

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

AUŠRA ŠERKŠNAITĖ

RIZIKOS KAPITALO FONDŲ PLĖTROS
PROBLEMOS LIETUVOJE

Magistro baigiamasis darbas

Vadovė

prof. dr. I. Mačerinskienė

VILNIUS, 2012

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

RIZIKOS KAPITALO FONDŲ PLĖTROS
PROBLEMOS LIETUVOJE

Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas
Studijų programa 61N30005

Vadovė

prof. dr. I. Mačerinskienė

2012 03 ..

Recenzentas

Atliko

FVmns0-01 gr. stud.

A. Šerkšnaitė

2012 04 ..

2012 03 ..

VILNIUS, 2012

TURINYS

1. RIZIKOS KAPITALO FONDŲ TEORINIAI ASPEKTAI.....	8
1.1. Rizikos kapitalo fondų koncepcija	8
1.2. Pagrindiniai rizikos kapitalo fondų veiklos bruožai bei teisinis reglamentavimas	12
1.3. Rizikos kapitalo fondų įtaka šalies ekonomikai	18
1.4. Rizikos kapitalo fondų plėtrą lemiantys veiksniai	22
2. RIZIKOS KAPITALO FONDŲ PLĖTROS PROBLEMŲ LIETUVOJE TYRIMO METODOLOGIJA	28
2.1. Rizikos kapitalo fondų plėtros problemų Lietuvoje tyrimo pagrindimas	28
2.2. Tyrimo metodika	34
3. RIZIKOS KAPITALO FONDŲ PLĖTROS PROBLEMOS BEI JŲ ŠALINIMO GAIRĖS	36
3.1. Lietuvos suminio inovatyvumo indekso analizė ES kontekste	36
3.2. Rizikos kapitalo fondų investicijų ir suminio inovatyvumo indekso sudedamųjų dalių koreliacinė analizė	44
3.3. Rizikos kapitalo fondų plėtros problemų tyrimas	47
IŠVADOS IR SIŪLYMAI	53
LITERATŪRA	55
ANOTACIJA	60
ANNOTATION	61
SANTRAUKA	62
SUMMARY	64
PRIEDAI	66

LENTELĖS

1 lentelė. Rizikos kapitalo terminologijos skirtumai Europoje bei JAV	9
2 lentelė. Veiksniai, svarbūs rizikos kapitalo plėtrai, bei jų įvertinimo rodikliai	23
3 lentelė. Rizikos kapitalo fondų investavimo pobūdis pagal finansavimo šaltinius	25
4 lentelė. Pagrindiniai empiriniai rizikos kapitalo veiksmų vertinimo tyrimai	26
5 lentelė. Rizikos kapitalo fondų investicijų proc. nuo BVP ir suminio inovatyvumo indekso nuolatinės veiklos kategorijos rodiklių koreliacija	45
6 lentelė. Rizikos kapitalo fondų investicijų apimties ir suminio inovatyvumo indekso rezultatų kategorijos rodiklių koreliacija.....	46
7 lentelė. Ekspertų vertinimo rangų lentelė.....	48
8 lentelė. Ekspertų vertinimo rangų vidurkiai	48
9 lentelė. Kendall‘ s testo rezultatai	49
10 lentelė. The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index	50
11 lentelė. Rizikos kapitalo fondų plėtros Lietuvoje SWOT analizė	51

PAVEIKSLAI

1 pav. Įmonės veiklos etapai ir finansavimo šaltiniai	11
2 pav. Rizikos kapitalo fondo struktūra	12
3 pav. Rizikos kapitalo įtaka regiono konkurencingumui.....	18
4 pav. Rizikos kapitalo fondų veiklos finansinis ciklas	19
5 pav. Rizikos kapitalo fondų investicijų santykis su BVP ES 2010 m., proc.....	28
6 pav. Rizikos kapitalo fondų investicijos Baltijos valstybėse 2004-2010 m., mln. EUR.....	29
7 pav. Rizikos kapitalo investicijos ES ir Baltijos valstybėse pagal investicijų tipą 2010 m., proc.	30
8 pav. Rizikos kapitalo fondų investicijos pagal sektorių, 2010 m., proc.....	31
9 pav. Rizikos kapitalo fondų investuotojai ES ir Baltijos valstybėse, 2010 m., proc.....	32
10 pav. Rizikos kapitalo fondų investicijų realizavimas Baltijos valstybėse 2007-2010 m., mln. EUR	33
11 pav. Rizikos kapitalo fondų plėtros problemų Lietuvoje tyrimo nuoseklumo schema	34
12 pav. Suminis inovatyvumo indeksas ES 2011 m.	37
13 pav. Vidutinis metinis mokslininko atlyginimas išreikštas PGS, 2006 m.	39
14 pav. Išlaidų moksliniams tyrimams ir eksperimentinei plėtrai santykis su BVP ES 2010 m., proc.	40
15 pav. Verslo įmonių sektoriaus išlaidos moksliniais tyrimams ir eksperimentinei plėtrai 2002-2010, mln. Lt.....	41
16 pav. Inovacinių įmonių santykis su visomis įmonėmis Lietuvoje, proc	41
17 pav. Inovacijų pardavimai rinkai ir įmonėms bei išlaidos moksliniams tyrimams ir eksperimentinei plėtrai.....	43

IVADAS

Tyrimo aktualumas. Rizikos kapitalas nebuvo natūraliai susiformavusi turto klasė, o greičiau Jungtinių Amerikos Valstijų (JAV) intelektualų bei verslo lyderių atsakas į Didžiosios depresijos metu susiformavusį socialinį ir ekonominį poreikį. Kaip teigia Hsu, Kenny (2005), akademinis elitas buvo įsitikinęs, kad ankstyvos vystymosi stadijos įmonėms, suteikus tinkamą finansavimą bei perdavus verslininkų sukauptą patirtį, jos gebės komercializuoti laboratorijose sukurtas naujoves ir tapti didelio kapitalo prieaugio šaltiniu bei pagrindiniu impulsu ekonomikos atsigavimui.

Rizikos kapitalas – specifinis inovatyvių įmonių finansavimo šaltinis, tapo JAV inovacijų sistemos kertiniu akmeniu, todėl šiuo laikotarpiu dauguma pasaulio vyriausybių įvairiais būdais stengiasi, kad jų šalyje rizikos kapitalo fondai (RKF) pasiektų tokią pat sėkmę kaip JAV, nes stabilų ekonomikos augimą didžia dalimi lemia šalyje esantis inovacijų ir verslumo lygis. Aktyvios rizikos kapitalo rinkos sukūrimas, kuri teiktų stiprią paramą ankstyvos stadijos ir modernių technologijų įmonėms, tapo ekonominės politikos prioritetu Europos Sąjungoje (ES), tačiau nepaisant vyriausybių pastangų RKF Europoje nėra pakankamai paplitę, lyginant su JAV. Šią padėtį Europos Komisija apibūdino terminu „Europos paradoksas“, reiškiančiu Europos nesugebėjimą mokslinių išradimų pritaikyti versle, nepaisant pastangų pakeisti šią padėtį.

Lietuvoje RKF investicijų santykis su bendruoju vidaus produktu (BVP) yra mažiausias ES, be to, Lietuva stipriai atsilieka ir nuo CEE (Centrinės ir Rytų Europos) šalių vidurkio, todėl verta išnagrinėti priežastis, lemiančias šį stiprų atsilikimą.

Problemos ištyrimo lygis. RKF paplitimą bei veiklą atskirose šalyse (Vengrijoje, Vokietijoje, Lenkijoje, JAV) ar regionuose (CEE) yra nagrinėję atskiri užsienio autoriai (Bance, Groth, Felix, Gulamhussen, Pires, Mayer., Schoors, Yafeh ir kt.). Lietuvos autoriai skyrę dėmesio rizikos kapitalo temai yra Snieška, Venckuvienė (2009, 2011) bei Jankauskienė (2009). Rizikos kapitalo rinkos plėtros problemos Lietuvoje nėra nagrinėtos.

Tyrimo problema – kokios priežastys lemia rizikos kapitalo fondų nepakankamą plėtrą Lietuvoje?

Tyrimo objektas – rizikos kapitalo fondų plėtros veiksniai.

Tyrimo tikslas – identifikuoti ir išanalizuoti veiksniai, neigiamai įtakojančius rizikos kapitalo fondų plėtrą Lietuvoje, bei pateikti jų šalinimo galimybes .

Tyrimo uždaviniai:

1. Pateikti rizikos kapitalo fondų teorinius aspektus;
2. Parenti rizikos kapitalo fondų plėtros tyrimo metodologiją;
3. Įvertinti rizikos kapitalo fondų įtaką Europos Sąjungos šalių inovatyvumui;

4. Išanalizuoti pagrindines priežastis, trukdančias plėtotis rizikos kapitalo fondams Lietuvoje bei pateikti siūlymus šių kliūčių šalinimui.

Tyrimo metu naudoti šie **metodai**: norminių aktų, mokslinės literatūros bei internetinių šaltinių duomenų loginė analizė ir sintezė, palyginimo, statistiniai duomenų apdorojimo ir grafinio vaizdavimo metodai, koreliacinė analizė. Siekiant identifikuoti pagrindines priežastis, lemiančias lėtą rizikos kapitalo fondų rinkos vystymąsi Lietuvoje, atliktas ekspertinis tyrimas, apibendrinant tyrimo rezultatus pateikta rizikos kapitalo fondų plėtros Lietuvoje SWOT analizė.

Darbo struktūra. Darbą sudaro įvadas, trys skyriai, išvados ir siūlymai. Pirmame skyriuje analizuojami rizikos kapitalo fondų teoriniai aspektai (RKF koncepcija, veiklos bruožai ir teisinis reglamentavimas, įtaka ekonomikai bei remiantis įvairių autorių nuomone, išskiriamos sąlygos, būtinos RKF vystymuisi), antrame skyriuje pateikiamas tyrimo pagrindimas, aprašoma tyrimo metodika ir nuoseklumas, suformuluojamos tyrimo hipotezės, trečiame analizuojami Lietuvos rezultatai diegiant inovacijas, atlikta RKF investicijų ir suminio inovatyvumo indekso sudedamųjų dalių koreliacinė analizė, remiantis ekspertinio tyrimo rezultatais bei European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) ataskaitos, kurioje vertinamos šalių teisinės ir mokestinės sąlygos RKF plėtrai bei A.Groh, H. Liechtenstein, Karsten Lieser kartu su audito įmone „Ernst&Young” kasmet skaičiuojamo The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index analize, pateikiama rizikos kapitalo rinkos SWOT Lietuvoje analizė. Pateikiamos išvados bei pasiūlymai. Darbe pateikta 11 lentelių, 17 paveikslų. Naudotas 61 literatūros šaltinis.

Darbo praktinė reikšmė: išanalizuotas Lietuvos suminis inovatyvumo indeksas ir identifikuotos stipriosios bei silpnosios pusės inovacijų diegimo srityje bei nustatyta RKF investicijų įtaka suminio inovatyvumo indekso sudedamosioms dalims; remiantis atlikto ekspertinio tyrimo rezultatais bei kitais indikatoriais, vertinančiais Lietuvos patrauklumą RKF investicijoms, identifikuotos pagrindinės problemos bei pateikiamos jų šalinimo gairės.

1. RIZIKOS KAPITALO FONDŲ TEORINIAI ASPEKTAI

Šiame skyriuje bus nagrinėjamos įvairios literatūroje sutinkamos RKF koncepcijos, analizuojami pagrindiniai veiklos bruožai bei aptariamas teisinis reglamentavimas tiek ES, tiek nacionaliniu lygiu, nagrinėjama RKF įtaka šalies ekonomikai bei, remiantis įvairių autorių nuomone, išskiriamos sąlygos, būtinos RKF vystymuisi.

1.1. Rizikos kapitalo fondų koncepcija

RKF (angl. venture capital funds) atsirado JAV Didžiosios depresijos laikais. Praėjus keliems dešimtmečiams rizikos kapitalo investicijos pasiekė Didžiąją Britaniją ir Airiją, o kontinentinėje Europoje šie alternatyvaus investavimo fondai pradėjo vystytis tik 1980 metais (Pukthuanthong, Walker, 2007).

Literatūroje galima sutikti įvairių rizikos kapitalo fondų koncepcijų. Kai kurie autoriai kalbėdami apie alternatyvaus investavimo fondus, RKF tapatina su privataus kapitalo fondais. Vieni iš jų, Bance (2004) bei Hsu, Kinney (2004). Kaip minėta, šie autoriai nepabrėžia RKF bei privataus kapitalo fondų skirtumų, priešingai, apibūdina juos remdamiesi šių fondų panašumais: investavimu į nelistinguojamų įmonių akcijas, investavimu į įmonės plėtrą bei siekį gauti didelį pelną iš fondo portfelio įmonių pardavimo.

Pransky (2008) teigia, kad privatus, kitaip rizikos, kapitalas investuojamas į įmones, kurių numanoma plėtra per penkerius ar septynerius metus gali duoti didelę investicijų grąžą. Taigi, kaip matyti Pransky galima priskirti prie autorių grupės, kurie rizikos kapitalo nenurodo, kaip atskiros privataus kapitalo rūšies. Sebroeck (2000) rizikos kapitalą taip pat naudoja kaip privataus kapitalo sinonimą, teigdamas, kad rizikos kapitalas investuojamas visose įmonės gyvavimo stadijose.

Anot Hogan, Hartson (2001), galima pastebėti, jog dažniausiai Europoje rizikos kapitalo ir privataus kapitalo fondai naudojami kaip sinonimai, apibūdinant juos kaip alternatyvaus investavimo fondus, kurie lėšas investuoja į pradinį įmonės kapitalą, verslo vystymą ankstyvoje įmonės gyvavimo stadijoje arba verslo plėtrą, naudodami MBO (angl. management buyout) – valdymo teisę suteikiančios kapitalo dalies išpirkimą, kitaip sakant, įmonės steigėjų/vadovų refinansavimą, ir MBI (angl. management buyin) – naujų įmonės vadovų, kurie anksčiau nebuvo susiję su įmone finansavimą, t.y. valdymo perėmimą.

Terminologijos skirtumai atskiruose žemynuose išnagrinėti Europos privataus ir rizikos kapitalo asociacijos sudarytos Alternatyvių investicijų ekspertų grupės atliktame tyrime 2006 m. Kaip teigiama ataskaitoje *Developing European private equity*, Europoje rizikos kapitalas priskiriamas privataus kapitalo grupei, o JAV jis apibūdinamas kaip atskira kapitalo rūšis (žr. 1 lent.).

1 lentelė. Rizikos kapitalo terminologijos skirtumai Europoje bei JAV

	Privataus kapitalo rinka		
Europa	<i>Rizikos kapitalas</i>	<i>Plėtros kapitalas</i>	<i>Išpirkimai</i>
JAV	<i>Rizikos kapitalas</i>		<i>Privatus kapitalas</i>

Šaltinis: Alternatyvių investicijų ekspertų grupė (2006)

Kaip matyti iš 1 lent. Europoje privataus kapitalo rinkai priskiriamas rizikos kapitalas, plėtros kapitalas ir išpirkimai, tuo tarpu JAV rizikos kapitalo grupę sudaro ne tik rizikos kapitalas, kaip jis suprantamas Europoje, bet ir plėtros kapitalas, o privačiam kapitalui priskiriami tik išpirkimai.

Taigi, **rizikos kapitalas**, kaip jis suprantamas Europos žemyne, investuojamas į neseniai įkurtas, rizikingas, tačiau perspektyvias įmones. Jis svarbus vertės kūrimo procese, nes teikia pradinį kapitalą steigiamoms įmonėms arba vystančioms savo veiklą ankstyvoje plėtros stadijoje, kitaip sakant, rizikos kapitalas susijęs su įmonių, pasižyminčių dideliu augimo potencialu ankstyvu augimo laikotarpiu, nuosavo kapitalo finansavimu.

Anot Schertler (2000), rizikos kapitalas yra būtinas mažoms ir jaunoms įmonėms, kurios turi didelį augimo potencialą, bet negali savo veiklos finansuoti pasitelkus tradicinius skolinimosi instrumentus. Pagrindinė jaunų įmonių finansinių lėšų trūkumo priežastis yra ta, jog tradiciniai skolinimosi instrumentai, kuriuos siūlo kredito įstaigos, yra lengviau prieinami ilgesnį laikotarpį veikiančioms, turinčioms patikimą veiklos istoriją ir stabilioms įmonėms, o kapitalo rinkos dažniausiai yra prieinamos tik stambioms akcinėms bendrovėms.

Didžioji dalis rizikos kapitalo investuojama į sektorius, susijusius su naujosiomis technologijomis, t.y. bioinžinerija, biomedicina, naujasias informacines bei komunikacines technologijas, sveikatos priežiūrą, elektroniką bei kitas inovatyvias sritis, nes rizikos kapitalo investuotojai siekia prisiimti didesnę riziką už didesnę nei vidutinis pelnas iš investuoto nuosavo kapitalo (Alternatyvių investicijų ekspertų grupė, 2006).

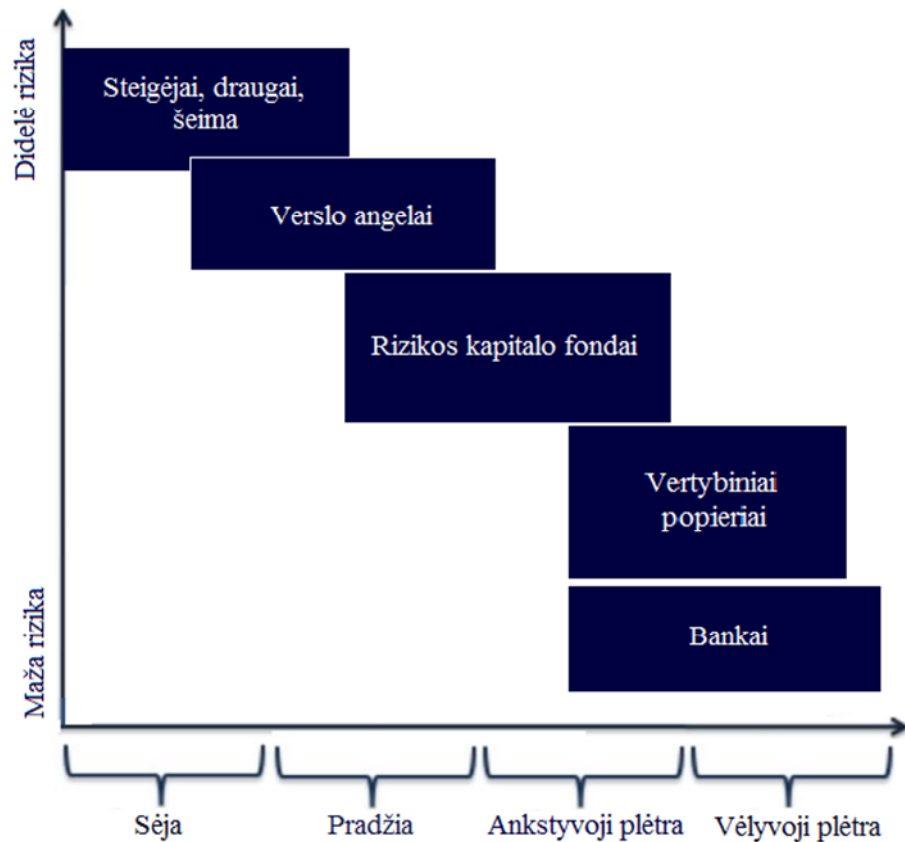
Reikia paminėti, kad esant rizikos kapitalo investicijoms, investuotojai įsitraukia į įmonės valdymą, jos strategijos kūrimą, pagrindinių darbuotojų priėmimą, inicijuoja ir vadovauja papildomų finansinių išteklių gavimui, taip pat dažnai atstovauja įmonei ir veda derybas su didesnėmis, ilgesnį laikotarpį veikiančiomis įmonėmis (Sebroeck, 2000). Vėlesnėje plėtros stadijoje, kitaip sakant augimo etape, įmonė finansuojama **plėtros kapitalu**. Plėtros kapitalo investuotojai siekia įsigyti pelningai veikiančių įmonių akcijų. Taigi šiuo atveju investicijų objektu tampa įmonės, turinčios augimo profilį, kuomet reikalinga jų finansinės struktūros konsolidacija, pavyzdžiui, naujų produktų ar paslaugų vystymas, dukterinės įmonės užsienyje steigimas, įsigijimo atveju arba tiesiog didinant gamybinius

pajėgumus (Alternatyvių investicijų ekspertų grupė, 2006). Praėjus dvejiems metams po tyrimo Europos rizikos ir privataus kapitalo asociacija plėtros kapitalą išskyrė į dar į dvi dalis – **vėlyvos stadijos kapitalą** ir **augimo kapitalą**. Pirmoji dalis priskirta prie rizikos kapitalo, o antroji jau prie išpirkimo kapitalo.

Išpirkimai (MBO ir MBI) tiek JAV, tiek Europoje priskiriami privačiam kapitalui. Kaip teigia Simons ir Renneboog (2005), MBO (angl. management buyout) – procesas, kurio metu įmonės vadovybė, su privataus kapitalo fondo finansavimu, perima įmonės akcijų kontrolinį paketą. Pažymėtina, kad tokiu atveju įmonės vadovybė turi visą reikiamą informaciją apie įmonę, kuri būtina užtikrinant kapitalo grąžos augimą. Įmonės akcijų išpirkimas leidžia vadovams įgyvendinti savo strategiją, be to vadovams tapus akcininkais sumažėja atstovavimo kaštai (angl. agency costs), kurie atsiranda dėl savininko ir valdytojo interesų galimo nesutapimo. JAV įmonės vadovybei išperkant įmonės akcijas, yra reikalaujama, kad bent du investiciniai bankai pateiktų savo nuomonę, ar siūloma kaina už akcijas atitinka realią įmonės vertę. Taip siekiama išvengti galimų vėlesnių ieškinių teismuose, dėl specialiai nenaudingų įmonei vadovybės sprendimų, dirbtinai mažinant įmonės akcijų vertę iki išpirkimo proceso. MBI (angl. management buyin) – įmonės perėmimas į procesą įtraukiant vadovų komandą iš išorės. Nupirkus įmonę naujai suformuota vadovų komanda perima visą įmonės valdymą. Ši išpirkimo rūšis skiriasi nuo anksčiau minėtos tuo, kad MBO atveju vadovų komanda jau dirba įmonėje, kai tuo tarpu MBI atveju komanda ateina iš išorės. MBI išpirkimams paprastai ieškoma įmonių, kurios atsilieka nuo rinkos konkurentų dėl silpnos ir nekompetentingos įmonės vadovybės, todėl šie perėmimai dažnai yra priešiški ir vykdomi be esamos vadovybės sutikimo.

Priežastys lemiančios išpirkimą dažniausiai yra grynujų pinigų trūkumas įmonėje, bendros strategijos tarp akcininkų nebuvimas, vadovaujančių asmenų noras perimti įmonės nuosavybės teises bei daryti lemiamą įtaką strategijai ir tikslams. Paminėtina, kad priešingai nei RKF, privataus kapitalo (išpirkimo) fondai nesispecializuoja tam tikroje pramonės šakoje, tačiau atskirų fondų valdytojais dažniausiai išpirkimams pasirenka tuos sektorius, kuriuose turi daugiausiai patirties (Alternatyvių investicijų ekspertų grupė, 2006).

Lietuvių autoriai nagrinėdami inovatyvių įmonių finansavimą, nurodo skirtingus finansavimo šaltinius skirtingose įmonių veiklos stadijose (žr. 1 pav.).



