuosavo privataus bei rizikos kapitalo, o ateinantis iš kitų fondų neužtikrina stabilumo.

Pasaulinėje praktikoje tokių investicijų nestabilumą charakterizuoja investicinės aplinkos nepakankamumas. Jis parodo stiprų koreliacijos laipsnį su užsienio investuotojais. Tai atsiranda, kai yra šalies privataus kapitalo trūkumas, netinkami ar nepakankami teisės aktai investiciniams fondams įsikurti, paini investavimo strategija, nacionalinių lėšų nedalyvavimas investuojant ir kt.

Iš EVCA duomenų galima buvo pastebėti, kad rizikos kapitalas bei privatus kapitalas Lietuvoje labai greitai sureagavo į pokyčius (2008 m. nuosmukį). Rizikos padidėjimo pervertinimas sumažina

investavimo dydžius, sustabdo įmonių finansavimą arba visai nutraukia investicijas. Netgi įvertinus ekonominio nuosmukio laikotarpį, išvelgiama jog šalyje galimas investicinės aplinkos nepakankamumas. Todėl detalesnei analizei labai svarbu apžvelgti ir įvertinti ne tik paklausos ir pasiūlos, bet ir teisines rizikos kapitalo fondų veiklos galimybes, nustatyti trūkumus.

3.2. Rizikos fondų veikla Lietuvoje: teisinė bazė ir reglamentavimas

Nagrinėdami rizikos kapitalo fondų veiklos Lietuvoje teisinę aplinką ir reglamentavimą, pirmiausia turime konstatuoti, kad specialių teisės norminių aktų, tiesiogiai reglamentuojančių rizikos kapitalo fondų steigimąsi, jų valdymą, fondų lėšų investavimą ir kitus betarpiškai su rizikos kapitalo fondais susijusius klausimus, nėra. Rizikos kapitalo investavimui ir rizikos veiklai šiuo metu taikomos teisės aktų nuostatos, bendrai reglamentuojančios investavimą Lietuvoje, reglamentuojančios įmonių (tarp jų ir kontroliuojamų bei kontroliuojančių įmonių) veiklą ir jų valdymą, taip pat reglamentuojančios finansinių paslaugų teikimą.

Reiktų išskirti ir trumpai aptarti šiuos pagrindinius teisės aktus, susijusius su investavimu:

1) Investicijų įstatymas. Šis įstatymas rizikos kapitalo fondų veiklos reglamentavimo aspektu yra reikšmingas tuo, kad pateikia pagrindines sąvokas, kas laikytina investicijomis, investuotojais, inovacijomis, įvardija investicijų rūšis ir investavimo būdus. Šiame įstatyme yra nustatyti pagrindiniai investuotojų teisių apsaugos principai, įstatymu numatyta teisė investuotojams investuoti į visas teisėtas komercines–ūkinės veiklas ir, kad investavimo apribojimai gali būti nustatomi tik įstatymu. Įstatyme įvardinti valstybinės investicijų politikos prioritetai ir investavimo skatinimo būdai. Pažymėtina, kad Investicijų įstatyme tarp valstybės investicijų politikos prioritetų yra išskirtas investicijų rėmimas, kai investuojama į priemones perspektyvių pramonės šakų įmonių technologijoms atnaujinti ar modernizuoti, smulkiam ir vidutiniam verslui plėtoti, kai investuojama į inovacijas, klasterius. Įstatymas numato galimybę investuotojams taikyti mokesčių lengvatas, taip pat valstybės garantijų teikimą Lietuvos ir užsienio finansuotojams, suteikusiems paskolas investicijų projektams įgyvendinti, galimybę su stambiais ar strateginiais investuotojais sudaryti atskiras investicijų sutartis, kuriose būtų nustatomos specialios investavimo ir verslo sąlygos. Investicijų įstatyme pasigendama nuostatų, reglamentuojančių netiesioginių (portfelinių) investicijų (t. y. investicijų, kai investuojant įsigyta kapitalo dalis nesuteikia investuotojui galimybės daryti lemiamą įtaką ūkio subjektui, į kurį buvo investuota) investavimo, ar finansinių investicijų (investicijų, kuriomis siekiama pagerinti ūkio subjekto, į kurį buvo investuota, finansinę būklę, sudarant galimybę sparčiau vystyti verslą, pritraukti papildomo finansinių įstaigų finansavimo ir pan.) investavimo skatinimą. Investicijų įstatyme nėra tiesiogiai įvardytas rizikos kapitalo investavimo skatinimas, kaip viena iš valstybės investavimo politikos krypčių. (Lietuvos Respublikos Investicijų Įstatymas)

2) Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas. Šis įstatymas reglamentuoja kolektyvinio investavimo subjektų valdymo veiklą ir jos valstybinę priežiūrą. Šis įstatymas skirtas kolektyvinio investavimo reglamentavimui. Įstatymas numato investicinių fondų, investicinių kintamojo kapitalo bendrovių ir uždaro tipo investicinių bendrovių steigimąsi, veiklos ir valdymo principus, įtvirtina nuostatas, skirtas šių kolektyvinio investavimo subjektų dalyvių interesų apsaugai užtikrinti, nustato privalomus reikalavimus ir ribojimus šių kolektyvinio investavimo subjektų vykdomam investavimui.

Pagal įstatymą kolektyvinio investavimo subjektas galėjo investuoti tik į viešai platinamus vertybinius popierius ir finansines priemones, tačiau nuo 2007 m. buvo priimtas įstatymo pakeitimas, pagal kurį nėra privalomas viešas siūlymas ar/ir platinimas. Kolektyvinio investavimo subjektams, o ypač privataus kapitalo fondams leidžiama įsigyti įmonių, kurių nuosavybės vertybiniai popieriai ir skolos vertybiniai popieriai nėra viešai platinami (pavyzdžiui, uždaros akcinės bendrovės akcijų, ūkinės bendrijos kapitalo dalį).

Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo pakeitimą (2007 m. spalio 25 d. Nr. X-1303, įsigaliojo 2008 kovo 1 d.), papildė privataus kapitalo(tuo tarpu ir rizikos kapitalo) investavimo įstatyminio reglamentavimo spragas, suteikė aiškumo ir sudarė galimybę steigti specialiams kolektyvinio investavimo ūkio subjektams – rizikos kapitalo fondams, kurie specializuojasi perspektyvių, bet tuo pačiu ir didesnės rizikos investicinių projektų finansavime tiesiogiai investuodami į šiuos projektus įgyvendinančių įmonių kapitalą. Sudarytos galimybės rizikos kapitalą investuojančioms įmonėms pritraukti kitų investuotojų lėšas, išplatinus šiam tikslui įsteigto specialaus investicinio fondo investicinius vienetus ar investicinės bendrovės akcijas, ir pritrauktas į fondą lėšas naudoti rizikos kapitalo investavimui. (Lietuvos Respublikos Kolektyvinio Investavimo Subjektų Įstatymas)²⁰

3) Civilinis kodeksas. Rizikos kapitalo investavimo esmė yra ta, kad rizikos kapitalo investavimo subjektas (investuotojas) investuoja lėšas į kito juridinio asmens kapitalą, tapdamas šio juridinio asmens savininku ar vienu iš savininkų – juridinio asmens dalyviu (įmonės akcininku ar dalininku). Civilinis kodeksas reglamentuoja pagrindines juridinio asmens dalyvių teises, pareigas ir dalyvavimą juridinio asmens valdyme, santykius tarp juridinio asmens dalyvių (dalyvių balsavimo sutartis ir pan.), jų atsakomybę už juridinio asmens prievolės. Šiuos klausimus detalčiau reglamentuoja specialūs juridinio asmens rūšių reglamentuojantys įstatymai (konkrečių įmonių rūšių įstatymai).

Kitas reikšmingas Civilinio kodekso ir Lietuvos įmonių teisės reglamentavimo aspektas yra tas, kad Lietuvoje, kaip ir daugelyje Vakarų Europos valstybių, teisinis reglamentavimas yra orientuotas į kreditoriaus interesų apsaugą, o ne į privataus kapitalo investavimą, jo kaupimą verslą vykdančiame ūkio subjekte. Tiek Civiliniame kodekse, tiek kituose įstatymuose (Įmonių bankroto įstatyme ir

²⁰ Lyginami iki 2008 kovo 1 d. galiojantis Lietuvos Respublikos Kolektyvinio Investavimo Subjektų Įstatymas su dabar galiojančiu įstatymu bei naujausiomis aktualiomis redakcijomis

kituose), reglamentuojant įmonės turto paskirstymą įmonės likvidavimo atveju, prioritetas teikiamas įmonių kreditorių (ypač darbuotojų, valstybės ir privalomojo sveikatos draudimo valdymo institucijų) interesų apsaugai. Likviduojamos įmonės savininkai (akcininkai, ūkinės bendrijos nariai) turi teisę į likviduojamos įmonės turto dalį, likusią tik pilnai patenkinus visų įmonės kreditorių reikalavimus. O įvertinus tai, kad įmonės likvidavimas užtrunka ilgą laiką, dėl įmonės veiklos sustabdymo ir turto pardavimo patiriama nemažų papildomų išlaidų, be to, pagal galiojančius įstatymus tenkinami ne tik kreditorių pirminiai reikalavimai, bet ir priskaičiuotos palūkanos bei delspinigiai, po visų įmonės kreditorių reikalavimų patenkinimo likviduojamos įmonės turto, skirto likviduojamos įmonės savininkams, dažniausiai nelieka. Todėl įmonės savininkai yra suinteresuoti sukurtą įmonės kapitalą ne kaupti įmonėje, o jį „išimti“ iš įmonės, tuo iš dalies apsidrausdami verslo nesėkmės atveju. Taigi kreditorių pirmumo prieš įmonės savininkus reglamentavimas neskatina rizikos kapitalo fondų investicijų. (Lietuvos Respublikos Civilinio Kodekso Patvirtinimo, Įsigaliojimo Ir Įgyvendinimo Įstatymas)

4) Akcinių bendrovių įstatymas. Įvertinus tai, kad iš Lietuvoje esančių įmonės rūšių akcinės bendrovės ir uždaros akcinės bendrovės teisinės formos yra labiausiai tinkamos investavimo į įmonę ir pasitraukimo iš finansinių investicijų formų, Akcinių bendrovių įstatymas yra vienas pagrindinių įstatymų, labiausiai įtakojančių privataus kapitalo investavimo mechanizmus, būdus, taikomas priemones, teisinius ir ekonominius santykius, susiklostančius investavus į įmonę privatų kapitalą, ir pan. Akcinių bendrovių įstatymas įtvirtina akcininkų lygybės, esant toms pačioms aplinkybėms, principą ir tai, kad kiekvienas akcininkas (tuo pačiu ir bet kuris investuotojas) akcinėje bendrovėje ar uždaroje akcinėje bendrovėje turi tokias teises, kokias suteikia jam nuosavybės teise priklausančios įmonės akcijos. Įstatymas nenumato jokių papildomų teisių ar prievolių priklausomai nuo to, ar įmonės akcininkas yra fizinis ar juridinis asmuo, ar akcininkas yra individualus ar kolektyvinis (institucinis) investuotojas. Privataus kapitalo (tuo pačiu ir rizikos kapitalo) investavimas į įmones yra grindžiamas Akcinių bendrovių įstatymo nuostatomis, reglamentuojančiomis akcijų pasirašymą, akcijų apmokėjimą, akcijų perleidimą, savų akcijų išsigijimą, pirmumo teisės išgyti naujai išleidžiamas įmonės akcijas atsisakymą ar suteikimą, įstatinio kapitalo didinimą, akcininkų įtakos, priklausomai nuo turimų akcijų paketo, pasiskirstymą įmonės valdyje, valdymo organų sudaryme, taip pat priimant įmonės strateginius ir veiklos sprendimus, akcininkų, turinčių skirtingą akcijų dalį suteikiamų teisių apsaugą ir interesų atstovavimą.

Akcinių bendrovių įstatymas, detalai reglamentuodamas akcinių bendrovių ir uždarų akcinių bendrovių akcininkų teises ir jų dalyvavimą įmonės valdyje priklausomai nuo turimos dalies įmonės įstatiniame kapitale, eliminuoja poreikį investicijų sutartimi detalai reglamentuoti tarpusavio santykius tarp esamų įmonės akcininkų, įmonės ir rizikos kapitalo investuotojo, jei tai nesiskiria nuo įstatyme reglamentuotos tvarkos. Tuo pačiu Akcinių bendrovių įstatymas sudaro pakankamai galimybių

priklausomai nuo poreikių esamiems įmonės savininkams ir rizikos kapitalo investuotojui suderinti abiemis pusėms priimtinus ir jų interesus atitinkančius rizikos kapitalo investavimo ir įmonės valdymo po investicijų atlikimo mechanizmus.

Atsižvelgiant į detalų įstatyminį reglamentavimą, šiuo metu Lietuvoje veikiančios, privataus kapitalą (tuo pačiu ir rizikos kapitalą) investuojantys subjektai veikia kaip uždaros akcinės bendrovės. Dažniausiai jos yra bankų ar kitų stambių investuotojų dukterinės įmonės. Rizikos kapitalo investavimui naudojamos pagrindinės įmonės į įstatinį kapitalą investuotas turtas, taip pat lėšos, suteiktos kaip akcininkų paskolos ar kredito įstaigų paskolos.

Nors Įstatymas numato galimybę įmonėms išleisti privilegijuotas akcijas, ar akcijas nesuteikiančias balsavimo teisių, praktikoje privataus kapitalo investuotojai retai jomis naudojasi, nes jos iki minimumo sumažina galimybes šių akcijų savininkams dalyvauti įmonės valdyme, ir apsunkina turimų akcijų realizavimą, pasibaigus rizikos kapitalo investavimo laikotarpiui. Todėl dažniausiai Lietuvoje privataus kapitalo investuotojai, investuodami į perspektyvių įmonių kapitalą, pageidauja įsigyti reikšmingą dalį balsų visuotiniame akcininkų susirinkime (akcijų paketą, sudarantį ne mažiau kaip 1/3 ir ne daugiau kaip 2/3 visų balsų), tuo užsitikrindami ne tik pageidaujamą investicijų grąžą, priklausančią nuo įmonės veiklos rezultatų, bet ir įgydami galimybę betarpiškai dalyvauti sprendžiant esminius įmonės veiklos, valdymo, pelno paskirstymo klausimus, prisidėti prie didesnės įmonės pridėtinės vertės sukūrimo. (Lietuvos Respublikos Akcinių Bendrovių Įstatymas)

5) Ūkinių bendrijų įstatymas. Kadangi ūkinių bendrijų teisinė forma tarp Lietuvos įmonių nėra populiari, šio įstatymo reglamentavimas rizikos kapitalo investavimui didelės įtakos neturi.

Remiantis kai kurių šalių rizikos kapitalo investavimo sektoriaus patirtimi, ūkinės komanditinės bendrijos (ribotos partnerystės bendrijos atitikmuo Lietuvos įmonių teisėje) teisinė forma yra svarstyta kaip viena iš rizikos kapitalo fondų veiklos organizavimo formų. Vienas komanditinės ūkinės bendrijos pagrindinių bruožų yra tas, kad komanditinės bendrijos atveju bendrijos nariai komanditoriai yra nušalinti nuo bendrijos reikalų tvarkymo ir sprendimų priėmimo. Komanditoriams suteikiama teisė gauti komanditinės ūkinės bendrijos pelno dalį, nustatytą komanditoriaus sutartyje ir pasibaigus komanditoriaus sutarčiai reikalauti grąžinti įnašą, įneštą į įmonę. Komanditinės ūkinės bendrijos valdymas yra perduotas bendrijos tikriesiems nariams, jiems taip pat suteikta teisė paskirstyti bendrijos pelną. Tačiau skirtingai nei kitose šalyse, Lietuvos Respublikos ūkinių bendrijų įstatymas reikalauja, kad komanditinėje ūkinėje bendrijoje būtų ne mažiau kaip du tikrieji nariai. Tai yra ne visada patrauklu rizikos kapitalo fondų atveju, nes fondo turto investavimas dažniausiai yra patikimas vienam ūkio subjektui – tikrajam bendrijos nariui, o kiti nariai dalyvauja bendrijoje lygiais pagrindais narių–patikėtinių (komanditorių) teisėmis, nesikišdami į bendrijos valdymą, kasdieninę veiklą, bendro turto investavimą į konkrečius projektus, neprisiima neribotos atsakomybės už bendrijos prievoles, o

tik pretenduodami į bendro turto valdymo ir investavimo sėkmingą rezultatą – uždirbtas bendrijos pajamas. (Lietuvos Respublikos Ūkinių Bendrijų Įstatymas)

6) Mokesčių įstatymai. Pelno mokesčio įstatymas reglamentuoja bet kokios teisinės formos juridinio asmens uždirbto pelno ir (arba) gautų pajamų apmokestinimo pelno mokesčiu tvarką. Pelno mokesčio įstatyme numatyta, kad investicinių kintamo kapitalo bendrovių, veikiančių pagal Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymą, investicinės pajamos, išskyrus dividendus ir kitą paskirstytąjį pelną, pelno mokesčiu neapmokestinamos.

Kita svarbi įstatymo nuostata, kuri turėtų suaktyvinti investicinę veiklą ir paskatinti kapitalo investavimą į įmones: yra ta, kad pelno mokesčiu yra neapmokestinamos turto vertės padidėjimo pajamos už įmonės akcijų perleidimą, jei akcijas perleidžiantis subjektas šioje įmonėje ne trumpiau kaip 2 (atskiris atvejais 3) metus turėjo daugiau kaip 25 procentus balsus suteikiančių akcijų. Ši nuostata turėtų skatinti investuoti ir steigti privataus kapitalo fondus Lietuvoje. Kadangi iki šiol dėl turto vertės padidėjimo gaunamos pajamos už įmonės akcijų perleidimą buvo apmokestinamos bendra tvarka, Lietuvos ir užsienio investuotojai, kurie investuodavo į Lietuvos įmonių akcijas investuojančias įmones bei kitus subjektus (fondus ir pan.) registruodavo užsienio valstybėje, o ne Lietuvoje. Panašios mokesčių lengvatos yra daugelyje šalių, o investicijų trukmė, kuriai suėjus taikoma mokestinė lengvata įvairiose šalyse svyruoja nuo 1 iki 7 metų.

Pelno mokesčio įstatyme taip pat numatyta, kad nuostoliai dėl įmonės akcijų perleidimo, jei akcijas perleidžiantis subjektas šioje įmonėje ne trumpiau kaip 2 metus be pertraukų turėjo daugiau kaip 25 procentus balsus suteikiančių akcijų, atskaitomi iš mokestinio laikotarpio apmokestinamųjų vertybinių popierių perleidimo pajamų, tačiau taip atskaitomų nuostolių suma negali būti didesnė už to mokestinio laikotarpio apmokestinamųjų vertybinių popierių turto vertės padidėjimo pajamų sumą, o neatskaityta tokio nuostolio suma į kitus mokestinius metus neperkeliamą. (Lietuvos Respublikos Pelno Mokesčio Įstatymas)

7) Pridėtinės vertės mokesčio įstatyme numatyta, kad PVM neapmokestinamos investicinių kintamojo kapitalo bendrovių, investicinių fondų valdymo paslaugos, taip pat kai kurios kitos finansinės paslaugos.

Kadangi privatūs fiziniai asmenys nėra pagrindiniai rizikos kapitalo investavimo dalyviai, todėl Gyventojų pajamų mokesčio įstatymo nuostatos rizikos kapitalo skatinimo aspektu nėra reikšmingos. (Lietuvos Respublikos Pridėtinės Vertės Mokesčio Įstatymas)

8) Valstybės ir savivaldybių turto valdymo naudojimo ir disponavimo juo įstatymas. Šis įstatymas reglamentuoja valstybės turto (tame tarpe ir finansinio turto) investavimą. Įstatyme ypač susiaurintos investavimo į įmones ir jų vertybinius popierius galimybės. Numatyta kad, sprendimus dėl valstybės turto investavimo priima Vyriausybė, o dėl savivaldybės turto – savivaldybės taryba. Taip pat įstatymas numato, kad valstybės turtas gali būti investuojamas tik į steigiamą viešąją įstaigą, akcinę

bendrovę ar uždara akcinę bendrovę, taip pat į šios rūšies juridinius asmenis didinat jų kapitalą, jei jų dalyvis yra valstybė. Vienas iš būtinų reikalavimų valstybės turto investavimui į juridinį asmenį yra jo valdymo kontrolės įgijimas ir išsaugojimas (reikalaujama, kad steigiamo juridinio asmens daugiau kaip 50 proc. balsų visuotiniame juridinio asmens dalyvių susirinkime priklausytų valstybei, šis reikalavimas taikomas ir nuosavo kapitalo didinimo dalyvių investuojamu papildomu kapitalu atvejais). Todėl vienintelis šiuo metu galimas valstybės dalyvavimas kapitalo rinkoje būdas yra valstybės turto investavimas per valstybės įsteigtą ir valdomą akcinę bendrovę ar uždara akcinę bendrovę, kuri savo vardu ir rizika investuotų jai priklausančią kapitalą į įmones ir vertybinius popierius. Siekiant valstybei intervencijos priemonėmis paskatinti rizikos kapitalo investavimą Lietuvoje, būtina patobulinti valstybės turto investavimo teisinį reglamentavimą, numatant galimybę valstybės turtą investuoti į specializuotus kolektyvinio investavimo subjektus – rizikos kapitalo fondus. (Lietuvos Respublikos Valstybės Ir Savivaldybių Turto Valdymo, Naudojimo Ir Disponavimo Juo Įstatymas)

9) Finansų įstaigų įstatymas. Įstatymas numato investicinių fondų ir kintamo kapitalo bendrovių valdymo įmonių veiklą, jų teikiamas valdymo ir investicines paslaugas priskirdamas finansinėms paslaugoms. Numatyta, kad valdymo įmonių veikla yra licencijuojama. Sudarytos teisinės sąlygos rizikos kapitalo fondo valdymą perduoti valdymo įmonėms, turinčioms investicinių fondų valdymo ir investavimo patirtį. (Lietuvos Respublikos Finansų Įstaigų Įstatymas)

Rizikos kapitalo fondų veiklos Lietuvoje teisinio reglamentavimo aspektai

Kadangi stambios, finansiškai stiprios įmonės, tokios kaip bankai, lizingo kompanijos, draudimo įmonės, kredito unijos, pensijų fondai ir investiciniai fondai yra pagrindiniai rizikos kapitalo investavimo dalyviai, jų veiklą reglamentuojantys aktai yra reikšmingi rizikos kapitalo sektoriaus plėtrai. Šiuo metu daugelyje įstatymų nėra griežto ribojimo investuoti laisvą kapitalą į įmones, kurių akcijomis nėra viešai prekiaujama, ar kolektyvinio investavimo subjektus. Kai kurių įstatymų, susijusių su privačiomis investicijomis, papildymai paskatino rizikos kapitalo investavimą, ypač pritraukiant ir panaudojant laikinai laisvus finansinius resursus, sukauptus minėtuose ūkio subjektuose.

Tačiau būtų tikslinga atskirai reglamentuoti rizikos kapitalo fondų investavimo principus ir veiklą, įvardijant galimus investicijų objektus, išskirti rizikos kapitalo fondus kaip vieną iš galimų ir „priimtinių“ investavimo sričių.

Nors rizikos kapitalo investuotojams ir suteikta galimybė pasidalinti rizika su kitais investuotojais, investavus į daugiau investicinių projektų ar skirtingų ūkio sektorių įmones (diversifikavus savo investicijas), tačiau siekiant suaktyvinti rizikos kapitalo sektoriaus plėtrą būtinas aktyvus valstybės vaidmuo. Vienas iš galimų būdų būtų finansinėmis injekcijomis (investicijomis į

bendrą su privačiais investuotojais valdomą rizikos kapitalo fondą) paskatinti rizikos kapitalo fondų steigimąsi ir rizikos kapitalo investavimą į perspektyvias Lietuvos ūkio šakas ar mažas ir vidutines įmones.

Patobulintas Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas šiek tiek suaktyvino rizikos kapitalo sektorių, tačiau didesniems tikslams pasiekti būtina taikyti rizikos kapitalo investavimo dalyvaujant valstybei schemą, kuri turėtų suaktyvinti rizikos kapitalo fondų steigimąsi ir jų veiklą Lietuvoje. Tai padėtų pritraukti privataus kapitalo iš Lietuvos ir užsienio valstybių privačių investuotojų ir paskatintų jį investuoti į mažas ir vidutines įmones, veikiančias Lietuvoje.

3.3. Rizikos kapitalo fondų investicijų pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos rūšis Lietuvoje

Informacija apie rizikos kapitalo fondų investicijų pasiskirstymą Lietuvoje tiesiogiai iš fondų yra sudėtingai gaunama. Todėl šitam magistriniam darbui buvo naudojami ir analizuojami 2007 m. Ūkio Ministerijos pateikti rizikos kapitalo fondų ataskaitos. Apžvelgiamos 172 investicijos, padarytos dvidešimties rizikos kapitalo fondų Lietuvoje 1994-2005 metais.

1994-2005 m. Lietuvoje didžiausio dėmesio sulaukė privatizuojamos maisto produktų ir gėrimų bendrovės (25 proc.), informacinių technologijų ir telekomunikacijų (ITT) (19 proc.), finansinio tarpininkavimo (12 proc.) bei statybos ir nekilnojamojo turto projektus vystančios įmonės (11 proc.). Analizuojamu periodu šios pramonės šakos pritraukė beveik 1 mlrd. Lt investicijų arba apie 67 proc. viso Lietuvoje investuoto rizikos kapitalo.

Iš maisto pramonės ženklios investicijos buvo daromos į pieno (*AB „Panevėžio pienas“, AB „Rokiškio sūris“, AB „Biržų pienas“, AB „Mažeikių pieninė“, AB „Pieno žvaigždės“, kt.*) ir alkoholio sektorius (*AB „Alita“, AB „Švyturys“, AB „Utenos gėrimai“, AB „Ragutis“, AB „Kauno alus“, AB „Kalnapilis“, kt.*). Investicijos į maisto produktų ir gėrimų pramonę sudarė apie 364 mln. Lt.

Analizuojant aukštųjų technologijų sektorių, reikėtų paminėti investicijas į tokias ITT įmones kaip *UAB Sonex grupė, AB Alna, MicroLink grupė, UAB Informacinės technologijos, UAB Ashburn International, UAB In Your Pocket* ir Lietuvos telekomunikacijų sektoriaus lyderį *AB Lietuvos telekomas*, kurios sudarė apie 270 mln. Lt. arba 19 proc. bendro rizikos kapitalo fondo investuoto kapitalo Lietuvoje. ITT įmonės daug investuoja į žmones ir technologijas, kas dažniausiai nėra tinkamas užstatas bankams, todėl tiek pasaulyje, tiek Lietuvoje ITT įmonės susilaukia ženklių rizikos kapitalo fondų investicijų. Vidutinis investicijos dydis į vieną įmonę siekė 15 mln. Lt, pagrindinės investicijos į ITT įmones buvo daromos 2000 m. (žr. 4 lent. kitame puslapyje)

4 lentelė. Rizikos kapitalo fondų investicijų Lietuvoje 1994–2005 m. pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos rūšis

Ekonominė veikla	Investicijų skaičius	Investuotas kapitalas	
		mln. Lt	%
Maisto produktų, gėrimų ir tabako	34	363,83	25,3%
<i>pieninės</i>	<i>16</i>		
<i>alkoholio</i>	<i>11</i>		
<i>kita</i>	<i>7</i>		
Informacinės technologijos ir telekomunikacijos (ITT)	18	269,27	18,8%
Finansinis tarpininkavimas	18	168,95	11,8%
<i>bankai</i>	<i>12</i>		
<i>draudimas</i>	<i>3</i>		
<i>kita</i>	<i>3</i>		
Statyba ir nekilnojamojo turto projektų vystymas	11	159,98	11,1%
Elektrinės ir optinės įrangos	12	82,39	5,7%
Tekstilės ir gaminių	14	68,39	4,8%
Viešbučiai ir restoranai	9	62,86	4,4%
Chemijos produktai ir vaistai	5	57,09	4,0%
Statybinių medžiagų	7	54,29	3,8%
Visuomeninės ir komunalinės paslaugos	9	45,58	3,2%
Transportas	7	40,12	2,8%
Prekyba	10	22,68	1,6%
Medienos ir gaminių, popieriaus	8	13,17	0,9%
Kita	10	26,66	1,9%
Iš viso:	172	1435,26	100,0%

Šaltinis: Lietuvos Respublikos Ūkio Ministerija

Aktyviausiai į finansinio tarpininkavimo paslaugas teikiančias įmones Lietuvoje buvo investuojama 1996–2002 metais, tai susiję su bankų (*AB Vilniaus Bankas (nuo 2007 SEB bankas), AB bankas Hermis, AB Ūkio bankas, AB Šiaulių bankas, kt.*) ir draudimo bendrovių (*AB Lietuvos draudimas, UAB LTB draudimas*) plėtra, įsigijimu. Investicijos į finansinio tarpininkavimo paslaugas teikiančias įmones sudarė daugiau nei 167 mln. arba 12 proc. viso Lietuvoje investuoto rizikos kapitalo, vidutinis investicijos dydis į vieną įmonę siekė apie 9 mln. Lt.

Per analizuojamą laikotarpį taip pat ženklios investicijos buvo daromos į statybos ir nekilnojamojo turto projektų vystymo įmones, bet šis sektorius investicijų susilaukė tik paskutiniais metais, jos siekia apie 160 mln. Lt. Daug investicinių projektų, tačiau mažesnių nei analizuojami aukščiau, 1994–2005 metais buvo daroma į elektrinės ir optinės įrangos pramonės įmones (net 12 investicinių projektų, į kuriuos investuota apie 82 mln. Lt), tekstilės ir trikotažo gaminių pramonę (14 investicinių projektų, investuota 68 mln. Lt). Tai investicijos į tokias įmones kaip *AB Vilniaus Vingis, AB Lietkabelis, AB „Alytaus tekstilė“, AB „Lelija“, AB „Utenos trikotažas“, AB „Vilkma“, AB „Trinyčiai“, AB „Kauno audiniai“, AB „Drobė“, AB „Siūlas“*.

Kaip matyti, 1994–2005 m. Lietuvoje daugiausia rizikos kapitalo investicijų sulaukė apdirbamosios pramonės įmonės, nors iš dalies pasitvirtino ir pasaulinė tendencija – investicijos į

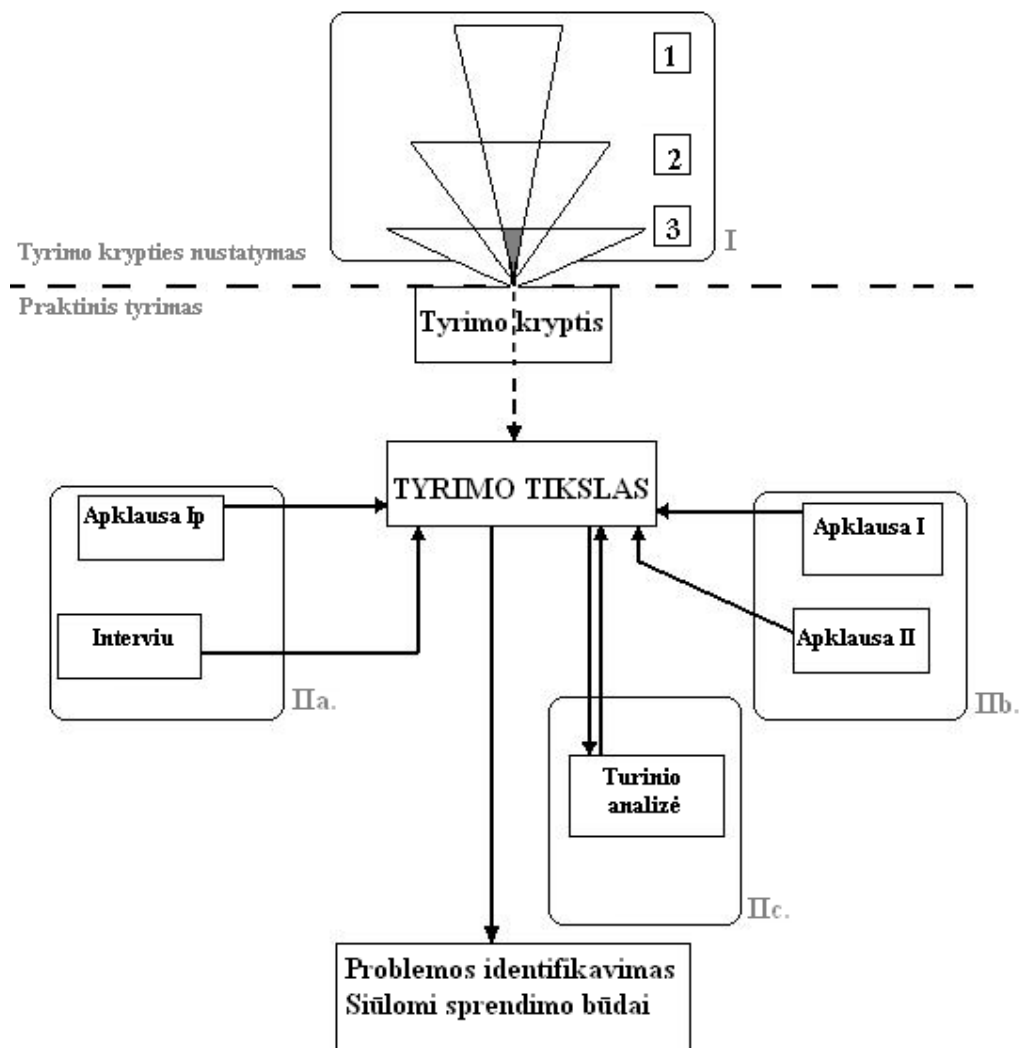
aukštųjų technologijų sektorių, tačiau jų buvo labai nedaug. Galima teigti, kad Lietuvoje rizikos kapitalo fondai labiau linkę investuoti į patirtį turinčias, ne naujas įmones. Be to, papildomai reikėtų išsiaiškinti rizikos kapitalo fondų veiklos ypatumus Lietuvoje, kurie galėtų vienaip ar kitaip turėti įtakos inovaciniam verslui (pagrindinis – aukštųjų technologijų sektorius). Numatoma netiesioginė rizikos kapitalo fondų finansavimo paskirtis, kai investuojama į tradicinį verslą ir dėl didelės rizikos vengiamas tiesioginis fondų finansavimo principas. Nors rizikos kapitalas ir investuojamas į informacines technologijas bei telekomunikacijas, kurios atstovauja aukštųjų technologijų sektorių, tačiau daugelis jų yra tik pelningų, Lietuvai pritaikytų, bet užsienyje sukurtų produktų atkartojimas, o ne naujos produkcijos kūrimas. Kai inovatyvus verslas, turintis išskirtinę specifiką arba visiškai naują koncepciją, nesulaukia pakankamo investavimo iš vietinių rizikos kapitalo fondų, jis arba traukiasi į užsienį, arba bando pritraukti užsienio privatų kapitalą. Siekiant išsiaiškinti Lietuvos rizikos kapitalo fondų investavimo ypatumus, šiame darbe atliekami Lietuvoje veikiančių rizikos kapitalo įmonių investavimo strategijų, politikos, investicijų ir jų vertės kūrimo būdų vertinimai, rizikos kapitalo sektoriaus Lietuvoje plėtrą lemiančių veiksnių analizė bei šio kapitalo investicijų paklausos Lietuvoje tyrimas, inovacinio verslo konkurencingumo privalumų, taip pat Lietuvos inovacinio verslo aplinkos apžvalgos.

4. TYRIMO METODOLOGIJA

Tyrimo tikslas. Išanalizavus Lietuvos rizikos kapitalo fondų veiklą parengti siūlymus šių fondų investavimo proceso tobulinimui.

Tyrimo objektas. Rizikos kapitalo fondų investavimo procesas.

Tyrimo organizavimas prasideda nuo tyrimo krypties paieškos. Tyrimo krypties identifikavimas susideda iš trijų uždavinių: rizikos kapitalo fondų, kaip investicinių bendrovių teorijos analizės, jų patirties atskirose užsienio valstybėse palyginimo ir rizikos kapitalo fondų situacijos nagrinėjimo Lietuvoje. Pirmų trijų uždavinių analizė ir apibendrinimas suformuojantis tyrimo kryptį, schematizuotai pavaizduotas 11. pav. (I – tyrimo krypties nustatymas)



Šaltinis: sudarytą darbo autoriaus

11 pav. Tyrimo organizavimo schema

Empirinio tyrimo aprašymas. Suformulavus tyrimo kryptį pereinama prie tyrimo tikslo. Norint apžvelgti rizikos kapitalo fondų ypatumus Lietuvoje reikėtų įsigilinti į keletą rizikos kapitalo fondų analizės etapų, šiame darbe jų bus trys (IIa, IIb, IIc), kaip nurodyta 11 pav.

o **IIa.** – rizikos kapitalo fondų pasiūlos galimybių ir prioritetų apžvalga.

Jai bus naudojami 2006 m. Lietuvos Ūkio Ministerijos užsakymu atliktos rizikos kapitalo fondų apklausos rezultatai. (**Apklausa Ip**). Apžvalgos metu bus įvertinamos Lietuvoje veikiančių rizikos kapitalo įmonių investavimo strategijos, rizikos kapitalo sektoriaus plėtrą įtakojantys veiksniai. Pateikiamas Lietuvoje veikiančių rizikos kapitalo fondų sąrašas.

Taip pat bus naudojama interviu rezultatų analizė (**Interviu**)

o **IIb.** – rizikos kapitalo investicijų paklausa Lietuvoje.

Šitame analizės etape bus atlikta palyginamoji dviejų apklausų analizė:

Viena apklausa buvo atlikta Ūkio ministerijos užsakymu, smulkaus ir vidutinio verslo analizei, 2004 m. (**Apklausa I**),

kita – šio darbo metu (2009 m.) atlikta anketinė apklausa dėl rizikos kapitalo investicijų paklausos (**Apklausa II**).

o **IIc.** – inovacinio verslo Lietuvoje analizė, siekiant nustatyti kaip aktyviai minėtas verslas gali naudotis rizikos kapitalo teikiama nauda (**Turinio analizė**)

Čia bus paminėti inovacinio verslo konkurencingumo privalumai, atlikta Lietuvos inovacinio verslo aplinkos apžvalga, įvertinti inovacinių įmonių rizika ir finansiniai šaltiniai.

Tyrimo metodika. Tyrimui atlikti buvo pasirinktas kiekybinis būdas. Išsamiam kiekybiniam tyrimui atlikti buvo pasirinkta anketinė apklausa (**Apklausa II**), interviu (**Interviu**) ir turinio analizė (**Turinio analizė**). Kitų dviejų (**Apklausa Ip** ir **Apklausa I**) anketinių apklausos rezultatai yra gauti iš Ūkio Ministerijos pateiktų metinių darbų (2004 ir 2006m.) ataskaitų.

Apklausa (anketavimas) (IIb. Apklausa II)

Tai duomenų rinkimo metodas, kai respondentas pats savarankiškai pildo pateiktą klausimyną.

Apklausa yra viena iš kiekybinių tyrimų rūšių, kuri atliekama ieškant gilesnio ryšio. Remiantis V. Pranulio nuomone, anketa yra į tam tikrą formą bei loginį nuoseklumą sudėliotų klausimų kompleksas, kuris naudojamas iš apklausiamųjų asmenų informacijai surinkti. Taigi, imantis kurti anketa, visais atvejais yra svarbiausi du dalykai. Pirmas, būtina išsiaiškinti ir tiksliai apibrėžti, ką norime ištyrėti ir į kokius galutinius klausimus atsakyti, pasitelkdami tą informaciją, kurią planuojame surinkti anketos pagalba. Antra, kokios žinios turi būti surinktos, kad vėliau apdorojant anketa būtų gauta informacija, leidžianti atsakyti į svarbiausius tyrimo klausimus.

Anketinės apklausos tikslinė grupė. Apklausos respondentai yra pasirinkti atsižvelgiant į rizikos kapitalo fondų investicijų galimus ar būsimus gavėjus Lietuvoje. Tai buvo 500 skirtingos

veiklos įmonių Lietuvoje ir šalies aukštųjų mokyklų 3-4 kurso studentai, kurių studijų pakraipa yra susijusi su verslo kūrimu.

Anketinės apklausos imtis

Atliekant tyrimus yra labai svarbu nustatyti imties dydį, kadangi jis nusako tyrimo rezultatų patikimumą. Apklausos imties dydis buvo nustatomas, siekiant patikimai įvertinti poreikį investicijoms. Norint gauti 95 % apklausos patikimumo laipsnį, reikia parinkti norimą atrankos paklaidą (10,5 arba 1 proc.). Nustačius norimą 5 proc. atrankos paklaidą bei proporciją – 50 %, tenka apklausti 385 respondentus. Kadangi viena imtis buvo studentai, kita – įmonių vadovai arba jų savininkai, todėl skaičius buvo padaugintas iš 2. Taigi, iš viso yra apklausta 770 respondentų.

Imtis apskaičiuojama pagal formulę:

$$n = \frac{z^2 \cdot p \cdot (1 - p)}{e^2}$$

n - reikiamas imties dydis;

z - standartinės paklaidos dydžio vienetai normaliaame pasiskirstyme, kuris atitiks norimą patikimumo laipsnį (95% patikimumui $z=1.96$);

e – atrankos klaida (maksimalus skirtumas tarp imties ir populiacijos proporcijų). ($e=0,05$);

p - populiacijos proporcijos, kurios atitinka domimas charakteristikas ($p=0.5$).

$$\text{Tada } n = \frac{1.96^2 \cdot 0,5 \cdot (1 - 0,5)}{0.05^2} = \frac{0,9604}{0,0025} \approx 385, \text{ reikalingas imties skaičius yra } 2n=770.$$

Buvo apklausta 800 respondentų.

Anketinės apklausos eiga

Tyrimas buvo atliekamas 2009 m. nuo birželio iki rugsėjo mėn.

Miestai: Vilnius, Kaunas, Klaipėda, Šiauliai, Panevėžys

Juridiniams asmenims anketos buvo siunčiamos el.paštu, studentams anketos buvo pateikiamos tiesiogiai.

Anketa. Anketa sudaryta iš 12 klausimų (žr. 2 priedas). Vienas klausimas buvo skirtas respondentų socialinei-demografiniai charakteristikai. Kiti klausimai yra įvairių tipų – atviri ir uždari, dalis jų multichotominiai (daugiau nei dvi pasirinkimo alternatyvos), yra vienas klausimas sudarytas pagal penkių balų Likerto skalę (rizikos kapitalo fondų tinkamumo ir pasitenkinimo vertinimui). Prie klausimų pateikti pasirinkimo variantai, kad klausiamajam netektu gaišti laiko pačiam ieškant tikslaus atsakymo. Kai kur paliekama galimybė respondentams patiems pateikti savo nuomonę.

Klausimyno pagrįstumas

Apklausos metu buvo siekiama įvertinti investicijų paklausą Lietuvoje, išskiriant rizikos kapitalo fondus. Klausimynu buvo siekiama išsiaiškinti įmonių poreikį investicijoms, diferencijuojant jas pagal ekonomines veiklos sritis. Taip pat buvo siekiama gauti informacijos apie įvairius finansavimo

šaltinius. Buvo norima nustatyti ateities poreikį investicijoms tiek pagal ekonomines veiklos rūšis, tiek ir pagal finansavimo šaltinius. Atskiri klausimai pateikti, siekiant išsiaiškinti, kaip respondentai vertina rizikos kapitalo fondus. Taip pat buvo siekiama nustatyti investicijų polinkį (GAL POREIKĮ ?) inovacijų diegimui, moksliniams tyrimams.

Duomenų apdorojimas. Gauti atsakymų rezultatai apdoroti ir išreiškiami procentine išraiška.

Apklausa – interviu (telefonu) (IIa. Interviu)

Tai duomenų rinkimo metodas kuomet su respondentu bendraujama ne tiesiogiai, o telefonu, pagal iš anksto parengtą klausimyną. Telefoninėms apklausoms rekomenduojami standartizuoti klausimynai su uždaraais klausimais. Telefoninė apklausa yra trumpa, fokusuota į koncentruotos informacijos rinkimą. Pasirinkęs telefoninę apklausą tyrėjas operatyviai gauna atsakymus į jį dominančius klausimus.

Interviu apklausos tikslinė grupė

Apklausos respondentai – rizikos kapitalo fondų ar jų padalinių darbuotojai. Detalesnė informacija yra konfidenciali.

Interviu apklausos imtis

Kadangi pagrindinis interviu tikslas buvo informacijos apie investavimo pasirinkimo kriterijus gavimas, tai norinčių atsakyti buvo nedaug. Iš 20 galimų apklaustųjų, atsakymus suteikė 4 darbuotojai. Duomenys apie įmones, bei jų darbuotojus bendru susitarimu nebus skelbiami.

Pateiktų klausimų sąrašas:

1. Ar Jūs esate rizikos kapitalo investuotojai?
2. Kaip dažnai ir kiek gaunate užklausimų dėl galimybių gauti rizikos kapitalo investicijas ?
3. Į kokias verslo veiklos sritys dažniausiai investuojama?
4. Ar Jūs teikiate pirmenybę inovatyviam verslui?
5. Kas labiausiai lemia investicijas į inovatyvų verslą?
6. Ar turite papildomų sąlygų portfelinių įmonių investicijoms ?
7. Kaip vertinate investicijų teisinį reglamentavimą Lietuvoje?
8. Kokį vaidmenį turi (jei turi) valstybės inicijuotos bendro investicinio portfelio lėšos?

Šaltinis: sudarytą darbo autoriaus

Klausimyno pagrįstumas

Interviu metu buvo pateikiami klausimai, padedantys nustatyti, kiek pasikeitė rizikos kapitalo fondų politika, lyginant su 2005-2006 m. Buvo siekiama įsitikinti, ar investuojamas kapitalas yra būtent rizikos kapitalas. Norint išsiaiškinti rizikos kapitalo fondų populiarumą, buvo pateiktas klausimas dėl paraiškų rizikos kapitalo investicijoms (jų dažnumas, periodiškumas, verslo veiklos sritis). Taip pat buvo siekiama nustatyti kokią vietą rizikos kapitalo fondų investavimo sistemoje

užima inovatyvus verslas ir kokią įtaką turi valstybės vaidmuo, kuriant rizikos kapitalo investicinius portfelius. Interviu metu bandyta sužinoti teisinės bazės pokyčių įtaką rizikos kapitalo fondų kūrimui Lietuvoje.

Turinio analizė (IIc. Turinio analizė)

Tyrimo būdas, kurį būtų galima naudoti bet kokios formos pranešimų analizei. Tai nuoseklus informacijos tyrimo metodas, kurio esmė – suformuluoti tyrimo klausimą, parinkti tiriamojo reiškinių kriterijus ir skaičiuoti šių kategorijų pasikartojimo dažnumą įvairaus pobūdžio dokumentuose.