Šaltinis: Strazdas ir kt. (2003)

1 pav. Įmonės veiklos etapai ir finansavimo šaltiniai

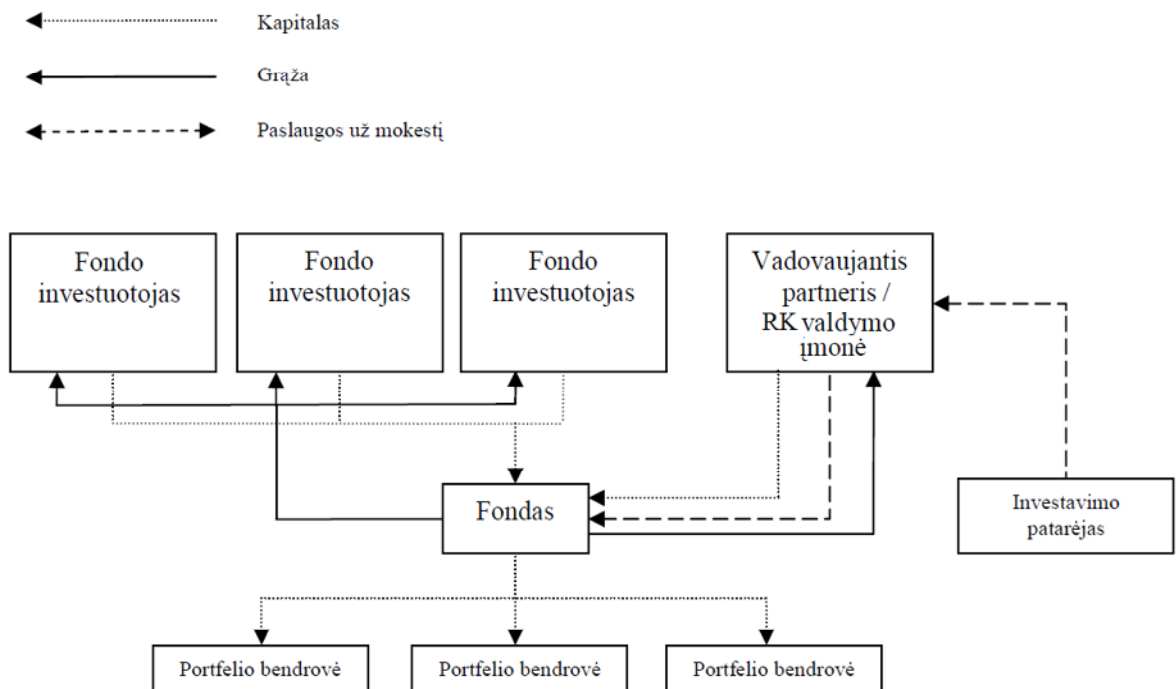
Anot Strazdo ir kt. (2003), į įmonės sėjos etapą gali investuoti patys steigėjai arba verslo angelai – turtingi fiziniai asmenys, patyrę antrepneriai, pasirenę panaudoti savo turimas lėšas rizikingoms investicijoms bei perduoti įmonei savo žinias ir patirtį. Jie kapitalą investuoja, įsigydami įmonės akcijų ir patys asmeniškai įsitraukia į investuojamą verslą (European Business Angels Network, 2010). Įmonės ankstyvos plėtros etape, kuomet reikalingos lėšos pradėti komercinę gamybą ir produkto pardavimą pagrindiniai investuotojai yra RKF, tačiau pradinių investicijų atveju, bendra apimtimi finansavimas iš verslo angelų yra didesnis nei iš RKF. Kaip teigia Strazdas ir kt. (2003), RKF orientuojasi į mažas ir vidutines įmones, kurios kuria naujas technologijas, įvedinėja naujus produktus į rinką, ar net kuria visiškai naujus rinkos segmentus. Jie siekia pelningai parduoti fondo investicijas strateginiams investuotojams, savininkams arba atliekant pirminį viešąjį pasiūlymą akcijų biržoje (IPO – angl. Initial Price Offering), kai įmonė pasiekia reikalaujamus rezultatus.

Įmonei pasiekus ankstyvosios plėtros etapo pabaigą, bankai taip pat gali tapti finansavimo šaltiniais, teikdami įprastas bankininkystės paslaugas: čekius, kredito perviršio paslaugas ir kt. Įmonės savininkai gali tikėtis finansavimo iš šių institucijų tik vėlyvosios plėtros stadijoje, kuomet įmonė pradeda augti stabiliai.

Kaip matyti, Lietuvių autoriai, tyrinėję rizikos kapitalo fondus, t.y. Strazdas ir kt. laikosi Europos žemyne paplitusios terminologijos ir rizikos kapitalą, nurodo, kaip privataus kapitalo rūšį, kuri investuojama į įmonės veiklos pradžią bei ankstyvą plėtrą. Šiame darbe bus laikomasi europietiško požiūrio į rizikos kapitalą.

1.2. Pagrindiniai rizikos kapitalo fondų veiklos bruožai bei teisinis reglamentavimas

RKF – investiciniai fondai, įsteigti profesionalių rizikos kapitalo investuotojų, daugiausiai investuojantys į nelistinguojamas, o kartais ir į naujai kuriamas įmones pagal iš anksto patvirtintas fondo investavimo taisykles, organizuojami pagal vienodą visame pasaulyje paplitusią struktūrą (žr. 2 pav.).



Šaltinis: adaptuota pagal Rimą (2010)

2 pav. Rizikos kapitalo fondo struktūra

Kaip matyti iš 2 pav. rizikos kapitalo fondo turtą sudaro investuotojų bei valdytojo (rizikos kapitalo valdymo įmonės) įnašai. RKF investuotojus galima suskirstyti į individualius (privatus asmenis) ir institucinius (draudimo įmonės, fondų fondai, pensijų fondai ir kt.). Paminėtina, kad valdytojas gali būti nepriklausomas, priklausomas arba pusiau priklausomas. „Priklausomi ir pusiau priklausomi valdytojai paprastai yra antrinės bankų ar kitų finansų įstaigų bendrovės,

bendradarbiaujančios, atitinkamai, išimtinai su vienu ar su vienu dominuojančiu fondo investuotoju (t.y. valdančios savo pagrindinės bendrovės pateiktas lėšas)“ (Rimas, 2010, p. 56).

Dažnai RKF organizuojami komanditinės ūkinės bendrijos forma, kur investuotojai yra nariai komanditoriai, t.y. atsako tik savo įnašais, o rizikos kapitalo valdymo įmonė – tikrasis narys, rizikuojantis visu savo turtu. Kaip teigia Gompers, Lerner (2004), dažniausiai narių komanditorių įnašai sudaro 99 % fondo kapitalo, kai tuo tarpu valdymo įmonei priklauso tik 1 % kapitalo. Rizikos kapitalo valdymo įmonės įnašas yra daugiau ne finansinis kapitalas, o intelektualinis. Ji taip pat atlieka fondo valdymo funkcijas:

1. Suformuoja investavimo politiką;
2. Ieško ir atrenka investavimo politiką atitinkančius projektus;
3. Perteikia savo patirtį, žinias, verslo kontaktus įmonėms, į kurias investavo;
4. Atlieka investicijų monitoringą, priima sprendimus dėl pasitraukimo.

Vadovaujančiam partneriui sprendimus padeda priimti atskira investavimo patarėjų įmonė, kuriose dirba asmenys, turintys specialių žinių investavimo objektų atrinkimo, investavimo vykdymo ir investicijų valdymo klausimais.

Skirstant uždirbtą pelną rizikos kapitalo valdymo įmonei atitenka apie 20 procentų visos RKF grąžos, t.y. neproporcingai jos finansiniam įnašui. Toks pelno skirstymas suteikia stiprią motyvaciją fondo valdytojui atlikti savo darbą kuo geriau.

Investuotojai (nariai komanditoriai), nedalyvaujantys RKF valdyme moka metinį valdymo mokestį, kuris svyruoja apie 2,5 % fondo kapitalo. Anot Rimo (2010), valdymo mokestis – realios fondo valdytojo darbo sąnaudos, priklauso nuo šių veiksnių:

1. Fondo dydžio (dažniausiai, kuo didesnis fondas, tuo valdymo mokesčio procentinė išraiška mažesnė);
2. Investavimo strategijos (kuo didesnis bendrovių, į kurias investuojama, skaičius ir kuo didesnės darbo sąnaudos, tuo šis mokestis didesnis. Pavyzdžiui, rizikos kapitalo valdymas prižiūrint veiklą pradedančią bendrovę gali pareikalauti didelių darbo sąnaudų).

Pasak Compers, Lerner (2001), išskiriamos keturios RKF gyvavimo stadijos. Fondo veikla dažniausiai trunka dešimtmetį. Pirmame etape pagrindinis rizikos kapitalo valdymo įmonės tikslas yra lėšų į fondą pritraukimas, kitaip sakant investuotojų paieška. Šis etapas trunka nuo pusės iki vienerių metų. Suformavus fondo kapitalą ieškoma investicijų objektų ir finansuojamos įmonės, ši fondo veikla trunka nuo trijų iki šešerių metų. Kitas žingsnis yra portfelio įmonės augimo siekimas. Paskutinis RKF veiklos etapas yra fondo uždarymas. Šiuo laikotarpiu likviduojamos visos fondo turėtos investicijos, tai padarom vienu iš šių būdų: investicijų pardavimu trečiosioms šalims, kitiems įmonės akcininkams arba įmonės turimų akcijų pardavimu per IPO. Paminėtina, kad pastarasis būdas pelningiausias.

Apibendrinant galima išskirti šiuos esminius RKF veiklos bruožus:

1. Dažniausiai RKF yra komanditinė ūkinė bendrija, kurią sudaro tikrasis narys – valdymo įmonė ir ribotos atsakomybės nariai, kurie valdyme nedalyvauja;
2. Paprastai fiksuojamas tiek fondo terminas, tiek dydis;
3. Narių komanditorių investicija į fondą palyginus nelikvidi, nes ribojamas jos išpirkimas ar perleidimas investavimo laikotarpiu ar iki visos investicijos realizuojamos;
4. Tiek valdymo įmonė, tiek nariai komanditoriai, investuodami į fondą, siekia išskirtinai didelės grąžos.

Privataus kapitalo rinka nacionaliniais teisės aktais reglamentuojama daugelyje ES šalių, tačiau iki 2011 m. vidurio, kuomet buvo priimta Alternatyvaus investavimo fondų valdytojų (AIFV) direktyva, nebuvo harmonizuotos bazės ES lygiu ir buvo taikomos kelios teisinės priemonės, kurios netiesiogiai veikė šią rinką, tačiau galiojo visos ES mastu, t.y. Finansinių priemonių rinkų direktyva (MiFiD), Kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektų direktyva (UCITS), Pensijų fondų direktyva bei Kapitalo reikalavimų direktyva.

Investicinių fondų ir jų valdytojų veiklą Lietuvos Respublikoje nuo 2003 m. reglamentuoja Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas (Žin., 2003, Nr. 74-3424) (toliau – KISĮ). Specialiuosius kolektyvinio investavimo subjektus (toliau – SKIS) (privataus kapitalo, alternatyviuosius, nekilnojamojo turto ir kitus specialiuosius KIS) Lietuvoje imta reglamentuoti nuo 2007 m., atlikus KISĮ pakeitimus. Nežiūrint į tai, Lietuvoje šiai dienai įsteigti tik keli privataus kapitalo ir alternatyvaus investavimo KIS, o dauguma užsiimančių šia veikla rinkos profesionalų ieškosi palankesnių sąlygų kaimyninėse šalyse (Estijoje, Švedijoje, Suomijoje) ar kitose ES valstybėse narėse (Liuksemburge, Olandijoje ir kt.).

KISĮ pakeitimo ir papildymo projekto aiškinamajame rašte, po konsultacijų su rinkos profesionalais bei atlikus SKIS teisinės bazės analizę prieita išvada, kad vienomis iš svarbiausių nepakankamo specialiųjų KIS steigimosi Lietuvoje priežasčių laikytinos:

1. Ūkinių bendrijų veiklą reglamentuojančios teisinės bazės netinkamumas investicinei veiklai ir neatitikimas įprastai tarptautinei praktikai;
2. Pasaulinės praktikos neatitinkanti *profesionaliesiems investuotojams* skirtų SKIS (ypač privataus ir rizikos kapitalo) teisinė bazė.

Taip pat aiškinamajame rašte teigiama, kad šiuo metu galiojančio KISĮ nuostatos reglamentuoja tik tų SKIS veiklą, kurių investiciniai vienetai ar akcijos Lietuvos Respublikoje siūlomi viešai, o tai reiškia, jog neviešai savo investicinius vienetus ar akcijas siūlantys SKIS apskritai neturi galimybės licencijuotis ir veikti pagal minėtąjį įstatymą bei įgyti prižiūrimo KIS statusą, kuris neretai yra reikalingas potencialių institucinių investuotojų pritraukimui. Tokie SKIS gali veikti tik vadovaudamiesi bendrosiomis bendrovių teisės nuostatomis, dažnai negalinčiomis patenkinti

profesionaliesiems investuotojams skirtų SKIS valdytojų bei investuotojų specifinius interesus (akcijų išleidimas, jų apmokėjimas, įstatinio kapitalo didinimas, pelno/nuostolio paskirstymas ir pan.). Taip pat šiuo metu tik profesionaliesiems investuotojams skirtų SKIS veiklą reglamentuoja KISĮ, kuriuo iš esmės siekiama užtikrinti aukštą, visų pirma, neprofesionaliųjų investuotojų interesų apsaugos lygį. Tuo tarpu profesionaliesiems investuotojams skirtiems SKIS KISĮ numato tik fragmentiškas išimtis, kurios neužtikrina pasaulyje įprasto šios veiklos teisinio reguliavimo ir praktikos, todėl yra nepakankamos.

Siekiant Lietuvos investicinio patrauklumo didinimo ir aktyvesnio ekonomikos vystymosi Vertybinių popierių komisijos (VPK) inicijuota tarpinstitucinė darbo grupė parengė naujo Informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo ir galiojančio KISĮ pakeitimo projektus. Šiais projektais siekiama nustatyti pasaulinę SKIS veiklos praktiką atitinkančius reikalavimus.

Pažymėtina, kad siekiant minėtų tikslų, darbo grupės dalyvių bendru sutarimu, rengiant SKIS reguliavimo teisinės bazės pakeitimus remtasi vienos populiariausių ir geriausiai pasaulyje žinomų jurisdikcijų – Liuksemburgo Kunigaikštystės specialiųjų KIS teisinio reglamentavimo principais. Liuksemburgas kaip pavyzdinė jurisdikcija buvo pasirinktas taip pat ir dėl jo patrauklumo pasaulio investuotojams, kurių visų pirma lemia egzistuojančio teisinio reguliavimo lankstumas, palanki mokesčių sistema bei gerai išvystytos SKIS investicinių ir susijusių paslaugų infrastruktūros. Galima išskirti tris pagrindinius uždavinius, kurių siekiama šiuo įstatymo projektu:

1. *Subalansuoti informuotiesiems investuotojams skirtų SKIS veiklai, informacijos atskleidimui bei priežiūrai keliamus reikalavimus* (Projekte numatyta, kad neviešo investicinių vienetų, akcijų siūlymo ar neviešo siūlymo įnešti įnašus atveju SKIS (t. y. investicinė bendrovė arba investicinis fondas) skirtingai nei valdymo įmonė ar investicinė bendrovė prieš pradėdant viešą akcijų (investicinių vienetų) siūlymą ar viešą siūlymą įnešti įnašus, dėl veiklos leidimo išdavimo (ar analogiškų veiksmų investicinio fondo atžvilgiu) į VPK gali kreiptis jau pradėjus neviešą platinimą ar siūlymą, bet ne vėliau kaip per vieną mėnesį nuo SKIS įsteigimo dienos. Šiais su platinimo pobūdžiu susietais reglamentavimo skirtumais siekiama atsižvelgti į SKIS veiklos specifiką ir įprastą praktiką, jog veiklos leidimo gavimą SKIS įprastai inicijuota tik jau turėdamas investuotojus (gavęs jų įsipareigojimus investuoti konkrečią sumą). Tokios praktikos susiformavimą sąlygojo investuotojų paieškos proceso sudėtingumas – neretai valdytojo planuojama kritinė suma (investuotojų įsipareigojimai) gali būti ir nesurinkta, dėl ko SKIS valdytojai, įsisteigę ir gavę leidimus veiklai *a priori*, patirtų laiko ir finansinių nuostolių. Taip pat Projekte įtvirtintos nuostatos supaprastinančios reikalavimus SKIS prospektui (informaciniam memorandumui);

2. *Praplėsti galimų SKIS veiklos formų spektrą* (Projekte pagal jį veikiantiems SKIS numatoma galimybė investicinę veiklą vykdyti: valdymo įmonės valdomo investicinio fondo forma, arba investicinės bendrovės forma, pastarąją steigiant akcinės bendrovės, uždarnosios akcinės bendrovės arba pasaulyje įprastos ūkinės bendrijos (tikrosios ir komanditinės) teisine veiklos forma. Pažymėtina, kad Projektu nepanaikinama galimybė SKIS steigti kaip atviro arba uždaro tipo SKIS);
3. *Įtvirtinti bendrąjį principą, kad priežiūrai mažiau reikšmingi valdytojų ir investuotojų santykiai* (pavyzdžiui, informacijos investuotojams teikimas, šalių tarpusavio teisės ir pareigos, SKIS investavimo strategija, investicijų vertės nustatymas, specialiųjų KIS akcijų, vienetų įsigijimas ar įnašų mokėjimas, išlaidų dengimo principai ir kt.) *nustatomi bendru SKIS valdytojo ir investuotojų sutarimu ir įtvirtinami tokio SKIS sudarymo dokumentuose.*

Grįžtant prie RKF reglamentavimo ES lygiu, kaip jau minėta, palyginti neseniai įsigaliojo (2011 m. rugpjūčio mėn.) AIFV direktyva, kurios kūrimą paskatino pasaulio finansų krizė.

EVCA (2010) ataskaitoje minimos dvi rizikos rūšys, kurios paskatino reguliuoti AIFV:

1. *Makro rizika*, kurią daugiausia kelia rizikos draudimo fondai (angl. - *hedge funds*) ir žaliavų fondai, naudojantys finansinius svertus, taip pat investiciniame portfelyje esančių bendrovių valdymo rizikos priskirtinos privataus kapitalo investiciniams fondams;
2. *Mikro rizika*, kuri kyla dėl nepakankamos vidaus rizikos kontrolės sistemos, būdingos visiems fondams.

Anot Raidla Lejins & Norcous (2010), reguliavimo būtinumas pagrindžiamas tuo, jog dėl fondų veiklos tarptautinio pobūdžio jų keliamos rizikos yra tarptautinės, t.y. nesusijusios tik su viena rinka ar turto rūšimi. AIFV dažnai veikia skirtingose valstybėse (AIF registravimo vieta, AIFV registravimo vieta, AIF siūlymo vieta, investuotojų vieta, kreditorių vieta, įsigijimo objektų vieta), kadangi rizika peržengia vienos valstybės ribas, šių fondų veikla ypač pavojinga rinkos stabilumui. AIFV gali turėti esminę įtaką kainų formavimui ir likvidumui skirtingose finansų rinkose. Finansų rinkos glaudžiai susijusios, rizikos, kilusios vienoje nacionalinėje rinkoje, greitai įtakoja kitas rinkas, todėl buvo nuspręsta, kad tik per bendrą rinkų reguliavimą galima efektyviai sumažinti rizikas.

Remiantis Charles Rivers Associate (2010), galima išskirti šiuos pagrindinius AIFV direktyvos tikslus:

1. Užtikrinti, kad AIFV būtų taikomi tinkami veiklos leidimo ir registracijos reikalavimai;
2. Sukurti tinkamą makrolygio rizikos ribojimo ir stebėsenos sistemą;
3. Nustatyti AIF investuotojų apsaugos metodus;
4. Didinti AIFV, turinčių bendrovių kontrolinius paketus, atsakomybę;
5. Sukurti vieningą AIF rinką;

6. Užtikrinti veiksmų proporcingumą keliamai rizikai ir tinkamą diferencijavimą, atsižvelgiant į AIFV verslo modelio skirtumus.

Paminėtina, kad direktyva siekiama reguliuoti tik tuos AIFV, kurių investicinė veikla kelia makro-lygio riziką finansų rinkoms, todėl direktyva numato išimtis AIFV valdantiems portfelius tokių AIF, kurių bendras valdomas turtas, įskaitant visą turtą, įgytą naudojant finansinį svertą, neviršija 100 mln. EUR ribos arba 500 mln. EUR ribos, kai AIF portfelį sudaro AIF, kurie nenaudoja finansinio sverto ir neturi išpirkimo teisių, vykdytinų per 5 metus nuo kiekvieno AIF įsteigimo datos.

AIFV direktyvoje įtvirtinta nuostata, kad Jeigu AIFV išduotas leidimas vykdyti veiklą vienoje ES valstybėje narėje, AIFV gali vykdyti tą pačią veiklą taip pat ir visose likusiose ES valstybėse narėse, taip pat nustatyta AIFV teisė teikti AIF, kuris registruotas kitoje ES valstybėje narėje, valdymo paslaugas tiesiogiai arba per įsteigtą filialą. Europos Sąjungos valstybė narė, kurioje AIFV paslaugos yra teikiamos, tampa atsakinga už AIFV priežiūrą. Paminėtina, kad ne ES AIFV gali veikti ES, tik jeigu gauna veiklos leidimą kurioje nors ES valstybėje narėje.

Taigi, kaip teigiama EVCA (2010) AIFV direktyva siekiama reguliuoti AIFV, kurie valdo AIF ir sistemiškai naudoja didelius finansinius svertus. AIFV turi pareigą kas ketvirtį įvertinti, ar sistemiškai naudoja didelį finansinį svertą, ir informuoti atitinkamas institucijas. Laikoma, kad AIF sistemiškai naudoja didelį finansinį svertą, kai bendras finansinis svertas iš visų šaltinių viršija AIF nuosavą kapitalą du iš paskutinių keturių ketvirčių. Jeigu sistemiškai naudojamas didelis finansinis svertas, kyla pareiga atskleisti informaciją apie svertus ir skolintojus investuotojams bei kompetentingoms institucijoms.

Direktyvoje įtvirtinta minimalaus kapitalo riba – 125 000 EUR, jeigu AIFV portfelio vertė viršija 250 mln. EUR, AIFV privalo turėti papildomą kiekį nuosavų lėšų. Toks kiekis turi būti lygus 0.02%, skaičiuojant šį procentą nuo sumos, kuria portfelių vertė viršija 250 mln. EUR.

Galima pastebėti, jog privataus kapitalo, rizikos draudimo bei nekilnojamojo turto fondai turi skirtingus verslo modelius, to nepaisymas šioje direktyvoje iškreipia konkurencijos sąlygas skirtingiems fondams. EVCA (2010) vertindama direktyvą, kaip neigiamas pasekmes/grėsmes išskiria:

1. Smarkiai išaugšiantį reguliuojančių institucijų darbo krūvį;
2. Mažėsiantį finansinių produktų inovatyvumą;
3. Apsunkinamą privataus kapitalo fondų veiklą (vertinimas, informacijos atskleidimas);

Anot Raidla Lejins & Norcous (2010), dauguma ES jurisdikcijų išliks nepaveiktos, nes jos turi nedaug AIFV. Labiausiai paveikiamos šalys bus: Jungtinė Karalystė, Prancūzija, Vokietija, Liuksemburgas, Airija, Nyderlandų Karalystė. Prie mažiausiai paveikiamų jurisdikcijų galima priskirti Švediją, Italiją, Ispaniją, taip pat ir Lietuvą. Lietuvoje nėra AIF, kurių dydis siektų 100 mln. EUR ir

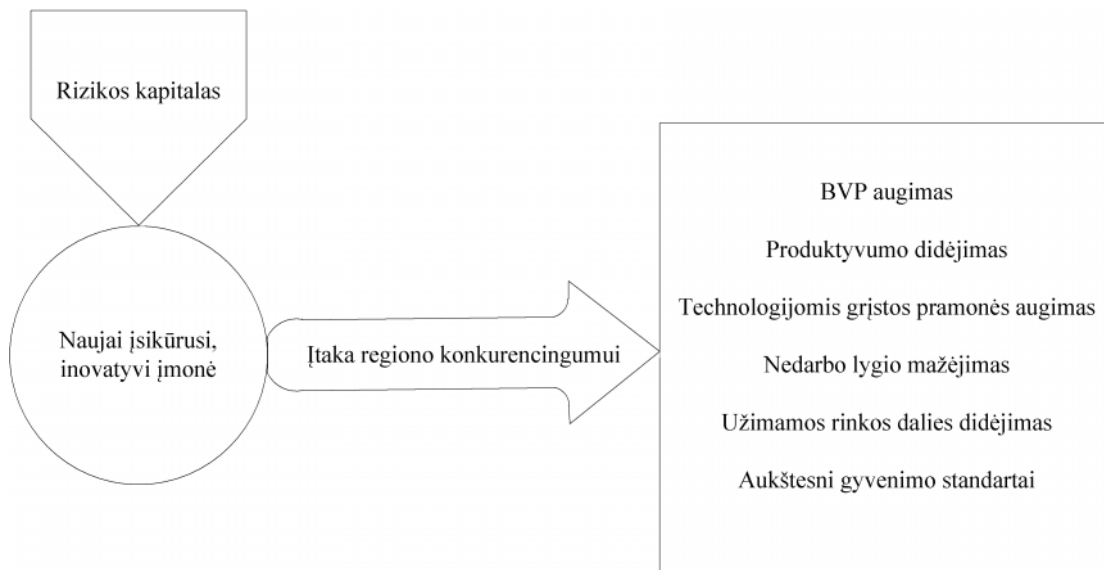
kurie potencialiai galėtų kelti sistemine riziką tarptautinėms finansų rinkoms, taigi, perkėlus direktyvą į nacionalinę teisę 2012 metais, Lietuvos AIF nebūtų reguliuojami.

Taigi, ES mastu RKF nuo 2011 m. imta reguliuoti AIFV direktyva, kuri daugelio ekspertų nuomone ne skatins, o apsunkins šių fondų veiklą, tačiau kaip minėta, šios direktyvos nuostatos tiesiogiai neįtakos Lietuvoje veikiančių RKF. Įsigaliojus SKIS įstatymo projektui, RKF veiklai taikomos sąlygos turėtų būti priartintos prie Europos vakarų valstybėse egzistuojančių.