Turinio analizė skiriasi nuo kitų tyrimų tuo, kad čia stebimi ir analizuojami pranešimai, o ne žmonės. Jis suteikia galimybę atlikti tyrimus, kuriuose nei siuntėjas, nei gavėjas nežino, kad yra analizuojami. Šios analizės kiekybiškumas reiškia, kad tokio tyrimo tikslas – neverbalinę, nekiekybinę informaciją daryti išmatuojama. Šiuo metodu surinkti duomenys matuojami statistikai ir skaitmenimis. Skaičių naudojimas leidžia pateikti tyrimo rezultatus didesniu tikslumu. Kiekybiniai skaičiavimai padeda tyrėjui išvengti įspūdžiais pagrįstų interpretacijų. Turinio analizė leidžia konkrečiais skaičiais iliustruoti, kaip pakito ar naujai susiformavo inovatyvus verslo aplinka Lietuvoje, kam skiriama daugiau dėmesio.

Problemos identifikavimas

Tyrimo metu tikimasi identifikuoti galimą rizikos kapitalo fondų investavimo problematiką Lietuvoje, išanalizuoti rizikos kapitalo fondų investavimo ypatumus (nustatant pagrindines kliūtis, stabdančias rizikos kapitalo portfelinių įmonių veiklos plėtrą Lietuvoje). Taip pat siekiama numatyti ir pateikti siūlymus rizikos kapitalo tikslinio investavimo skatinimui Lietuvoje.

5. RIZIKOS KAPITALO INVESTICIJŲ PAKLAUSA, PASIŪLA IR INOVACINIS VERSLAS LIETUVOJE

5.1. Lietuvoje veikiančių rizikos kapitalo įmonių investavimo strategijų vertinimas

Siekiant įvertinti rizikos kapitalo įmonių investavimo strategiją, ją įtakančius veiksnius, kurie iš dalies atspindi tiesioginį rizikos kapitalo fondų investicijų teikiamą pasiūlą, I-mai tyrimo daliai bus naudojami 2006 m. Lietuvos Ūkio Ministerijos užsakymo darytos rizikos kapitalo fondų apklausos rezultatai (metodikoje nurodyta **Apklausa Ip**). Apklausoje buvo pateikti 27 klausimai, kuriuos būtų galima suskirstyti į 3 grupes: a) bendro pobūdžio informacija apie rizikos kapitalo įmones; b) rizikos kapitalo įmonių investavimo politika, investicijos ir jų vertės kūrimo būdai; c) rizikos kapitalo sektoriaus Lietuvoje plėtrą įtakojančios veiksniai.

4 iš 6 apklausoje dalyvavusių įmonių buvo uždarnosios akcinės bendrovės (UAB), kitos dvi – užsienyje registruotų įmonių atstovybės Lietuvoje. Jų sudarytojai (investuotojai) yra Lietuvos ir užsienio fiziniai ir juridiniai asmenys, dviejų įmonių – šalies bankai. Šios 6 įmonės yra įregistruotos 1996–2005 m.

Detalesnė bendro pobūdžio šios apklausos informacija nėra tiek aktuali, kiek rizikos kapitalo įmonių investavimo politikos, investicijų, jų vertės kūrimo būdų, rizikos kapitalo sektoriaus plėtros ir kitų įtakančių veiksnių analizė Lietuvoje. Tokios apklausos apžvalga suteikia daugiau galimybių tikslesniam rizikos kapitalo fondų ypatumų Lietuvoje įvertinimui.

Šios apklausos rezultatai yra aktualūs ir šiais metais, nes iš esmės nuo 2006 metų rizikos kapitalo sektorius mažai pasikeitęs, atsirado papildomai 2 rizikos kapitalo fondai, kurių valdymo įmonės nėra Lietuvoje. Nemažas aktyvumas matėsi tik 2007 m. (buvo aptarta 3 skyriuje). Vienintelis pasikeitimas, kuris galėtų turėti įtakos rizikos kapitalo sektoriui yra patobulinta (bet ne tobula) teisinė bazė. Tačiau nuosmukio metu ir jį nesuteikė didesnių galimybių rizikos kapitalo fondams įsikurti Lietuvoje.

5.1.1. Rizikos kapitalo įmonių investavimo politikos, investicijų ir jų vertės kūrimo būdų analizė

Prioritetiniai sektoriai, įmonės: iš apklausos duomenų rezultatų paaiškėjo, kad dauguma rizikos kapitalo įmonių prioritetinių sektorių ar prioritetinių įmonių neišskiria (nebent orientavimas į mažų ir vidutinių įmonių finansavimą). Kelios rizikos kapitalo įmonės nurodė, kad gyvenamoji statyba nėra jų prioritetinis sektorius. 3 įmonių vadovai iš 6 nurodė, jog jų prioritetiniai sektoriai yra greito vartojimo prekių, biotechnologijų, media/reklamos, elektros prietaisų gamybos, paslaugų, statybinių medžiagų gamybos, biuro įrangos prekybos, technologijų, IT, sveikatos apsaugos įmonės, žemės ūkis.

Anketoje rizikos kapitalo įmonės nurodo, kad dažniausiai investavo (pagal Smulkaus ir vidutinio verslo įstatymo nuostatas) į: *vidutines* (4 iš 6), *mažas* (3 iš 6), *dideles* (3 iš 6) ir *labai mažas* (2 iš 6)

įmonės. Nėra žinoma koks yra tikslus investicijų pasiskirstymas pagal šį įmonių grupavimą Lietuvoje, nes rizikos kapitalo įmonės tikslų duomenų nepateikė.

EVCA duomenis, 2005 m. Europoje bent 78 proc. visų investicijų skaičiaus sudarė investicijos į įmones, kuriose dirbo mažiau nei 100 žmonių. 2008 m. – 69 proc. Galima būtų manyti, kad Lietuvoje tendencija yra panaši.

Tik 2 iš 6 apklaustų rizikos kapitalo įmonių nurodė, jog teikia pirmumą pradedančioms veiklą įmonėms, tačiau tik viena jų nurodė, jog turi specialų startinio kapitalo fondą, kuris investuoja į tokias naujai veiklą pradedančias įmones (šis fondas įregistruotas 2004 m.) ir dažnai investavo į įmones jų steigimosi etape. Visos kitos apklaustos rizikos kapitalo įmonės nurodė, kad nenoriai finansuoja naujas įmones (tiek pradinis, tiek veiklos pradžiai skirtas kapitalas), nurodydamos, kad su tokiomis įmonėmis yra daug darbo, praktiškai tiek pat, kiek su didelėmis, o grąža labai skiriasi (yra daug mažesnė). Bet čia ne tik Lietuvos problema. Tokia problema egzistuoja ir šalyse, kuriose rizikos kapitalo sektorius yra gerai išvystytas.

Iš apklausos duomenų taip pat matyti, kad dažniausiai rizikos kapitalo fondai finansavo įmones, kurios veikė daugiau kaip 5 metus (5 iš 6) arba turėjo bent 1–3 metų veiklos istoriją (2 iš 6). Visas Lietuvos rizikos kapitalo įmonės domina įmonių plėtra (6 iš 6), taip pat kapitalo pakeitimas – 4, išpirkimai – 3.

Portfelio įmonės atrinkimo kriterijai. Apklausoje dalyvavusios rizikos kapitalo įmonės per metus įvertina nuo 20 iki 40 projektų, vidutiniškai įvykdo apie 10 investicijų per metus. Atsakydamos į anketos klausimus rizikos kapitalo įmonės nurodė, kad parenkant portfelio įmonę, iš vidinių analizuojamos įmonės veiksmų, svarbiausi yra *įmonės finansinė būklė* (skolos rodiklis, pinigų sratai, pelningumas) (5 iš 6) ir *įmonės veiklos strategija* (5 iš 6), kitas svarbus kriterijus – *valdymo personalo darbuotojų kvalifikacijos* lygis (4 iš 6). Mažiau svarbiais nurodomi techninio–gamybinio personalo kvalifikacijos lygis ir naudojamų technologijų naujumas (2 iš 6).

Iš išorinių veiksnių portfelio įmonėse svarbiausi yra *konkurencijos laipsnis rinkoje* (6 iš 6) ir *įmonės pardavimų augimas* (4 iš 6). Apklausoje dalyvavusios rizikos kapitalo įmonės nurodo, kad joms mažiausiai svarbus *rinkų geografinis išsidėstymas*, tačiau paanalizavus į kokio Lietuvos regiono įmonės dažniausiai investavo Lietuvoje veikiantys rizikos kapitalo įmonės, matyti, jog iš 10 Lietuvos regionų daugiausia buvo investuojama į Vilniaus (4 iš 5), Utenos (4 iš 5), Klaipėdos (3 iš 5) ir Panevėžio (3 iš 5) regionus. Taip pat rizikos kapitalo įmonės investavo į Kauno (2 iš 5), Alytaus (2 iš 5), Šiaulių (1 iš 5) ir Marijampolės (1 iš 5) apskrityse veikiančias įmones. 2 iš 5 rizikos kapitalo įmonės nurodė, kad dalį fondų lėšų investuoja Lietuvoje, dalį – Latvijoje ir Estijoje.

Investuojamų sumų dydis į vieną portfelio įmonę: rizikos kapitalo fondai, investuojantys į mažas ir vidutines įmones, nurodo, jog investuojamų sumų dydis svyruoja nuo 100 tūkst. Lt iki 1 mln. Lt (atskirais atvejais būna ir didesnės sumos). Rizikos kapitalo fondų, investuojančių į dideles įmones,

investuojamos sumos dydis siekia iki 17 mln. Lt į vieną portfelio įmonę. Rizikos kapitalo fondo, investuojančio į besikuriančias įmones, investicijos suma į vieną portfelio įmonę nesiekia 50 tūkst. Lt. Apklausoje dalyvavusios rizikos kapitalo įmonės nurodė, jog vidutiniškai investicijos į vieną portfelio įmonę siekė: iki 200 tūkst. Lt (1 iš 6), nuo 200 iki 500 tūkst. Lt (2 iš 6), nuo 3 iki 5 mln. Lt (2 iš 6), daugiau kaip 5 mln. Lt (2 iš 6).

Vidutinis rizikos kapitalo fondų investavimo į įmones terminas. Apklaustų rizikos kapitalo įmonių investicijos vienodai pasiskirstė – trečdalis investavo 2–3 metams, tiek pat rizikos kapitalo įmonių investavo 3–4 ir daugiau kaip 4 metams.

Beveik visos rizikos kapitalo įmonės suteikė finansavimą įmonėms išperkant esamų akcijų dalį (5 iš 6). Taip pat rizikos kapitalo fondai investavo į įmonės kapitalą, didinant įstatinį kapitalą, arba didinant įstatinį kapitalą ir papildomai suteikiant akcininko paskolą, taip pat "mezzanine" (finansavimo šaltinis, pagal savo bruožus turintis tiek bankinių paskolų, tiek akcinio kapitalo elementų ir užimantis tarpinę poziciją tarp šių dviejų pagrindinių kapitalo formų) kapitalo investavimas, kitos įmonės (dukterinės įmonės) įsteigimas ir investavimas į ją.

Vertės kūrimo metodai. Apklausoje dalyvavusios rizikos kapitalo įmonės populiariausiais vertės kūrimo metodais nurodė: *finansinių/investicinių srautų valdymą* (6 iš 6), *portfelio įmonės strategijos parinkimą/keitimą* (4 iš 6), *įmonės rinkodaros plano parengimą* (4 iš 6) ir *įmonės valdymo personalo pertvarkymą* (4 iš 6). Pastarąsias veiklas taiko tos rizikos kapitalo įmonės, kurios investuoja ilgesniam laikotarpiui. Apklausoje dalyvaujančios rizikos kapitalo įmonės nenurodė, jog aktyviai užsiima technologijų paieška, konsultavimu teisiniais klausimais, taip pat jos nelinkusios organizuoti mokymų vadovams. Tai dažniausiai susiję su rizikos kapitalo fondų investavimo strategija. Rizikos kapitalistai dažnai pabrėžia, jog vienas iš svarbiausių įmonės pasirinkimo kriterijų yra žmogiškieji ištekliai, t. y. tiek portfelio įmonės, tiek rizikos kapitalo įmonės valdymo personalo kvalifikacijos lygis.

Pasitraukimo galimybės: Lietuvoje rizikos kapitalo fondų dažniausiai naudojami pasitraukimo iš portfelio įmonių būdai yra: *pardavimas kitam rizikos kapitalo fondo ar strateginiam investuotojui* (4 iš 6), *akcijų pardavimas esamiems įmonės akcininkams arba vadovams* (2 iš 6), *pardavimas kitai įmonei* (2 iš 6). Rečiausiai naudojamas būdas – pardavimas teikiant pirminį viešą pasiūlymą (IPO), kurį kaip pasitraukimo būdą nurodė naudojanti tik viena rizikos kapitalo įmonė. Visos įmonės akcentavo kapitalo rinkos svarbumą kaip patraukliausią pasitraukimo iš portfelio įmonės būdą ne tik rizikos kapitalo įmonei, bet ir likusiems portfelio įmonės akcininkams.

5.1.2. Rizikos kapitalo sektoriaus Lietuvoje plėtrą įtakančių veiksnių analizė

Apklaustosios rizikos kapitalo įmonės investavimo galimybes Lietuvoje 5 balų skalėje įvertino kaip „geras“ (4 balais), nors šis vertinimas svyravo nuo 3 iki 5 balų. Pagrindinė tokio vertinimo priežastis – Lietuvos rizikos kapitalo rinkos palyginimas su Estijos ir Latvijos rinkomis: Lietuva

vertinama palankiausiai, nes Estijoje ir Latvijoje didelė rizikos kapitalo įmonių konkurencija, dauguma privačių bendrovių jau išpirktos tarptautinių rizikos kapitalo fondų. Rizikos kapitalo įmonių vertinimu, Lietuvos rizikos kapitalo sektoriaus plėtra labai priklausys nuo *šalies ekonomikos augimo, kapitalo rinkos išsivystymo lygio, aiškaus rizikos kapitalo fondo ar/ir rizikos kapitalo įmonės steigimo, valdymo, investavimo, priežiūros reglamentavimo, investuotojų į rizikos kapitalo fondų pajamų apmokestinimo lengvatos taikymo, teisinių sąlygų bankams, draudimo bendrovėms, investiciniams ir pensijų fondams investuoti į rizikos kapitalo fondus sudarymas, ir naujų, inovatyvių įmonių kūrimosi spartos.*

3 iš 6 apklaustų rizikos kapitalo įmonių mano, jog valstybė turėtų finansiniais ištekliais skatinti rizikos kapitalo fondų veiklą Lietuvoje, viena rizikos kapitalo įmonė nurodė, jog „ne“ ir dvi rizikos kapitalo įmonės nurodė, kad valstybė neturėtų daryti finansinės „įtakos“, bet turėtų teisiškai reglamentuoti rizikos kapitalo fondų veiklą. Rizikos kapitalo įmonių nuomone, priimtinausios ir efektyviausios valstybės intervencijos priemonės būtų *tiesioginės finansinės investicijos į kelis specializuotus rizikos kapitalo fondus, kurių privatūs valdytojai būtų parenkami konkurso būdu* (3 iš 6) *ir mokesčių lengvatos (pelno mokesčio ir pan.) rizikos kapitalo fondų investicijoms, atitinkančioms tam tikrus kriterijus* (4 iš 6).

Taip pat rizikos kapitalo įmonės nurodė, kad valstybė, skatindama rizikos kapitalo investicijas tam tikruose sektoriuose, galėtų dengti auditorių ir teisinių paslaugų kaštus, kurie yra neišvengiami investavimo proceso metu (paprastai investavimo procesas vyksta tokia tvarka: randama potenciali įmonė, įvertinama jos finansinė būklė ir perspektyvos, susiderama dėl kainos ir tada prašoma auditorių įvertinti visą įmonės veiklą ar konkrečias sritis. Jei įmonės pateikta informacija ir auditorių išvados nesiskiria (jei skiriasi, tai iš naujo deramasi dėl kainos arba atsisakoma investuoti), tai sandoris baigiamas (sutvarkomas juridškai) ir prasideda darbas portfelio įmonėje).

Taip pat rizikos kapitalo įmonės nurodė, kad sumažėtų rizikos kapitalo fondų išlaidos, jei būtų galima portfelio įmonėse įdarbintiems valdybos nariams mokamas išmokas apmokestinti palankesnėmis sąlygomis (dauguma rizikos kapitalo įmonių orientuojasi į aktyvaus investuotojo vaidmenį ir dažniausiai dirba portfelio įmonės valdybose, kurie gauna tantjemas (apmokestinamas 27 proc. pajamų mokesčiu) ir nėra įdarbinami į portfelio įmones dėl dar didesnių, su darbo santykiais susijusių, mokesčių).

Rizikos kapitalo įmonės palankiai vertino plėtros galimybes Lietuvoje ir investavimo strategijos keisti neketino. Tačiau jos akcentavo, jog Lietuvos rizikos kapitalo sektoriaus plėtra labai priklausys nuo šalies ekonomikos augimo; kapitalo rinkos išsivystymo lygio; aiškaus rizikos kapitalo fondo ar/ir rizikos kapitalo įmonės steigimo; valdymo, investavimo, priežiūros reglamentavimo; investuotojų į rizikos kapitalo fondus pajamų apmokestinimo lengvatų taikymo, teisinių sąlygų bankams, draudimo

bendrovėms, investiciniams ir pensijų fondams investuoti į rizikos kapitalo fondus sudarymas; naujų, inovatyvių įmonių kūrimosi spartos.

Rizikos kapitalo investuotojai įmones renkasi pagal rinkos augimo potencialą ir vadovų kompetenciją. Mažiausiai jų dėmesio sulaukia veiklą pradedančios įmonės.

Investicijų koncentracijos į vieną ar kelis sektorius, taip pat specializacijos, finansuojant pradedančias įmones, kaip galimų (perspektyvių) investavimo strategijų, apklaustosios rizikos kapitalo įmonės neišskiria dėl per mažo potencialių projektų skaičiaus. Lietuvos rizikos kapitalo fondų per metus įvertinamų projektų srautas yra apie 50 proc. mažesnis lyginant su užsienio šalyse nusistovėjusia norma, todėl rizikos kapitalo įmonės nurodo, kad šis srautas dar labiau sumažėtų, jeigu įmonės būtų pasirenkamos tik iš konkretaus sektoriaus ar pagal įmonių vystymosi etapą.

Rizikos kapitalo įmonės nurodė, kad joms būtų mažai iš ko rinktis, jei tektų finansuoti tik kokį nors konkretų sektorių. Tačiau, 2009 m. vykdomo telefoninio interviu (metodikoje nurodytas **Interviu**) metu paaiškėjo, kad norinčių gauti rizikos kapitalo finansavimą yra pakankamai daug. Taip pat, buvo išsiaiškinta, kad įmonės pasirenkamos ne pagal galimas perspektyvas, o pagal tikėtiną stabilumą. Tai rodo, kad investuojama į tradicinį verslą, kurio grąža jau laukiama po 2-3 metų.

Atsižvelgiant į užsienio valstybių patirtį ir į tai, kad vykdomi investiciniai projektai stambėja, tuo pačiu didėja ir nuosavo kapitalo investicijų poreikis pinigine išraiška, pageidaujamų rizikos kapitalo investicijų trukmė turėtų būti ilgesnė (4-6 metai).

Interviu metu 2 iš 4 skirtingų rizikos kapitalo įmonių specialistai nurodė, kad rizikos investicijas į pradedančiąsias įmones ar inovatyvų verslą lemia investicinio portfelio savininkų papildomi reikalavimai ir kai portfelyje yra valstybės finansinių injekcijų. Kai investicinį portfelį iš dalies sudaro ir valstybės lėšos, būna kitokio pobūdžio įmonių atranka t.y. tuomet dažniausiai pirmenybė skiriama inovatyviam ir besikuriančiam verslui, nors ir labai rizikingam. Kitaip sakant, valstybės investuojamos lėšos leidžia pasidalinti rizika tarp pagrindinių investuotojų ir valstybės. Kitų dviejų rizikos kapitalo įmonių specialistai neturėjo konkrečios nuomonės šiuo klausimu.

Interviu metu paaiškėjo, kad rizikos kapitalo investuotojai Lietuvoje nelinkę investuoti į inovatyvias įmones (dėl per didelės rizikos) ar naujai besikuriantį verslą (dėl per ilgo grąžos laikotarpio), nes yra sėkmingesnio investavimo galimybių kitur.

Dviejų apklausos (**Interviu** ir **Apklausa Ip**) rezultatų išvados beveik sutapo. Tačiau vertėtų jas panagrinėti plačiau.

Išryškėjo dvi pagrindinės problemos, dėl kurių rizikos kapitalo fondų investicijos nėra pakankamos, finansuojant inovatyvų verslą:

1. Lietuvoje beveik nėra Lietuvos rizikos kapitalo valdymo įmonių. Todėl sprendimas dėl investavimo Lietuvoje dažnai yra neigiamas. O verslas, į kurį investuojama, yra tik

rizikos kapitalo investuotojų pasipelnymo šaltinis. Tokiu būdu inovacinis verslas nesulaukia pakankamų rizikos kapitalo investicijų.

2. Į Lietuvą ateina užsienio kapitalas, kai tuo tarpu vietos finansų institucijos turi ribotas galimybes dalyvauti ekonomikos augimo procese. Užsienio rizikos kapitalo investuotojų nepasitikėjimas Lietuvos perspektyva lemia rizikos pervertinimą ir taip uždaro kelių novatoriškoms verslo idėjoms.

Taigi, rizikos kapitalo fondų investicijos Lietuvoje praranda tiesioginę paskirtį. Pats žodis „rizika“ nukreipia į rizikingą finansavimą, o ne į subsidijas verslui su tikėtina teigiama grąža.

5.1.3. Rizikos kapitalo fondų ir juos valdančių įmonių pasiūla Lietuvoje

Šiuo metu Lietuvoje aktyviai veikia (aktyviai dalyvauja investuojant į rizikingus projektus) apie dešimt įmonių, kurias galima priskirti rizikos kapitalo valdymo įmonėms (skiriasi tik jų organizavimo forma), tai: UAB „Strata“, UAB „Hermis Capital“, UAB „Hermis finansai“, AB „Invalda“, investicinis holdingas UAB „MG Baltic“, UAB „SEB VB rizikos kapitalo valdymas“, UAB „Šiaulių banko investicijų valdymas“, Hanseatic Capital LLC atstovybė Lietuvoje „The Baltic -American Enterprise Fund“, UAB „BaltCap Management“, East Capital atstovybė. Tiksliai suskaičiuoti visas įmones, investuojančias rizikos kapitalą Lietuvoje, neįmanoma, nes jos niekur nėra oficialiai registruojamos. Šio darbo prieduose (žr. 1 priedas) pateikiamas Lietuvoje veikiančių rizikos kapitalo įmonių sąrašas. Reikia pažymėti, kad kai kurios iš šiame sąrašė išvardintų įmonių tik iš dalies dalyvauja rizikos kapitalo sektoriuje.

Mūsų šalyje veikiančios rizikos kapitalo įmonės investuoja arba savininkų (motininės bendrovės) lėšas, arba užsienyje registruotų fondų lėšas.

Kaip aukščiau minėta, šios įmonės Lietuvoje nėra oficialiai registruojamos, todėl ir statistika apie šias įmones ir jų investicijas nėra reguliariai renkama bei skelbiama, nėra tiksliai žinoma šių kompanijų valdomų fondų vertė.

Rizikos kapitalistų skaičius Lietuvoje vis didėja, tačiau rizikos kapitalo sektorius, finansuojamas užsienio institucijų, nėra savarankiškas, taip pat jo negalime laikyti stabiliu ilgu laikotarpiu. Stabilumas ir savarankiškas vystymasis – idealaus sektoriaus būtinos sąlygos. Tai, kad užsienio rizikos kapitalo sektorius plečiasi, tampa tarptautiniu, investuoja ir Lietuvoje, reikia vertinti labai palankiai, tačiau atsargiai. Šiandien jie investuoja Lietuvoje, po kelių metų jie gali rasti pasaulinėje rinkoje geresnes nišas, pavyzdžiui Kiniją ar Indiją. Iš kitos pusės, naujai įsikūrusioms rizikos kapitalo įmonėms pakankamai sunku pritraukti užsienio investuotojus. Todėl vidaus rinkos investuotojai turėtų sudaryti pagrindinę sektoriaus plėtros bazę.

5.2. Rizikos kapitalo investicijų paklausa Lietuvoje

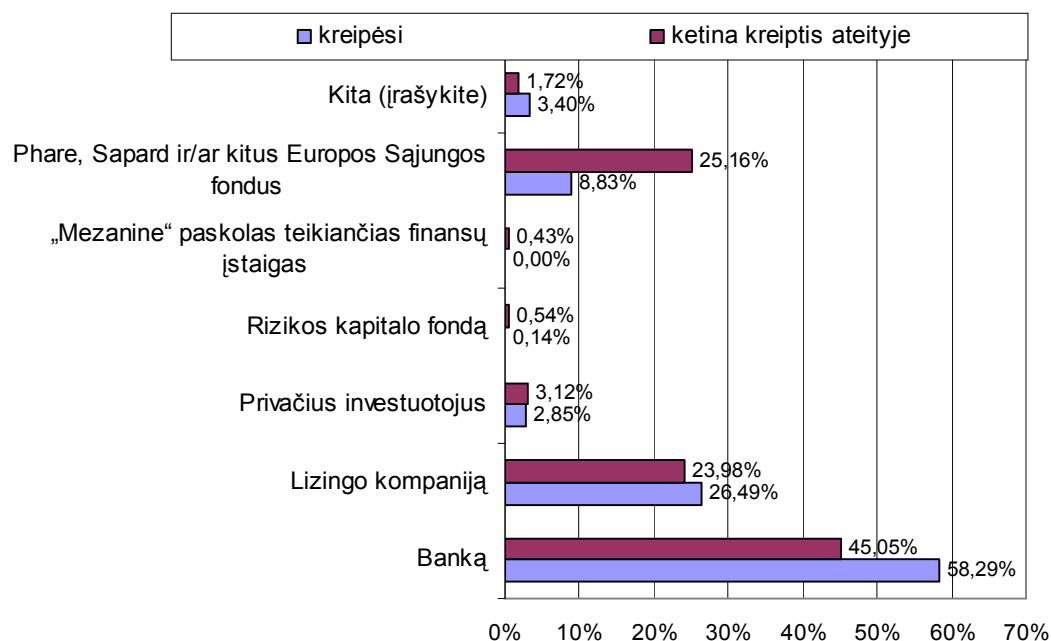
Vidaus ūkio struktūroje poreikis rizikos kapitalui sudaro šio sektoriaus formavimosi ir plėtros pagrindą. Šiam sektoriui išsivysčius, rizikos kapitalo įmonės investavimo objektų gali pradėti ieškoti ir kitų valstybių rinkose. Tačiau jo pradinį vystymąsi gali stimuliuoti tik vidinis poreikis.

Siekiant įvertinti ir nustatyti rizikos kapitalo investicijų poreikį, kuris iš dalies atspindi rizikos kapitalo fondų investicijų paklausą bus analizuojami dviejų tyrimų rezultatai:

1) – 2004 m. Lietuvos Ūkio Ministerijos užsakymo darytos rizikos kapitalo fondų apklausos rezultatai (metodikoje nurodyta **Apklausa I**) ir

2) – šiuo darbo metu (2009 m.) atliktas anketavimas dėl rizikos kapitalo investicijų paklausos (**Apklausa II**).

Verslo įmonės nelabai žino apie rizikos kapitalo fondų veiklą ir jų paslaugas, išryškėja analizuojant Lietuvos Respublikos Ūkio ministerijos užsakymu 2004 m. Vilniaus kooperacijos kolegijos ir UAB „Kompetencijos gildija“ atliktos apklausos duomenis. Analizuojant mažų ir vidutinių įmonių finansavimo galimybes Lietuvoje, apklausos metu buvo gauti atsakymai iš 1003 labai mažų, mažų ir vidutinių įmonių. (žr. 12 pav.)



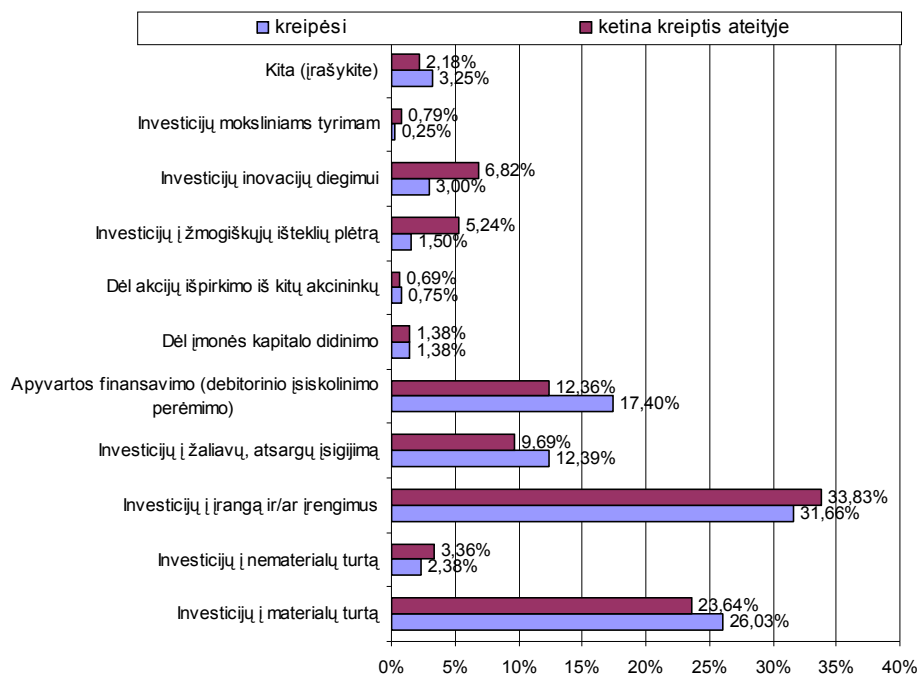
Šaltinis: Ūkio Ministerija užsakymu atliktas taikomasis mokslinis tyrimas, „Smulkaus ir vidutinio verslo finansavimo galimybių gerinimo priemonės“, Vilniaus Kooperacijos kolegija ir UAB „Kompetencijos gildija“, 2004m.

12 pav. **Finansų įstaiga, į kurią dėl finansavimo respondentai kreipėsi/ketina kreiptis**

Rezultatai parodė, kad tik 0,14 proc. visų respondentų kreipėsi į rizikos kapitalo fondus, tai yra 2 įmonės, dėl finansavimo, į privačius investuotojus – 2,85 proc. Šie skaičiai praktiškai atspindi įmonių dalį, kurios kreipėsi finansavimo inovacijų diegimui, tokių įmonių tarp respondentų buvo 3 proc. (13 pav.). Tačiau svarbiausia, kad įmonės ateityje planuoja dvigubai aktyviau ieškoti finansavimo

inovacijų diegimui (6,82 proc.) ir, natūralu, planuoja daugiau kreiptis į rizikos kapitalo fondus bei privačius investuotojus (atitinkamai 0,54 ir 3,12 proc.). Įdomu tai, kad 3,12 proc. apklaustųjų pasiryžę, dėl verslo finansavimo, kreiptis į privačius investuotojus, nors rizikos kapitalo fondai nuo jų savo produktu beveik nesiskiria.

Dėl investicijų moksliniams tyrimams ir inovacijų diegimui kreipėsi apie 3,3 proc. respondentų ir ruošiasi kreiptis 7,6 proc. apklaustųjų. (13 pav.)



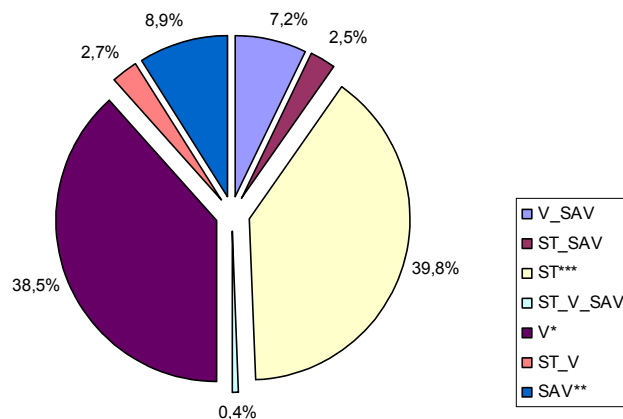
Šaltinis: Ūkio ministerijos užsakyta atliktas taikomasis mokslinis tyrimas „Smulkaus ir vidutinio verslo finansavimo galimybių gerinimo priemonės“, Vilniaus Kooperacijos kolegija ir UAB „Kompetencijos gildija“, 2004m.

13 pav. Dėl kokių finansavimo paslaugų respondentai kreipėsi/ketina kreiptis

Vertinant šio tyrimo rezultatus nereiktų pamiršti, kad apklausoje dalyvavo vadovai, o ne įmonių savininkai. Vis dėlto strateginius sprendimus įmonėse dėl verslo finansavimo priima įmonių savininkai (akcininkai).

Todėl šiais metais (2009 m.) rengiant apklausą (**Apklausa II**), buvo į tai atsižvelgta. Šiuo darbo metu buvo atlikta apklausa (800 apklaustųjų). Be įmonių vadovų (tarp jų ir savininkai) apklausoje dalyvavo 305 trečio-ketvirto kurso studentai, kurių studijų pakraipa yra susijusi su verslo kūrimu, tačiau jiems buvo pateikti papildomai 2 klausimai (ar planuoja artimiausiu metu pradėti verslą ir jei planuoja, tai kokios veiklos srities). Kiti klausimai pateikti 2 priede. Iš 305 apklaustųjų ir atsakiusių studentų (tarp jų buvo ir dalis įmonių vadovų) 176 planuoja artimiausiu metu pradėti verslą. Iš 498 apklaustųjų elektroniniu būdu įmonių vadovų ar/ir savininkų, atsakė 386. Rezultatai buvo apskaičiuojami kartu sudėjus dvi imčių (562) rezultatus. Iš apklaustųjų 39,8 proc. buvo tik studentai, 38,5 proc. tik įmonės vadovai, 8,9 proc. įmonių savininkai, tačiau tik 7,2 proc. buvo įmonės savininkai,

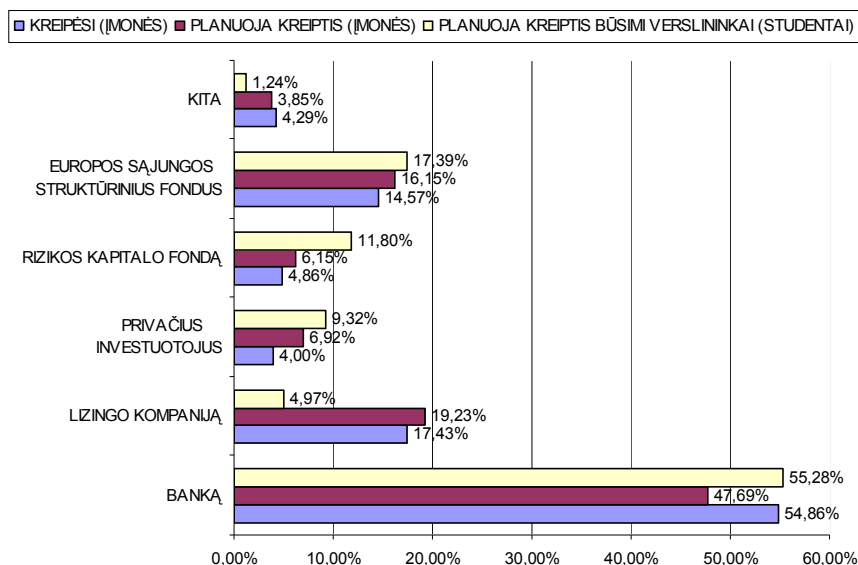
kurie taip pat vadovauja įmonei. Tarp respondentų buvo ir bestudijuojančių: vadovų (2,7 proc.), savininkų (2,5 proc.) bei vadovujančių savininkų (0,4 proc.). (žr. 14 pav.)



Šaltinis: sukurta autoriaus pagal respondentų duomenis, kur V*- įmonės vadovas, SAV**- įmonės savininkas, ST***- studentas, 2009

14 pav. Apklaustos rezultatai, respondentų struktūra pagal veiklos pobūdį

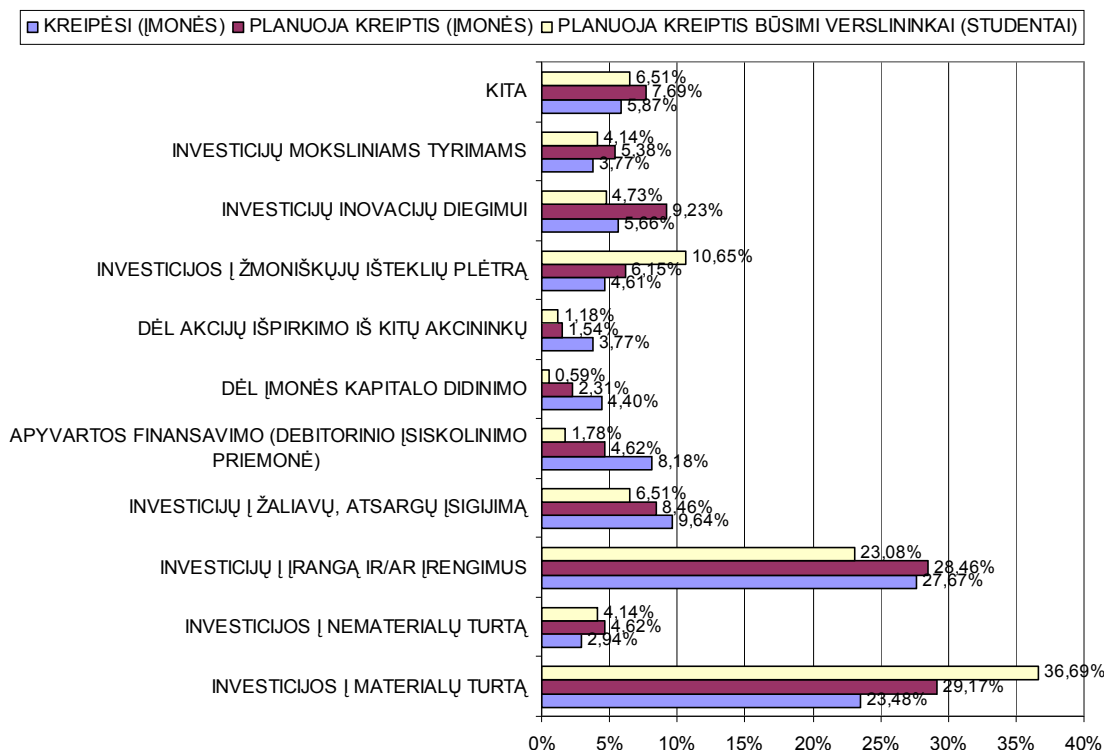
Tarp studentų, kurie artimiausiu metu planuoja pradėti verslą, 5,7 proc. ruošiasi savo verslą susieti su mokslo, technologijų ir inovacinę veiklą; 7,0 proc. apklaustų įmonių taip pat specializuojasi šioje veiklos srityje. Rezultatai parodė (15 pav. kitame puslapyje), kad praėjus 5 metams nuo praeitos apklaustos, rizikos kapitalo fondų paklausa padidėjo, į juos kreipėsi net 17 įmonių, tai yra 4,68 proc., o ruošiasi kreiptis dar daugiau, net 6,15 proc. apklaustųjų. Apie 64 proc. inovacinės veiklos įmonių (tai yra 12 įmonių) kreipėsi į rizikos kapitalo fondus. Tuo tarpu 50 proc. studentų, kurie planuoja pradėti verslą, susijusį su inovacine veikla taip pat kreiptųsi į rizikos kapitalo fondus, 30 proc. į bankus, o 20 proc. į privačius investuotojus.



Šaltinis: sukurta autoriaus pagal respondentų duomenis, 2009

15 pav. Finansų įstaiga, į kurią dėl finansavimo respondentai kreipėsi/ketina kreiptis

Žemiau esančiame 16 pav. matoma, kad apie 9,5 proc. įmonių dėl investicijų moksliniams tyrimams ir inovacijų diegimui apie, o ruošiasi kreiptis net beveik 15 proc. įmonių. Tuo tarpu 9 proc. studentų taip pat kreiptųsi dėl investicijų moksliniams tyrimams ir inovacijų diegimui.



Šaltinis: sukurta autoriaus pagal respondentų duomenis, 2009

16 pav. Dėl kokių finansavimo paslaugų respondentai kreipėsi/ketina kreiptis

Paaikškėjo, kad Lietuvoje pradėjo formotis požiūris į rizikos kapitalo fondus kaip į investicinį instrumentą, labiausiai tinkamą inovaciniam verslui. Tačiau, 2004-2009 metais tik 3 iš 17 besikreipiančių į rizikos kapitalo fondus įmonių gavo finansavimą. Taigi, per šešerių metų laikotarpį sėkmingi atvejai sudaro tik 18 proc. arba vidutiniškai 3 proc. per metus. Toks apklausos metu gautas rezultatas dar neparodo bendros rizikos kapitalo investavimo tendencijos, bet konstatuoja, kad Lietuvoje apie 3 kartus mažiau investuojama rizikos kapitalo į inovacijų diegimą ir mokslinius tyrimus, palyginus su ES vidurkiu (EVCA).

Tiek įmonių specialistai, tiek ir studentai, norintys imtis verslo, teigiamai vertina rizikos kapitalo fondų teikiamas galimybes. Rizikos kapitalo investicijos yra vertinamos kaip „geros“ (4 balai iš 5).

Situacija su rizikos kapitalu Lietuvoje, lyginant su 2004 m., gerėja. Tačiau, atliktos apklausos ir anksčiau atliktų tyrimų rezultatai rodo, kad rizikos kapitalo fondai Lietuvoje labiau linkę investuoti į patirtį turintį verslą. Be to, daugelis fondų veikia kaip tradicinio, o ne alternatyvaus, t.y. inovacinio, verslo finansuotojai.

Inovatyvus verslas neatranda pakankamo investavimo iš vietinių rizikos kapitalo fondų, tuomet arba traukiasi į užsienį, arba ieško užsienio kapitalo ir stengiasi pritraukti jį, kas nėra taip paprasta.

Lietuvoje susidariusi aplinka, kurioje egzistuoja tinkamos sąlygos rizikos kapitalo fondams, tačiau jų požiūris į Lietuvos inovacinį verslą yra abejingas ir tą investavimo dalis, kuri teoriškai galėtų priklausyti inovacijoms, pasitraukia į labiau tradicinį verslą, su maža dalimi novatoriškų idėjų. Todėl kyla klausimas, ar inovacinis verslas Lietuvoje tinkamas rizikos kapitalo investicijoms. O gal jis mažai konkurencingas ir per daug rizikingas.

5.3. Inovacinio verslo turinio analizė

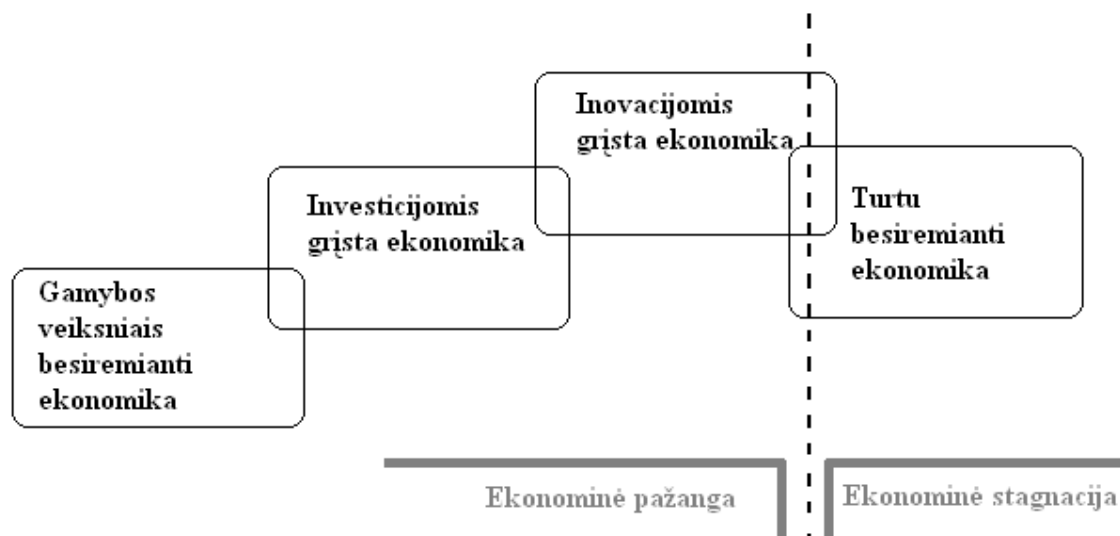
Inovacinio verslo konkurencingumo pranašumas

Nagrinėjamoje literatūroje, daugelio straipsnių išvados buvo susijusios su tuo, kad rizikos kapitalo fondų pagrindinė funkcija ir yra technologijų bei taikomųjų mokslų finansavimas. Norint geriausiai išnaudoti tokio investicinio tipo fondą, patartina stengtis atkreipti dėmesį į jo tiesioginę paskirtį, kurią sukūrė istorija (kitų valstybių rizikos kapitalo fondų pavyzdžiai). Atliktos apklausos rezultatai taip pat parodė, kad Lietuvos rinka yra subrendusi rizikos kapitalo investicijoms. Apie 57 proc. respondentų, norinčių imtis inovacinio verslo kreiptųsi į rizikos kapitalo fondus.

Bet Lietuvoje rizikos kapitalistai per daug atsargiai vertina savo tiesioginius investicijų gavėjus.

Todėl vertėtų prisiminti, kad šiuolaikinėje ekonomikoje konkurencingumą ir investicijų pritraukimą lemia ne baziniai, bet gamybos pažangos ar specializuoti veiksniai: moderni ryšių infrastruktūra, aukštos kvalifikacijos ir modernių specialybių darbo jėga, universitetų mokslinių tyrimų bazė, tyrimų institutų infrastruktūra šiuolaikinių tyrimų kryptyse, mokslininkų skaičius ir kuriamų žinių kiekis. Nacionalinį pragyvenimo lygio didėjimą gali užtikrinti tik didelis ir nuolat didėjantis ekonomikos produktyvumas. Tam, kad produktyvumas didėtų, būtinas nuolatinis ekonomikos atsinaujinimas. Tai vyksta tada, kai įmonės gerina gaminių kokybę, kuria naujus gaminius, atnauja technologijas, t. y. aktyviai dalyvauja inovaciniame procese (Snitka, 2002).