1.3. Rizikos kapitalo fondų įtaka šalies ekonomikai

RKF investicijos yra neabejotinai rizikingos, nes investuojama į novatoriškas idėjas. Kaip žinoma, RKF skatina inovacijas finansuodami neseniai pradėjusias savo veiklą arba ankstyvoje plėtros stadijoje esančias įmones, kurios kuria naujus, inovatyvius produktus bei procesus. Kaip teigia Snieška, Venckuvienė (2011), finansavimo stoka – tai pagrindinė problema, su kuria susiduria MVĮ ankstyvajame plėtros etape. Jaunos ir perspektyvios įmonės neturi ilgalaikės veiklos rezultatų, todėl dažnai susiduria su apyvartinių lėšų trūkumu ir neturi pakankamai turto, kad galėtų naudoti kaip užstatą bankui, todėl rizikos kapitalo vaidmuo šiame įmonės vystymosi etape tampa ypač svarbus.

Kaip jau minėta, RKF portfelio įmonei suteikia ne tik finansinį kapitalą, bet ir nepakeičiamos vertės konsultacijas verslo plėtojimo, produkto plėtojimo ir kt. klausimais. Taigi, RKF finansuodamas įmones daro teigiamą įtaką ekonomikai, nors ir netiesiogiai (žr. 3 pav.).

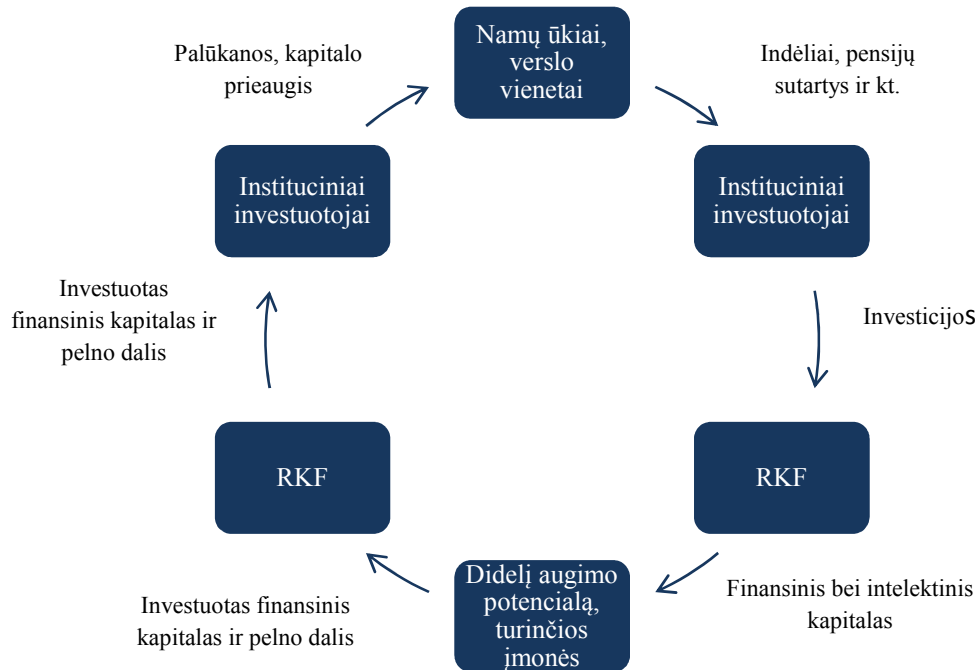


Šaltinis: Snieška, Venckuvienė (2009)

3 pav. Rizikos kapitalo įtaka regiono konkurencingumui

Kaip matyti iš 3 pav. investavus kapitalą į ankstyvos plėtros stadijos inovatyvią įmonę, t.y. finansuojant inovatyvius projektus auga produktyvumas, taip pat įmonės sukuriama pridėtinė vertė, užimama rinkos dalis, skatinamas ekonomikos augimas, nedarbo lygio mažėjimas, pragyvenimo lygio augimas, taigi didėja viso regiono konkurencingumas.

RKF galima apibūdinti kaip lėšų perdavimo kanalus, nes jie teikia finansavimą ekonomikos sektoriams, neturintiems galimybės tiesiogiai dalyvauti kapitalo rinkoje (žr. 4 pav.).



Šaltinis: sudaryta pagal Tolppanen, Russel (2002)

4 pav. Rizikos kapitalo fondų veiklos finansinis ciklas

Kaip matyti iš 4 pav. RKF surenka lėšas iš institucinių investuotojų, t.y. bankų, pensijų fondų, draudimo kompanijų ir kitų finansines paslaugas teikiančių įmonių, kurie per įvairius finansinius instrumentus – indėlius, obligacijas ir kt. atitinkamai surinko lėšas iš namų ūkių bei verslo vienetų. Kitoje ciklo stadijoje fondai gautus įnašus investuoja į inovatyvias įmones. Panaudojant ne tik finansinį bet ir intelektualinį kapitalą, siekiama įmonės ir fondo bendro tikslo – įmonės vertės augimo. Taigi, įmonei išsiplėtus generuojami pastovūs pinigų srautai, mokami pastovūs mokesčiai valstybei bei nuolat generuojama pridėtinė vertė, o tai, kaip jau minėta, skatina ekonomikos augimą. Fondui likvidavus investicijas, pelnas padalijamas investuotojams, kurie savo ruožtu gauto pelno dalį pasilieka sau, o kitą dalį išdalija savo investuotojams, kurių lėšas buvo investavę į RKF, t.y. namų ūkiams ir verslo vienetams.

Taigi, kaip pastebi Alternatyvių investicijų ekspertų grupė (2006) RKF investicijos naudingos ne tik įmonei, į kurią investuojama, ne tik valstybei, bet ir pensijų fondų investicijos į RKF gali ypač padidinti senstančios Europos pensijų išmokas. Kaupelytė, Jankauskienė (2009) teigia, kad tose rinkose, kur priežiūros institucijos ir įstatyminė aplinka leidžia pensijų fondams diversifikuoti jų portfelį į rizikos kapitalą ir privačią nuosavybę, šios turto klasės jau yra padarę ženklų indėlį į pensijų fondų gražos rezultatus.

Anot Rimo (2010), galima išskirti šias pagrindines privataus kapitalo rinkos funkcijas:

1. Sudaryti galimybę gauti finansavimą kapitalu įmonėms, kurios negali pasinaudoti viešojo kapitalo rinkomis (angl. *public equity markets*);
2. Suteikti galimybę įmonėms, kurios pajėgios naudotis viešojo kapitalo rinkomis, pasitraukti iš jų siekiant įvykdyti transformacijas, kurios būtinos tolesnei įmonių veiklai užtikrinti;
3. Suteikti galimybę investuotojams diversifikuoti individualią investicijos riziką pasinaudojant portfelio bendrovių principu organizuotomis privataus kapitalo fondų struktūromis, ir priskirti lėšas potencialiai produktyviausioms reikmėms.

Kaip pažymi Alternatyvių investicijų ekspertų grupė (2006) privataus kapitalo rinkos ekonominė reikšmė priklauso nuo finansavimo stadijos:

1. Rizikos kapitalo investicijos skatina inovacijas, nes remia veiklą pradedančias įmones, kurių steigimo tikslas – įgyvendinti novatoriškas idėjas, sukurti ir vystyti naujas technologijas, pritaikyti neišbandytas, bet potencialiai perspektyvias verslo strategijas. Tokiu būdu, kaip jau minėta, rizikos kapitalo rinka prisideda prie aukštos kvalifikacijos naujų darbo vietų bei pridėtinės vertės kūrimo. Būtent šioje finansavimo stadijoje aiškiausiai pasireiškia aptarta privataus kapitalo rinkos funkcija – sudaryti galimybę gauti finansavimą kapitalu įmonėms, kurios negali pasinaudoti viešojo kapitalo rinkomis;
2. Plėtros kapitalas sudaro galimybę sėkmingai veikiančioms įmonėms įsigyti naujų gamybos priemonių, kelti gamybos bei paslaugų kokybę, taikyti pažangius valdymo ir vadybos įgūdžius, siekiant veiklos augimo ir internacionalizavimo;
3. Išpirkimo stadijos investicijos į brandžias įmones nukreiptos į vertės kūrimą visų pirma per veiklos optimizavimą (pvz., išlaidų mažinimą, veiklos pertvarkymą). Privataus kapitalo investuotojai pateikia ne tik kapitalą, bet ir vadybos bei valdymo *know-how*, tai ypač svarbu įmonėms, kurios dėl prasto valdymo nepajėgia realizuoti savo potencialo, sėkmingai konkuruoti rinkoje ar susiduria su finansiniais sunkumais. Didžiausieji privataus kapitalo investuotojai gali pasiūlyti bendrovėms, į kurias investuoja, priėjimą prie tarptautinių verslo struktūrų, taip pat tarptautinio lygmens konkurencinės aplinkos analizę – tai svarbu įmonėms, potencialiai galinčioms veikti ir už vietinių rinkų ribų.

Atskiri autoriai nagrinėjo rizikos kapitalo fondų įtaką šalių ekonomikoms. Anot Tolppanen, Russel (2002) atlikto empirinio tyrimo rezultatų, ekonominė ir socialinė rizikos kapitalo fondų nauda pasireiškia įvairiais aspektais – portfelio įmonių pardavimų ir pelno augimu, užimtumo didėjimu, eksporto augimu bei darbo užmokesčio didėjimu.

Tarptautinė audito ir konsultacijų įmonė „Pricewatercoopers“ 2006 m. atliko privataus ir rizikos kapitalo įtakos Italijos ekonomikai tyrimą. Tyrime dalyvavo 70 įmonių. Pagrindiniai įmonių rodikliai, kurie buvo stebimi 2002-2004 m. laikotarpiu – darbuotojų skaičius, pajamos ir EBITDA. Analizuotu laikotarpiu įmonių, kurios buvo finansuotos RKF darbuotojų skaičius vidutiniškai išaugo 6,5 %, kai tuo tarpu šalies mastu įdarbinimo lygis padidėjo tik 1,1 %, o MVI darbuotojų skaičius išaugo tik 0,1%. RKF portfelio įmonių pajamos buvo beveik aštuonis kartus didesnės nei MVI finansuojamų tradiciniu būdu. Taip pat pažymėtina, kad didesnis pajamų augimas buvo pastebėtas RKF finansuotose įmonėse nei PKF. Anot tyrimo autorių, tai labiausiai susiję su tuo, jog RKF investuoja į naujai kuriamas arba ankstyvoje plėtros stadijoje esančias įmones, turinčias didelį augimo potencialą, o PKF – į išsiplėtusias, jau pasiekusias didžiausią augimą, kurioms reikalingas veiklos pertvarkymas ir naujovių diegimas.

Analizuojamu laikotarpiu tyrime dalyvavusių įmonių EBITDA metinis augimas vidutiniškai siekė 6 %, kai tuo tarpu vidutinis EBITDA augimas vidutinio dydžio įmonėse, finansuotose tradiciniais būdais, buvo neigiamas. Sunkią šių įmonių padėtį sąlygojo Italijos ekonomikos lėtėjimas, tačiau kaip matyti RKF finansuotų įmonių veiklai tai reikšmingos įtakos neturėjo.

Buvo atlikta nemažai empirinių tyrimų, skirtų daugiausiai analizuoti RKF įtaką JAV ekonomikai. DRI-WEFA 2004 m. atlikto tyrimo rezultatai parodė, jog analizuotu laikotarpiu, t.y 1970-2000 m. įmonės, finansuotos rizikos kapitalo, sumokėjo tris kartus daugiau mokesčių valstybei, turėjo du kartus didesnes pardavimų apimtis, du kartus daugiau eksportavo produkcijos bei tris kartus daugiau investavo į tyrimus palyginti su įmonių, finansuotų tradicinėmis kapitalo formomis, vidurkiu. Taip pat šiuo tyrimu buvo įrodyta, jog rizikos kapitalas skatina vietinės bei regioninės ekonomikos augimą JAV.

EVCA (2001) taip pat teigia, kad rizikos kapitalas stimuliuoja ekonomikos augimą kurdamas darbo vietas, investuodamas dideles sumas ir dėl savo tarptautinio pobūdžio skatindamas eksportą. Rizikos kapitalą galima apibūdinti kaip esminį veiksnių, kuris sumažina laikotarpį, reikalingą pateikti inovaciją rinkai. Remiantis EVCA atlikta analize, rizikos kapitalas prisidėjo prie Europos pozicijos pasaulio rinkoje sustiprinimo, ypač dėl išaugusių eksporto apimčių.

Hellmann ir Puri (2000) atlikto tyrimą, kurio metu buvo stebėtos 149 įmonės JAV. Šie autoriai padarė išvadą, jog rizikos kapitalas skatina įmonės inovatyvią veiklą bei dar kartą patvirtino faktą, jog RKF finansuota įmonė daug greičiau pateikia produktą rinkai.

Engel (2002) tyrė 1000 Vokietijos įmonių. Viena svarbiausių šio autoriaus padarytų išvadų buvo ta, kad rizikos kapitalo įtaka naujai įkurtų įmonių augimui buvo vienoda tiek modernių technologijų įmonėms, tiek ne.

Kortum, Lerner (2000) yra vieni iš nedaugelio autorių nagrinėję rizikos kapitalo ir inovacijų ryšį. Šie autoriai konkrečiai tyrė rizikos kapitalo įtaką patentų skaičiui JAV dvidešimt septynerių metų laikotarpiu ir padarė išvadą, kad patentų skaičius stipriai koreliuoja su rizikos kapitalo investicijomis. Autoriai netgi pastebėjo, kad RKF investicijų įtaka patentų skaičiui yra daug didesnė išlaidų moksliniams tyrimams ir eksperimentinei plėtrai (MTEP).

Dar vienas tyrimas, kurį verta paminėti, tai 2002 metais atliktas autorių Audretsch, Keilbach. Jie tyrė rizikos kapitalo įtaką Vokietijos ekonomikai ir priėjo prie išvados, jog tai labai svarbus veiksnys didinantis gamybos našumą bei produktyvumą.

Taigi, kaip matyti, bandymai įrodyti rizikos kapitalo teigiamą įtaką ekonomikos augimui apėmė atskiras šalis, tokias kaip JAV, Vokietija bei Italija. Tyrimas, kuris apėmė ne vieną šalį ar regioną buvo atliktas autorių Romain, Pottelsberghe (2003). Jie tyrė 16 OECD šalių aštuonerių metų laikotarpiu. Autoriai padarė išvadą, kad rizikos kapitalas skatina ekonomikos augimą dviem kanalais. Pirmasis yra naujų produktų bei procesų įvedimas į rinką, antrasis – privačių įmonių ir viešųjų institucijų plėtros pajėgumų didinimas. Jie taip pat pastebėjo, jog RKF socialinė nauda yra didesnė MTEP.

Apibendrinant, RKF finansuoja ekonomikos pagrindą, t.y. MVĮ, kurioms finansavimą gauti, ypač ankstyvoje vystymosi stadijoje, iš kredito įstaigų yra beveik neįmanoma. Paminėtina, kad finansuojamos inovatyvios įmonės, t.y. skatinamas didelės pridėtinės vertės kūrimas, kuriamos darbo vietos. Pasiekus rizikos kapitalistų tikslą – padėjus įmonei išsivystyti, ji pradeda generuoti pastovius pinigų srautus, o kartu ir mokėti pastovius mokesčius, tokiu būdu didinama visos šalies ekonominė gerovė ir kuriama pažangi valstybė.

1.4. Rizikos kapitalo fondų plėtrą lemiantys veiksniai

RKF teigiama įtaka šalies ekonomikai yra neabejotina, tačiau nepaisant to šie fondai paplitę ne visose šalyse. Šiame skyriuje bus trumpai apžvelgiami veiksniai, būtini RKF plėtrai.

Viena iš būtinų sąlygų šių fondų veiklai yra MVĮ steigimasis, nes jos yra paklausos elementas atsveriantis RKF paklausą. Taip pat prie veiksmų darančių įtaką šios rinkos plėtrai reikėtų priskirti ir inovacijų politiką šalyje bei valstybinių institucijų poziciją alternatyvių investavimo priemonių skatinimo klausimu.

Kaip teigia Groh ir kt. (2006), rizikos kapitalistų apsisprendimui į kurią šalį investuoti turi įtakos šie veiksniai:

1. Vietos verslininkų galimybes;
2. Inovacijų lygis šalyje;
3. Rinkos dydis;
4. Ekonominė situacija bei šalies vystymosi perspektyvos;
5. Verslumo kultūra.

Teigiama, kad pirminiame atrankos procese rizikos kapitalistai remiasi makroekonominiais rodikliais, tačiau pasirinkus regioną, atliekamas kruopštus sektoriaus tyrimas, kuomet išsiaiškinamas realus verslumo bei inovacijų lygis šalyje. Taip pat kreipiamas didelis dėmesys į visuomenės požiūrį į alternatyvias investavimo priemones.

Metrick (2007) labiausiai akcentavo valstybės vaidmenį, skatinant rizikos kapitalo plėtrą šalyje, teigdamas, kad pirmiausiai valstybė yra atsakinga už tinkamų sąlygų sukūrimą šio sektoriaus plėtrai. Tačiau valstybinio įsikišimo į rizikos kapitalo sektoriaus plėtrą vaidmuo turi būti netiesioginis, mažinant mokesčius, pašalinant teisinius trukdžius, kuriant labiau palankų verslo klimatą šalyje. Kaip teigia Kaupelytė, Jankauskienė (2009), labai svarbus aspektas, paskatinęs rizikos kapitalo vystymąsi tiek JAV, tiek Didžiojoje Britanijoje buvo pensijų fondų ir kitų institucinių investuotų investicijų į rizikos kapitalą liberalizavimas. Dar vienas veiksnys, įtakojęs RKF vystymąsi JAV buvo 1958 m. priimtas Smulkių įmonių investavimo aktas, tačiau paminėtina, jog tai buvo vieninteliai JAV vyriausybės sprendimai, sietini su rizikos kapitalo plėtra šioje šalyje, t.y. valstybė praktiškai neturėjo lemiamos įtakos kuriant ir vystant rizikos kapitalo pramonę. Rizikos kapitalo pritraukimui į šalį svarbius veiksnius nagrinėjo ir Sebroeck (2000) (žr. 2 lent.).

2 lentelė. **Veiksniai, svarbūs rizikos kapitalo plėtrai, bei jų įvertinimo rodikliai**

<i>Veiksniai</i>	<i>Įvertinimo rodikliai</i>
<i>Technologinių įmonių kūrimasis</i>	<i>Naujų įmonių steigimo apimtys</i>
<i>Neformalus investavimas</i>	<i>Verslo angelų investicijų apimtys</i>
<i>Bankų veikla</i>	<i>Bankų paskolų įmonėms apimtys</i>
<i>Rizikos kapitalo veikla</i>	<i>RKF skaičius, investicinės grąžos dydis, investavimo apimtys pagal rizikos kapitalo stadijas, tarptautinių rizikos kapitalo investicijų apimtys, lėšų, pritrauktų į rizikos kapitalo fondus, apimtys</i>
<i>Akcijų rinkos efektyvumas</i>	<i>Antrinės rinkos dydis, įėjimo į rinką sąlygos ir prospektų sąlygos, IPO kaštai, pirminių IPO skaičius, tarptautinių pirminių viešų pasiūlymų skaičius, rizikos kapitalo valdymo įmonių, realizavusių investicijas per IPO, skaičius, tiesioginių pardavimų skaičius</i>

<i>Veiksniai</i>	<i>Įvertinimo rodikliai</i>
<i>Formalus (institucinis) investavimas</i>	<i>Investicijų į akcinę nuosavybę apimtys, teisiniai apribojimai, pensijų fondų ir draudimo įmonių investicijų į rizikos kapitalo fondus apimtys, išlaidų nematerialiajam turtui traktavimas, kapitalo prieaugio traktavimo galimybės, valstybinių rizikos kapitalo fondų skaičius ir vidutinis dydis, valstybės teikiamų kreditų ir garantijų užimama rinkos dalis</i>
<i>Pajėgumai įvertinti technologinę riziką</i>	<i>Pajėgumų aprašymas</i>
<i>Verslo ir mokslo ryšiai</i>	<i>Aprašymas</i>

Šaltinis: sudaryta pagal Sebroeck (2000)

Kaip matyti iš 2 lent., anot Sebroeck (2000), labiausiai rizikos kapitalistai kreipia dėmesį į rinkos efektyvumą, investicijų realizavimo galimybes bei kitas rinkos sąlygas, kaip, pavyzdžiui, verslo ir mokslo bendradarbiavimą. Jakubavičius ir kt. (2008) pritaria Sebroeck ir teigia, minėtus rodiklius galima sugrupuoti į tris grupes: pirmoji grupė apima rizikos kapitalo „tikslinę“ rinką – įmones, į kurias rizikos kapitalas investuoja; antroji – išėjimo galimybes, trečioji – aplinką, kurioje rizikos kapitalas veikia.

E.G.S Felix, M.A.Gulamhussen, C.P.Pires (2007) atliko tyrimą apie sąlygas įtakojančias RKF vystymąsi Europoje. Šie autoriai išskyrė veiksnius, jų manymu, reikšmingus rizikos kapitalo plėtrai: nedarbo lygis, akcijų kainos ir nuosavybės, tenkančios vienai akcijai vidurkis rinkoje bei komercinis verslų pardavimo skaičius, o didžiausią įtaką Europos rizikos kapitalo lygio vystymuisi turi rinkos palūkanų normos, nedarbo lygis, IPO skaičius bei komercinis verslų pardavimo skaičius. Autoriai taip pat pastebėjo, kad ankstyvos stadijos rizikos kapitalui didžiausią įtaką turi makroekonominiai veiksniai.

Nagrinėjant mokslinę literatūrą, pastebėta, jog nemažai autorių formuoja požiūrį, jog egzistuoja stiprus ryšys tarp finansinės sistemos struktūros ir rizikos kapitalo investicijų. C. Mayer, K. Schoors ir Y. Yafeh (2003) išnagrinėjo apie 500 rizikos kapitalo fondų Vokietijos, Izraelio, Japonijos ir Didžiosios Britanijos šalyse, kurie penkerių metų bėgyje ypač sparčiai augo ir darė žymias investicijas į įmones. Pagrindinis tokių šalių pasirinkimo tyrimui tikslas – įvertinti į bankus orientuotas finansų sistemas (Vokietija ir Japonija) ir sistemas, orientuotas į finansų rinkas (Didžioji Britanija), nes būtent jos lemia, kokie yra rizikos kapitalo fondų lėšų šaltiniai ir koks įmonių finansavimo pobūdis yra būdingas skirtingose sistemose veikiančiuose rizikos kapitalo fonduose. C. Mayer, K. Schoors, Y. Yafeh (2003) nustatė, jog rizikos kapitalo fondai taiko skirtingas investavimo politikas, atsižvelgiant į šalyse dominuojančią finansinę sistemą (žr. 3 lent.).

3 lentelė. Rizikos kapitalo fondų investavimo pobūdis pagal finansavimo šaltinius

<i>Finansų sistemos pobūdis</i>	<i>RKF lėšų šaltiniai</i>	<i>Įmonių, į kurias investuoja RKF, vystymosi stadija</i>	<i>Įmonių, į kurias investuoja RKF, sektorius</i>	<i>Geografinis įmonių pasiskirstymas</i>
<i>Į bankus orientuota finansų sistema</i>	<i>Bankai</i>	<i>Besivystančios įmonės, pasiekę plėtros stadiją</i>	<i>Netechnologinės, mažai susiję su aukštosiomis technologijomis</i>	<i>Vietinės</i>
<i>Į kapitalo rinkas orientuota finansų sistema</i>	<i>Pensijų fondai, draudimo fondai</i>	<i>Ankstyva, pradedančios įmonės</i>	<i>Netechnologinės, mažai susiję su aukštosiomis technologijomis</i>	<i>Vietinės</i>
<i>Į finansų rinkas orientuota finansų sistema</i>	<i>Individualūs investuotojai, korporacijos</i>	<i>Ankstyva, pradedančios įmonės</i>	<i>Aukštosios technologijos</i>	<i>Įvairios</i>

Šaltinis: Kaupelytė, Jankauskienė (2009)

Kaip matyti iš 3 lent. bankai yra pagrindiniai RKF lėšų šaltiniai tiek Vokietijoje, tiek Japonijoje, kai tuo tarpu Didžiojoje Britanijoje svarbiausias RKF lėšų šaltinis yra pensijų fondų. Izraelyje į RKF investuoja individualūs investuotojai ir didelės privačios korporacijos. Įdomu pastebėti tai, jog RKF, kurie lėšas gauna iš bankų, pensijų fondų, draudimo kompanijų, paprastai investuoja į vėlesnių išsivystymo stadijų įmones, t.y. ne į ankstyvos plėtros stadijos įmones, o jau pažengusias, kai tuo tarpu individualių investuotojų ir įmonių lėšos, per RKF yra investuojamos į informacinių technologijų ir telekomunikacijų, kompiuterinių programų, elektronikos sritis į pradinėse vystymosi stadijose esančias įmones. Tai rodo, jog bankų, draudimo įmonių, pensijų fondų lėšos yra susijusios su mažesne rizika. Be to, kaip šie autoriai nustatė, bankai ir pensijų fondų lėšos yra investuojamos regionuose, o individualių investuotojų lėšos investuojamos globaliai. Akivaizdu, jog RKF atsižvelgia į pritrauktą investavimui skirtą lėšų savininkus ir pagal tai formuoja RKF investavimo pobūdį.