Pagal M. E. Porterio (1990) keturių stadijų modelį bendroje konkurencingumo ir ekonominio augimo evoliucijoje valstybės ekonominė plėtra ekonominės pažangos stadijoje pereina tris etapus: gamybos veiksmų, investicijų ekonomikos ir inovacijomis grįstos ekonomikos. (žr. 17 pav.)



Šaltinis: Ekonomika 2006, Vilniaus universiteto Ekonominės politikos katedra

17 pav. Nacionalinio konkurencingumo didėjimo stadijos (Porter, 1990)

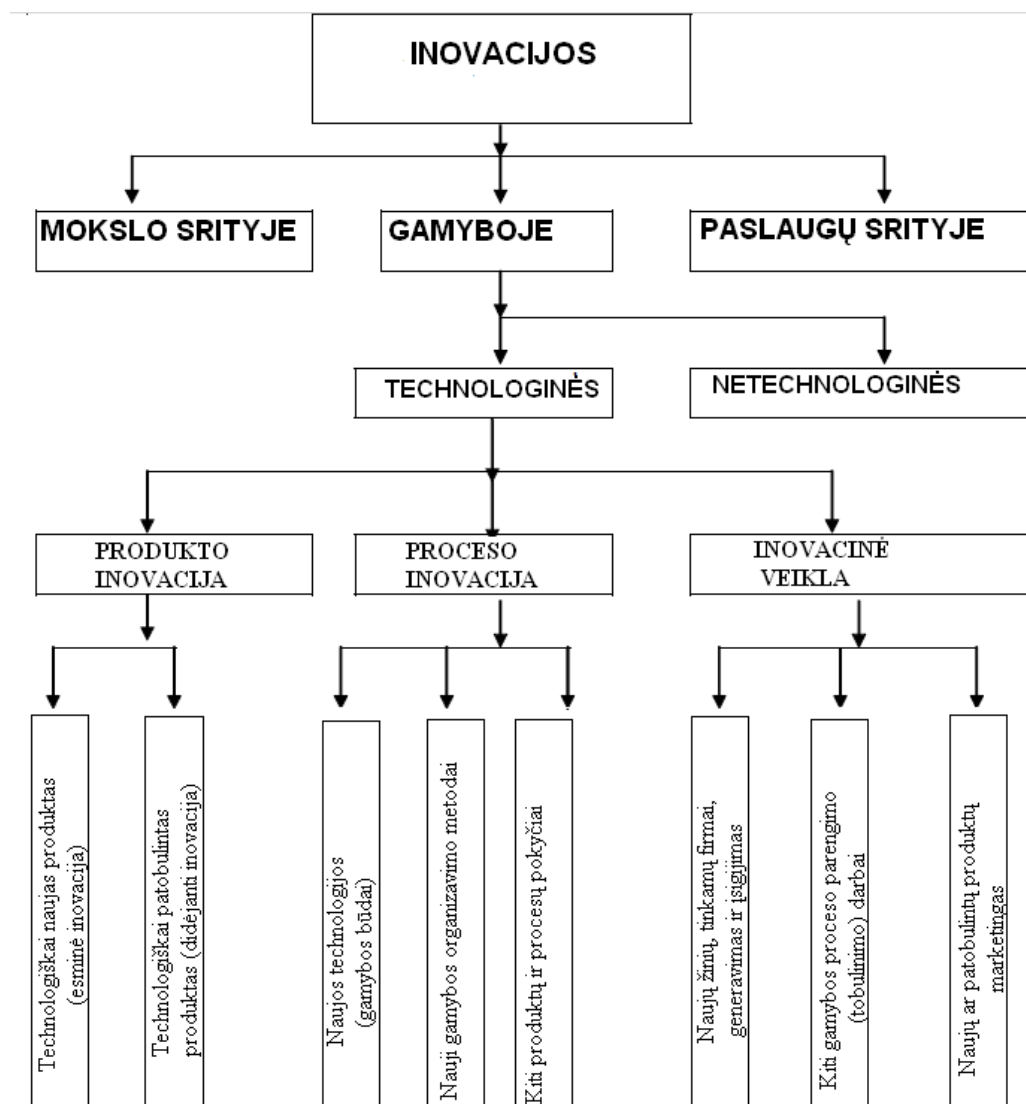
Lietuva ateityje turėtų daugiausia dėmesio skirti inovacijomis grįstos ekonomikos plėtrai, nes per pastaruosius 10–15 metų vyrovusi įmonių restruktūrizavimo ir investavimo į tradicinį verslą strategija jau išnaudojo vietinių gamybos veiksnių bei investicijų į svarbiausius ekonomikos sektorius galimybes ir toliau tokiu būdu konkuruoti mūsų šalies įmonėms bus vis sunkiau, o spartūs inovacijų diegimo tempai yra svarbiausias veiksnys, palaikantis konkurencingumą ir aukštą pragyvenimo lygį.

Tačiau ne tik pasiūlymai Lietuvai, bet ir inovacinio verslo sampratos metodologinės problemos yra svarbios. Inovacinis verslas yra labai perspektyvus, tačiau ir pakankamai specifinis. Todėl jis susiduria su kiek kitomis problemomis nei tradicinės ekonomines veiklos sritys. Pirmiausia iškyla metodologinio pobūdžio problema – kokia veikla priklauso inovacinio verslo sričiai. Teorinio pobūdžio šaltiniuose dažnai teigiama, kad yra daugybė apibrėžimų, kas yra inovacija, inovacinė veikla. Lietuvos Inovacijų versle programoje nurodoma, kad „Inovacija – tai naujų technologijų, idėjų, metodų kūrimas ir komercinis pritaikymas, pateikiant rinkai naujus arba patobulintus produktus ir procesus. [29]

Kad būtų lengviau susigaudyti inovacijų tipų gausoje, daugelis autorių siūlo teorinius inovacijų klasifikavimo būdus pagal įvairius požymius.

Daugelio mokslinių tyrimuose analizuojant ir vertinant inovacinius procesus naudojama „Oslo manual“ metodika (EUROSTAT ir OECD, 1997).

Pagal ją inovacijos apskaitomos trijose srityse: mokslo, gamybos ir paslaugų veikloje Inovacijos gamybos srityje visų pirma skirstomos į dvi grupes: technologines ir netechnologines. Technologinės inovacijos yra trijų rūšių : produkto, proceso ir inovacinė veikla (žr. 18 pav. kitame puslapyje).



Šaltinis: Ekonomika 2006, Vilniaus universiteto Ekonominės politikos katedra

18 pav. **Inovacijų klasifikavimas pagal EBPO (OECD) metodiką („Oslo manual“, 1997)**

Visų tipų inovacijų pritaikymas įmonėje yra racionalus sprendimas, kuriuo siekiama konkrečių tikslų: didinti rinkos dalį, mažinti gamybos išlaidas, gerinti prekės kokybę, plėsti gaminių asortimentą, kurti naujas rinkas, didinti gamybos lankstumą, gerinti darbo sąlygas, keisti pasenusius gaminius, mažinti žalą aplinkai.

Inovacinių įmonių svarbiausi galimi pranašumai: staigus augimas, orientacija į eksportą ir tarptautines rinkas, sukuriamą didelę pridėtinę vertę, samdoma kvalifikuota darbo jėga, įmonės gebėjimas greitai prisitaikyti, technologijų skleidimas, didelis pelningumas (dirbant sėkmingai), didelių įmonių patirties pritaikymas. Tačiau tokia įmonė yra lengvai pažeidžiama, esant kapitalo trūkumui arba keičiantis valstybės politikai, ji dažniau nei kitos įmonės susiduria su nepastoviais pinigų šrautais, turi ribotus išteklius tyrimams, išgyvena ilgus (daugiau nei penkerių metų)

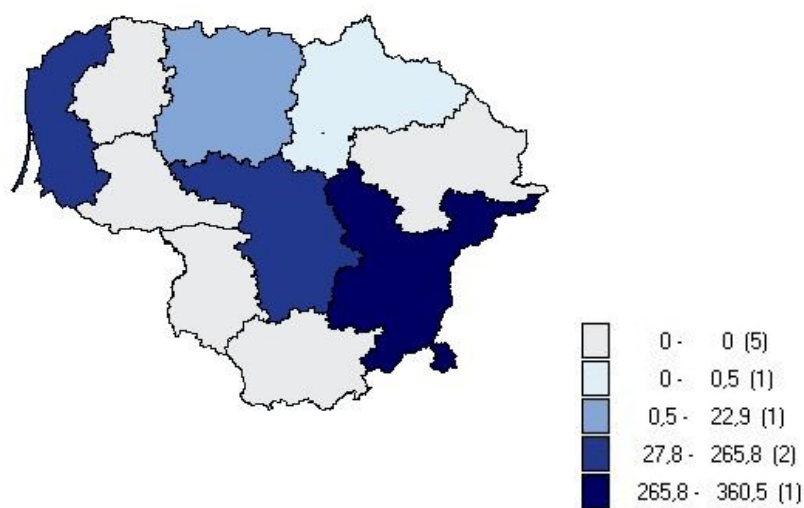
investicinius ciklus, gali sunkiai suvaldyti staigų augimą arba pastarąjį dažnai grindžia vienu sėkmingu produktu.

Inovacinės įmonės yra itin rizikingos investicijų atžvilgiu, tačiau įgyvendinus sėkmingą projektą galima gauti labai didelę, palyginti su kitomis investavimo priemonėmis, grąžą; investicijų atsipirkimo laikas yra pakankamai ilgas; įmonės dažnai yra dar neįvertintos akcijų rinkoje; (Inovacijų verslo programa 2003–2006 m., 2003) didžioji kapitalo dalis reikalinga įmonės veiklos pradžioje arba pradinėje projekto įgyvendinimo stadijoje; būtinas kapitalo pritraukimas iš išorės, nes dideliems šiuolaikiniams projektams įgyvendinti dažniausiai trūksta nuosavų įmonės lėšų net ir tada, kai projektą vykdo ilgą laiką gyvuojanti įmonė. Todėl rizikos kapitalo fondai geriausiai galėtų skatinti pažangių projektų skaičių.

Lietuvos inovacinio verslo aplinkos apžvalga

Inovacinės plėtros apžvalgai nėra lengva rasti pakankamai reikalingų statistikos duomenų: gautą informaciją daugeliu atvejų yra sudėtinga palyginti arba ji buvo pateikta ne visoms ES šalims, o tam tikrais atvejais jie būna gana skirtingi ir prieštaringi. Todėl buvo apsiribotą paliginimui imti duomenis iš Lietuvos statistikos departamento ir „Eurostat“ Europos statistikos duomenų bazės.

2008 m. Lietuvos statistikos departamento duomenis didžiausios mokslinių tyrimų ir technologijų plėtros (toliau - MTTP) išlaidos teko Vilniaus – 360,5 mln. Lt ir Kauno apskritys – 265,8 mln. Lt., joms atiteko beveik 93 proc. visų MTTP išlaidų Lietuvoje (19 pav.).



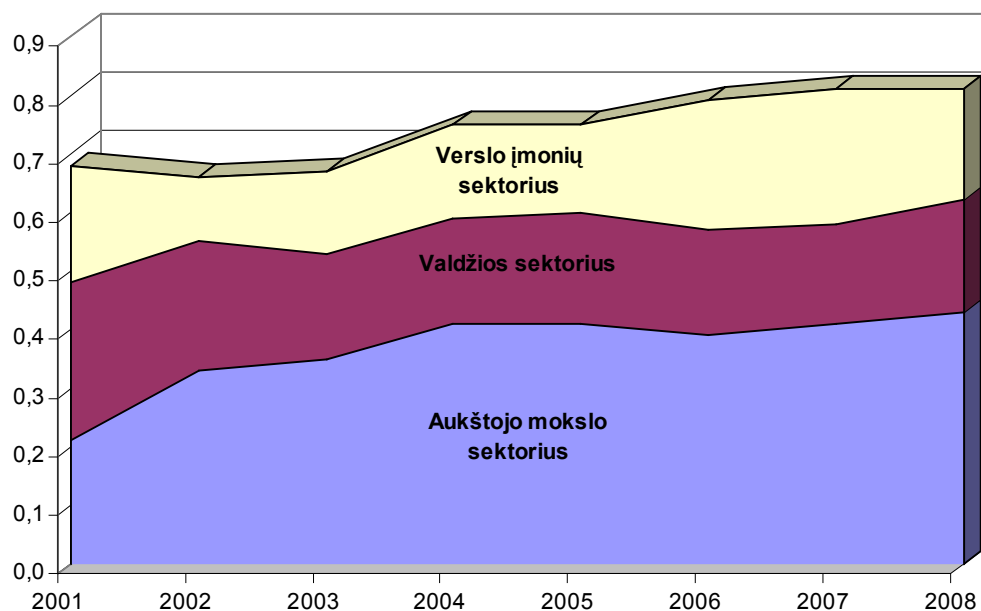
Šaltinis: Lietuvos statistikos departamentas, 2009

19 pav. Išlaidos MTTP aukštojo mokslo ir valdžios sektoriuose, adm. teritorija, mln.Lt

Pagal ekonominės veiklos rūšis didžiausios 2008 m. MTTP išlaidos buvo apdirbamojoje gamyboje – 87,2 mln. Lt, finansinėje ir draudimo veikloje – 47,3 mln.Lt, profesinėje, mokslinėje ir techninė veikloje – 27,8 mln. Lt bei moksliniams tyrimai ir taikomojoje veikloje- 25,8 mln.Lt.

Analizuojant inovacijų diegimą pagal finansavimo šaltinius ir lyginant su ES matyti dideli skirtumai. Lietuvos statistikos departamento duomenimis 2008 m. MTTP pagal sektorius buvo finansuojama taip: Vyriausybės lėšos – 55,6 proc.; verslo įmonių lėšos – 21,4 proc.; užsienio lėšos – 15,5 proc.; aukštojo mokslo sektoriaus lėšos – 7,2 proc.; privataus ne pelno sektoriaus lėšos – 0,3 proc.

Iš 20 pav. matosi, kad didžiausios MTTP išlaidos nuo 2002 m. tenka aukštojo mokslo sektoriui, kuriuos svyruoja nuo 0,33 iki 0,43 proc. Nuo 2001 iki 2008 m. valdžios sektorius vidutiniškai finansavo apie 0,2 proc. MTTP , o verslo įmonių sektoriui teko apie 0,18 proc. MTTP išlaidų.



Šaltinis: Lietuvos statistikos departamentas, 2009

20 pav. MTTP išlaidų santykis su BVP, proc.

Remiantis ES statistikos (Eurostat) duomenimis verslo sektorius Lietuvoje 2000–2007 metais finansavo mažesnę MTTP išlaidų dalį negu Latvija, Estija ar Lenkija, tuo pačiu metu apie tris kartus mažiau negu vidutiniškai ES (žr. 5 lent. kitame puslapyje).

5 lentelė. Išlaidos tyrimams ir plėtrai kaip BVP dalis ir verslo sektoriaus finansuota dalis

	Valstybė	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Vidutiniškai per laikotarpį
Išlaidos tyrimams ir plėtrai, proc. nuo BVP	Lietuva	0,59	0,67	0,66	0,67	0,75	0,75	0,79	0,82	0,71
	Latvija	0,44	0,41	0,42	0,38	0,42	0,56	0,7	0,59	0,49
	Estija	0,61	0,71	0,72	0,77	0,86	0,94	1,15	1,14	0,86
	Lenkija	0,64	0,62	0,56	0,54	0,56	0,57	0,56	0,57	0,58
	ES-27	1,85	1,86	1,87	1,86	1,82	1,82	1,85	1,85	1,85
	ES-15	1,91	1,92	1,93	1,92	1,89	1,88	1,92	1,93	1,91
	Švedija	n.d	4,17	n.d	3,85	3,62	3,6	3,74	3,6	3,76
Verslo sektoriaus finansuoti tyrimai ir plėtra, proc. nuo visų išlaidų	Lietuva	21,63	29,01	16,72	21,00	21,41	20,35	27,91	28,53	23,32
	Latvija	40,13	36,48	40,68	34,57	44,55	40,63	50,41	32,49	39,99
	Estija	22,68	33,71	30,64	33,87	39,05	45,08	44,47	47,14	37,08
	Lenkija	36,13	35,84	20,26	27,31	28,86	31,68	31,49	30,30	30,23
	ES-27	64,84	64,81	64,09	63,82	63,66	63,25	63,77	63,95	64,02
	ES-15	65,17	65,18	64,58	64,21	64,02	63,65	64,18	64,48	64,43
	Švedija	n.d	77,46	n.d	74,35	73,54	72,74	74,68	73,77	74,42

Šaltinis: „Eurostat“ duomenų bazė, Mokslas, technologijos ir inovacijos, 2009

Latvijos ir Lenkijos visos išlaidos tyrimams ir plėtrai vidutiniškai mažesnės nei Lietuvos, tuo tarpu Lietuvos išlaidos dar 2,5 karto mažesnės nei Europos Sąjungos narių vidurkis.

Detaliau analizuojamos MTTP išlaidos ir jų ateities dydžių siekiai yra pateikti 6 lent.

6 lentelė. Išlaidos moksliniams tyrimams ir eksperimentinei plėtrai Lietuvoje

Rodiklis	Esama padėtis		Lietuvos siekiai*	
	2007	2008	2008*	2010*
Bendras investicijų į mokslinius tyrimus ir eksperimentinę plėtrą lygis (proc. BVP), iš jų:	0,82	0,80	1,2	2,0
viešojo sektoriaus lėšos	0,59	0,61	0,7	1,0
verslo sektoriaus lėšos	0,23	0,19	0,5	1,0

Šaltinis: Nacionalinė Lisabonos strategijos įgyvendinimo programa (2004)

Statistikos departamentas prie Lietuvos Respublikos Vyriausybės. Mokslo ir technologijų struktūriniai rodikliai, 2009

Įvertinant dabartinę Lietuvos išlaidų MTTP lygį (0,80 proc. BVP 2008 m. ir 0,82 proc. BVP 2007 m.), dabartinę ir ateinančio periodo struktūrinių fondų paramą bei bendras šalies ūkio raidos tendencijas parengtoje Nacionalinėje Lisabonos strategijos įgyvendinimo programoje, matoma, kad Lietuvai 2010 m. bus sunku pasiekti 2 proc. BVP šių išlaidų lygį (ES vidurkis), o ypač verslo sektoriaus išlaidų dalį. Lietuvos valdžios institucijų ir mokslo organizacijų dėmesys, pastangos ir bendros finansinės lėšos moksliniams tyrimams ir eksperimentinei plėtrai 2008 m. beveik užtikrina numatomo programoje finansavimo MTTP, ir tikėtina, kad užtikrins 2010 m. programoje numatytą lygį. Tuo tarpu labai maža tikimybė to, kad verslo sektoriaus MTTP išlaidų dalis nuo BVP pasieks 2010 m. Lisabonos strategijos įgyvendinimo programoje numatytą lygį. Lyginant 2008 m. duomenis, jų išlaidos sudarė 2,5 karto mažiau nei buvo numatyta.

Viename Čikagos(JAV) universiteto moksliniame Garmaise Mark'o straipsnyje (2000) minėta, kad rizikos kapitalo vidinės grąžos norma yra tiesiogiai susijusi su mokslinių tyrimų ir eksperimentinės

plėtos išlaidomis. Taip pat buvo tikrinami ekonometriniai modeliai, kuriuose MTTP išlaidos buvo reikšmingos, vertinant tikėtiną rizikos kapitalo vidinę gražos normą.

Todėl detalesniam Lietuvos MTTP išlaidų vertinimui, būtų teisinga išanalizuoti jų esminius skirtumus lyginant su ES-15 (Europos Sąjungos šalys narės iki 2004 m.). Tam tikslui atliekama koreliacinė MTTP išlaidų duomenų analizė bei palyginami jos rezultatai.

Kaip jau buvo minėta, tiek Lietuvoje, tiek ir Europoje išskiriami pagrindiniai MTTP išlaidų sektoriai: aukštojo mokslo sektorius, valdžios sektorius ir verslo įmonių sektorius. Pasak Garmaise Mark'o šių sektorių išlaidos turėtų nepriklausyti viena nuo kitos.

Priklausomybės nustatymui lyginamos kiekvieno sektoriaus tarpusavio koreliacija (žr. 5 priedas). Pradžiai yra nustatoma, kokia priklausomybė yra ES-15 šalyse. Buvo naudojami Eurostat'o duomenys, patikrinama, ar analizuojama laiko eilutė (nuo 2000 iki 2008m.) turi normalųjį skirstinį, o tada sudaroma koreliacinė matrica. (žr. 7 lent.)

7 lentelė. ES -15 MTTP išlaidų pagal sektorius koreliacinė matrica. Ir išlaidų dalis tenkanti sektoriui, proc.

Koreliacinė matrica	Aukštojo mokslo sektorius	Valdžios sektorius	Verslo įmonių sektorius	Dalis nuo visų išlaidų
Aukštojo mokslo sektorius	1	0,02	-0,30	22,1%
Valdžios sektorius	0,02	1	-0,46	13,1%
Verslo įmonių sektorius	-0,30	-0,46	1	64,8%

Šaltinis: „Eurostat“ duomenų bazė, Mokslas, technologijos ir inovacijos, 2009

Vertinant ES-15 MTTP išlaidas, iš koreliacijos koeficientų galima sakyti (naudojama koreliacijos koeficientų reikšmių skalė), kad labai silpnas ryšys pastebimas tarp aukštojo mokslo ir verslo įmonių sektorių bei silpnas ryšys tarp valdžios ir verslo įmonių sektorių. Be to, tas ryšys jeigu ir yra, tai jo poveikis yra priešingas – parodo, kad galima silpna priklausomybė tarp sektorių išlaidų: didinant vieno sektoriaus išlaidas, kito išlaidos būtų mažinamos. Taigi tarp ES-15 galioja Garmaise Mark'o teorija. Taip pat matome, kad tarp ES-15 daugiau nei du trečdaliai visų MTTP išlaidų tenka verslo įmonių sektoriui. Gauta informacija yra bendra visoms senbuvėms narėms, tačiau būtų prasminga pažiūrėti, ar labai skirtusi kurios nors vienos iš ES-15 valstybių analizės rezultatai nuo bendrų rezultatų. Atsitiktiniu būdu patikrinimui buvo parinkta Jungtinė Karalystė. (žr. 8 lent.)

8 lentelė. JK MTTP išlaidų pagal sektorius koreliacinė matrica. Ir išlaidų dalis tenkanti sektoriui, proc.

Koreliacinė matrica	Aukštojo mokslo sektorius	Valdžios sektorius	Verslo įmonių sektorius	Dalis nuo visų išlaidų
Aukštojo mokslo sektorius	1	-0,02	-0,44	25,2%
Valdžios sektorius	-0,02	1	-0,59	10,2%
Verslo įmonių sektorius	-0,44	-0,59	1	64,6%

Šaltinis: „Eurostat“ duomenų bazė, Mokslas, technologijos ir inovacijos, 2009

Analizuojant Jungtinės Karalystės MTTP išlaidų pagal sektorius koreliacijos koeficientus, matome, kad skirtumas nuo bendros ES-15 rezultatų yra labai mažas. Galima teigti, kad išlaidų pasiskirstymo tendencijos tarp sektorių sutampa.

Tačiau vertinant MTTP išlaidas Lietuvoje gauname visiškai kitokius rezultatus. (žr. 9 lent.)

9 lentelė. LT MTTP išlaidų pagal sektorius koreliacinė matrica. Ir išlaidų dalis tenkanti sektoriui, proc.

Koreliacinė matrica	Aukštojo mokslo sektorius	Valdžios sektorius	Verslo įmonių sektorius	Dalis nuo visų išlaidų
Aukštojo mokslo sektorius	1	-0,91	0,08	49,4%
Valdžios sektorius	-0,91	1	-0,10	27,1%
Verslo įmonių sektorius	0,08	-0,10	1	23,5%

Šaltinis: Lietuvos Statistikos departamentas. Mokslas ir technologijos, 2009

Iš Lietuvos MTTP išlaidų koreliacijos koeficientų matricos apžvelgiamas visiškai priešingas rezultatas, lyginant su analizuojamu ES-15 MTTP rezultatu. Pasirodo, kad egzistuoja labai stiprus statistinis ryšys tarp aukštojo mokslo sektoriaus ir valdžios sektoriaus. O verslo įmonių sektoriaus MTTP išlaidos yra mažiausios, ES-15 atveju buvo didžiausias. Iš to, kad koreliacijos koeficientas rodo stiprų statistinį ryšį dar nepakanka nustatyti priežastingumą tarp MTTP išlaidų sektorių, tačiau jei pasitelkti rizikos kapitalo vidinės gražos normos nustatymo ekonometriniais modeliais, tai Lietuvos MTTP išlaidos galėtų būti nereikšmingos, vertinant rizikos kapitalo pelningumą (dėl duomenų nepakankamumo nebuvo galimybės įvertinti rizikos kapitalo pelningumą Lietuvoje, bei patikrinti jo sąryšį su MTTP išlaidomis). O tai parodo, kad yra nepakankamas inovacijų finansavimas, kas yra didžiausia kliūtis naujus produktus ir procesus Lietuvoje diegiančioms įmonėms.

Inovacinių įmonių rizika ir finansiniai šaltiniai

Analitikų teigimu, nagrinėjant inovacijų finansavimo problemą, ją būtų galima išskaidyti į dvi dalis: *rizikingos veiklos* ir *rizikos kapitalo*.

o *Rizikingos veiklos* finansavimo trūkumas, Europos Komisijos duomenimis (European Trend Chart on Innovation, 2003), kasmet yra aktualus maždaug 5000 mažų, inovatyvių ir daugiausia jaunų įmonių Europoje, kurioms būdinga labai didelė rizika, ypač didelis potencialus augimas, tačiau jos dar nėra pasiekusios tos slenkstinės ribos, nuo kurios galėtų būti laikomos stambiu ir todėl gerai finansuojamu verslu. (Inovacijų versle programa 2003–2006 m., 2003),

o *Rizikos kapitalas* apima finansavimą pradedant nuo akcinio kapitalo iki mezanino skolinimo bei kitokių hibridinių skolinimo priemonių, ir kasmet yra opus klausimas maždaug 100–200 tūkstančių įvairaus dydžio, veiklos laikotarpio ir sektoriaus įmonių. Tai ribotomis augimo galimybėmis ir apibrėžta rizika pasižyminčios veiklos, kurioms reikalingas

išorinis rizikos kapitalas. Abiem atvejais kalbama apie sumas, kurios vidutiniškai svyruoja nuo 100 tūkstančių eurų iki vieno milijono eurų. (Inovacijų verslo programa 2003–2006 m., 2003)

Kaip jau išsiaiškinome rizikingos veiklos finansavimas yra nepatrauklus investuotojams dėl nuolatinių kontrolės ir sandorių kaštų, kurie susidaro apsiimant valdyti net ir pačias mažiausias investicijas. Taigi fondams yra nepelninga administruoti mažas investicijas, nors daugumai smulkių inovatyvių įmonių būtent nedidelės investicijos turi didžiausią paklausą ir gali išjudinti rinką.

Lietuvoje dar beveik nėra tokių Vakarų šalyse paplitusių inovacijų finansavimo šaltinių, kaip neformalus investuotojai – „verslo angelai“ (angl. *angel investors*) arba pradinis (angl. *seed capital*) kapitalas. Kol kas Lietuvoje veikia keletas rizikos kapitalo fondų, kuriuos dažniausiai domina tik stambūs projektai. Taip yra todėl, kad mažų investicijų kaštai yra didesni arba santykinai didesni nei didelių investicijų dėl administravimo išlaidų bei nedidelių grąžos apimčių net ir esant didelei pelningumo normai. Nors Lietuvoje veikiančios ir apklausoje dalyvavusios rizikos kapitalo įmonės deklaruoja investuojančios į mažas ir vidutines įmones, o investicijos siekia nuo 100 tūkst. iki 1 mln. Lt, tačiau, kaip matyti iš bendros rizikos kapitalo fondų investicijų Lietuvoje apžvalgos, 67 proc. rizikos kapitalo fondų vidutinė investicija yra didesnė už 3 mln. Lt, o 33 proc. didesnė ir už 5 mln. Lt. Vidutinė investicija viršijo 8,3 mln. Lt (vertinant investicijas į konkrečiuose sektoriuose veikiančias įmones, vidutinė investicijų suma yra dvigubai didesnė), o investuojama buvo į dideles, privatizuojamas, pakankamai ilgą veiklos istoriją turinčias įmones. Rizikos kapitalo fondai, investuojančių iki 50 tūkst. Lt į besikuriančias įmones, dėl didelių sandorių kaštų pasitaiko labai mažai, jau nekalbant vien tik apie inovacinį verslą.

Taigi daugelis Lietuvos įmonių (tarp jų ir inovacinio verslo), ypač labai mažos, mažos ir vidutinės įmonės, susiduriančios su nuosavo kapitalo trūkumu, kuris riboja plėtros ir spartesnio augimo galimybes bei gebėjimą pritraukti skolintą kapitalą iš kredito įstaigų. Tik 3 iš apklausoje dalyvavusių įmonių buvo finansuotos rizikos kapitalo fondų.

Galima būtų kaltinti privačias rizikos kapitalo įmones, tačiau jos investuoja optimalias sumas Lietuvos mastu, tai rodė kiekvienais metais auganti bendra rizikos kapitalo fondų investicijų suma (iki 2007 m.). Galima būtų viską palikti rinkos savireguliacijai, bet tai gali trukti labai ilgai. Galima teigti, kad tai ir verslininkų problema, neieškančių naujesnių verslo pradžios ar plėtros finansavimo galimybių, neįrodančių savo pranašumo rinkoje. Taip pat pastaruoju metu mokslininkai dažnai kalba apie situaciją (daugiau naudojamą nusakant labai mažo finansavimo perspektyvas), kad paklausa atsiranda tik atsiradus aiškiai išreikštai pasiūlai. Kitais žodžiais tariant, reikėtų pradėti „garsiai“ (ir daug) kalbėti apie rizikos kapitalo fondų investicijų naudą ir atsiveriančias galimybes mažoms ir vidutiniams įmonėms, o įmonėms patikimiau ir aiškiau siūlyti savo galimybes bei pranašumus.

5.4. Valstybės vaidmuo skatinant rizikos kapitalo fondų investicijas

Valstybės vaidmuo, skatinant rizikos kapitalo fondų investicijas yra labai svarbus ir sveikintinas. Tačiau valstybė kaip aktyvus dalyvis šiame sektoriuje gali reikštis tik tam tikrą laiką (epizodą), „užvedant“ sektorių ant savaiminio vystymosi kelio. Valstybės skatinamų rizikos kapitalo fondų investicijų pagrindinis tikslas yra ne papildomų pajamų gavimas, o probleminių verslo finansavimo sričių sprendimas. Pažymėtina, kad Lietuvoje sričių, kuriose yra didelis mažų ir vidutinių įmonių veiklos potencialas ir augimo galimybės (tokios kaip technologijų sektorius, veiklą pradedančios įmonės), kol kas pati rinka savarankiškai nėra linkusi aktyviai finansuoti (ją stabdo pakankamai aukšta rizika bei neaiškaus dydžio tolimesni investicijų grąža).

Valstybės vaidmuo kuriant ir vystant rizikos kapitalo sektorių gali būti tiesioginis ir netiesioginis. Tiesioginis – įtakojant kapitalo pasiūlą, skiriant lėšų fondo sudarymui. Netiesioginis – kuriant institucinę sistemą, sudarant teisinės ir mokestinės sąlygas lėšų pritraukimui, efektyviai organizuojant jų investavimą ir pelno paskirstymą.

Savaime vystytis galintis sektorius pasiekiamas, perlipus kritinės masės ribą, t. y. kai susiformuoja toks įmonių skaičius, kada tarp jų prasideda konkurencija ar bendradarbiavimas, atsiranda siekis tobulėti, mokytis, keistis žiniomis ir patirtimi, diegti naujus veiklos metodus. Greita formuojasi palaikančios sistemos – konsultacijų bendrovės, mokslo įstaigos, gaunančios užsakymus tyrimams, teisinės bendrovės, interesų gynimo organizacijos, inicijuojančios teisinės sistemos tobulinimą.

Prieš kuriant rizikos kapitalo infrastruktūrą, norint pasiekti kritinę masę, būtina sudaryti sąlygas sparčiai kurtis ir plėtotis naujoms įmonėms, kurios nevengtų imtis rizikos, kurtų naujus produktus ir juos siektų gaminti rinkai.

Europos Komisija (EK) skatina šalis nares įvertinti visus galimus privataus ir rizikos kapitalo investicijų skatinimo veiksmus, kurie galėtų sukelti rinkos trūkumus. Taip pat EK skatina šalis nares apmąstyti, kaip galėtų būti patobulinama mokestinė sistema ir įstatyminės priemonės, siekiant sukurti palankesnę aplinką rizikos kapitalo fondams daugiau investuoti į pradedančias, aukštą augimo potencialą turinčias įmones.

Toks skatinimas Lietuvoje neliko be atsako, kaip jau išsiaiškinome, buvo patobulintas kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas, tuomet suaktyvėjo rizikos kapitalo sektorius. Tačiau didesniems tikslams pasiekti būtina taikyti rizikos kapitalo investavimo dalyvaujant valstybei schemą, kuri turėtų suaktyvinti rizikos kapitalo fondų steigimąsi ir jų veiklą Lietuvoje. Tai padėtų pritraukti privataus kapitalo iš Lietuvos ir užsienio valstybių privačių investuotojų ir paskatintų jį investuoti į mažas ir vidutines įmones, veikiančias Lietuvoje.

Sudaryta galimybė valstybei investuoti į privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjektus turėtų padėti pritraukti pradedamam ir plėtojamam verslui, į kurį privatūs investuotojai vieni nėra linkę investuoti, reikalingą kapitalą. Tai prisidės prie darbo jėgos trūkumo, žemo darbo našumo problemų

sprendimo, kadangi įmonės bus skatinamos diegti naujas, žiniomis paremtas technologijas ir inovacijas bei taip pereiti nuo darbi imlios prie kapitalui imlios gamybos. Be to, rizikos kapitalas bus pasiekiamas pačioms rizikingiausios, tačiau didelį augimo potencialą turinčioms įmonėms, gebančioms įgyvendinti projektus, kurie galėtų būti konkurencingi ir tarptautiniu mastu.

Naujos įmonių rizikos kapitalo valdymo gairės gali suteikti daugiau galimybių Lietuvos inovatyvioms mažoms ir vidutinėms įmonėms

Europos investicijų fondas (EIF) pagal vasario mėn. skelbtą iniciatyvos JEREMIE²¹ konkursą finansiniams tarpininkams atrinkti baigę vertinti pateiktas paraiškas ir paskelbė pirmuosius finansinius tarpininkus rizikos kapitalo priemonėms įgyvendinti. Per atrinktus finansinius tarpininkus planuojama finansuoti labai mažų, mažų ir vidutinių įmonių verslo projektai. Konkurse dalyvavo Lietuvos, Latvijos, Estijos ir Jungtinės Karalystės rizikos kapitalo valdymo įmonės. Iš viso buvo gauta 18 paraiškų pagal Rizikos kapitalo fondų priemonę ir 5 paraiškos pagal bendrųjų investicijų „Verslo angelų“ priemonę. (Ūkio ministerijos naujienos, 2009 liepa)

Pirmuoju rizikos kapitalo fondų valdytoju paskelbta UAB „BaltCap“. Visai neseniai 2009m. lapkričio pradžioje buvo paskelbtas ir antras valdytojas. Išrinktaisiais fondų valdytojais tapo „BaltCap“ ir „LitCapital“, kuriems EIF, galutinai pasirašius sutartis, skirs po 14 mln. eurų, arba 70 proc. būsimų fondų lėšų (likusias lėšas valdytojai pritrauks iš privačių investuotojų). Tad mažiausiai 40 mln. eurų vien šios iniciatyvos pagrindu per ateinančius kelerius metus pasieks augimo stadijoje esančias ir finansavimo spartesniam augimui ieškančias Lietuvos įmones.

Kadangi rizikos kapitalo investicijos yra orientuotos į įmones, pasižyminčias dideliu augimo potencialu ir didele rizika, todėl reikalingos labai profesionalios ir stiprios valdymo komandos, galinčios kurti portfelius, sudarytus iš nedidelio skaičiaus, bet rūpestingai atrinktų ir augimo potencialu pasižyminčių įmonių, kurios, palaikomos rizikos kapitalo schemos, gali tapti sėkmingos veiklos pavyzdžiais ar rinkos lyderėmis. Labai tikimasi, kad išrinktos „BaltCap“ ir „LitCapital“ rizikos kapitalo valdymo įmonės tokios ir bus.

Šie fondai investuos į inovatyvias mažas ir vidutines įmones išpirkdamai naujai išleidžiamas akcijas arba kitus nuosavybės požymių turinčius ekvivalentus, todėl didės nuosavų lėšų dydis įmonėse. Pritrauktas finansavimas leis įmonėms ne tik jaustis saugiau, bet kartu padės ir lengviau gauti paskolų, reikalingų plėtrai, iš bankų ar kitų kredito institucijų. Finansavimo turėtų sulaukti 20-30 perspektyviausių Lietuvoje veikiančių įmonių. Rizikos kapitalas paprastai į įmones atneša ne tik

²¹ JEREMIE (angl. „Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises“) – tai bendra Europos Komisijos, Europos investicijų banko ir Europos investicijų fondo iniciatyva, kurios tikslas – padėti šalims narėms pasirengti dalį joms numatytų ES struktūrinės paramos lėšų panaudoti MVĮ skirtoms finansinėms priemonėms (mikrokreditavimas, rizikos kapitalo investicijos ir pan.) įgyvendinti. Mūsų šalyje ši iniciatyva finansuojama 2007–2013 m. ekonomikos augimo veiksmų programos 2 prioriteto „Verslo produktyvumo didinimas ir aplinkos verslui gerinimas“ lėšomis, jai skiriama 1 mlrd. Lt (apie 290 mln. EUR) Europos Sąjungos struktūrinių ir nacionalinių lėšų

papildomų lėšų, bet ir stiprias valdytojų komandos žinias ir sukauptą patirtį. Bendrųjų investicijų „Verslo angelų“ fondą valdys UAB „Strata“ ir Mes Invest“ konsorciumas. (žr. 10 lent.)

10 lentelė. Lietuvos sutartyje su EIF numatytos JEREMIE finansų inžinerijos priemonės

Priemonė	Planuojamas sutarčių su finansiniais tarpininkais skaičius	Skiriama lėšų suma, mln. EUR
Rizikos kapitalo fondas	2	28
„Verslo angelų“ bendrųjų investicijų fondas	1	8
Kreditų teikimas mažoms ir vidutinėms įmonėms	5	204
Portfelinės garantijos	iki 3	50
Iš viso	iki 11	290

Šaltinis²²: Verslo žinios, 2009 08 11

Ūkio ministras Dainius Kreivys pasisakė, kad pirmą kartą valstybės lėšomis skatinamos rizikos kapitalo investicijos į įmones. Šia priemone ilgalaikėje perspektyvoje tikimasi suaktyvinti rizikos kapitalo rinką Lietuvoje, taip auginti investavimo kultūrą ir lavinti verslo visuomenę – įmonės veiklos plėtrą galės finansuoti ne tik paskolomis, bet ir bandyti pritraukti institucinį investuotoją.²³

Abejoms priemonėms (žr. 3 ir 4 priedai) numatyta skirti kiek daugiau, nei pradiniam plane: Rizikos kapitalo fondų priemonei skiriama 95,3 mln. Lt, o "Verslo angelų" programai - 28 mln. Lt. Inovatyviam Lietuvos verslui 2007-2013 metams skiriama apie 2.2 mlrd.²⁴

Pateikiama tokia finansavimo schema:

Per rizikos kapitalą bei verslo angelus turėtų tekti apie 100 mln. Lt per metus. Iš viso paramą turėtų gauti apie 4000 įmonių.

Rizikos kapitalo schema skirta nedideliame skaičiui rizikos kapitalo valdymo įmonių atrinkti ir paskatinti investuoti rizikos kapitalą į mažas ir vidutines įmones. Steigiami rizikos kapitalo fondai numatomi dešimties metų laikotarpiui su galimybe pratęsti dar 2 metams; investicijų į įmonę laikotarpis – 5 metai. Užbaigus atrankos procesą, pagal šią schemą ketinama teikti finansavimą atrinktoms įmonėms nuosavybės forma iki 70 proc. JEREMIE kontroliuojančiojo fondo išipareigojimo dydis atskiruose fonduose turėtų būti nustatytas atsižvelgiant į finansavimo, pritraukto iš privačių investuotojų, dydį.

Valdymo įmonės turėtų pritraukti ne mažesnę kaip 30 proc. kuriamo rizikos kapitalo fondo sumos finansavimą²⁵:

- Skiriama kapitalo suma – 80 mln. Lt (23,2 mln. eurų)
- Numatomas privatus finansavimas – 27,28 mln. Lt (7,9 mln. eurų)
- Numatomas paremtų inovatyvių mažų ir vidutinių įmonių skaičius – 43.

²² Pirminis šaltinis: Finansų ministerija

²³ Ūkio ministerija, MarketNews.lt [žiūrėta: 2009 09 04]

²⁴ Ūkio ministerijos išleistame žurnale "Inovacijos" 2008-2009 nr.1

²⁵ Lietuvos Respublikos Ūkio ministerijos duomenis

Grįžtant prie EVCA duomenų, praėjusių metų statistika liūdina, kadangi Lietuvoje nebuvo atlikta nė viena privataus kapitalo (rizikos kapitalas yra vienas iš privataus kapitalo porūšių) fondų investicija, kai tuo tarpu Latvijos įmonės sulaukė 63 mln. eurų, o Estija 14 mln. eurų tokių investicijų. Reikėtų tikėtis, kad Lietuvos rizikos kapitalo valdymo įmonėms gavus lėšų injekciją, ateinančiais 2010 m. ši statistika turėtų kardinaliai keisis, o kartu – augti visos šalies kapitalo rinkos branda.

Kaip minėta, šios priemonės turėtų padėti lėšų stokojančioms, tačiau perspektyvioms bei inovatyvioms mažoms ir vidutinėms įmonėms. Kita svarbi šio projekto pusė - suaktyvinti rizikos kapitalo rinką, kurios Lietuvoje dar, galima sakyti, nėra ir kartu auginti investavimo kultūrą, lavinti verslo visuomenę, kuri kol kas dar labai vengia rizikingesnių, bet perspektyvių investicijų.

Pasaulinėje praktikoje toks modelis, kai valstybė, investuodama viešas lėšas papildomai pritraukia ir privačias investicijas, yra laikomas geriausiu. Tai gali būti pasiekta, kuomet valstybės skatinamų rizikos kapitalo fondų valdymas yra pavestas privatiems ūkio subjektams (investuotojams ir/ar šio sektoriaus specialistams) arba kai potencialių projektų atrankos iniciatyva ir sprendimų priėmimo „galia“ (visų pirma paremta ekonomine logika) atitektų privatiems investuotojams (rizikos kapitalo fondų valdančioms rizikos kapitalo įmonėms, „verslo angelams“²⁶ ar kitiems investuotojams). Šį modelį ir planuojama įgyvendinti Lietuvoje. Tokiu būdu būtų užtikrintas maksimaliai skaidrus projektų atrankos procesas: visų pirma, siekiant investuoti į augimo potencialą turinčias inovatyvias įmones, investicijos būtų ekonomiškai pagrįstos, siekiant maksimalios kapitalo grąžos ateityje, antra, valstybės lėšos būtų panaudojamos efektyviausiai, papildomai pritraukiant tokią pačią ar dar didesnę privačių lėšų dalį.

Tačiau valstybiniu mastu svarbu pripažinti ir tai, kad ES struktūriniai fondai, į kuriuos dabar telkiamos didelės viltys, tokios apimties paramą Lietuvai teiks ribotą laiką. Todėl šiuo metu lygiagrečiai turėtų būti skiriamos didžiulės pastangos sukurti efektyviai veikiančią rizikos kapitalo rinką Lietuvoje, kad ateityje šalies ūkis būtų pakankamai konkurencingas tarptautinėje ekonominėje erdvėje.

²⁶ Verslo angelai – privatūs fiziniai asmenys (sėkmingi verslininkai ir/ar vadovai), investuojantys savo lėšas į veiklą pradedančias, nelistinguojamas MVI, kartu su finansiniu kapitalu perteikiantys įmonėms savo žinias bei verslo patirtį.

RIZIKOS KAPITALO FONDŲ YPATUMAI LIETUVOJE

Nors rizikos kapitalo bendrovės Lietuvoje veikia jau daugiau, nei 10 metų, garsiai apie jų paslaugas prabilta visai neseniai. Tai ne tik Lietuvos problema, bet ir viso Centrinio ir Rytų Europos (CRE) regiono, išskyrus keletą valstybių. Lietuvos rizikos kapitalo investavimo tendencijos atitinka rizikos kapitalo fondų vystymosi brandos etapą, kai trūksta nuosavo privataus bei rizikos kapitalo, o iš kitų fondų ateinantis kapitalas neužtikrina stabilumo. Pasaulinėje praktikoje tokį investicijų nestabilumą charakterizuoja investicinės aplinkos nepakankamumas, kuris parodo stiprų koreliacijos laipsnį su užsienio investuotojais. Todėl Lietuvoje rizikos kapitalo investicijos labai staigiai reaguoja į šalies ekonomikos būklės pokyčius.

Lietuvoje daugiausia rizikos kapitalo investicijų sulaukia apdirbamosios pramonės įmonės, tačiau iš dalies pasitvirtino ir pasaulinė tendencija – investicijos į aukštųjų technologijų sektorių. Tiesa, pastarųjų buvo labai nedaug. Rizikos kapitalo įmonės Lietuvoje nelinekė investuoti į inovatyvų verslą (jį vertina kaip per daug rizikingą) ar naujai besikuriančią įmonę (per ilgas grąžos laikotarpis), nes mano, jog nesulauks tikėtinės grąžos, kai gali sėkmingai pasipelnyti investavus kitur. Inovatyvus verslas priverstas trauktis į užsienį, geriausiu atveju ieškoti užsienio privataus kapitalo ir bandyti pritraukti jį. Rizikos kapitalo įmonės Lietuvoje palankiai vertino plėtros galimybes, tačiau akcentavo, jog Lietuvos rizikos kapitalo sektoriaus plėtra labai priklausys nuo šalies ekonomikos augimo ir kitų politinių veiksnių.

Įmonės rizikos kapitalistai renkasi pagal rinkos augimo potencialą ir vadovų kompetenciją, mažiausiai jų dėmesio sulaukia veiklą pradedančios įmonės. Lietuvos rizikos kapitalo fondų per metus įvertinamų projektų srautas yra apie 50 proc. mažesnis lyginant su užsienio šalyse nusistovėjusia norma.