Anot Kaupelytės, Jankauskienės (2009), rizikos kapitalas svarbus užtikrinant ilgalaikį ekonominį augimą ir darbo vietų sukūrimą, todėl rizikos kapitalo investicijos išskiriamos kaip viena prioritetinių sričių ES šalyse, siekiant pasiekti tokį rizikos kapitalo išvystymo lygį, kuris būdingas JAV. Tačiau ES šalyse rizikos kapitalo investicijų plėtrą stabdo ne tik netobula mokesčių sistema, tačiau taip pat ir, lyginant su JAV, neišvystyta pensijų fondų ir kitų institucinių investuotojų rinka.

4 lentelėje pateikti pagrindiniai atlikti tiek kokybiniai, tiek kiekybiniai rizikos kapitalo veiksmų vertinimo tyrimai.

4 lentelė. **Pagrindiniai empiriniai rizikos kapitalo veiksmų vertinimo tyrimai**

Veiksnių grupės	Veiksnių, kurie buvo tiriami, rodikliai	Autoriai	Tyrimo pobūdis
Makroekonominė aplinka	BVP dydis (1 gyv.)	P. Gompres, J. Lerner (1988), D. Cumming, J. G. MacIntoch (2002), A. Romain, B. van Pottelsberghe de la Potterie (2004), S. Bonini, S. Alkan (2006), S. Khalid (2007)	Kiekybinis
	Infliacijos dydis (proc.)	S. Bonini, S. Alkan (2006)	Kiekybinis
	Darbo rinkos lankstumas	Schertler (2004)	Kiekybinis
Finansinė aplinka	Finansinės sistemos pobūdis	R. Levine, S. Zervos (1998), D. Schafer (2002), T. Beck, R. Levine (2002)	Kiekybinis, kokybinis
	Išėjimo/divestavimo pobūdis (IPO)	M. Berlin (1998), B. S. Black, R. J. Gilson (1998), L. Jeng, P. C. Wells (2000), J. Marti, M. Balboa (2000), D. J. Cumming, G. Fleming (2002), A. Schwienbacher (2002), C. Michelacci, J. Suarez (2004), J. R. Brown (2005), S. Bonin, S. Alkan (2006), S. Khalid (2007)	Kiekybinis
	Akcijų rinkų likvidumas/aktyvumas	S. Black, R.J. Gilson (1998), D. J. Cumming, J. G. MacIntoch (2002), A. Schertler (2003), M. Da Rin, g. Nicodano, A. Sembenelli (2005), S. Bonini, S. Alkan (2006)	Kiekybinis
	Įmonių susijungimai ir susiliejinimai	S. Khalid (2007)	Kokybinis
	Rinkos kapitalizacijos augimas	L. Jeng, P. C. Wells (2000)	Kiekybinis
	Teisinė ir mokesčių sistema	Kapitalo prieaugio mokesčiai	P. Gompers (1998), j. Poterba, B. A. Aylward (2002)
	Pelno mokesčiai	S. Bonini., S. Alkan (2006)	Kiekybinis
	Mokesčių lengvatos	S. J. Berwin (2006), M. Da Rin, G.Nicodano, A. Sembelini (2005)	Kiekybinis
	Teisinis rizikos kapitalo investuotojų veiklos reglamentavimas	S. J. Berwin (2006)	Kokybinis
	Bankroto teisė	J. Armour (2002), J. Armour, D.J. Cumming (2006)	Kokybinis

Veiksnių grupės	Veiksnių, kurie buvo tiriami, rodikliai	Autoriai	Tyrimo pobūdis
Investuotojai į RKF	Pensijų fondai, jų investicijos	P. Gopers, J. Lerner (1998), A. Romain, B. van Pottelsberghe de la Potterie (2004), M. Da Rin, G. Nicodano, A. Sembenelli (2005), S. Bonini, S. Alkan (2006)	Kiekybinis, kokybinis
	Investuotojų struktūra	C. Mayer, K. Schoors, Y. Yafeh (2000), A. Schertler (2004)	Kiekybinis, kokybinis
Valstybinės iniciatyvos	Valstybinių fondų kūrimas	L. Jeng, P. C. Wells (2000), P. Gompers, A. Konver, J. Lerner, D. Scharfstein (2006)	Kokybinis
Inovacijų sistema	Valstybinės ir privačios MTEP	P. Gompers, J. Lerner (1998), A. Romain, B. van Pottelsberghe de la Potterie (2004), M. Da Rin, G. Nicodano, A. Sembelinni (2005), S. Bonini, S. Alkan (2006)	Kiekybinis
	Patentai	S. Kortum, J. Lerner (2000), A. Romain, B. van Pottelsberge de la Potterie (2004)	Kiekybinis, kokybinis
Antreprenerystė	Aukšto lygio verslininkai	R. Becker, T. Hellmann (2003)	Kokybinis

Šaltinis: adaptuota pagal Jankauskienę (2009)

Kaip matyti iš 4 lent. autoriai skyrę dėmesio rizikos kapitalo rinkos plėtros veiksniams analizuoti, dažniausiai nagrinėdavo koncentruodavosi į atskiras veiksnių grupes bei labiau susijusias su RKF pasiūlos veiksniais.

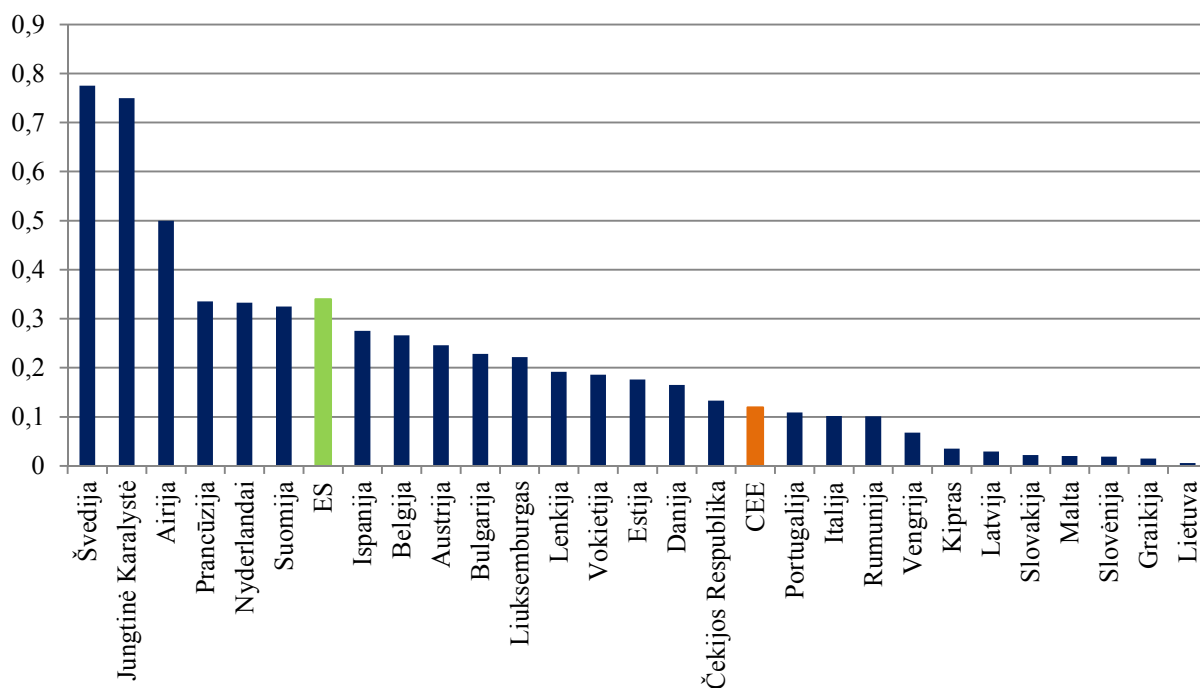
Apibendrinant, rizikos kapitalo investicijų apimčiai šalyje daro įtaką tiek ekonominė, teisinė, socialinė, antrepreneriška aplinka, t.y RKF pasiūlą lemiantys veiksniai, tiek paklausos elementai, kaip pavyzdžiui, šalies verslininkų požiūris į įmonės finansavimą rizikos kapitalu bei naujų įmonių steigimosi apimtys.

2. RIZIKOS KAPITALO FONDŲ PLĖTROS PROBLEMŲ LIETUVOJE TYRIMO METODOLOGIJA

Pirmoje šio skyriaus dalyje bus apžvelgiami statistiniai RKF veiklą atspindintys duomenys bei kokybinių tyrimų, atliktų Lietuvoje, rezultatai, siekiant pagrįsti tyrimo aktualumą, t.y. įvertinti Lietuvos lygį ES kontekste. Antroje dalyje bus iškeliamos tyrimo hipotezės, aprašomi tyrimo metodai bei eiga, siekiant nustatyti RKF investicijų poveikį šalies pasiekimams inovacijų srityje bei identifikuoti problemas, trukdančias rizikos kapitalo investicijoms plėtotis Lietuvoje.

2.1. Rizikos kapitalo fondų plėtros problemų Lietuvoje tyrimo pagrindimas

Aktyvios rizikos kapitalo rinkos sukūrimas, t.y. tokios rinkos, kuri teiktų stiprią paramą ankstyvos stadijos ir modernių technologijų įmonėms, tapo ekonominės politikos prioritetu. Šiame amžiuje, kaip jau minėta, stabilų ekonomikos augimą didžia dalimi lemia šalyje esantis inovacijų ir verslumo lygis, todėl pasaulio vyriausybės įvairiais būdais stengiasi, kad jų šalyje RKF pasiektų tokią pat sėkmę kaip JAV, tačiau rizikos kapitalo fondų prieinamumas nevisose šalyse vienodas (žr. 5 pav.).



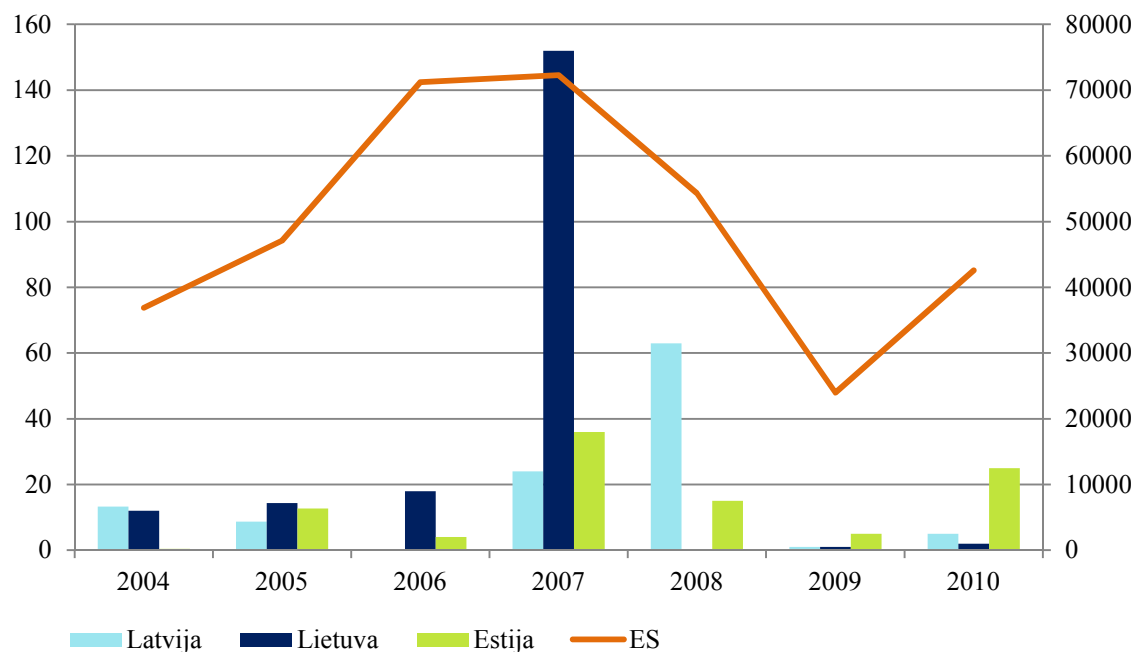
Šaltinis: EVCA Yearbook, 2011

5 pav. Rizikos kapitalo fondų investicijų santykis su BVP ES 2010 m., proc.

Kaip matyti iš 5 pav. Lietuvoje 2010 m. RKF investicijų santykis su BVP buvo mažiausias ES, be to Lietuva stipriai atsiliko ir nuo CEE šalių vidurkio.

Kaip teigiama World Competitiveness Report 2010–2011 m. rizikos kapitalas verslo plėtrai labiausiai buvo prieinamas Honkonge, Norvegijoje bei Singapūre. Lietuva pagal rizikos kapitalo prieinamumą buvo 103-oje vietoje iš 139 pasaulio valstybių.

RKF investicijų dinamika 2004-2010 m. Lietuvoje bei kitose Baltijos valstybėse pateikta 6 pav.



Šaltinis: sudaryta pagal EVCA kasmetinius statistikos leidinius, 2005-2011

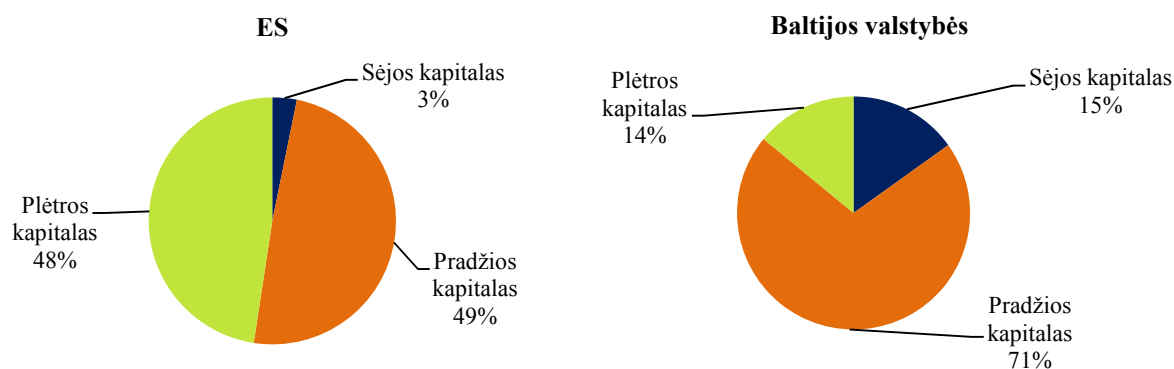
6 pav. Rizikos kapitalo fondų investicijos Baltijos valstybėse 2004-2010 m., mln. EUR

Kaip matyti iš 6 pav. nei Lietuvoje, nei Latvijoje ar Estijoje nėra susiformavusi RKF kitimo tendencija, t.y. nepastebimas nei didėjimas, nei mažėjimas visu pateiktu laikotarpiu. Galima numanyti, jog investicijos Baltijos valstybėse yra labiau įtakotos atskirų sandorių patrauklumo, o ne sisteminių rinkos veiksnių, t.y. RKF investicijos Baltijos regione yra labiau atsitiktinės. Kalbant konkrečiai apie Lietuvą, galima pastebėti 2007 m. išaugusias RKF investicijas. Tai lėmė „Bitės grupės“ ir dar kelių stambių įmonių pardavimas. Visu kitu pateiktu laikotarpiu Lietuvos rinka nebuvo patraukli rizikos kapitalo investuotojams, todėl, kaip teigia Laurinavičius (2011) remdamasis tyrimų bendrovės „Vilmorus“ 2010 m. pabaigoje atlikta apklausa, didžioji dalis Lietuvos įmonių vadovų mažai žino apie RKF. Net 93% apklausoje dalyvavusių įmonių vadovų nežinojo nė vieno Lietuvoje veikiančio RKF, taip pat 91,5% apklaustųjų negalėjo įvardinti lietuviškų įmonių, į kurias buvo ar yra investavę tokie fondai. Tad visai nekeista, kad, remiantis to paties tyrimo duomenimis, 78% apklaustų vadovų neįtraukė RKF į galimų įmonės plėtros veiksnių sąrašą. Valentinavičiaus (2006) atlikto tyrimo metu inovatyvių įmonių vadovai prie finansavimo šaltinių, kuriais naudojosi verslo plėtrai visų pirma

nurodė savus išteklius, gautą pelną. Pavieniui paminėti akcinis kapitalas, bankai ir partnerių lėšos. Toks mažas finansavimo šaltinių spektras rodo, kad iš tikrųjų Lietuvoje inovacinė veikla yra gana pasyvi dėl lėšų stokos, t.y. RKF investicijų stokos. Tai patvirtina Lietuvos Respublikos Ūkio ministerijos užsakymu VšĮ „KTU regioninis verslo inkubatorius“ atliktas tyrimas, kurio metu net 59 proc. įmonių, dalyvavusių tyrime, nurodė dideles inovacines išlaidas, kaip veiksnį, labiausiai trukdžiusį įmonių inovaciniai veiklai.

Statistikos departamentas 2010 m. atliko nefinansinių įmonių tyrimą „Verslo sąlygos: įmonių veiklos finansavimas“, kurio tikslas – sužinoti verslininkų nuomonę apie verslo finansavimo poreikį, finansavimo būdus, šaltinius ir sunkumus, įvertinti 2007–2010 m. verslo finansavimo pokyčius. Šio tyrimo rezultatai atskleidė, kad iš 1854 tyrime dalyvavusių įmonių tik 2,7 proc. ketino plėsti verslą didindamos nuosavą kapitalą, tačiau pastebima, kad 2010 m. „verslo angelų“ lėšomis pasinaudojo 4,8 procento įmonių, o RKF lėšomis – 3,2 procento (2007 m. šiomis lėšomis pasinaudojusių įmonių nebuvo).

Da Rin M., Nicodano G., Sembenelli A. (2005) teigė, kad RKF investicijų į ankstyvos plėtros stadijos įmones santykis su visomis rizikos kapitalo fondų investicijomis parodo rizikos kapitalo rinkos aktyvumo lygį. Baltijos valstybėse ir ES vyrauja rizikos kapitalo investicijos verslo pradžia (žr. 7 pav.).

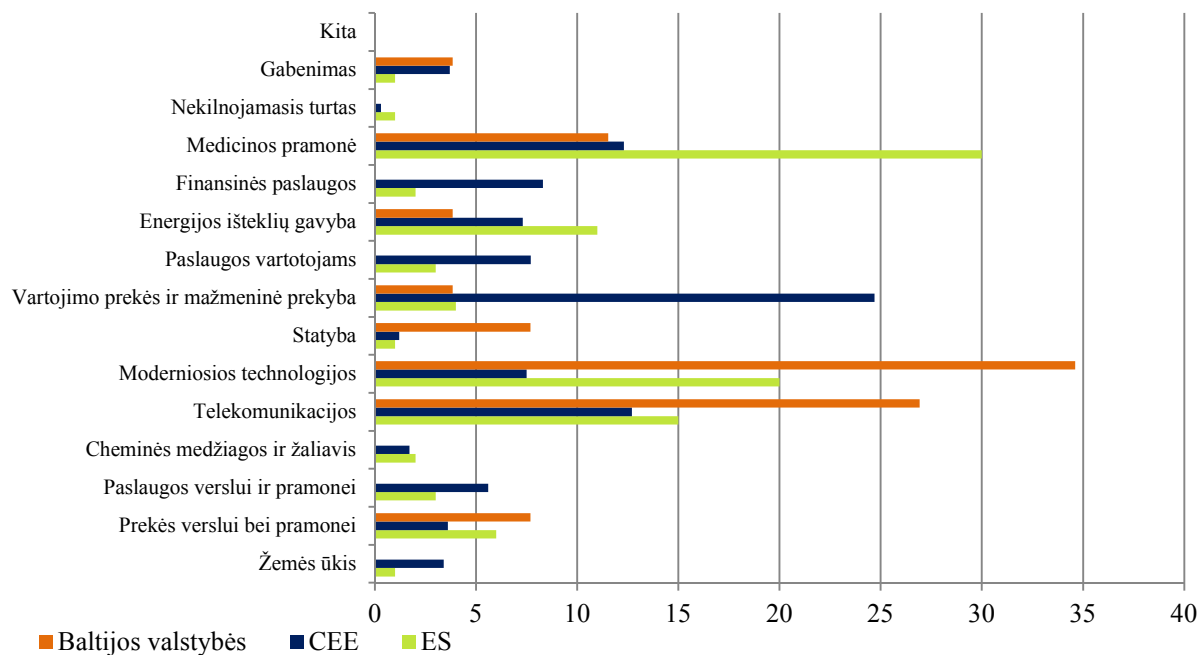


Šaltinis: sudaryta pagal EVCA kasmetinį statistikos leidinį, 2011

7 pav. **Rizikos kapitalo fondų investicijos ES ir Baltijos valstybėse pagal investicijų tipą 2010 m., proc.**

Kaip matyti iš 7 pav. Baltijos valstybėse rizikos kapitalo investicijos į įmonių sėjos bei verslo pradžios etapus sudarė didesnę dalį nei ES, atitinkamai ES daugiau rizikos kapitalo buvo investuota į įmonių plėtros stadiją. Verta paminėti, kad Latvijoje ir Lietuvoje 2010 m., kaip ir 2009 m. visos rizikos kapitalo investicijos buvo į įmonių veiklos pradžios etapą. Tik Estijos įmonės sulaukė sėjos bei plėtros kapitalo.

8 pav. pavaizduotas RKF investicijų pasiskirstymas pagal sektorių Baltijos valstybėse, CEE bei ES.

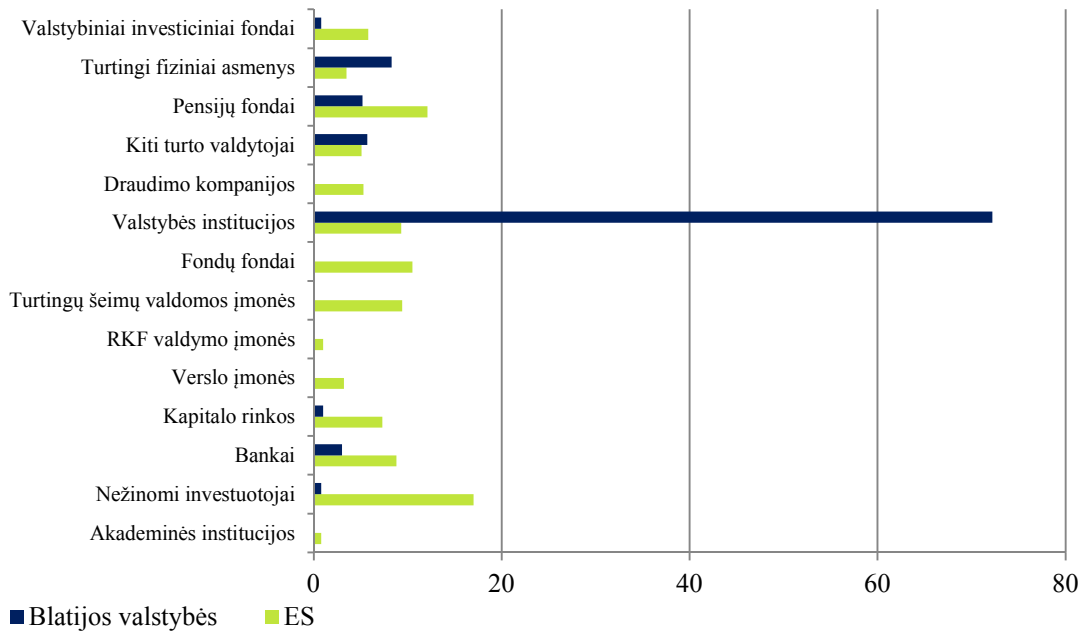


Šaltinis: sudaryta pagal EVCA Yearbook ir kasmetinį statistikos leidinį, 2011

8 pav. Rizikos kapitalo fondų investicijos pagal sektorių, 2010 m., proc.

Kaip matyti iš 8 pav. medicinos pramonė ir telekomunikacijos 2010 m. sulaukė daugiausiai investicijų tiek Baltijos valstybėse, tiek CEE, tiek ES. Vartojimo prekės ir mažmeninė prekyba buvo patraukliausias CEE sektorius RKF investuotojams šiose šalyse. Baltijos valstybėse modernių technologijų sektorius sulaukė daugiausiai investicijų. Šis sektorius buvo patrauklus ir ES mastu, todėl galima teigti, kad investicijų pasiskirstymas pagal sektorius Baltijos valstybėse yra panašesnis į ES, nei į CEE.

Kaip jau minėta, RKF investicijų pobūdis didžia priklauso nuo vyraujančio investuotojų tipo. Pasiskirstymas pagal investuotojų tipus Baltijos valstybėse ir ES pateiktas 9 pav.



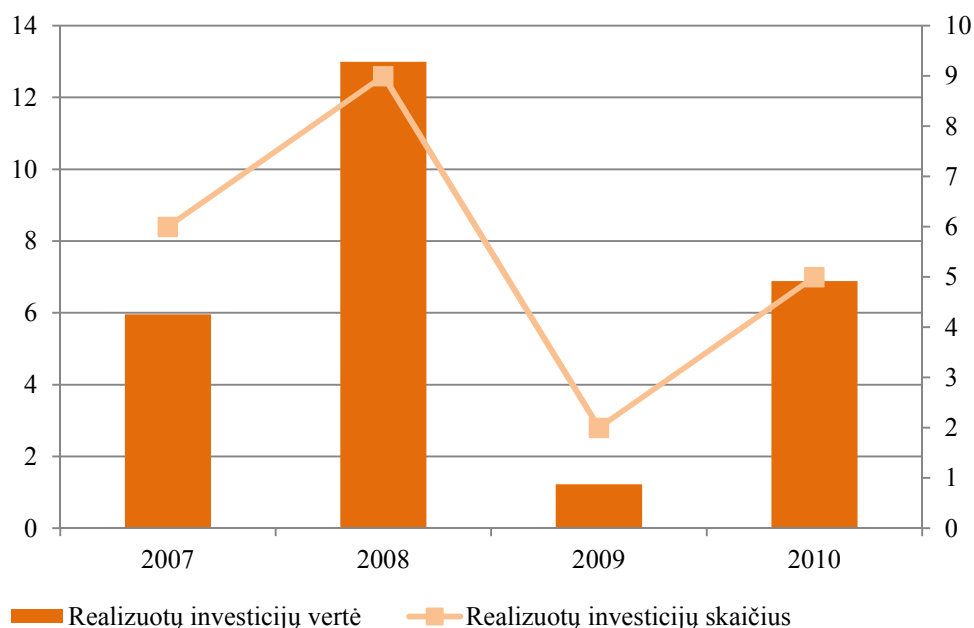
Šaltinis: sudaryta pagal EVCA Yearbook ir kasmetinį statistikos leidinį, 2011

9 pav. Rizikos kapitalo fondų investuotojai ES ir Baltijos valstybėse, 2010 m., proc.

Kaip matyti ES RKF daugiausiai lėšų pritraukė iš nežinomų investuotojų, pensijų fondų bei fondų fondų. Baltijos valstybėse net 72,2 proc. 2010 m. RKF pritrauktų lėšų sudarė valstybės lėšos. Tai lėmė šiuo metu įgyvendinama 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 skirtų finansinių priemonių (mikrokreditavimas, rizikos kapitalo investicijos ir pan.) įgyvendinimui. Lietuvoje ši iniciatyva finansuojama 2007-2013 m. Ekonomikos augimo veiksmų programos 2 prioriteto „Verslo produktyvumo didinimas ir aplinkos verslui gerinimas“ lėšomis, jai skiriama 275 mln. Lt (apie 80 mln. EUR) Europos Sąjungos struktūrinių lėšų.

„BaltCap“ viena iš EIF valdomo JEREMIE kontroliuojančiojo fondo iniciatyvų Lietuvoje. Šis RKF yra viena iš svarbių JEREMIE kontroliuojančiojo fondo veiklų, ko pasekoje 20 milijonų eurų bus investuota į Lietuvos MVĮ. Fondas investuos iki 10,05 mln. Lt (3 mln. eurų) į veikiančias įmones, pasižyminčias dideliu augimo potencialu. Planuojama, jog iš viso bus investuota į 7-15 MVĮ, kurias atrinks fondą valdanti profesionali „BaltCap“ komanda. Fondą sudaro 69 mln. litų (20 mln. eurų). Virš 48 mln. litų (14 mln. eurų) skirta iš EIF valdomo JEREMIE kontroliuojančiojo fondo ir beveik 21 mln. litų (6 mln. eurų) investuoja žinomi instituciniai investuotojai, tame tarpe SEB Venture Capital, LHV Asset Management, Swedbank Investicijų Valdymas bei DnB NORD Investicijų Valdymas.

Vienas iš veiksnių, įtakojantis laukiamą projekto pelningumą, yra investicijų realizavimo rinka. Da Rin M., Nicodano G., Sembenelli A. (2005) atliktas tyrimas patvirtino rizikos kapitalo investicijų realizavimo akcijų rinkoje galimybės svarbą, kurią taip pat tyrė Black, Gilson (1998) bei Michelacci, Suarez (2004). RKF investicijų Baltijos valstybėse realizavimo dinamika 2007-2010 m. pateikta 10 pav.



Šaltinis: sudaryta pagal EVCA Yearbook ir kasmetinius statistikos leidinius, 2011

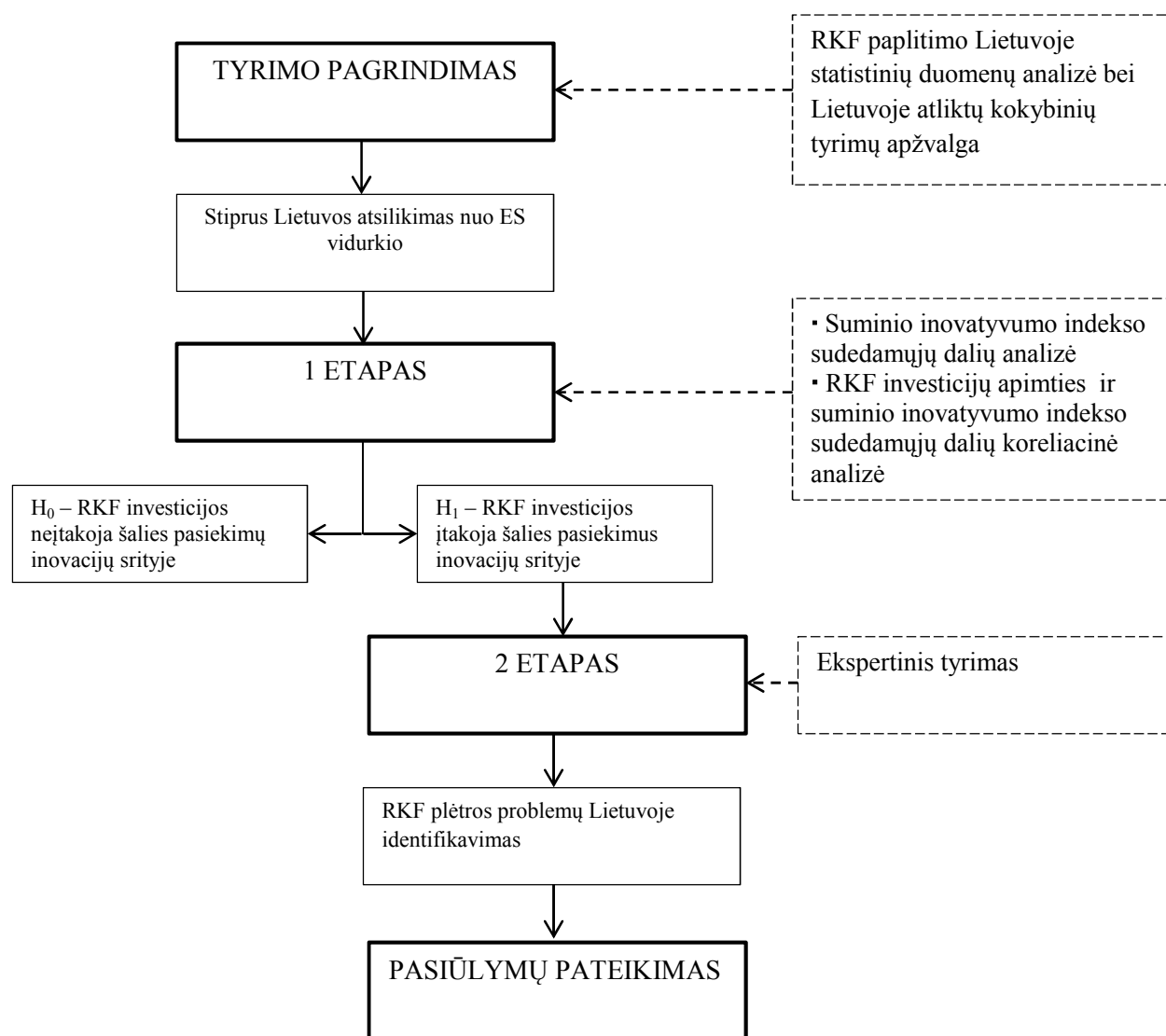
10 pav. **Rizikos kapitalo fondų investicijų realizavimas Baltijos valstybėse 2007-2010 m., mln. EUR**

Kaip matyti iš 10 pav. vidutiniškai viena realizuota investicija beveik visu pateiktu laikotarpiu viršijo 1 mln. eurų. Reikia paminėti, kad analizuojamu laikotarpiu nei viena investicija Baltijos valstybėse nebuvo realizuota per IPO. Didžiausia dalis visų investicijų realizuota parduodant portfelio įmones strateginiam investuotojui.

Apibendrinant, Lietuva pagal RKF investicijas ES 2010 m. buvo paskutinėje vietoje, taip pat stipriai atsiliko nuo CEE vidurkio. Be to, Lietuvoje esančios RKF investicijos didžia dalimi finansuotos iš ES struktūrinės paramos, o ne privačių lėšų šaltinių, todėl galima teigti, kad jeigu nebūtų tiesioginio valstybės įsikišimo, siekiant skatinti rizikos kapitalo sektorių, jis Lietuvoje praktiškai neegzistotų.

2.2. Tyrimo metodika

Palyginus RKF investicijas Lietuvoje su ES vidurkiu ir pastebėjus stiprų Lietuvos atsilikimą šioje srityje tampa būtina išanalizuoti, kokias neigiamas pasekmes Lietuva patiria dėl mažų RKF investicijų. 11 pav. pateikiama tyrimo nuoseklumo schema.



Šaltinis: sudaryta darbo autorės

11 pav. Rizikos kapitalo fondų plėtros problemų Lietuvoje nuoseklumo schema

Kaip matyti iš 11 pav. išanalizavus statistinius duomenis bei Lietuvoje atliktus kokybinius tyrimus, susijusius su RKF investicijų paklausa, ir pastebėjus stiprų Lietuvos atsilikimą nuo ES vidurkio bei kitų panašaus išsivystymo šalių šioje srityje, pereinama prie pirmojo tyrimo etapo. Šiame

etape, darant prielaidą, kad RKF investicijos galimai įtakoja šalies rezultatus inovacijų srityje analizuojamas Lietuvoje esantis inovacijų lygis.

Pastaruoju metu Lietuva sulaukė Europos Komisijos pastabų ir rekomendacijų dėti daugiau pastangų, kad gerėtų padėtis inovacijų srityje, argumentuojant tuo, kad daugiau dėmesio inovacijoms verčia skirti visos ES pastangos atgauti konkurencingumą, turintį lemiamos reikšmės regiono, išvarginto euro zonos skolų krizės, spartesniam atsigavimui, todėl, kaip jau minėta, pirmajame tyrimo etape bus analizuojamas Lietuvos suminis inovatyvumo indeksas bei jo sudedamosios dalys, siekiant nustatyti stipriąsias bei silpnąsias puses.

Antras šio tyrimo etapo žingsnis – suminio inovatyvumo indekso sudedamųjų dalių bei RKF investicijų apimties koreliacinė analizė. Šiame žingsnyje suformuojamos tyrimo hipotezės:

H_0 – RKF investicijos neįtakoja šalies pasiekimų inovacijų srityje;

H_1 – RKF investicijos įtakoja šalies pasiekimus inovacijų srityje.

Jeigu tyrimo metu H_0 hipotezė bus atmetama ir priimama H_1 , iškils būtinybė nustatyti priežastis, dėl kurių RKF nepaplitę Lietuvoje. Šiam tyrimo etapui bus pasirinktas kokybinis metodas – ekspertų vertinimo. Ekspertų vertinimo metodas – specialiai, parinktų grupės žmonių, kurie išmano tam tikrą sritį, specifinės rūšies apklausa.

Identifikavus pagrindines priežastis bus pateikiamos gairės šioms kliūtims šalinti.

Taigi, suformuluotas šio **tyrimo tikslas** yra išanalizuoti rizikos kapitalo įtaką šalies pasiekimams inovacijų srityje ir identifikuoti priežastis trukdančias plėtotis rizikos kapitalo fondams Lietuvoje bei pateikti šių priežasčių šalinimo galimybes.

Tyrimo objektas – rizikos kapitalo įtaka šalies pasiekimams inovacijų srityje bei rizikos kapitalo fondų plėtros problemos Lietuvoje.

Tyrimo tikslui pasiekti išskelti šie **uždaviniai**:

1. Išnagrinėti Lietuvos suminį inovatyvumo indeksą bei jo sudedamąsias dalis ir išskirti Lietuvos stipriąsias bei silpnąsias puses;
2. Nustatyti koreliacinius ryšius tarp RKF investicijų ir suminio inovatyvumo indekso sudedamųjų dalių, t.y. identifikuoti rodiklius, kuriuos teigiamai įtakoja RKF investicijos;
3. Identifikuoti RKF plėtros problemas Lietuvoje bei pateikti pasiūlymus šių problemų sprendimui.

Taigi, atlikus tyrimą bus galima paneigti arba patvirtinti hipotezes apie RKF investicijų įtaką šalies pasiekimams inovacijų srityje bei pateikti gaires RKF plėtros skatinimui Lietuvoje.

3. RIZIKOS KAPITALO FONDŲ PLĖTROS PROBLEMOS BEI JŲ ŠALINIMO GAIRĖS

Pirmoje šio skyriaus dalyje bus analizuojami Lietuvoje pasiekti rezultatai diegiant inovacijas bei, siekiant identifikuoti Lietuvos stipriąsias bei silpnąsias puses šioje srityje. Antrame skyriuje bus atliekama RKF apimties ir suminio inovatyvumo indekso koreliacinė analizė, siekiant nustatyti RKF įtaką šalies pasiekimams inovacijų srityje. Paskutiniame šio skyriaus poskyryje bus analizuojamos RKF plėtrai Lietuvoje kylančios kliūtys bei pateikiamos jų šalinimo gairės.

3.1. Lietuvos suminio inovatyvumo indekso analizė ES kontekste

Ekonomikos konkurencingumas ir augimas glaudžiai susijęs su inovacijomis – jos leidžia pasiekti didesnę verslo našumą ir pelningumą. Be to, sunkmečio laikotarpiu lengviau išlikti ir verslą plėtoti didesnę pridėtinę vertę kuriančioms įmonėms, diegiančioms naujas technologijas, pažangius metodus ir kitas inovacijas, kurios sąlygoja įmonės veiklos rodiklių didėjimą (tokių kaip produktyvumas, pardavimai, pelnas). Taigi, tradiciniais gamybos veiksniais grindžiamas ekonomikos augimas yra trumpalaikis, o aukštą produktyvumą ilguoju laikotarpiu užtikrina tik inovacijomis grindžiama įmonių veikla.

Riboto biudžeto, didelių demografinių pokyčių ir didėjančios pasaulinės konkurencijos laikotarpiu ES ypač didelį dėmesį skiria produktų, paslaugų, verslo ir socialinių procesų bei modelių inovacijų skatinimui, todėl strategijoje „Europa 2020“ viena iš pagrindinių septynių iniciatyvų yra „Inovacijų sąjunga“.

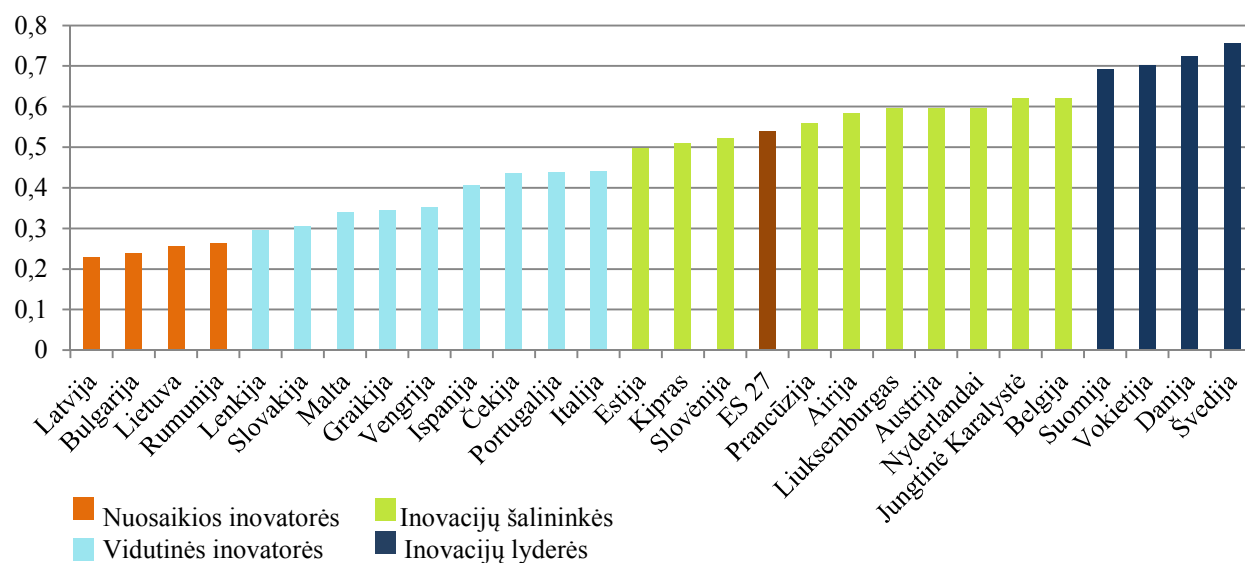
„Inovacijų sąjungos“ tikslas – pagerinti mokslinių tyrimų ir inovacijų finansavimo sąlygas bei galimybes ir užtikrinti, kad novatoriškos idėjos taptų produktais ir paslaugomis, kuriais skatinamas augimas ir sukuriama darbo vietų.

Lietuvoje inovacijų politiką formuoja ir jos įgyvendinimą administruoja Švietimo ir mokslo bei Ūkio ministerijos. Švietimo ir mokslo ministerija atsakinga už mokslinių tyrimų ir eksperimentinės plėtros politiką, Ūkio ministerija savo ruožtu – už inovacijų aplinkos gerinimo politiką.

Atsižvelgiant į strategijos „Europa 2020“ iniciatyvą „Inovacijų sąjunga“ Lietuvoje buvo parengta Lietuvos inovacijų 2010–2020 metų strategija, o siekiant užtikrinti veiksmingą strategijos tikslų įgyvendinimą, patvirtintas strategijos įgyvendinimo 2010–2013 metų priemonių planas. Pažymėtina, kad Lietuvos strategijos įgyvendinimo rezultatai, kaip ir kitų šalių narių rezultatai inovacijų srityje, vertinami pagal Inovacijų sąjungos švieslentės (rezultatų suvestinės) rodiklius.

Nuo 2010 m. UNU-MERIT kiekvienais metais rengia Inovacijų sąjungos rezultatų suvestinę, kuri pakeitė Europos inovacijų diegimo rezultatų suvestinę. 2012 m. vasario 7 d. buvo paskelbta 2011 m. Inovacijų sąjungos rezultatų suvestinė, kurioje viena iš pagrindinių išvadų buvo ta, kad inovacijų srityje ES nesugeba padaryti tokios pažangos, kad pasivytų savo pagrindines tarptautines varžoves JAV ir Japoniją. Ir nors net per ekonomikos krizę daugelis ES valstybių narių ėmėsi tinkamų veiksmų, pažanga nepakankamai sparti. ES vis dar gerokai lenkia tokias besiformuojančios rinkos ekonomikos šalis kaip Indija ir Rusija, tačiau stabilią pažangą daro Brazilija, taip pat sparčiai gerėja Kinijos rodikliai.

Taigi, 12 pav. matyti kiekvienos šalies narės rezultatai bei indėlis inovacijų srityje, palyginti su kitomis šalimis 2011 m.



Šaltinis: Innovation Union Scoreboard, 2011

12 pav. Suminis inovatyvumo indeksas ES 2011 m.

Kaip matyti iš 12 pav. šalys suskirstytos į keturias grupes, t.y. šalis nuosaikias inovatores, vidutines inovatores, inovacijų šalininkes ir inovacijų lyderes. Geriausių rezultatų 2011 m. pasiekė Suomija, Vokietija, Danija ir Švedija. Baltijos regione didžiausią pažangą pavyko pasiekti Estijai. Ji pateko į šalių inovacijų šalininkių grupę ir palyginti nedaug atsiliko nuo ES vidurkio. Deja, Latvijos suminio inovatyvumo indeksas buvo mažiausias visoje ES, o Lietuva parodė nežymiai didesnę pažangą ir smarkiai atsiliko nuo ES vidurkio.

2011 m. Inovacijų sąjungos rezultatų suvestinėje taip pat pateikti ir suminiai inovatyvumo indeksai už praėjusius laikotarpius, t.y. perskaičiuoti pagal naują metodiką.

Lietuvos rezultatai laikotarpiu 2007-2011 m. kitų šalių atžvilgiu prastėjo (žr. 1 priedą.). 2007 m. Lietuva pagal suminio inovatyvumo indeksą buvo 23-oje vietoje iš 27 šalių narių ir lenkė tokias šalis,

kaip Bulgarija, Latvija, Rumunija bei Slovakija. Kiekvienais metais jos padėtis, lyginant su kitomis ES valstybėmis blogėjo ir galiausiai 2011 m. ji atsідūrė 25-oje vietoje ir parodė geresnius rezultatus tik už Latviją ir Bulgariją. Paminėtina, kad nagrinėtu laikotarpiu Lietuvos suminis inovatyvumo indeksas didėjo, tačiau jo augimas buvo žymiai mažesnis nei kitų ES šalių, kas ir lėmė Lietuvos padėties blogėjimą ES kontekste.

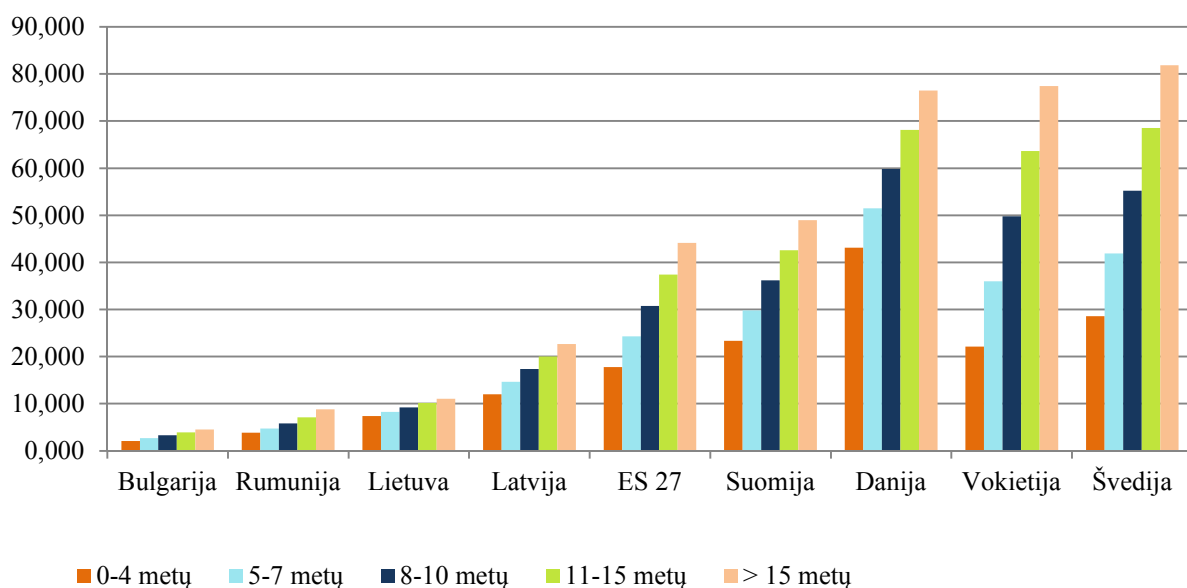
Rezultatų suvestinė grindžiama 25 rodikliais, kurie yra suskirstyti į tris pagrindines kategorijas:

1. Priemonės – pagrindiniai elementai, kurie padeda sudaryti sąlygas diegti inovacijas;
2. Verslo subjektų veikla – rodikliai, pagal kuriuos galima spręsti, kiek inovatyvūs yra Europos verslo subjektai;
3. Rezultatai – rodikliai, pagal kuriuos galima spręsti, kokią naudą iš to gauna ekonomika apskritai (plačiau žr. 2 priedą).

Siekiant išskirti Lietuvos silpnąsias ir stipriąsias puses verta panagrinėti suminio inovatyvumo indekso sudedamąsias dalis.