Lietuvoje beveik nėra (nebuvo iki 2009 lapkričio) lietuviškų rizikos kapitalo valdymo įmonių. Rizikos kapitalistų skaičius Lietuvoje nors ir didėja, tačiau rizikos kapitalo sektorius, finansuojamas užsienio institucijų, nėra savarankiškas, taip pat jo negalime laikyti stabiliu ilguoju laikotarpiu. Užsienio rizikos kapitalistų nepasitikėjimas Lietuvos perspektyva lemia rizikos pervertinimą ir taip uždaro kelią novatoriškoms verslo idėjoms. Todėl dažniausiai sprendimas dėl investavimo Lietuvoje nėra jai palankus, o rizikos kapitalo fondų investicijos praranda tiesioginę rizikos paskirtį.

IŠVADOS

1. Rizikos kapitalo fondas nuo kitų rizikos kapitalo bendrovių skiriasi savo sukauptų lėšų dydžiu bei didesnėmis galimybėmis. Rizikos kapitalo sektoriaus vystymas – tai procesas, kurį reikia tinkamai valdyti, identifikuojant spręstinas problemas, suderinant visų rinkos dalyvių interesus, paskiriant atsakingas institucijas, nustatant jų veiklos tikslus ir įtakos sferą. Patys rizikos kapitalo investuotojai itin nesiskundžia investavimo aplinka Lietuvoje, jiems užtenka vietos rinkoje, jie mato veiklos perspektyvas ir didelės tarpusavio konkurencijos nejaučia.

2. Rizikos kapitalo fondai atsirado JAV. Jie atsirado siekiant paskatinti privataus sektoriaus investicijas į inovatyvų verslą, kuriuo ėmėsi kariai, grįžę po Antrojo pasaulinio karo. JAV rizikos kapitalo fondai tapo vieni pirmiausių ir stipriausių pasaulyje. Kalifornijos valstija yra viena palankiausių ir turinti daugiausiai rizikos kapitalo investicijų.

Nuo pat rizikos kapitalo atsiradimo pradžios JAV ir Vakarų Europoje rizikos kapitalo investicijos buvo didelės ir tikslingos. Buvo didintas kiek finansinis, tiek ir intelektualinis kapitalas. Daugelis šių dienų technikos, technologijų, darbo ir vadybos organizavimo bei kitų pasiekimų nebūtų žinomi be rizikos kapitalo investicijų. Tačiau vertinant atskirai Europą, čia vyrauja nevisai tinkamas požiūris į rizikos kapitalo fondus: trūksta „augimo kultūros“, nelinkstama rizikuoti ir nepakanka rizikos kapitalo investicijų į technologijų sektorių.

Europos rizikos kapitalo duomenų analizė parodė, kad prie investicinio rizikos kapitalo portfelio labiau galėtų prisidėti gyvybės draudimo bendrovės. Ilgalaikiai jų išipareigojimai sudaro palankias sąlygas diversifikuojant didesnę dalį savo aktyvų skirti rizikingoms investicijoms. Pensijų fondai taip pat disponuoja ilgalaikiais išipareigojimais, tačiau jos laikomos konservatyvesnio investavimo institucijomis, kadangi neša didesnę socialinę atsakomybę.

Centrinės ir Rytų Europos (CRE) regiono investicijos sukoncentruotos 5-iose valstybėse: Lenkijoje, Vengrijoje, Čekijoje, Ukrainoje ir Rumunijoje. CRE rizikos kapitalo investavimo tendencijos atitinka rizikos kapitalo fondų vystymosi brandos etapą, kai trūksta nuosavo privataus bei rizikos kapitalo, o ateinantis iš kitų fondų neužtikrina stabilumo.

3. 2008 m. Lietuvoje nebuvo atlikta nė viena privataus kapitalo (rizikos kapitalas yra vienas iš privataus kapitalo porūšių) fondų investicija, kai tuo tarpu Latvijos įmonės sulaukė 63 mln. eurų, o Estija 14 mln. eurų tokių investicijų.

Rizikos kapitalui Lietuvoje sudarytos palankios mokestinės sąlygos. Tiek suderintiesiems, tiek specialiesiems investiciniams fondams (bendrovėms) Lietuvoje buvo nustatytas palankus mokestinis režimas, skatinantis investicijas. Investicinių fondų investicinės pajamos, taip pat dividendai ir kitas

paskirstytasis pelnas, nėra apmokestinami pelno mokesčiu. Investicinių bendrovių investicinės pajamos, išskyrus dividendus ir kitą paskirstytąjį pelną, taip pat nėra apmokestinamos šiuo mokesčiu.

Pastebimas rizikos kapitalo investicijų trūkumas Lietuvoje. Daugelis Lietuvos įmonių, ypač labai mažos, mažos ir vidutinės įmonės susiduria su nuosavo kapitalo trūkumu, kuris riboja plėtros ir spartesnio augimo galimybes bei gebėjimą pritraukti skolintą kapitalą iš kredito įstaigų. Lietuvoje nuosavo kapitalo investicijų poreikis priklauso nuo įmonės dydžio, veiklos amžiaus, ūkio šakos, kurioje įmonė veikia ir kt. faktorių.

4. Lietuvoje daugiausia rizikos kapitalo investicijų sulaukė apdirbamosios pramonės įmonės, tačiau iš dalies pasitvirtino ir pasaulinė tendencija – investicijos į aukštųjų technologijų sektorių (pastarųjų buvo labai nedaug). Įmonės rizikos kapitalistai renkasi pagal rinkos augimo potencialą ir vadovų kompetenciją. Mažiausiai jų dėmesio sulaukia veiklą pradedančios įmonės.

Įvertinus rizikos kapitalo investavimo praktiką Lietuvoje, investicijų trukmė siekia 2–3 metus. Tačiau atsižvelgiant į užsienio valstybių patirtį, t.y. kad vykdomi investiciniai projektai stambėja, tuo pačiu didėja ir nuosavo kapitalo investicijų poreikis pinigine išraiška, pageidaujamų rizikos kapitalo investicijų trukmė turėtų būti 4-6 metai.

Daugelis Lietuvos įmonių (tarp jų ir inovacinio verslo), ypač labai mažos, mažos ir vidutinės įmonės susiduria su nuosavo kapitalo trūkumu, kuris riboja plėtros ir spartesnio augimo galimybes bei gebėjimą pritraukti skolintą kapitalą iš kredito įstaigų. Tik 3 iš apklausoje dalyvavusių įmonių buvo finansuotos rizikos kapitalo fondų.

Rizikos kapitalo investuotojai Lietuvoje nelinkę investuoti į inovatyvias įmones (vertina jas kaip per daug rizikingas) ar naujai besikuriantį verslą (per ilgą grąžos laikotarpį), nes mano, jog nesulauks tikėtinos grąžos, kai gali sėkmingai pasipelnyti investavus kitur. Lietuvos inovatyvios įmonės lėšas inovaciniams projektams įgyvendinti daugiausiai kaupia iš įmonių vidinių išteklių, vengia skolintis ar prognozuoti veiklos rezultatus ilgu laikotarpiu. Labiausiai finansavimo trūksta verslo pradžios stadijoje, ypač technologijoms išigyti, didinti gamybinius pajėgumus bei eksperimentiniams darbams atlikti.

Sudaryta galimybė valstybei investuoti į privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjektus padės pritraukti verslo pradžiai ir plėtrai reikalingą kapitalą, į kurį privatūs investuotojai vieni nėra linkę investuoti.

Pagal skelbtą JEREMIE iniciatyvos konkursą, skirtą atrinkti finansinius tarpininkus, fondų valdytojais tapo dvi Lietuvos įmonės „BaltCap“ ir „LitCapital“, kurioms EIF, galutinai pasirašius sutartis, skirs po 14 mln. eurų, arba 70 proc. būsimų fondų lėšų (likusias lėšas valdytojai pritrauks iš privačių investuotojų). Ateinančiais, 2010 metais, rizikos kapitalo fondų investicijos į inovatyvias įmones turėtų keistis kardinaliai, o kartu augti ir visos šalies rizikos kapitalo rinkos branda.

REKOMENDACIJOS

Europos fondai turėtų apjungti skirtingų rizikos kapitalo fondų pastangas investuoti į įmones. Tai bus daroma ne kuriant daug kompanijų, o teisingai pasirenkant didesnes ir sėkmingesnes įmones, tuo pačiu tikintis didesnės grąžos. Taip pat turi būti ugdomas verslininkų pasirengimas investicijoms.

Europos banko rekomendacijose nurodoma, kad rizikos kapitalo fondas turi būti pakankamo dydžio, kad būtų galima išnaudoti masto ekonomijos teikiamus pranašumus. Šie pranašumai yra susiję su rizikos kapitalo fondų administravimu ir galimybėmis išskaidyti riziką investuojant į pakankamai didelį inovatyvių mažųjų ir vidutinių įmonių skaičių. Valstybė turėtų užsitikrinti papildomų privačių lėšų pritraukimą ir efektyvų jų investavimą, laikantis nustatytos investavimo strategijos.

Viena iš svarbiausių Lietuvos ekonomikos tolesnio augimo sąlygų – ateities technologijų ir inovacinio verslo plėtra. Tam reikalinga koordinuotų veiksmų sistema inovacinei veiklai skatinti, siekiant suteikti visokeriopą informacinę, metodologinę ir finansinę pagalbą ne tik mokslinių tyrimų institucijoms ir verslininkams, bet ir švietimo, mokymo įstaigoms ir visiems šalies gyventojams.

Lietuvoje būtų galima įkurti iš dalies valstybės remiamus rizikos kapitalo fondus, kurie pasiryžtų finansuoti netgi tuos projektus, kurie dėl savo nedidelės apimties ir didelės rizikos yra nepatrauklūs jau veikiančioms investuotojams, arba pastariesiems suteikti papildomas valstybines garantijas. Svarbiausias uždavinys yra sukurti palankias sąlygas rinkos dalyviams veikti ir tikėtis naudingo investicijų įgyvendinimo.

Būtų tikslinga atskirai reglamentuoti rizikos kapitalo fondų investavimo principus ir veiklą, įvardijant galimus investicijų objektus ir pan., išskirti rizikos kapitalo fondus, kaip vieną iš galimų ir „priimtinių“ investavimo sričių.

Valstybiniu mastu svarbu pripažinti ir tai, kad ES struktūriniai fondai, į kuriuos dabar telkiamos didelės viltys, paramą dabartinėmis apimtimis Lietuvai teiks ribotą laiką. Todėl šiuo metu lygiagrečiai turėtų būti skiriamos didžiulės pastangos sukurti efektyviai veikiančią rizikos kapitalo rinką Lietuvoje, kad ateityje šalies ūkis būtų pakankamai konkurencingas tarptautinėje ekonominėje erdvėje.

Būtų tikslinga atlikti rizikos kapitalo fondų veiklos analizę Lietuvoje po 2010 m. ir išsiaiškinti Lietuvos rizikos kapitalo valdymo įmonių įtaką inovatyvioms mažoms ir vidutinėms įmonėms. Taip pat išanalizuoti rizikos kapitalo investicijų aktyvumą ir efektyvumą investuojant į inovatyvias įmones bei išsiaiškinti rizikos kapitalo fondų įtaką inovacinio verslo konkurencingumui Lietuvoje.

LITERATŪRA

1. **Benchmarking Business Angels.** Final Report. (2002), European Commission, Enterprise Directorate– General.
2. **Brian G. Cartwright.** The Future of Securities Regulation. Speech by Brian G. Cartwright, General Counsel U.S. Securities and Exchange Commission. University of Pennsylvania Law School Institute for Law and Economics Philadelphia, Pennsylvania. October 24, 2007.
3. **Buškevičiūtė E., Mačerinskienė I.** Finansų analizė: vadovėlis. – Kaunas: Technologija, 2007.– ISBN 9986-13-710
4. **Dėl Nacionalinės Lisabonos strategijos įgyvendinimo programos.** Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2005 m. lapkričio 22 d. nutarimas Nr. 1270. *Valstybės žinios*. 2005, Nr. 139-5019.
5. **Dessein, Wouter.** Information and control in alliances and ventures, Working paper, University of Chicago, 2002
6. **Dow Jones,** Private Equity Analyst (liet. privatus kapitalo analitikas). Dow Jones Private Equity Analyst as referenced in Taub, Stephen. Record Year for Private Equity Fundraising. CFO.com, January 11, 2007.
7. **Draper.** Investicijų kompanijos oficialus internetinis puslapis. <http://www.draperco.com/history.html> [žiūrėta 2009 09 11]
8. **Elektronikos naujenos.** In 1971, a series of articles entitled "Silicon Valley USA" were published in the Electronic News, a weekly trade publication, giving rise to the use of the term Silicon Valley.
9. **ES–JAV rizikos kapitalo darbo grupės galutinė ataskaita.** Final report of the EU–US working group on venture capital, 2005 m.
10. **Ethan Lyon.** "Types of VC Firms: Finding Opportunity in the Dragons' Den", 2009 (liet. Rizikos kapitalo įmonių tipai). <http://sparxoo.com/2009/03/12/finding-opportunity-in-the-dragons-den/>. [žiūrėta 2009 09 05]
11. **Eurobarometras.** Trumpi pranešimai apie Eurobarometer tyrimus dėl kapitalo pritraukimo 2007 ir 2008 m. spalio mėn. (prieiga per internetą: www.evca.com)
12. **Europos Komisijos statistika „Eurostat“**, www.eurostat.eu
13. **Europos rizikos kapitalo asociacija**, www.evca.com
14. **G. Kancerevyčius.** Finansai ir investicijos, 2006 m. ISBN: 7570764
15. **Garmaise, Mark.** Informed investors and the financing of entrepreneurial projects, University of Chicago, 2000

16. **Inovacijų versle programa 2003–2006 m.** (2003), Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2003 m. liepos 15 d. nutarimas Nr. 911. valstybės žinios, 2003, Nr. 71.
17. **Joseph W. Bartlett.** Fundamentals of Venture Capital. What Is Venture Capital? (liet. Kas yra rizikos kapitalas?), 1999
18. **Keith Pilbeam.** Finance & Financial markets (liet. Finansinės rinkos), Aarontype Limited, Bristol, England, 1998. ISBN 0–333–62944–2.
19. **Kirsner, Scott.** "Venture capital's grandfather." (liet. Rizikos kapitalo senelis) The Boston Globe, 2008.
20. **Lietuvos Respublikos Akcinių Bendrovių Įstatymas.**
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=350604 [žiūrėta 2009 10 22]
21. **Lietuvos Respublikos Civilinio Kodekso Patvirtinimo, Įsigaliojimo Ir Įgyvendinimo Įstatymas.**http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=357638 [žiūrėta 2009 11 12]
22. **Lietuvos Respublikos Finansų Įstaigų Įstatymas.**
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=340491 [žiūrėta 2009 10 23]
23. **Lietuvos Respublikos Investicijų Įstatymas.**
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=347535 [žiūrėta 2009 11 02]
24. **Lietuvos Respublikos Kolektyvinio Investavimo Subjektų Įstatymas.**
 Galiojantis iki 2008 kovo 1 d.:
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=215766 [žiūrėta 2009 10 25]
 Galiojantis nuo 2008 kovo 1 d.:
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=340537 [žiūrėta 2009 10 25]
25. **Lietuvos Respublikos Pelno Mokesčio Įstatymas.**
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=350552 [žiūrėta 2009 10 26]
26. **Lietuvos Respublikos Pridėtinės Vertės Mokesčio Įstatymas.**
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=350716 [žiūrėta 2009 10 23]
27. **Lietuvos Respublikos Ūkinių Bendrijų Įstatymas.**
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=222539 [žiūrėta 2009 10 26]
28. **Lietuvos Respublikos Valstybės Ir Savivaldybių Turto Valdymo, Naudojimo Ir Disponavimo Juo Įstatymas.**
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=350518 [žiūrėta 2009 10 29]
29. **Lietuvos Respublikos Vertybinių Popierių Įstatymas.**
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=350606 [žiūrėta 2009 09 07]
30. **Lietuvos statistikos departamentas,** www.stat.gov.lt

31. **Lueck, Thomas J.** "High Tech's Glamour Fades For Some Venture Capitalists." (liet. Aukštosios technologijos rizikos kapitalistams) New York Times, February 6, 1987.
32. **Metrick, Andrew.** *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, 2007. p.12 (liet. Rizikos kapitalas ir inovacijų finansavimas)
33. **Nacionalinė rizikos kapitalo asociacija.** Official website of the National Venture Capital Association, the largest trade association for the venture capital industry, www.nvca.com
34. **Pollack, Andrew.** "Venture Capital Loses Its Vigor." (liet. Rizikos kapitalo praradimai) New York Times, October 8, 1989.
35. **Privataus kapitalo industijos žodynas.** Private equity industry dictionary. CalPERS Alternative Investment Program
36. **Privataus kapitalo industrijos tyrimas.** The New Kings of Capitalism, Survey on the Private Equity industry, The Economist, 2004
37. **Projektai, rizikos kapitalas.** "PROSPECTS; Venture Capital." New York Times, March 27, 1988.
38. **Richard Florida and Donald F. Smith.** Venture Capital Formation, Investment, and Regional Industrialization Jr. Source: Annals of the Association of American Geographers, 1993
39. **Rizikos kapitalo investavimo filosofija.** Investment philosophy of VCs, <http://www.banknetindia.com/finance/vcapital.htm>
40. **Rizikos kapitalo investicijos Europoje 2004 m.** DG ECFIN (Europos Komisijos Ekonominių ir finansinių reikalų Generalinis Direktoratas) dokumentas.
41. **Rizikos kapitalo organizacijos.** "Venture Capital Organizations". http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=106&Itemid=134.
42. **Smulkaus verslo administravimo investicijų skyrius.** Small Business Administration Investment Division (SBIC), <http://www.sba.gov/aboutsba/sbaprograms/inv/index.html>
43. **Steven N. Kaplan and Per Stromberg.** Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses, 2004
44. **Tom Lindström, Markku Maula.** VC Performance determinants and Differences between Europe and Northern America, 2006 m. (liet. „**RK grąžą lemiantys veiksniai ir skirtumai tarp Europos ir Šiaurės Amerikos**“).
45. **Valentinavičius S.** Innovation as an accelerator of competitiveness and economic development// Mokslo darbai. Ekonomika, Nr. 70., (2005)
46. **Valstybės paramos ankstyvosios stadijos nuosavybės finansavimo gera praktika.** Best practices of public support for early-stage equity finance, Galutinė ekspertų grupės ataskaita, Europos Komisija: Enterprise DG, 2005 m. rugsėjis.

47. **Viešojo transliavimo paslaugos.** WGBH Public Broadcasting Service, “Who made America?”-Georges Doriot”,

http://www.pbs.org/wgbh/theymadeamerica/whomade/doriot_hi.html/

48. **Wilson, John.** The New Ventures, Inside the High Stakes World of Venture Capital, 1985

Volkov A. Rizikos kapitalo fondų investavimo ypatumai Lietuvoje. Finansų rinkos magistro baigiamasis darbas, mokslinis vadovas prof. habil. dr. I Mačerinskienė – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, Bankininkystės ir investicijų katedra, 2009.

ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe pateikiama investicijų, investicinių bendrovių samprata, jų pagrindinės sudedamosios dalys, supažindinama su rizikos kapitalo fondų elementais, organizavimo forma ir politika. Taip pat šiame darbe analizuojama rizikos kapitalo fondų veiklos patirtis kai kuriose užsienio valstybėse: pateikiama JAV ir Europos rizikos kapitalų fondų veiklos apžvalga, lyginamosios analizės pagalba identifikuojami jų vystymosi tendencijų panašumai bei skirtumai. Darbe vertinama rizikos kapitalo fondų veikla Centrinės ir Rytų Europos regione, pateikiamos tipiškos šio regiono fondų investavimo tendencijos. Be to, nagrinėjama rizikos kapitalo fondų teisinė bazė, rizikos kapitalo fondų investicijų pasiskirstymas pagal ekonomines veiklos rūšis Lietuvoje. Išanalizavus ir įvertinus rizikos kapitalo fondų veiklą, identifiкуoti jų investavimo ypatumai, inovacinio verslo plėtros problemos susijusios su rizikos kapitalo fondų investicijų nepakankamumu Lietuvoje bei pabrėžtas valstybės vaidmuo rizikos kapitalo fondų finansavime.

Raktiniai žodžiai: privatus kapitalas, rizikos kapitalas, rizikos kapitalo fondas, inovacinis verslas, inovatyvios mažos ir vidutinės įmonės.

Volkov A. The features of venture capital funds investment in Lithuania. Financial markets Masters final work, the scientific director prof. Habil. Dr. I Mačerinskienė - Vilnius: University of Mykolas Romeris, Faculty of Economics and Finance, Department of Banking and Investment, 2009.

ANNOTATION

In the Master's work there is presented an introduction to investments, investment companies and their concept of the main components, provided disclosure of the elements of venture capital funds, organization and policy. There is also analyzed the experience of venture capital funds in some foreign countries. In the research work there is provided the U.S. experience and the overview of European venture capital funds activity, their inter-comparison, development trends similarities and differences. There is also estimated the venture capital fund activities in Central and Eastern European region, represented the typical trends of investment in that region venture capital funds. In the research work there is examined the regulation of venture capital funds, venture capital fund investments in accordance with the distribution of economic activities in Lithuania. There is also analyzed and evaluated the activities of venture capital funds, their investment features and innovative business development issues related to venture capital funds, presented investment failure in Lithuania and highlighted the state's role in financing venture capital funds.

Keywords: private equity, venture capital, venture capital fund, innovative business, innovative small and medium-sized enterprises.

Volkov A. Rizikos kapitalo fondų investavimo ypatumai Lietuvoje. Finansų rinkos magistro baigiamasis darbas, mokslinis vadovas prof. habil. dr. I Mačerinskienė – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, Bankininkystės ir investicijų katedra, 2009.

SANTRAUKA

Ekonominis augimas siejamas su gamybos technologiniu atnaujinimu, inovacijų įgyvendinimu ekonominėje ir socialinėje srityse bei spartesne inovacinio verslo plėtra. Rizikos kapitalas yra patogiausia ir labiausiai tinkama investavimo priemonė, užtikrinanti inovacinio verslo plėtrą. Dėl šios priežasties magistro baigiamasis darbas yra skirtas šių specializuotų bendrovių – rizikos kapitalo fondų - investavimo ypatumams Lietuvoje analizuoti.

Magistro darbo objektas yra rizikos kapitalo fondų investavimo procesas. Darbe tiriamos pagrindinės problemos, susijusios su rizikos kapitalo fondų investicijų pritraukimu.

Pirmoje darbo dalyje pateikiama investicijų ir investicinių bendrovių samprata, jų pagrindinės sudedamosios dalys, supažindinama su rizikos kapitalo fondų elementais, organizavimo forma ir politika, apžvelgiami rizikos kapitalo fondų veiklos ypatumai. Antroje darbo dalyje analizuojama rizikos kapitalo fondų patirtis kai kuriose užsienio valstybėse. Pateikiama JAV ir Europos rizikos kapitalų fondų veiklos apžvalga bei lyginamoji analizė, atskleidžianti jų vystymosi tendencijų panašumus bei skirtumus. Trečioje dalyje dėmesys skiriamas Centrinės ir Rytų Europos regionui: randamos tipiškos šio regiono rizikos kapitalo fondų investavimo tendencijos. Taip pat šioje dalyje nagrinėjama rizikos kapitalo fondų teisinė bazė, rizikos kapitalo fondų investicijų pasiskirstymas pagal ekonomines veiklos rūšis Lietuvoje. Paskutinėje darbo dalyje detalai nagrinėjami rizikos kapitalo fondų investavimo ypatumai Lietuvoje, aprašomi sociologinių tyrimų duomenų rezultatai, pateikiama inovacinio verslo aplinkos apžvalga Lietuvoje, bei pabrėžiamas valstybės vaidmuo rizikos kapitalo fondų finansavime.