Žmogiškųjų išteklių rodiklių grupėje, kuri priklauso priemonių kategorijai Lietuva užima geras pozicijas ir smarkiai lenkia ES vidurkį (žr. 3 priedą). Tai daugiausiai įtakojo rodikliai – aukštąjį išsilavinimą turinčių gyventojų, kurių amžius 25-34 m., procentinė dalis, bei 20-24 m. jaunuolių, įgijusių bent vidurinį išsilavinimą, procentinė dalis. Lietuvoje išsilavinusių žmonių skaičiaus augimą didžia dalimi lėmė tai, kad aukštasis išsilavinimas ilgą laikotarpį praktiškai buvo nemokamas. Valstybės politika didinant finansavimą šioje srityje įtakojo jaunimą masiškai rinktis aukštąjį išsilavinimą, negalvojant apie profesinio išsilavinimo galimybę. Todėl galima tik svarstyti ar statistika iki galo atspindi išsilavinimo kokybę bei įgūdžius, juolab, kad World Competitiveness Report 2010–2011 m. Lietuva pagal švietimo sistemos kokybę užėmė 70 vietą iš 139 galimų, tačiau, reikia paminėti, kad specialistų paruošimo kokybę tikslųjų mokslų srityje įvertinta 29 vieta.

Naujų daktaro laipsnį (ISCED 6) įgijusių asmenų, kurių amžius 25–34 m., 1000 gyventojų skaičius Lietuvoje yra 1,5 karto mažesnis už ES vidurkį. Reikia paminėti, kad Lietuvoje daktaro laipsnį turinčių asmenų atlyginimai išlieka vieni mažiausių (žr. 13 pav.).



Šaltinis: sudaryta pagal European University Institute skelbiamą informaciją

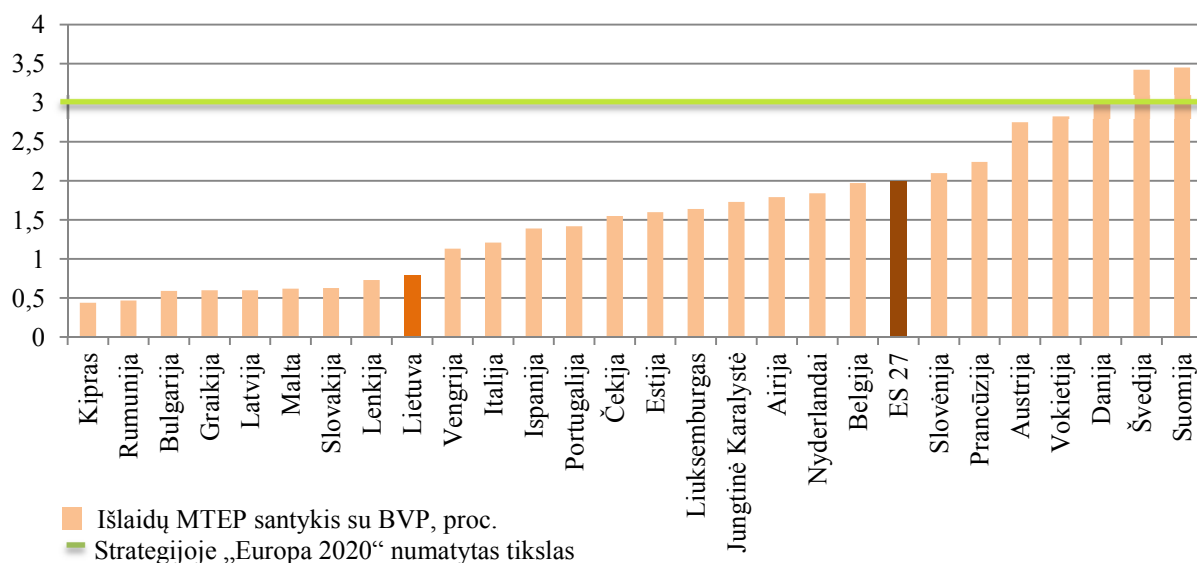
13 pav. Vidutinis metinis mokslininko atlyginimas išreikštas PGS, 2006 m.

Lyginant Lietuvos mokslininkų atlyginimus su kitų šalių nuosaikių inovatorių (Bulgarija, Rumunija ir Latvija) didesni skirtumai pastebimi tik Latvijos atžvilgiu. Visos šios grupės šalys stipriai atsilieka nuo ES vidurkio, jau nekalbant apie šalis inovacijų lyderes (Suomija, Danija, Vokietija, Švedija). Taip pat galima pastebėti, kad šalyse inovacijų lyderėse atlyginimo dydis sparčiai didėja augant patirčiai, kas nebūdinga Lietuvai. Verta paminėti, jog tik 7,5 proc. daktaro laipsnį turinčių asmenų dirba verslo įmonių sektoriuje. Didžioji dalis ši išsilavinimą turinčių žmonių dirba aukštojo mokslo sektoriuje. Dėl minėtų priežasčių jaunimui nėra patraukli mokslinė karjera.

Rodiklių grupėje **atviros, itin geros ir patrauklios mokslinių tyrimų sistemos** Lietuva lenkia tik Latviją, Lenkiją ir Rumuniją, tačiau lyginant su praėjusiais metais, šioje rodiklių grupėje pastebimas augimas.

Paskutinėje priemonių kategorijoje esančioje rodiklių grupėje, t.y. **finansavime ir rėmime** Lietuva atsilieka nuo ES vidurkio, tačiau yra 15-oje vietoje iš 27 valstybių narių. Šią rodiklių grupę sudaro du rodikliai, t.y. valstybės išlaidos MTEP procentais nuo BVP ir rizikos kapitalas (ankstyvasis etapas, plėtra ir pakeitimas) procentais nuo BVP. Taigi, finansavimo ir rėmimo rodiklių grupės rezultatus didžia dalim įtakojo pirmasis iš jų, nes kaip minėta ankstesniame skyriuje RKF investicijos Lietuvoje yra labai mažos.

2002 m. papildžius Lisabonos strategiją buvo įtvirtintas tikslas iki 2010 m. į MTEP investuoti 3 proc. BVP. Daugeliui šalių nepavyko pasiekti šio tikslo. Strategijoje „Europa 2020“ valstybės narės taip pat skatinamos iki 2020 m. į MTEP investuoti 3 proc. BVP. Kai kurios valstybės jau 2010 m. įgyvendino šį tikslą (žr. 14 pav.).

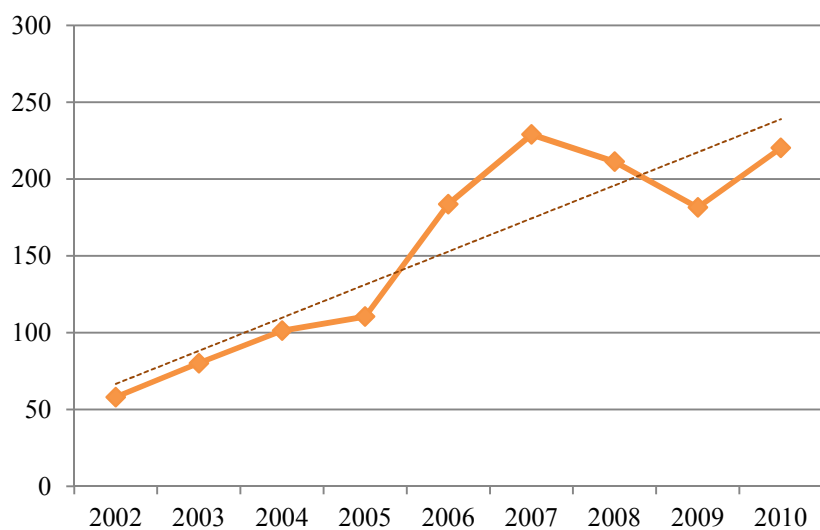


Šaltinis: sudaryta pagal Eurostat duomenis

14 pav. Išlaidų moksliniams tyrimams ir eksperimentinei plėtrai santykis su BVP ES 2010 m., proc.

Kaip matyti iš 14 pav. strategijoje „Europa 2020“ numatytą tikslą yra pasiekusios Danija, Švedija ir Suomija. Lietuva nuo ES vidurkio atsilieka 2,5 karto. Taip pat verta paminėti, kad viešojo sektoriaus išlaidų MTEP santykis su BVP sudarė 0,56 proc., o privačiojo sektoriaus investicijos tik 0,23 proc. (siektini dydžiai atitinkamai yra 1 ir 2 proc.). Kaip matyti, padėtis viešajame sektoriuje yra pakankamai nebloga, lyginant su privačiuoju, tačiau Mokslo ir studijų stebėsenos ir analizės centro 2008 m. atliktoje Lietuvos išlaidų MTEP analizėje pastebima, kad nemaža dalis mokslui skiriamų lėšų tenka ne konkrečioms valstybėms, visuomenei ir ūkiui reikalingiems tyrimams, bet institucijoms, kurios pačios sprendžia, kokiose tematikose tyrimus vykdyti. Kaip pažymima Lietuvos inovacijų 2010-2020 m. strategijoje, pastaruoju metu šalies mokslinių tyrimų sistema įgijo ekstensyvios plėtros požymių. Anot Gečo, Jakubavičiaus ir kt. (2004) MTEP skirtas finansavimas nėra pakankamai kokybiškai ir efektyviai panaudojamas, kitaip tariant, nepakankamai pritaikytas rinkos ekonomikai.

Verslo išlaidų MTEP santykis su BVP priklauso nuolatinės veiklos rodiklių kategorijai (**nuolatinių investicijų rodiklių grupei**). Kaip minėta, verslo įmonių sektoriaus išlaidų ir BVP santykis Lietuvoje yra labai žemas, tačiau nominalia išraiška verslo investicijos šioje srityje visu pateiktu laikotarpiu turėjo tendenciją didėti (žr. 15 pav.).

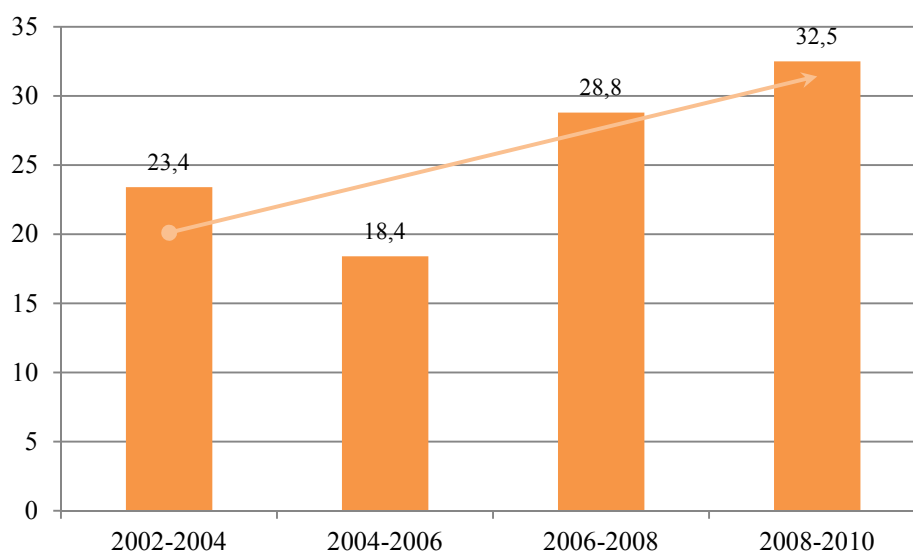


Šaltinis: sudaryta pagal Statistikos departamento duomenis

15 pav. Verslo įmonių sektoriaus išlaidos moksliniams tyrimams ir eksperimentinei plėtrai 2002-2010, mln. Lt

Kaip matyti iš 15 pav. privataus sektoriaus subjektų išlaidos nuo 2002 m. iki 2010 m. MTEP augo, tačiau vertinant santykį tarp investicijų šioje srityje ir BVP galima pastebėti, kad augimas nėra pakankamas. Verta paminėti, kad Lietuvos įmonės inovacijoms diegti labiau naudoja jau sukurtas žinias (licencijų, patentų, *know-how*, integruotas į įrengimus ar kito pavidalo), nes išlaidos ne MTEP inovacijoms procentais nuo apyvartos netgi lenkia ES vidurkį.

Lietuvos statistikos departamentas kas dvejus metus atlieka įmonių inovacinės veiklos tyrimus. Šie tyrimai pradėti vykdyti nuo 2002 m. Visu tirtu laikotarpiu Lietuvoje inovacinę veiklą vykdančių įmonių skaičius turėjo tendenciją augti (žr. 16 pav.).



Šaltinis: sudaryta pagal Statistikos departamento duomenis

16 pav. Inovacinių įmonių santykis su visomis įmonėmis Lietuvoje, proc.

Kaip matyti iš 16 pav. 2008–2010 m. Lietuvoje inovacinę veiklą vykdė 32,5 procento gamybos ir paslaugų įmonių, kuriose dirbo 10 ir daugiau darbuotojų. Daugiausia tokių buvo tarp informacijos ir ryšių įmonių (62,4 % visų tos veiklą rūšies įmonių) bei finansinių ir draudimo įmonių (53,4 %). Inovacinėse įmonėse dirbo 51,2 procento visų įmonių darbuotojų. Nors inovacijas diegė tik trečdalis įmonių, jų apyvarta sudarė daugiau kaip pusę visų įmonių apyvartos (2008 m. – 64,2 %, 2010 m. – 65,8 %), tai tik patvirtina didelį inovatyvių įmonių vaidmenį šiuolaikinėje ekonomikoje. 2008–2010 m. laikotarpiu inovacinę veiklą vykdė 69,6 procento didelių įmonių, kuriose dirba 250 ir daugiau darbuotojų, 43,1 procento vidutinių (nuo 50 iki 249 darbuotojų) ir 27,9 procento mažų įmonių (nuo 10 iki 49 darbuotojų). Nors didžiosios įmonės sudarė tik 6,4 procento visų inovacinių įmonių, jų išlaidos inovacinei veiklai apėmė 55,2 procento visų inovacijoms skirtų išlaidų; įmonės, turinčios nuo 10 iki 49 darbuotojų, sudarė 64,8 procento, o jų išlaidos inovacinei veiklai – 24,6 procento (Statistikos departamento pranešimas spaudai „Įmonių inovacinės veiklos plėtra“, 2012).

Verta paminėti, kad daugiau nei dešimtadalis (13,7 %) įmonių diegė technologinių procesų, 12,7 procento – produkto inovacijas. 8,3 procento visų įmonių diegė ir produkto, ir technologinio proceso inovacijas.

Rodiklių grupėje **bendradarbiavimas ir verslininkystė** Lietuva labiausiai atsilieka dėl rodiklio viešų ir privačių bendrų publikacijų 1 mln. gyventojų skaičius. Lietuvoje 1 mln. gyventojų tokių publikacijų tenka tik 3, kai tuo tarpu ES vidurkis yra 36,2.

Intelektinės nuosavybės rodiklių grupėje Lietuva lenkia tik Latviją, tačiau šioje rodiklių grupėje pastebimas augimas, lyginant su praėjusiais metais. Teigiamus pokyčius šioje srityje galėjo įtakoti Mokslo, inovacijų ir technologijų agentūros (MITA) administruojama priemonė, skatinanti pramoninės nuosavybės teisių apsaugą tarptautiniu mastu. Parama pagal šią priemonę skiriama padengti išlaidoms, susijusioms su išradimų patentavimu (Europos patento arba patento, išduodamo pagal Patentinės kooperacijos sutartį, gavimu) bei dizainų registravimu (Bendrijos dizaino arba dizaino, registruojamo pagal Ženevos aktą, gavimu). 2011 m. parama skirta 14 pramoninės nuosavybės teisių apsaugos projektų, kuriuos įgyvendina mokslo ir studijų institucijos bei įmonės (žr. 4 priedą).

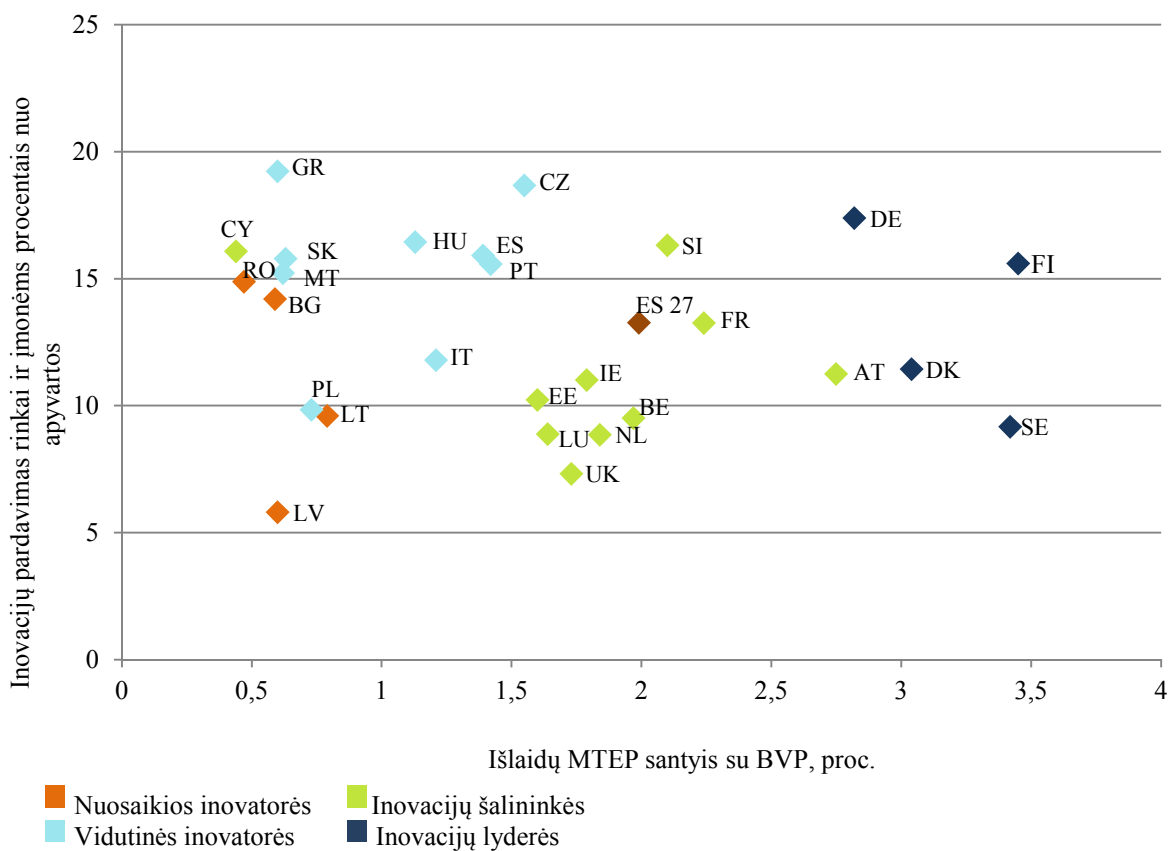
Paskutinę suminio inovatyvumo indekso rodiklių kategoriją sudaro dvi rodiklių grupės, t.y. inovacijų kūrėjai bei ekonominis poveikis. Nors Statistikos departamento pranešime spaudai (2012) teigiama, kad 2010 m. daugiau nei dešimtadalis (13,7 %) įmonių diegė technologinių procesų, 12,7 procento – produkto inovacijas, o 8,3 procento visų įmonių diegė ir produkto, ir technologinio proceso inovacijas, toks inovacijų diegimo lygis ES kontekste yra nepakankamas, tai atsispindi **inovacijų kūrėjų** rodiklių grupės rezultatai (žr. 3 priedą).

Lietuvos rezultatai **ekonominio poveikio** rodiklių grupėje yra žemiausi visoje ES. Blogiausia tai, kad visi rodikliai šioje grupėje, išskyrus užimtumo daug žinių reikalaujančiuose sektoriuose (ŽRS) (gamyba ir paslaugos) procentinė dalis, palyginti su visu užimtumu, blogėjo, lyginant su praėjusiais

metais. Paminėtina ir tai, kad užimtumo ŽRS procentinė dalis, palyginti su visu užimtumu augo greičiausiai dėl to, kad didėjo nedarbo lygis.

Lietuvoje daug žinių reikalaujančių paslaugų (ŽRP) eksporto procentinė dalis, lyginant su visų paslaugų eksportu buvo net 64 proc. mažesnė nei ES vidurkis. Vidutinių ir pažangiųjų technologijų gamybos eksporte atsilikome per pus mažiau, tačiau Lietuva vienintelė ES neturėjo su licencijomis ir patentais susijusių pajamų iš užsienio.

Naujų inovacijų pardavimas rinkai ir įmonėms procentais nuo apyvartos palyginti su praėjusiais metais mažėjo ir nuo ES vidurkio atsiliko beveik 1,5 karto. Tai didžia dalimi galėjo lemti, kaip jau minėta anksčiau, valstybės išlaidų MTEP nepritaikymas rinkai reikalingoms inovacijoms sukurti, nes išlaidų dydis MTEP negarantuoja inovacijų pardavimo rinkai ir įmonėms (žr. 17 pav.).



Šaltinis: sudaryta pagal Innovation Union Scoreboard, 2011

17 pav. Inovacijų pardavimai rinkai ir įmonėms bei išlaidos moksliniams tyrimams ir eksperimentinei plėtrai

Kaip matyti iš 17 pav. šalims daugiausiai išleidusioms MTEP, t.y. Suomijai ir Švedijai nepavyko parduoti tiek inovacijų rinkai ir įmonėms, kaip Graikijai ar Čekijos Respublikai.

Apibendrinant, norint kad Lietuvos ekonomika būtų konkurencinga ir patraukli ne tik pigiais darbo ištekliais – trumpalaikiu ekonomikos augimo potencialu, Lietuvoje reikia sudaryti patrauklias sąlygas jaunimui siekti tyrėjo karjeros, t.y. didinti asmenų turinčių daktaro laipsnį atlyginimus bei skatinti mokslo ir verslo integraciją. Tai padėtų pasiekti geresnių rezultatų ne tik žmogiškųjų išteklių rodiklių grupėje, bet ir kuriant atviras, itin geras ir patrauklias mokslinių tyrimų sistemas. Kaip viena iš Lietuvos stipriųjų pusių, tikėtina pagerinsianti ypač nuolatinės veiklos kategorijos rodiklius, įmonių skatinimas investuoti į MTEP taikant pelno mokesčio lengvatas. Lengvatos pradėtos taikyti nuo 2008 m. ir pastebimas įmonių aktyvėjimas (VMI duomenimis, 2008 m. MTEP lengvata pasinaudojo 59 mokesčių mokėtojai, 2009 m. – 206, o 2010 m. – 180), tačiau reikia pastebėti, kad išlaidų MTEP augimas, ne visada įtakoja inovacijų pardavimą rinkai, reikalinga, kad atliekami MTEP būtų pritaikyta rinkoms poreikiams, todėl SVV bendradarbiavimo su universitetais bei mokslo institutais didinimui pradėta taikyti priemonė – inovaciniai čekiai. Jeigu Lietuvos SVV aktyviai naudosis šia priemone, tai ateityje turėtų pagreitėti žinių tarp mokslo institucijų ir verslo subjektų perdavimas, inovatyvių idėjų bei mokslinių tyrimų rezultatų komercializavimas, t.y. įmonės pradės naudotis mokslo pasiekimais ir naujausiais tyrimais, o mokslo institucijos – orientuos savo veiklą į verslo poreikius ir komercializuotus tyrimus. Taigi, Lietuvoje žengiami pirmieji žingsniai skatinant inovacijas.

Apibendrinant, pasiektus Lietuvos rezultatus diegiant inovacijas, vis dėlto prie stipriųjų pusių šiuo metu galima priskirti tik žmogiškuosius išteklius, o kitose srityse yra pastebimas didelis atsilikimas nuo ES vidurkio.

3.2. Rizikos kapitalo fondų investicijų ir suminio inovatyvumo indekso sudedamųjų dalių koreliacinė analizė

Pastebėjus Lietuvos stiprų atsilikimą nuo ES vidurkio diegiant inovacijas svarbu išsiaiškinti, kaip RKF investicijos – vienas iš elementų, padedančių diegti inovacijas, priklausantis priemonių kategorijai, įtakoja kitas suminio inovatyvumo rodiklių kategorijas. Šiam tikslui pasiekti bus skaičiuojami koreliacijos koeficientai tarp RKF investicijų proc. nuo BVP ir nuolatinės veiklos bei rezultatų kategorijų rodiklių 2006-2011 m. tarp visų dabartinių ES šalių narių.

Koreliacijos koeficientas parodo ryšio tamprumą, o jo ženklas – ryšio pobūdį ir kryptį. Šio koeficiento reikšmė priklauso intervalui nuo -1 iki 1. Reikšmės, artimos 1 ar -1, parodo, kad

tarp dviejų kintamųjų egzistuoja stipri priklausomybė. Ir atvirkščiai, reikšmės artimos 0, parodo, kad priklausomybė yra labai silpna. Kai koreliacijos koeficientas lygus 0, ryšio tarp kintamųjų nėra.

Koreliacijos koeficientų skaičiavimai atlikti su *Microsoft Excel* funkcija *CORREL*. Siekiant išsiaiškinti ar koreliacijos koeficientai statistiškai reikšmingi suformuluotos hipotezės:

H_0 - koreliacijos koeficientas lygus nuliui;

H_1 - koreliacijos koeficientas nelygus nuliui.

Jeigu t (statistika) $> t$, kuris apskaičiuotas pasinaudojus *Microsoft Excel* funkcija *TINV*, tai nulinė hipotezė atmetama ir priimama alternatyvioji, tai reiškia, kad koreliacijos koeficientas yra statistiškai reikšmingas.

Pirmiausiai koreliacija apskaičiuota tarp RKF investicijų proc. nuo BVP ir nuolatinės veiklos kategorijos rodiklių (žr. 5 lent.).

5 lentelė. **Rizikos kapitalo fondų investicijų proc. nuo BVP ir suminio inovatyvumo indekso nuolatinės veiklos kategorijos rodiklių koreliacija**

	Verslo išlaidos MTEP proc. nuo BVP	Išlaidos ne MTEP inovacijoms proc. nuo apyvartos	Inovacijas vietoje diegiančių MVĮ procentinė dalis, palyginti su visomis MVĮ	Novatoriškų bendradarbiaujančių MVĮ procentinė dalis, palyginti su visomis MVĮ	Viešojo ir privačiojo sektoriaus bendrų publikacijų 1 mln. gyventojų skaičius	Paraiškos patentui gauti pagal patentinės kooperacijos sutartį 1 mlrd. BVP	Paraiškos dėl patentų, susijusių su visuomenės problemomis, pagal patentinės kooperacijos sutartį 1 mlrd. BVP	Bendrijos prekių ženklų 1 mlrd. BVP	Bendrijos pramoninio dizaino registravimas 1 mlrd. BVP
r (koreliacijos koeficientas)	0,385	0,151	0,378	0,506	0,414	0,332	0,270	0,709	0,242
t (statistika)	2,331	2,331	2,331	2,331	2,331	2,331	2,331	2,331	2,331
t	2,644	0,954	2,546	3,663	2,840	2,198	1,751	6,395	1,557

Šaltinis: sudaryta autorės

Kaip matyti iš 5 lent. tarp RKF investicijų proc. nuo BVP ir visų nuolatinės veiklos kategorijos rodiklių egzistuoja teigiamas ryšys, tačiau rodiklių išlaidų ne MTEP inovacijoms procentais nuo apyvartos, paraiškų patentui gauti pagal patentinės kooperacijos sutartį 1 mlrd. BVP, paraiškų dėl patentų, susijusių su visuomenės problemomis, pagal patentinės kooperacijos sutartį 1 mlrd. BVP ir

bendrijos pramoninio dizaino registravimo 1 mlrd. BVP apskaičiuoti Stjudento kriterijai (t) yra mažesni už Stjudento kriterijaus reikšmę apskaičiuotą pasinaudojus *Microsoft Excel* funkcija *TINV*, tai reiškia, kad tarp RKF proc. nuo BVP ir šių rodiklių koreliacijos koeficientai nėra statistiškai reikšmingi.

Tarp RKF investicijų proc. nuo BVP ir išlaidų MTEP procentais nuo BVP, inovacijas vietoje diegiančių MVĮ procentinės dalies, palyginti su visomis MVĮ egzistuoja silpnas teigiamas, tačiau statistiškai reikšmingas ryšys; tarp novatoriškų bendradarbiaujančių MVĮ procentinės dalies palyginti su visomis MVĮ ir viešojo ir privačiojo sektoriaus bendrų publikacijų 1 mln. gyventojų skaičiaus – vidutinio stiprumo teigiamas ryšys; o bendrijos prekių ženklų 1 mlrd. BVP – stiprus teigiamas ryšys. 6 lent. pateikti koreliacijos koeficientai tarp RKF investicijų santykio proc. nuo BVP ir rezultatų kategorijos rodiklių.

6 lentelė. **Rizikos kapitalo fondų investicijų apimties ir suminio inovatyvumo indekso rezultatų kategorijos rodiklių koreliacija**

	Daugiau nei 10 darbuotojų turinčių MVĮ, kuriančių novatoriškus produktus ar procesus, procentinė dalis, palyginti su visomis MVĮ	Daugiau nei 10 darbuotojų turinčių MVĮ, diegiančių rinkodaros ar organizacines inovacijas, procentinė dalis, palyginti su visomis MVĮ	Užimtumo daug žinių reikalaujančiuose sektoriuose (gamyba ir paslaugos) procentinė dalis, palyginti su visu užimtumu	Vidutinių ir pažangiųjų technologijų gamybos eksporto procentinė dalis, palyginti su visu produktų eksportu	Daug žinių reikalaujančių paslaugų eksporto procentinė dalis, palyginti su visu paslaugų eksportu	Naujų inovacijų pardavimas rinkai ir imonėms procentais nuo apyvartos	Su licencijomis ir patentais susijusios pajamos iš užsienio procentais nuo BVP
r (koreliacijos koeficientas)	0,276	0,159	0,658	-0,150	0,5106	0,546	0,445
t (statistika)	2,331	2,331	2,331	2,331	2,331	2,331	2,331
t	1,792	1,012	5,486	0,948	3,709	4,073	3,104

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Kaip matyt iš 6 lent. statistiškai reikšmingo ryšio nėra tarp RKF investicijų proc. nuo BVP ir daugiau nei 10 darbuotojų turinčių MVĮ, kuriančių novatoriškus produktus ar procesus, procentinės dalies, palyginti su visomis MVĮ, daugiau nei 10 darbuotojų turinčių MVĮ, diegiančių rinkodaros ar

organizacines inovacijas, procentinės dalies, palyginti su visomis MVĮ bei vidutinių ir pažangiųjų technologijų gamybos eksporto procentinės dalies, palyginti su visu produktų eksportu.

RKF investicijoms didėjant didėja ir užimtumas daug žinių reikalaujančiuose sektoriuose (gamyba ir paslaugos), daug žinių reikalaujančių paslaugų eksporto, naujų inovacijų pardavimas rinkai bei RKF investicijos teigiamai įtakoja su licencijomis ir patentais susijusių pajamų iš užsienio augimą, nes tarp minėtų rodiklių egzistuoja vidutinio stiprumo statistiškai reikšmingas teigiamas ryšys.

Taigi, RKF investicijos teigiamai įtakoja tiek nuolatinės veiklos, tiek rezultatų kategorijos rodiklius, o ypač teigiamai įtakoja ekonominio poveikio grupės rodiklius, pagal kuriuos Lietuva yra paskutinėje vietoje lyginant su kitomis ES šalimis, todėl galima teigti, kad didelis Lietuvos atsilikimas diegiant inovacijas šalyje iš dalies yra susijęs su RKF nepaplitimu šalyje. Iškelta H_0 - RKF investicijos neįtakoja šalies pasiekimų inovacijų srityje atmetama, todėl galima pereiti prie antrojo tyrimo etapo.

3.3. Rizikos kapitalo fondų plėtros problemų tyrimas

RKF plėtros problemoms identifikuoti pasirinktas plačiai sociologiniuose tyrimuose taikomas metodas – ekspertų vertinimo metodas. Siekiant panaudoti šį metodą pirmiausiai buvo suformuota kvalifikuotų ekspertų grupė iš 5 asmenų, susijusių su RKF veikla Lietuvoje. Ekspertų vertinimo metodui dažniausiai pasirenkami 5-7 žmonės.

Tyrimo dalyvavusiems asmenims buvo pateikta Jankauskienės (2009) sudaryta rizikos kapitalo sektoriaus plėtros veiksnių schemą (žr. 5 priedą), kurioje išskirti tiek pasiūlos, tiek paklausos veiksniai, suskirstyti į tris grupes, t.y. sisteminius (vienodai įtakoja tiek paklausą, tiek pasiūlą), bendruosius (įtakoja tiek pasiūlą, tiek paklausą, tačiau skirtingais aspektais) ir specifinius (įtakoja tik pasiūlą arba tik paklausą). Ekspertų buvo paprašyta, remiantis pateikta schema, įvardinti keturis pagal svarbumą veiksnius, jų nuomone, labiausiai neigiamai įtakojančius RKF plėtrą Lietuvoje.

Taigi, ekspertai išskyrė šiuos veiksnius, neigiamai įtakojančius RKF plėtrą Lietuvoje:

1. Mažas VP rinkos efektyvumas (bendrasis pasiūlos veiksnys);
2. Mokestinių lengvatų jaunoms technologinėms įmonėms nebuvimas (bendrasis paklausos veiksnys);
3. Maža technologinių inovacijų sklaida (bendrasis pasiūlos veiksnys);
4. Mažas pensijų fondų ir draudimo įmonių dalyvavimas formuojant rizikos kapitalo investicijas (specifinis pasiūlos veiksnys).

Taigi, galima pastebėti, kad RKF plėtros problemos labiau susiję su pasiūlos veiksniais, nes iš paklausos veiksnių yra nurodytas tik vienas – mokestinės lengvatos jaunoms technologinėms įmonėms.

Tyrimė dalyvavę asmenys įvardijo tuos pačius veiksmius, tačiau skirtinga prioritetų tvarka (žr. 6 lent.)

7 lentelė. **Ekspertų vertinimo rangų lentelė**

Ekspertų vertinimas	Alternatyvos			
	1	2	3	4
Ekspertas ₁	3	2	4	1
Ekspertas ₂	3	2	4	1
Ekspertas ₃	2	3	4	1
Ekspertas ₄	2	3	4	1
Ekspertas ₅	1	3	2	4
Rangų suma	11	13	18	8

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Siekiant patikrinti ar ekspertų vertinimai dera tarpusavyje yra skaičiuojamas Kendall'o konkordacijos W koeficientas. Konkordacijos koeficientas W kinta nuo 0 iki 1 ($0 < W < 1$). Koeficiento W reikšmė lygi 0, reiškia visišką nesuderinamumą, o reikšmė lygi 1 – pilną suderinamumą. Iškeliomos hipotezės:

H_0 – ekspertų vertinimai priešaringi (konkordancijos koeficientas lygus 0);

H_1 – ekspertų vertinimai panašūs (konkordancijos koeficientas nelygus).

Naudojantis SPSS programa apskaičiuojamas W koeficientas.

8 lentelė. **Ekspertų vertinimo rangų vidurkiai**

	Rangų vidurkis
Mažas VP rinkos efektyvumas	2,80
Mokestinių lengvatų jaunoms technologinėms įmonėms nebuvimas	2,20
Maža technologinių inovacijų sklaida	4,00
Mažas pensijų fondų ir draudimo įmonių dalyvavimas formuojant rizikos kapitalo investicijas	1,00

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Iš 8 lentelėje pateiktų duomenų matyti, kad tyrime dalyvavę ekspertai teigė, jog labiausiai Lietuvoje plėtosis RKF trukdo maža technologinių inovacijų sklaida. 9 lentelėje galima matyti Kendall's testo rezultatus.

9 lentelė. **Kendall's testo rezultatai**

N	5
Kendall's W	,936
Chi-Square	14,040
df	3
Asymp. Sig.	,003

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Iš lentelėje pateiktų duomenų matyti, jog konkordancijos statistinis reikšmingumas mažesnis už 0,05 ($p = 0,003$), todėl galima teigti, jog konkordacija yra statistiškai reikšminga. Tai reiškia, jog hipotezė H_0 , kad ekspertų vertinimai prieštaringi, atmetama, o H_1 , kad ekspertų vertinimai panašūs (t.y. konkordancijos koeficientas nelygus nuliui) yra priimama.

Siekiant geriau suprasti kliūtis, trukdančias RKF plėtosis Lietuvoje, bus taip pat apžvelgiama EVCA ataskaita, kurioje analizuojama teisinės ir mokestinės sąlygos rizikos kapitalui plėtosis Europos šalyse bei A.Groh, H. Liechtenstein, Karsten Lieser kartu su audito įmone „Ernst&Young“ kasmet atliekamas tyrimas.

EVCA paskutinį kartą ataskaitą apie teisinės ir mokestinės sąlygas Europos šalyse išleido 2008 m. Lietuvos teisinė ir mokestinė aplinka pagal patrauklumą rizikos kapitalui plėtosis Lietuvoje įvertinta 1,75 balo, kai tuo tarpu Europos šalių vidurkis siekė 1,85. Prie teigiamo įvertinimo daugiausiai prisidėjo leidimas pensijų fondams ir draudimo įmonėms investuoti į RKF. Verta paminėti, kad Lietuvoje pensijų fondams leidžiama investuoti iki 20 proc. grynujų aktyvų vertės, draudimo įmonės dėl investicijų į RKF apribojimai nėra taikomi. Reikia atkreipti dėmesį, kad atlikto tyrimo metu ekspertai, kaip veiksnių trukdantį plėtosis RKF Lietuvoje, išskyrė, mažą pensijų fondų ir draudimo įmonių dalyvavimą formuojant rizikos kapitalo investicijas ne dėl taikomų apribojimų, o dėl jų menko susidomėjimo Lietuvos rinka ir investicijoms skirtų lėšų perkėlimą į kitas šalis, todėl siekiant plėtoti rizikos kapitalo rinką Lietuvoje, reikėtų ne tik leisti investuoti šiems, kaip rodo pasaulio praktika, pagrindiniams rizikos kapitalo investuotojams, tačiau ir skatinti juos tai daryti Lietuvoje, taikant mokestines lengvatas. Dėl šių mokestinių lengvatų, asmenims, investuojantiems į RKF, Lietuva ir

sulaukė daugiausiai priekaištų. Prie neigiamų aspektų taip pat buvo paminėtas valdytojo dalies apmokestinimas gyventojų pajamų mokesčiu. EVCA ataskaitoje pabrėžta, kad Lietuva neturi specifinių mokesčių lengvatų, skatinančių jaunų ir inovatyvių įmonių plėtrą ankstyvoje veiklos stadijoje tik patvirtino ekspertinio tyrimo metu gautą informaciją, kad Lietuvai, iš tikrųjų trūksta mokesčių lengvatų jaunos technologinės įmonės. Šioje ataskaitoje paminėta, kad Lietuva neskatina MTEP, tačiau, kaip jau minėta įmonėms patiriančios išlaidas MTEP 2008 m. pradėtos taikyti pelno mokesčio lengvatos, todėl šį pelno mokesčio įstatymo pakeitimą galima priskirti prie stipriųjų Lietuvos pusių.

A.Groh, H. Liechtenstein, Karsten Lieser kartu su audito įmone „Ernst&Young“ kiekvienais metais, kaip jau minėta, skaičiuoja *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index* aštuoniasdešimčiai pasaulio valstybių išsidėsčiusių visuose žemynuose. Šis indeksas sudaromas remiantis šešias aspektais: ekonominiu šalies aktyvumu, kapitalo rinkos gilumu, mokesčių sistemos patrauklumu bei investuotojų apsauga ir organizacijų valdymu. Lietuva 2011 m. įvertinta 57 vieta iš 80, Estija – 47, o Latvija – 67. Taip pat verta paminėti, kad pirmoje vietoje buvo JAV, o paskutinėje, iš visų reitinguotų šalių Kirgizija.

Reikia paminėti, kad nuo 2007 m., kuomet Lietuvai buvo pradėtas skaičiuotis šis indeksas, ji nukrito 11 pozicijų žemys. Palyginimui pateikiamas detalesni indekso įvertinimai (žr. 9 lent.).

10 lentelė. Šalies patrauklumo rizikos ir privataus kapitalo investicijoms indeksas

	2007	2011
Bendras reitingas	46	57
Ekonominis aktyvumas	30	71
Kapitalo rinkos gilumas	57	60
Mokesčių sistema	9	32
Investuotojų apsauga ir organizacijų valdymas	36	37
Socialinė aplinka	42	45
Antrepreneriška kultūra ir jos galimybės	34	35

Šaltinis: The Global Venture Capital and Private Equity Country Index 2011 annual

Kaip matyti iš 10 lent. 2011 m. lyginant su 2007 m. visi rodikliai prastėjo, daugiausiai ekonominis aktyvumas ir mokesčių sistema. Tai be abejo, lėmė pasaulinė ekonominė krizė, sulėtinusi ekonomikos augimo tempus bei dalį šalių nustūmusi į recesiją bei privertusi vyriausybes didinti mokesčius. Trimis pozicijomis sumažėjo kapitalo rinkos gilimo vertinimas. Jis apskaičiuojamas remiantis tokiais rodikliais kaip akcijų rinkos kapitalizacija, įvykusių IPO, susijungimų ir susiliejamų

skaičius, galimybės gauti paskolą iš kredito institucijų, blogų paskolų santykis su visomis išduotomis paskolomis ir kt. Galima paminėti, kad Lietuvoje per 10 metų įvyko vos keturi pirminiai vieši akcijų platinimai („Lietuvos telekomo“ (2000 m.), City Service“ (2007 m.), „Agrowill Group“ (2008 m.) ir „Linus Agro Group“ (2010 m.). Ši informacija patvirtina ir ekspertinio tyrimo metu gautą informaciją, t.y. kad Lietuvoje viena iš kliūčių trukdanti kurtis rizikos kapitalo rinkai yra investicijų realizavimo akcijų rinkoje galimybės nebuvimas. Kiti rodikliai pakankamai nedaug pablogėjo ir lyginant su bendru reitingu buvo geresnėse pozicijose. Taigi, iš dalies investuotojų apsaugą ir organizacijų valdymą (intelektinės nuosavybės teisės buvimas, teisinės sistemos nepriklausomumas, jos integralumas), socialinę aplinką (švietimo sistema, darbo jėgos nepaslankumas, korupcija, nusikalstamumas) bei antreprenerišką kultūrą ir jos galimybės (paprastumas pradėti ir uždaryti naują verslą ir kt.) galima priskirti prie stipriųjų Lietuvos pusių.

Apibendrinant atlikto ekspertinio tyrimo rezultatus, EVCA rengiamą atskaitą bei minėtą indeksą, vertinantį šalies patrauklumą rizikos ir privataus kapitalo fondams sudaryta SWOT analizė (žr. 11 lent.).

11 lentelė. **Rizikos kapitalo fondų plėtros Lietuvoje SWOT analizė**

Stiprybės	Silpnybės
<ol style="list-style-type: none"> 1. Leidimas pensijų fondams ir draudimo įmonėms investuoti į RKF; 2. Pelno mokesčio lengvatos įmonės, investuojančioms į MTEP ; 3. Pakankamai žemas pelno ir dividendų apmokestinimo tarifas; 4. Atvira rinka, glaudūs ekonominiai ryšiai su ES ir Europos ekonominės erdvės valstybėmis; 5. Žmogiškasis potencialas; 6. Vyriausybės ir ES pastangos tiesiogiai dalyvaujant RKF veikloje, skatinti šio sektoriaus plėtrą. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Specifinių mokesčių lengvatų, skatinančių jaunų ir inovatyvių įmonių plėtrą ankstyvoje veiklos stadijoje, nebuvimas; 2. Maža inovacijų sklaida (mokslo tyrimų sistema fragmentuota, dalis jos neatitinka šiandienos reikalavimų); 3. Mažas pensijų fondų ir draudimo įmonių dalyvavimas formuojant rizikos kapitalo investicijas; 4. Dėl VP rinkos mažo likvidumo ribotas RKF investicijų realizavimo galimybių pasirinkimas.
Galimybės	Grėsmės
<ol style="list-style-type: none"> 1. Teikiama ES finansinė parama verslo inovacijoms 2007-2013 m.; 2. Įkurta Mokslo, inovacijų ir technologijų agentūra, kurios tikslas skatinti verslo ir mokslo bendradarbiavimą, mokslinių tyrimų rezultatų komercializavimą ir intelektinės nuosavybės apsaugą; 3. Valstybinių įmonių, vykdančių komercinę veiklą, privatizavimas; 4. Po recesijos atsigaunanti ekonomika. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Įmonių tarptautinio konkurencingumo mažėjimas; 2. Politinis nestabilumas ir dažnai nenuoseklus politinių sprendimų priėmimas; 3. „Protų nutekėjimo“ problema; 4. Lėtas paskolų rinkos atsigavimas; 5. Sunkumai atgaunant užsienio investuotojų pasitikėjimą ir susidomėjimą.

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Apibendrinant, vienas iš pasiūlymų – pensijų ir draudimo įmonių skatinimas dalyvauti formuojant RKF investicijas, taikant mokesčių lengvatas. 2010 m. duomenimis pensijų įmonės pagal

įstatymo nuostatas galėjo investuoti iki 667,67 mln. litų (20 proc. grynujų aktyvų vertės) , tačiau buvo investuota tik 0,4 mln. Lt, tuo tarpu draudimo įmonės apskirtai nedalyvavo formuojant RKF investicijas, nors įstatymai netaiko jokių apribojimų. Daugelyje šalių šie instituciniai investuotojai yra pagrindiniai RKF investicijų formuotojai, todėl tai tik pagrindžia lengvatų taikymo būtinybę.

Taip pat reikalinga imtis priemonių, skatinančių auštos pridėtinės vertės verslų kūrimą, didinančių naujų inovatyvių įmonių steigimosi apimtį. Dar vienas iš pasiūlymų būtų verslo ir mokslo bendradarbiavimo skatinimas. Siekiant, kad kuo daugiau inovacijų būtų komercializuojama, t.y. pritaikoma ūkinėje veikloje, reikalinga nedelsiant sudaryti mokslinės produkcijos gamybos ir Lietuvos ūkio reikmių duomenų bazes.

IŠVADOS IR SIŪLYMAI

1. Rizikos kapitalo samprata tiek teoriniuose, tiek empiriniuose užsienio autorių tyrimuose traktuojama nevienodai, tačiau laikantis europietiško požiūrio, rizikos kapitalas suprantamas, kaip inovatyvių įmonių veiklos pradžios bei ankstyvos plėtros finansavimo būdas, viena iš privataus kapitalo investavimo formų.
2. RKF yra finansų tarpininkas, investuojantis į jaunų, potencialiai perspektyvių įmonių akcijas, aktyviai valdantis, kontroliuojantis ir padedantis portfelio įmonėms, siekiantis didelės investicinės grąžos, investicijas realizuojantis parduodant akcijas privačiai arba paskelbiant IPO.
3. Dažniausiai RKF veikia kaip komanditinė ūkinė bendrija, kurią sudaro tikrasis narys – valdymo įmonė ir ribotos atsakomybės nariai, kurie valdyme nedalyvauja. Paprastai fiksuojamas tiek fondo terminas, tiek dydis. Investicija į RKF pakankamai nelikvidi, nes ribojamas jos išpirkimas ar perleidimas investavimo laikotarpiu ar iki visos investicijos realizuojamos.
4. 2011 m. viduryje įsigaliojo Alternatyvaus investavimo fondų valdytojų (AIFV) direktyva, kuria siekiama kontroliuoti alternatyvaus investavimo fondų veiklą dėl jų tarptautinio pobūdžio ir keliamos tarptautinės rizikos, t.y. nesusijusios tik su viena rinka ar turto rūšimi, tačiau ekspertų nuomone, ši direktyva ne skatins, o apsunks fondų veiklą.
5. Lietuvoje nėra AIF, kurių dydis siektų 100 mln. EUR ir kurie potencialiai galėtų kelti sistemine riziką tarptautinėms finansų rinkoms, taigi, perkėlus direktyvą į nacionalinę teisę 2012 metais, Lietuvos AIF liktų reguliuojami.
6. Investicinių fondų ir jų valdytojų veiklą Lietuvos Respublikoje nuo 2003 m. reglamentuoja KISI (Žin., 2003, Nr. 74-3424). SKIS (privataus kapitalo, alternatyviuosius, nekilnojamojo turto ir kitus specialiuosius KIS) Lietuvoje imta reglamentuoti nuo 2007 m., atlikus KISI pakeitimus. Įsigaliojus SKIS įstatymo projektui, RKF veiklai taikomos sąlygos turėtų būti priartintos prie Europos vakarų valstybėse egzistuojančių.
7. RKF finansuoja ekonomikos pagrindą, t.y. MVĮ, kurioms finansavimą gauti, ypač ankstyvoje vystymosi stadijoje, iš kredito įstaigų yra beveik neįmanoma. RKF finansuoja inovatyvias įmones, todėl skatinimas didelės pridėtinės vertės kūrimas, kuriamos darbo vietos, mokami pastovūs mokesčiai valstybei, tokiu būdu didinama visos šalies ekonominė gerovė ir kuriama pažangi valstybė.
8. RKF investicijų apimčiai šalyje daro įtaką tiek ekonominė, teisinė, socialinė, antrepreneriška aplinka, t.y RKF pasiūlą lemiantys veiksniai, tiek paklausos elementai, kaip pavyzdžiui, šalies verslininkų požiūris į įmonės finansavimą rizikos kapitalu bei naujų įmonių steigimosi apimtys.