Darbas atliktas naudojant įvairių Europos Komisijos reglamentų, Europos ir Nacionalinės rizikos kapitalo organizacijų leidinių analizės, statistinės informacijos apie rizikos kapitalo fondus analizės bei anketavimo ir interviu metodus. Teisinės ir mokesčių sistemos sąlygos įvertintos analizuojant Lietuvos teisės aktus.

Taip pat atliekant darbą buvo remiamasi Lietuvos statistikos departamento, Europos Komisijos statistikos tarnybos „Eurostat“ duomenimis, Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos atliktų tyrimų oficialiomis ataskaitomis, įvairių autorių atliktais tyrimais, apžvalgomis bei įvairiais Lietuvos strateginiais dokumentais.

Apibendrinus atliktą rizikos kapitalo fondų veiklos Lietuvoje analizę, darbo pabaigoje pateiktos išvados bei siūlymai šių fondų investavimo tobulinimui.

Šis darbas padeda sistemiškai įvertinti esamą rizikos kapitalo sektoriaus būklę Lietuvoje, susipažinti su užsienio valstybėse taikomomis rizikos kapitalo investicijų skatinimo priemonėmis, apčiuopti esamas ir galimas rizikos kapitalo investicijų problemas ir grėsmes, išsiaiškinti Lietuvos rizikos kapitalo fondų veiklos trūkumus ir rasti galimus sprendimo būdus. Taip pat šis darbas identifikuoja inovacinio verslo finansavimo problemas bei rizikos kapitalo investicijų poreikį inovacinio verslo plėtrai.

Volkov A. The features of venture capital funds investment in Lithuania. Financial markets Masters final work, the scientific director prof. Habil. Dr. I Mačerinskienė - Vilnius: University of Mykolas Romeris, Faculty of Economics and Finance, Department of Banking and Investment, 2009.

SUMMARY

The economic growth is linked to the technological renovation of production, innovations, implementation of economic and social fields and faster innovation business development. Venture capital is the most convenient and the most appropriate investment tool that provides innovative business development. According to that, the master's final work determines these specialized companies - venture capital funds - investment analysis features in Lithuania.

Venture capital funds' investment process is a major work object. In the research work there are examined the main problems associated with the risk capital funds' investment attraction.

In the first part of the work provided the concept of investment and investment companies, their main components. There is presented an introduction to the elements of venture capital funds, organization and policies, provided an overview of venture capital funds operating features. In the second part of the work there is analyzed the experience of venture capital funds in some foreign countries. The United States and Europe's venture capital funds performance review and comparative analysis of their trends similarities and differences are also submitted in the work. The third section focused on Central and Eastern European region. There are described typical venture capital funds investment trends in that region. In that part of work there is also examined the regulation of venture capital funds, venture capital fund investments in accordance with the distribution of economic activities in Lithuania. In the last part of the research work there is provided a detailed examine of the venture capital and equity funds investment features in Lithuania, described the results of sociological studies, presented an innovative business environment overview in Lithuania and highlighted the role of the state for venture capital funds financing.

This study was performed by using the various regulations of the European Commission, European and National venture capital organizations publication, statistical information on venture capital funds analysis and analysis of surveys and interviews. Venture capital funds regulatory and fiscal framework conditions assessed in the analysis of Lithuanian legislation.

The research work was based on Statistics Department's data in Lithuania, the European Commission's statistical office Eurostat data, the Economic Cooperation and Development studies in the official reports, the authors carried out various studies, the surveys and various strategic documents of Lithuania.

Finally, the conclusions and recommendations for improving the investment base for venture capital funds in Lithuania were provided.

This work helps for systematical evaluation of the current state of the venture capital industry in Lithuania, to access foreign countries investment incentives for the venture capital, to set the current and potential issues and threats for venture capital investment, to identify Lithuanian venture capital funds operational weaknesses and to find possible solutions. This work also identifies innovative business financing problems and the need of the venture capital investment in innovative business development.

PRIEDAI

Rizikos kapitalo fondai ir fondus valdančios įmonės Lietuvoje

Rizikos kapitalo fondas	Fondo valdymo įmonė	Pastabos
Quartona-Strata SME investicijos Baltijos Po-Privatizavimo fondas (BPPF) Strata starto fondas	UAB „Strata“	www.strata.lt
Baltic Invest Fund L.P. Baltic Invest Fund II L.P. Baltic Invest Fund III L.P. Baltic SME Fund L.P.	BaltCap Management Ltd	www.baltcap.com www.suprema.com
Askembla III	Askembla Asset Management AB	www.askembla.se
	Traigon Capital AS	www.trigoncapital.com
Baltijos smulkaus kapitalo fondas (BSKF)	Mažųjų įmonių paramos fondas (SEAF)	www.bsfe.ee
East Capital Baltic Fund	East Capital Asset Management AB	www.eastcapital.com
	Hanseatic Capital LLC	www.hanseaticcapital.net
	Baltic-American Enterprise Fund	www.balaef.com
	Swedfund International AB	www.swedfund.se
Finnfund	Finnish Fund for Industrial Cooperation Ltd	www.finnfund.fi
Amber Trust S.C.A. Amber Trust II S.C.A.	Firebird Private Equity Advisors LLC Danske Capital Finland Ltd.	www.fbird.com www.danskecapital.fi
ERPB tiesiogiai	ERPB tiesiogiai	www.ebrd.com
	Middle Europe Investments	www.mei.nl
Investuoja iš bankų skolintas lėšas.	UAB „Hermis Capital“	www.hermis.lt
AB „Šiaulių bankas“ dukterinė bendrovė. Atskiro fondo nesuformuoja, investuoja naudodama banko lėšas.	UAB „Šiaulių banko investicijų valdymas“	www.sbiv.lt
AB „SEB Vilniaus bankas“ dukterinė bendrovė. Atskiro fondo nesuformuoja, investuoja naudodama banko lėšas.	UAB „SEB VB rizikos kapitalo valdymas“	www.seb.lt
New Economy Ventures	Gild Bankers (UAB „Hermis Finansai“)	www.hf.lt
Investuoja nuosavas ir iš bankų skolintas lėšas.	UAB „Vilniaus investicijos“	www.vi.lt
	AB „Invalda“	www.invalda.lt
LEPA-os „LIPF specialioji investicinė sąskaita“	UAB „Lietuvos infrastruktūros plėtros fondas“	www.lipf.lt

Apklausa

2009 m. apklausa, siekiant įvertinti poreikį investicijoms

1. **JŪS ESATE** (priklausomai nuo Jūsų veiklos galima žymėti visus atsakymus, jei nesate studentas, pereikite prie 4-to klausimą):

- ☐ ĮMONĖS VADOVAS
☐ ĮMONĖS SAVININKAS
☐ STUDENTAS

2. **(PILDO TIK STUDENTAI) AR PLANUOJATE ARTIMIAUSIŲ METŲ PRADĖTI VERSLĄ?** (tik vienas atsakymas)

- ☐ TAIP
☐ NE

3. **(PILDO TIK STUDENTAI, KURIE ATSAKĖ - „TAIP“) KOKIA EKONOMINĖS VEIKLOS SRITIS JŪS DOMINTŲ?**

- ☐ ŽEMĖS ŪKIS(TAME TARPE MEDŽIOKLĖ, MIŠKININKYSTĖ IR ŽUVININKYSTĖ)
☐ KASYBA IR KARJERŲ EKSPLOATAVIMAS
☐ APDIRBAMOJI GAMYBA
☐ ELEKTROS, DUJŲ IR VANDENS TIEKIMAS
☐ STATYBA
☐ DIDMENINĖ IR MAŽMENINĖ PREKYBA; VARIKLINIŲ TRANSPORTO PRIEMONIŲ IR MOTOCIKLŲ REMONTAS, ASMENINIŲ IR NAMŲ ŪKIO REIKMENŲ TAISYMAS
☐ VIEŠBUČIAI IR RESTORANAI
☐ TRANSPORTAS IR SANDĖLIAVIMAS
☐ PAŠTAS IR TELEKOMUNIKACIJOS
☐ FINANSINIS TARPININKAVIMAS
☐ NEKILNOJAMASIS TURTO, NUOMA IR KITA VERSLO VEIKLA
☐ VIEŠASIS VALDYMAS IR GYNYBA; PRIVALOMASIS SOCIALINIS DRAUDIMAS
☐ ŠVIETIMAS (MOKSLAS, TECHNOLOGIJOS, INOVACIJOS)
☐ KITA () (papildykite)

4. **JEI TURITE SAVO VERSLĄ AR ESATE JO VADOVAS, PAŽYMĖKYTE KOKIAI EKONOMIKOS VEIKLOS SRITIS PARIKLAUSO JŪSŲ VERSLĄ** (tik vienas atsakymas)

- ☐ ŽEMĖS ŪKIS(TAME TARPE MEDŽIOKLĖ, MIŠKININKYSTĖ IR ŽUVININKYSTĖ)
☐ KASYBA IR KARJERŲ EKSPLOATAVIMAS
☐ APDIRBAMOJI GAMYBA
☐ ELEKTROS, DUJŲ IR VANDENS TIEKIMAS
☐ STATYBA
☐ DIDMENINĖ IR MAŽMENINĖ PREKYBA; VARIKLINIŲ TRANSPORTO PRIEMONIŲ IR MOTOCIKLŲ REMONTAS, ASMENINIŲ IR NAMŲ ŪKIO REIKMENŲ TAISYMAS
☐ VIEŠBUČIAI IR RESTORANAI
☐ TRANSPORTAS IR SANDĖLIAVIMAS
☐ PAŠTAS IR TELEKOMUNIKACIJOS

- ☐ FINANSINIS TARPININKAVIMAS
- ☐ NEKILNOJAMASIS TURTAS, NUOMA IR KITA VERSLO VEIKLA
- ☐ VIEŠASIS VALDYMAS IR GYNYBA; PRIVALOMASIS SOCIALINIS DRAUDIMAS
- ☐ ŠVIETIMAS (MOKSLAS, TECHNOLOGIJOS, INOVACIJOS)
- ☐ KITA () (papildykite)

5. AR KREIPĖTĖS DĖL FINANSAVIMO? (tik vienas atsakymas)

- ☐ TAIP
- ☐ NE

(Jeigu Jūsų atsakymas „NE“, pereikite prie 9-to klausimo)

6. KUR KREIPĖTĖS DĖL FINANSAVIMO? (gali būti keli atsakymai)

- ☐ BANKAS
- ☐ LIZINGO KOMPANIJA
- ☐ PRIVATŪS INVESTUOTOJAI
- ☐ RIZIKOS KAPITALO FONDAI
- ☐ EUROPOS SĄJUNGOS STRUKTŪRINIAI FONDAI
- ☐ KITA () (papildykite)

7. DĖL KOKIŲ FINANSAVIMO PASLAUGŲ KREIPĖTĖS (gali būti keli atsakymai)

- ☐ INVESTICIJOS Į MATERIALŲ TURTA
- ☐ INVESTICIJOS Į NEMATERIALŲ TURTA
- ☐ INVESTICIJŲ Į ĮRANGĄ IR/AR ĮRENGIMUS
- ☐ INVESTICIJŲ Į ŽALIAVŲ, ATSARGŲ ĮSIGIJIMĄ
- ☐ APYVARTOS FINANSAVIMO (DEBITORINIO ĮSISKOLINIMO PRIEMONĖ)
- ☐ DĖL ĮMONĖS KAPITALO DIDINIMO
- ☐ DĖL AKCIJŲ IŠPIRKIMO IŠ KITŲ AKCININKŲ
- ☐ INVESTICIJOS Į ŽMONIŠKŲJŲ IŠTEKLIŲ PLĖTRĄ
- ☐ INVESTICIJŲ INOVACIJŲ DIEGIMUI
- ☐ INVESTICIJŲ MOKSLINIAMS TYRIMAMS
- ☐ KITA () (papildykite)

8. AR GAVOTE FINANSAVIMĄ (tik vienas atsakymas)

- ☐ TAIP
- ☐ NE

9. JEI KREIPĖTĖS Į RIZIKOS KAPITALO FONDA, ĮVERTINKITE JĮ NUO 1(LABAI BLOGAS) IKI 5(LABAI GERAS) BALŲ, KAIP TINKAMĄ INVESTUOTOJĄ (tik vienas atsakymas):

- ☐ 1
- ☐ 2
- ☐ 3
- ☐ 4
- ☐ 5

10. AR PLANUOJATE KREIPTIS DĖL FINANSAVIMO? (tik vienas atsakymas)

- ☐ TAIP
- ☐ NE

11. KUR PLANUOJATE KREIPTIS DĖL FINANSAVIMO? (gali būti keli atsakymai)

- ☐ BANKAS
- ☐ LIZINGO KOMPANIJA
- ☐ PRIVATŪS INVESTUOTOJAI
- ☐ RIZIKOS KAPITALO FONDAI
- ☐ EUROPOS SĄJUNGOS STRUKTŪRINIAI FONDAI
- ☐ KITA (_____) (papildykite)

12. DĖL KOKIŲ FINANSAVIMO PASLAUGŲ KETINATE KREIPTIS ATEITYJE (gali būti keli atsakymai)

- ☐ INVESTICIJOS Į MATERIALŲ TURTA
- ☐ INVESTICIJOS Į NEMATERIALŲ TURTA
- ☐ INVESTICIJŲ Į ĮRANGĄ IR/AR ĮRENGIMUS
- ☐ INVESTICIJŲ Į ŽALIAVŲ, ATSARGŲ ĮSIGIJIMĄ
- ☐ APYVARTOS FINANSAVIMO (DEBITORINIO ĮSISKOLINIMO PRIEMONĖ)
- ☐ DĖL ĮMONĖS KAPITALO DIDINIMO
- ☐ DĖL AKCIJŲ IŠPIRKIMO IŠ KITŲ AKCININKŲ
- ☐ INVESTICIJOS Į ŽMONIŠKŲJŲ IŠTEKLIŲ PLĖTRĄ
- ☐ INVESTICIJŲ INOVACIJŲ DIEGIMUI
- ☐ INVESTICIJŲ MOKSLINIAMS TYRIMAMS
- ☐ KITA (_____) (papildykite)

DĖKOJAME UŽ JŪSŲ SUGAIŠTĄ LAIKĄ

Rizikos kapitalo fondų trumpos priemonės aprašymas

- *1-mai priemonei* skirta 28 mln. eurų Europos Sąjungos struktūrinių fondų lėšų. Europos investicinio fondo atrinktos rizikos kapitalo valdymo įmonės steigs rizikos kapitalo fondus, į juos pritrauks ne mažiau kaip 30 proc. privačių investuotojų lėšų. Fondų gyvavimo laikotarpis – 10 metų su galimybe pratęsti dar 2 metams. Kai bus pasirašytos sutartys su rizikos kapitalo valdymo įmonėmis, jos bus įpareigosios skirtas lėšas investuoti į įmonių kapitalą per 4–5 metus. Rizikos kapitalo fondų investicijos orientuotos į dideliu augimo potencialu pasižyminčias įmones.

Buvo atrinkti fondo valdytojus – UAB „BaltCap“ ir LitCapital Asset Management. Šiuo metu yra derinamos sutartys.

Salygos įmonėms

1. Investicijų suma, kurią fondas investuoja vienoje tikslinėje įmonėje, yra iki 3 000 000 eurų (atitinkmuo 10 358 400 litų) ir 1 500 000 eurų (atitinkmuo 5 179 200 litų) per bet kurį dvylikos mėnesių laikotarpį.
2. Tinkami paramos gavėjai – labai mažos, mažos ir vidutinės įmonės (MVI), kurių pagrindinė veiklos vieta yra Lietuvoje. Investuojama į MVI, kaip apibrėžta Komisijos reglamento Nr. 800/2008 priede Nr. 1 bei jį įgyvendinančiame Lietuvos Respublikos smulkiojo ir vidutinio verslo plėtros įstatyme (Žin., 1998, Nr. 109-2993; 2007, Nr. 132-5354).
3. Investuojama gali būti į visus ūkio sektorius, išskyrus: a) sektorius, išvardytus Komisijos reglamento Nr. 800/2008 1 straipsnio 2–6 punktuose; b) azartinių lošimų ir lažybų organizavimo veiklą; c) ginklų, tabako ir alkoholio gamybą, tiekimą ir prekybą; d) žmonių klonavimą; e) įmonių investicinius projektus, kurie susiję su EB Sutarties I priede numatytų žemės ūkio ir žuvininkystės produktų gamyba.
4. Neinvestuojama į sunkumus patiriančias įmones, kaip apibrėžta 2004 m. spalio 10 d. Bendrijos gairėse dėl valstybės pagalbos, skirtos padėti ir pertvarkyti sunkumų turinčias įmones.
5. Investuojama į MVI, akcinį kapitalą (nuosavybės dalis bendrovėje, kurią sudaro investuotojams išleistos akcijos) arba į iš dalies akcinį kapitalą (finansines priemones, kurių grąža savininkui dažniausia grindžiama bendrovės pelnu arba nuostoliu) įmonių pradinio augimo (pradinio, ankstyvo augimo ir plėtros) stadijose.
6. Investavimas į fondus ir investavimas į MVI galimas iki 2013 m. gruodžio 31 d. arba jei bus priimtas naujas reglamentas, pakeisiantis Reglamentą Nr. 800/2008, arba Komisijos reglamento Nr. 800/2008 galiojimas bus pratęstas, investavimo periodas yra pailginamas iki 2015 m. gruodžio 31 d.

Dokumentai, kuriuos reikia pateikti

Rizikos kapitalo valdymo įmonės investavimo sprendimus priims remdamosios kiekvienai investicijai parengtu verslo planu, kuriame turi būti pateikta išsami informacija apie produktą, pardavimo ir pelningumo skaičiavimai ir prognozės, projekto gyvybingumo išankstinis vertinimas, taip pat aiški ir reali kiekvienos investicijos pasitraukimo strategija.

Bendrai investuojančio fondo (verslo angelai) trumpas priemonės aprašymas

- 2-ai priemonei skirta 8 mln. eurų Europos Sąjungos struktūrinių fondų lėšų. Priemonės tikslas – sukurti bei išplėtoti tinklą ir susijusius procesus, palankius „verslo angelų“ veiklai.

Atrinkta rizikos kapitalo valdymo įmonė steigs bendrai investuojantį fondą ir kartu su „verslo angelais“ investuos į įmones. Investicija į įmonės kapitalą bus daroma ne daugiau kaip 50 proc. iš bendrai investuojančio fondo ir ne mažiau kaip 50 proc. iš privačių investicijų, iš kurių bent 5 proc. turi investuoti pats tarpininkas, o likusią dalį „verslo angelas“.

Fondo valdytojas – UAB „Stata“ ir „Mes invest“ konsorciumą. Šiuo metu yra derinama sutartis.

Salygos įmonėms

1. Investicijos dydis į įmonę – iki 400 tūkst. eurų.
2. Tinkami paramos gavėjai – labai mažos, mažos ir vidutinės įmonės (MVI) įmonės, kurių pagrindinė veiklos vieta yra Lietuvoje. Investuojama į MVI, kaip apibrėžta Komisijos reglamento Nr. 800/2008 priede Nr. 1 bei jį įgyvendinančiame Lietuvos Respublikos smulkiojo ir vidutinio verslo plėtros įstatyme (Žin., 1998, Nr. 109-2993; 2007, Nr. 132-5354).
3. Investuojama gali būti į visus ūkio sektorius, išskyrus: a) azartinių lošimų ir lažybų organizavimo veiklą; b) ginklų, tabako ir alkoholio gamybą, tiekimą ir prekybą; c) žmonių klonavimą; d) įmonių investicinius projektus, kurie susiję su EB Sutarties I priede numatytų žemės ūkio ir žuvininkystės produktų gamyba; e) neinvestuojama į sunkumų patiriančias įmones, kaip apibrėžta 2004 m. spalio 10 d. Bendrijos gairėse dėl valstybės pagalbos, skirtos padėti ir pertvarkyti sunkumų turinčias įmones.
4. Investuojama į MVI akcinį kapitalą (nuosavybės dalis bendrovėje, kurią sudaro investuotojams išleistos akcijos) arba į iš dalies akcinį kapitalą (finansines priemones, kurių grąža savininkui dažniausia grindžiama bendrovės pelnu arba nuostoliu) įmonių pradinio augimo (pradinio, ankstyvo augimo ir plėtros) stadijose.
5. Investavimas į fondus ir investavimas į MVI galimas iki 2015 m. gruodžio 31 dienos.

Dokumentai, kuriuos reikia pateikti

Rizikos kapitalo valdymo įmonė investavimo sprendimus priims remdamasi kiekvienai investicijai parengtu verslo planu, kuriame turi būti pateikta išsami informacija apie produktą, pardavimo ir pelningumo skaičiavimai bei prognozės, projekto gyvybingumo išankstinis vertinimas, taip pat aiški ir reali kiekvienos investicijos pasitraukimo strategija.

Vidinė gražos norma ir koreliacija

Vidinė gražos norma Vidinė gražos norma (toliau – VGN, angl. Internal rate of return - IRR) yra diskonto norma, kuriai esant, projekto grynoji dabartinė vertė yra lygi 0.

Šis rodiklis projekto grynąją dabartinę vertę prilygina nuliui, t.y. naudos dabartinę vertę ir išlaidų dabartinę vertę sulygina. Vidinės gražos normos skaičiavimo formulė:

$$VGN = (-)C_0 + \frac{C_1}{(1+VGN)^1} + \frac{C_2}{(1+VGN)^2} + \dots + \frac{C_t}{(1+VGN)^t} = 0$$

C_0 – investicijos;

C_t – laukiamos įplaukos;

VGN – vidinė gražos norma;

t – metai.

Pagrindinės prielaidos

Skaičiavimai remiasi bendra prielaida, kad infliacija vienodu mastu veikia kaip gaunamas pajamas, taip ir patiriamas sąnaudas.

Koreliacinė analizė - tai statistinis metodas, kuriuo tiriami atsitiktinių dydžių, turinčių normalųjį skirstinį, tarpusavio ryšiai generalinėje aibėje (V. Kėdaitis „Koreliacinės - regresinės analizės pagrindai“ Vilnius, 2005). Pats koreliacinės analizės metodas neatskleidžia ryšių tarp reikšmių atsiradimo priežasčių. Jis tik kiekybiškai išmatuoja tų ryšių stiprumą. **Koreliacijos koeficientas** - koreliacijos stiprumo matas. Jeigu dviejų kintamųjų koreliacijos koeficientas lygus nuliui, tai tie kintamieji yra statistiškai nepriklausomi. Koreliacijos koeficientų yra keletas. Žinomiausi yra:

- r_{xy} - Pirsono (*Pearson*) tiesinės koreliacijos koeficientas
- r_s - Spirmeno (*Spearman*) ranginės koreliacijos koeficientas

Jei tarp X ir Y egzistuojanti priklausomybė yra tiesinė, tai ρ_{XY} lygus 1 arba -1. Jis lygus 1, kai egzistuoja tokios konstantos $a > 0$ ir b , kad $Y = aX + b$. Jis lygus -1, kai egzistuoja tokios konstantos $a < 0$ ir b , kad $Y = aX + b$.

Koreliacijos koeficiento reikšmių skalė										
Labai stiprus	Stiprus	Silpnas	Silpnas	Nėra	Nėra ryšio	Nėra	Silpnas	Silpnas	Stiprus	Labai stiprus
-1	< -0.9	> -0.9	< -0.4	> -0.4	0	< +0.4	> +0.4	< +0.9	> +0.9	+1