9. Lietuva pagal RKF investicijas ES 2010 m. buvo paskutinėje vietoje, taip pat stipriai atsiliko nuo CEE vidurkio. Be to, Lietuvoje esančios RKF investicijos didžia dalimi finansuotos iš ES struktūrinės paramos, o ne privačių lėšų šaltinių, todėl galima teigti, kad jeigu nebūtų tiesioginio valstybės įsikišimo, siekiant skatinti rizikos kapitalo sektorių, jis Lietuvoje praktiškai neegzistuos.
10. Vertinant Lietuvos rezultatus pasiektus diegiant inovacijas, prie stipriųjų pusių šiuo metu galima priskirti tik žmogiškuosius išteklius, o kitose srityse yra pastebimas didelis atsilikimas nuo ES vidurkio.
11. Atlikus koreliacinę analizę, pastebėta, kad RKF investicijos teigiamai įtakoja tiek nuolatinės veiklos, tiek rezultatų kategorijos rodiklius, o ypač teigiamai įtakoja ekonominio poveikio grupės rodiklius, pagal kuriuos Lietuva yra paskutinėje vietoje lyginant su kitomis ES šalimis, todėl galima teigti, kad didelis Lietuvos atsilikimas diegiant inovacijas šalyje iš dalies yra susijęs su RKF nepaplitimu šalyje.
12. Atlikus ekspertinį tyrimą, apžvelgus EVCA ataskaitą, kurioje analizuojama teisinės ir mokestinės sąlygos rizikos kapitalui plėtotis Europos šalyse bei išanalizavus A.Groh, H. Liechtenstein, Karsten Lieser kartu su audito įmone „Ernst&Young“ 2011 m. atliktą tyrimą dėl sąlygų palankumo plėtotis RKF, išskirti šie pagrindiniai veiksniai, trukdantys RKF plėtotis Lietuvoje: specifinių mokestinių lengvatų, skatinančių jaunų ir inovatyvių įmonių plėtrą ankstyvoje veiklos stadijoje, nebuvimas, maža inovacijų sklaida (mokslo tyrimų sistema fragmentuota, dalis jos neatitinka šiandienos reikalavimų), mažas pensijų fondų ir draudimo įmonių dalyvavimas formuojant rizikos kapitalo investicijas, dėl VP rinkos mažo likvidumo ribotas RKF investicijų realizavimo galimybių pasirinkimas.
13. Reikalinga skatinti pensijų ir draudimo įmones dalyvauti formuojant RKF investicijas, taikant mokesčių lengvatas. 2010 m. duomenimis pensijų įmonės pagal įstatymo nuostatas galėjo investuoti iki 667,67 mln. litų (20 proc. grynujų aktyvų vertės), tačiau buvo investuota tik 0,4 mln. Lt, tuo tarpu draudimo įmonės apskirtai nedalyvavo formuojant RKF investicijas, nors įstatymai netaiko jokių apribojimų. Daugelyje šalių šie instituciniai investuotojai yra pagrindiniai RKF investicijų formuotojai, todėl tai tik pagrindžia lengvatų taikymo būtinybę.
14. Reikalinga imtis priemonių, skatinančių auštos pridėtinės vertės verslų kūrimą, didinančių naujų inovatyvių įmonių steigimosi apimtį.
15. Būtina skatinti verslo ir mokslo bendradarbiavimą. Siekiant, kad kuo daugiau inovacijų būtų komercializuojama, t.y. pritaikoma ūkinėje veikloje, reikalinga nedelsiant sudaryti mokslinės produkcijos gamybos ir Lietuvos ūkio reikmių duomenų bazes

LITERATŪRA

1. **Audretsch D.B., Keilbach M.**, Entrepreneurship capital and economic performance, 2002 <http://www.leadershipreview.org/2008winter/article4-synopsis.pdf> [žiūrėta 2011 05 14]
2. **Alternatyvių investicijų ekspertų grupė**, Developong European Private Equity, 2006. http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/equity_en.pdf [žiūrėta 2010 12 16]
3. **Bance A.**, Why and how to invest in private equity, 2004. <http://www.evca.eu/404.aspx> [žiūrėta 2010 09 05].
4. **Benchmarking European Tax and Legal Environment**. <http://www.evca.eu/uploadedFiles/Benchmark.pdf> [žiūrėta 2012 03 01]
5. **Black S., Gilson J.**, Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock, 1998. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46909 [žiūrėta 2012 01 20]
6. **Central and Eastern Europe statistics 2006** http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/finance_index/cees_statistics_2006_evca_en.pdf [žiūrėta 2012 02 14]
7. **Central and Eastern Europe statistics 2008**.http://www.cvca.cz/files/CEE_Stats_2008.pdf [žiūrėta 2012 02 14]
8. **Central and Eastern Europe statistics 2009**. <http://www.cvca.cz/files/EVCA%20CEE%20Statistics%202009%20-%20July%202010.pdf> [žiūrėta 2012 02 14]
9. **Central and Eastern Europe statistics 2010**. <http://www.evca.eu/uploadedfiles/PBCEE10.pdf> [žiūrėta 2012 02 15]
10. **Charles River Associates**, Impact of the proposed AIFM Directive across Europe, 2009. http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/Impact_of_AIFM_Directive.pdf [žiūrėta 2011 01 12]
11. **Da Rin M., Nicodano G., Sembenelli A.**, The public policy and the creation of active venture capital markets, 2005. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0047272705001702> [žiūrėta 2011 04 29]
12. **Engel D.** The impact of venture capital in firm growth: an empirical investigation, 2002 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=319322 [žiūrėta 2011 04 19].
13. **European Business Angels Network**. <http://www.eban.org/component/content/article/43/112-Business-angels.html> [žiūrėta 2010 09 12].
14. **EVCA**, Insights into the AIFM Directive, 2010 http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Public_And_Regulatory_Affairs/AIFM_Directive/GENERAL_AIFMD_Presentation_%20261110.pdf [žiūrėta 2011 03 11]

15. **EVCA**, Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, 2002.
http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf [žiūrėta 2011 02 27]
16. **Felix E.G.S., Gulamhussen M. A., Pires C. P.** The Determinants of Venture Capital in Europe - Evidence Across Countries, 2007. http://www.cefage.uevora.pt/en/content/download/950/12221/version/1/file/2007_01.pdf [žiūrėta 2011 05 10].
17. **Gompres P., Lener J.** The money of invention: how venture capital creates new wealth, 2001.
<http://www.google.com/books?hl=lt&lr=&id=e0bdjUgzLG0C&oi=fnd&pg=PP15&dq=The+impact+of+venture+capital+investments+on+the+Hungarian+economy&ots=gv1h0XQq1V&sig=o6fR2vzvtoyTYeZdk0n0qSc3Q7I#v=onepage&q&f=false> [žiūrėta 2010 09 15].
18. **Groth A.P. ir kt.** The Attractiveness of Central Eastern European Countries for Venture Capital and Private Equity Investors // IESE Business School Working Paper, 2006, Nr. D/677. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960505 [žiūrėta 2010 09 07].
19. **Hellman T, Puri M.** The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital, 2000 http://www.eufinancialsystem.org/fileadmin/content/Dokumente_Events-/Prague_2008_11th_conference/Schaeck.pdf [žiūrėta 2011 05 10].
20. **Hogan, Hartson.** Certain Characteristics of Private Equity and Venture Capital in the Republic of Hungary. <http://www.altassets.com/pdfs/VentureCapitalHungary.pdf> [žiūrėta 2010 09 12].
21. **Hsu D. H., Kenney M.** Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946–1973, 2000.
<http://escholarship.org/uc/item/59q5n7rw> [žiūrėta 2010 09 11]
22. **Įmonių inovacinė veikla 2008–2010 m.** <http://www.stat.gov.lt/lt/news/view?id=10325&PHPSESSID=> [žiūrėta 2012 01 22]
23. **Informacija apie įmonių finansavimą.** <http://www.stat.gov.lt/lt/catalog/viewfree/?id=1958&PHPSESSID=>. [žiūrėta 2012 01 22]
24. **Innovation Union's performance scoreboard 2006 for Research and Innovation.**
<http://www.proinno-europe.eu/page/european-innovation-scoreboard-2006> [žiūrėta 2012 01 22]
25. **Innovation Union's performance scoreboard 2007 for Research and Innovation.**
<http://www.proinno-europe.eu/page/european-innovation-scoreboard-2007> [žiūrėta 2012 01 22]
26. **Innovation Union's performance scoreboard 2008 for Research and Innovation.**

- <http://www.proinno-europe.eu/page/european-innovation-scoreboard-2008> [žiūrėta 2012 01 23]
27. **Innovation Union's performance scoreboard 2009 for Research and Innovation.**
<http://www.proinno-europe.eu/page/european-innovation-scoreboard-2009> [žiūrėta 2012 01 23]
28. **Innovation Union's performance scoreboard 2010 for Research and Innovation.**
<http://www.proinno-europe.eu/page/european-innovation-scoreboard-2010> [žiūrėta 2012 01 24]
29. **Innovation Union's performance scoreboard 2011 for Research and Innovation.**
<http://www.proinno-europe.eu/page/european-innovation-scoreboard-2011> [žiūrėta 2012 01 24]
30. **Jankauskienė V.**, Rizikos kapitalo sektoriaus plėtros veiksnių vertinimo modelis, 2009. – Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas
31. **Kaupelytė D., Jankauskienė V.** Pensijų fondų investicijų į rizikos kapitalo skatinimas: galimybės Europos Sąjungos šalyse, 2009. Nr. 49, Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai.
32. **Kinney M., Hsu D.** Organizing venture capital: the rise and demise of American Research and Development Corporation, 1946–1973// Oxford University Press on behalf of Associazione, 2004.
http://hcd.ucdavis.edu/faculty/webpages/kenney/articles_files/Organizing%20Venture%20Capital:%20The%20Rise%20and%20Demise%20of%20American%20Research%20and%20Development%20Corporation.pdf [žiūrėta 2010 09 12].
33. **Kortum S., Lerner J.** Assessing the contribution e capital of ventuto innovation, 2002.
[http://www.confindustria.it/indcong.nsf/73dbd238f0385f5ac1256fc1004d81e5/1f7902e29f492478c1256d4a002b7bfe/\\$FILE/capitolo%203.pdf](http://www.confindustria.it/indcong.nsf/73dbd238f0385f5ac1256fc1004d81e5/1f7902e29f492478c1256d4a002b7bfe/$FILE/capitolo%203.pdf) [žiūrėta 2010 12 15].
34. **Laurinavičius A.** Rizikos kapitalas Lietuvoje – sisteminis ar atsitiktinis?, 2011.
<http://iq.lt/komentarai/rizikos-kapitalo-panaudojimas-sisteminis-ar-atsitiktinis/>
35. **Lietuvos Respublikos informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo projektas.** [žiūrėta 2012 01 24]
36. **Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas** (Žin., 2003, Nr. 74-3424) [žiūrėta 2012 01 24]
37. **Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo pakeitimo projektas** [žiūrėta 2012 01 24]

38. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 1, 2, 4, 7, 21, 23, 31, 34, 67, 69, 72, 78, 80, 81, 85, 93 straipsnių ir vii skyriaus šeštojo skirsnio pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto aiškinamasis raštas [žiūrėta 2012 01 24]
39. Mayer, C., Schoors, K., Yafeh, Y. Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK, Working paper 9645, National bureau of economic research, 2003. http://www.nber.org/papers/w9645.pdf?new_window=1 [žiūrėta 2011 05 10].
40. Metrick, A., Venture Capital and the Finance of Innovation. Hoboken: John Wiley&Sons, 2007. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-629X.2010.00373.x/full> [žiūrėta 2011 01 11].
41. Michelcci C., Suarez J. Business Creation and the Stock Market, 2002. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=335925
42. Jakubavičius A. ir kt., Inovacijos versle: procesai, parama, tinklaveika, 2008. <http://www.lic.lt/index.php?-38245907> [žiūrėta 2011 03 12]
43. Pransky J. US venture capital in robotics//Industrial Robot: An International Journal, 2008. <http://www.emeraldinsight.com/journals.htm?issn=0143-991X&volume=35&issue=3&articlei-d=1722848&> [žiūrėta 2010 09 09].
44. Pricewaterhousecoopers. The economy impact of private and venture capital in Italy, 2006. <http://www.pwc.com/it/en/services/transactions/economic-impact-private-equity-venture-capital.jhtml> [žiūrėta 2011 03 01]
45. Raidla Lejins & Norcous, Pranešimas apie AIFV direktyvą, 2010. www.balticvisiongroup.org/wp-content/.../Irmantas-Norkus-RLN.ppt [žiūrėta 2010 11 25]
46. Renneboog L., Simons T., Public-to-private transactions: LBOs, MBOs, MBIs iand IBOs// No. 2005-98 <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=53796> [žiūrėta 2010 12 15]
47. Rimas J. Privataus kapitalo sandoriai: bendrovių teisės aspektai, 2010. – Vilnius: Vilniaus universitetas. [žiūrėta 2011 03 04]
48. Romain A., Pottelsberghe B.Van. The Determinants of Venture Capital:Additional Evidence, 2004. <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/dkp/2004/200419dkp.pdf> [žiūrėta 2011 05 16].
49. Romain A., Pottelsberghe B.Van. The economic impact of venture capital, 2003 <http://ideas.repec.org/p/sol/wpaper/04-014.html> [žiūrėta 2011 05 10].
50. Salary Comparison. <http://www.eui.eu/ProgrammesAndFellowships/AcademicCareersObservatory/CareerComparisons/SalaryComparisons.aspx#SalariesExperienceGender> [žiūrėta 2012 02 28]

51. **Schertler, A.** Venture Capital Contracts: A Survey of the Recent Literature // Kiel Institute for the World Economy. – Kiel Working Paper No. 1017 , 2002. <http://www.ifw-members.ifw-kiel.de/publications/venture-capital-contracts-a-survey-of-the-recent-literature/kap1017.pdf> [žiūrėta 2011 01 10]
52. **Snieška V., Venckuvienė V.,** Venture capital impact on the region's competitiveness, 2009. <http://internet.ktu.lt/lt/mokslas/zurnalai/ekovad/ekovad14.html> [žiūrėta 2011 03 18]
53. **Snieška V., Venckuvienė V.,** Hybrid Venture Capital Funds in Lithuania: Motives, Factors and Present State of Development, 2011. <http://www.inzeko.ktu.lt/index.php/EE/article/view/312> [žiūrėta 2011 03 23].
54. **Strategijos „Europa 2020“ pavyzdinė iniciatyva „Inovacijų sąjunga“** http://www.mita.lt/uploads/documents/intelektine_nuosavybe/inovaciju_sajunga.pdf [žiūrėta 2012 01 24]
55. **Strazdas A. ir kt.** Inovacijos, finansavimas, rizikos kapitalas. – Vilnius: Inovacijų centras, 2003. – 49 p. <http://www.inovacijos.lt/inopagalba/cms/65lt.pdf> [žiūrėta 2010 09 05].
56. **The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2011 annual.** <http://blog.iese.edu/vcpeiindex/the-2011-annual/> [žiūrėta 2012 03 02]
57. **Tolppanen A., Russel C.,** Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, 2002. http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactBuyouts.pdf [žiūrėta 2011 01 10]
58. **Valentinavičius V.,** Inovacinio verslo plėtra: problemos ir galimybės, 2006. http://www.leidykla.vu.lt/fileadmin/Ekonomika/74/Stasys_Valentinavicius..pdf [žiūrėta 2011 04 28]
59. **Van Sebroeck, H.** The financing of innovation with venture capital. Federal Planning Bureau. – Brussels., 2002 <http://www.plan.be/admin/uploaded/200605091448024.WP0009en.pdf> [žiūrėta 2010 12 14]
60. **Walker T., Pukthuanthong K.** Venture capital in China: a culture shock for Western investors//Management Decision, 2007, Nr. 4. <http://www.emeraldinsight.com/journals.htm?issn=00251747&volume=45&issue=4&articleid=1602964> [žiūrėta 2010 09 11]
61. **World Competitiveness Report 2010-2011.** http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2010-11.pdf [žiūrėta 2012 03 02]

Šerkšnaitė A. Rizikos kapitalo fondų plėtros problemos Lietuvoje/ Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas. Vadovė prof. dr. I. Mačerinskienė – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2012. – 75 p.

ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe išanalizuotas Lietuvos suminis inovatyvumo indeksas ir identifiikuotos stipriosios bei silpnosios pusės inovacijų diegimo srityje bei nustatyta rizikos kapitalo fondų investicijų įtaką suminio inovatyvumo indekso sudedamosioms dalims; remiantis atlikto ekspertinio tyrimo rezultatais bei kitais indikatoriais, vertinančiais šalies patrauklumą rizikos kapitalo investicijoms, identifiikuotos pagrindinės problemos trukdančios rizikos kapitalo fondams plėtotis Lietuvoje bei pateikiamos jų šalinimo gairės.

Pirmame skyriuje analizuojami rizikos kapitalo fondų teoriniai aspektai (rizikos kapitalo fondų koncepcija, veiklos bruožai ir teisinis reglamentavimas, įtaka ekonomikai bei, remiantis įvairių autorių nuomone, išskiriamos sąlygos, būtinos rizikos kapitalo fondų vystymuisi šalyje). Antrame skyriuje pateikiamas tyrimo pagrindimas, aprašoma tyrimo metodika ir nuoseklumas, suformuluojamos tyrimo hipotezės. Trečiame analizuojami Lietuvos rezultatai diegiant inovacijas, atlikta rizikos kapitalo fondų investicijų ir suminio inovatyvumo indekso sudedamųjų dalių koreliacinė analizė, remiantis ekspertinio tyrimo rezultatais bei European Private Equity and Venture Capital Association ataskaitos, kurioje vertinamos šalių teisinės ir mokestinės sąlygos RKF plėtrai bei The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index analize, pateikiama rizikos kapitalo fondų plėtros Lietuvoje SWOT analizė. Pateikiamos išvados bei pasiūlymai.

Raktiniai žodžiai: rizikos kapitalas, plėtra, suminis inovatyvumo indeksas.

Šerkšnaitė A. The Development Problems of Venture Capital Funds in Lithuania / Finance Management Master's thesis. Supervisor Prof. Dr. I. Mačerinskienė – Vilnius: Mykolas Romeris University, Faculty of Economics and Finance Management, 2012. - p. 75

ANNOTATION

In Master's thesis Lithuanian innovation scoreboard is analyzed and the strengths and weaknesses identified in the field of innovation and the Venture Capital Funds investment impact on the constituents of innovation scoreboard is defined; referring to the expert survey results and other indicators for assessing the attractiveness of the country's venture capital investments, the main problems affecting the development of Venture Capital Funds in Lithuania are identified and guidelines for their elimination are provided.

Theoretical aspects of Venture Capital Funds are analyzed in the first chapter (the concept of Venture Capital Funds, operational features are the legal regulation, impact on the economy and according to different authors, the conditions necessary for the development of Venture Capital Funds in the country are distinguished). Justification of the study is provided, research methodology and consistency are described and the research hypotheses are formulated in the second chapter. In the third chapter the results of Lithuania when implementing innovations are analyzed, correlation analysis of Venture Capital Funds investment and innovation scoreboard constituents was performed, based on the expert survey results and report of European Private Equity and Venture Capital Association where the legal and fiscal conditions of the countries for the development of Venture Capital Funds are evaluated and the analysis of The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, the SWOT analysis of venture capital funds in Lithuania is presented. The conclusions and recommendations are provided.

Key words: venture capital, development, innovation scoreboard

Šerkšnaitė A. Rizikos kapitalo fondų plėtros problemos Lietuvoje/ Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas. Vadovė prof. dr. I. Mačerinskienė – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2012. - 75 p.

SANTRAUKA

Rizikos kapitalas tapo JAV inovacijų sistemos kertiniu akmeniu, todėl šiuo laikotarpiu dauguma pasaulio vyriausybių įvairiais būdais stengiasi, kad jų šalyje rizikos kapitalo fondai pasiektų tokią pat sėkmę kaip JAV, nes stabilų ekonomikos augimą didžia dalimi lemia šalyje esantis inovacijų ir verslumo lygis. Aktyvios rizikos kapitalo rinkos sukūrimas, kuri teiktų stiprią paramą ankstyvos stadijos ir moderniųjų technologijų įmonėms, tapo ekonominės politikos prioritetu. Lietuvoje rizikos kapitalo fondų investicijų santykis su BVP yra mažiausias ES, be to, Lietuva stipriai atsilieka ir nuo CEE šalių vidurkio, todėl verta panagrinėti priežastis, lemiančias šią padėtį.

Tyrimo problema – kokios priežastys lemia rizikos kapitalo fondų nepakankamą plėtrą Lietuvoje?

Tyrimo objektas – rizikos kapitalo fondų plėtra. Tyrimo tikslas – identifikuoti ir išanalizuoti veiksnius, neigiamai įtakojančius rizikos kapitalo fondų plėtrą Lietuvoje. Tyrimo uždaviniai: pateikti rizikos kapitalo fondų teorinius aspektus; parengti rizikos kapitalo fondų plėtros tyrimo metodologiją; įvertinti rizikos kapitalo fondų įtaką ES šalių inovatyvumui; išanalizuoti pagrindines priežastis, trukdančias plėtoti rizikos kapitalo fondams Lietuvoje bei pateikti siūlymus šių kliūčių šalinimui.

Tyrimo metodai - norminių aktų, mokslinės literatūros bei internetinių šaltinių duomenų loginė analizė ir sintezė, palyginimo, statistiniai duomenų apdorojimo ir grafinio vaizdavimo metodai, koreliacinė analizė, ekspertinis tyrimas, SWOT analizė. Darbą sudaro įvadas, trys skyriai, išvados ir siūlymai.

Nustatyta, kad rizikos kapitalo fondų investicijos teigiamai įtakoja suminio inovatyvumo indekso tiek nuolatinės veiklos, tiek rezultatų kategorijos rodiklius, o ypač teigiamai įtakoja ekonominio poveikio grupės rodiklius, pagal kuriuos Lietuva yra paskutinėje vietoje lyginant su kitomis ES šalimis, todėl galima teigti, kad didelis Lietuvos atsilikimas diegiant inovacijas iš dalies yra susijęs su rizikos kapitalo fondų nepaplitimu šalyje.

Remiantis ekspertinio tyrimo rezultatais, EVCA ataskaita ir The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index analize išskirtos šios pagrindinės kliūtys trukdančios rizikos kapitalo fondams plėtotis Lietuvoje: specifinių mokestinių lengvatų, skatinančių jaunų ir inovatyvių įmonių plėtrą ankstyvoje veiklos stadijoje, nebuvimas, maža inovacijų sklaida, mažas pensijų fondų ir draudimo įmonių dalyvavimas formuojant rizikos kapitalo fondų investicijas, dėl VP rinkos mažo likvidumo ribotas rizikos kapitalo fondų investicijų realizavimo galimybių pasirinkimas.

Pateikti šie siūlymai: pensijų ir draudimo įmonių skatinimas dalyvauti formuojant rizikos kapitalo fondų investicijas, taikant mokesčių lengvatas, priemonių, skatinančių auštos pridėtinės vertės verslų kūrimą, įgyvendinimas, mokslinės produkcijos gamybos ir Lietuvos ūkio reikmių duomenų bazių sudarymas.

Šerkšnaitė A. The Development Problems of Venture Capital Funds in Lithuania / Finance Management Master's thesis. Supervisor Prof. Dr. I. Mačerinskienė – Vilnius: Mykolas Romeris University, *Faculty of Economics and Finance Management*, 2012. - p. 75

SUMMARY

Venture capital has become the cornerstone of USA innovation system; therefore, during this period the most governments in the world in different ways are trying that Venture Capital Funds in their country would achieve the same success as the USA because sustained economic growth is largely determined by the level of innovation and entrepreneurship in the country. Active Venture Capital Market, which would provide strong support for early-stage and high-tech companies, has become a priority for economic policy. In Lithuania Venture Capital Funds investment ratio to GDP is the lowest in the EU, furthermore, Lithuania lags behind the average of CEE countries heavily so it makes sense to analyse the reasons leading to this situation.

The problem of the paper is the following: what the reasons are which determine insufficient development of Venture Capital Funds in Lithuania.

The object of the paper is the development of Venture Capital Funds. The aim of the paper is to identify and analyze the factors that negatively influence the development of Venture Capital Funds in Lithuania. The goals of the paper are: to lay the theoretical aspects of Venture Capital Funds, to prepare the research methodology, to define the Venture Capital Funds investments impact on the field of innovation, to identify the main problems affecting the development of Venture Capital Funds in Lithuania and to provide proposals for elimination of these issues.

The methods used in the paper are the following: logical analysis and synthesis of regulations, scientific literature and data from online sources, techniques of comparison and statistical data processing and visualization, the correlation analysis, the expert analysis, a SWOT analysis. The paper consists of an introduction, three chapters, conclusions and recommendations.

It was found that Venture Capital Funds investment influences positively both result categories of ongoing activities and indicators of the innovation scoreboard, particularly there is positive impact on the economic impact group index by which Lithuania is in the last position if compared to other EU countries, therefore, it can be concluded that the large Lithuanian innovation lagging behind is partly associated with the non-prevalence of Venture Capital Funds in the country.

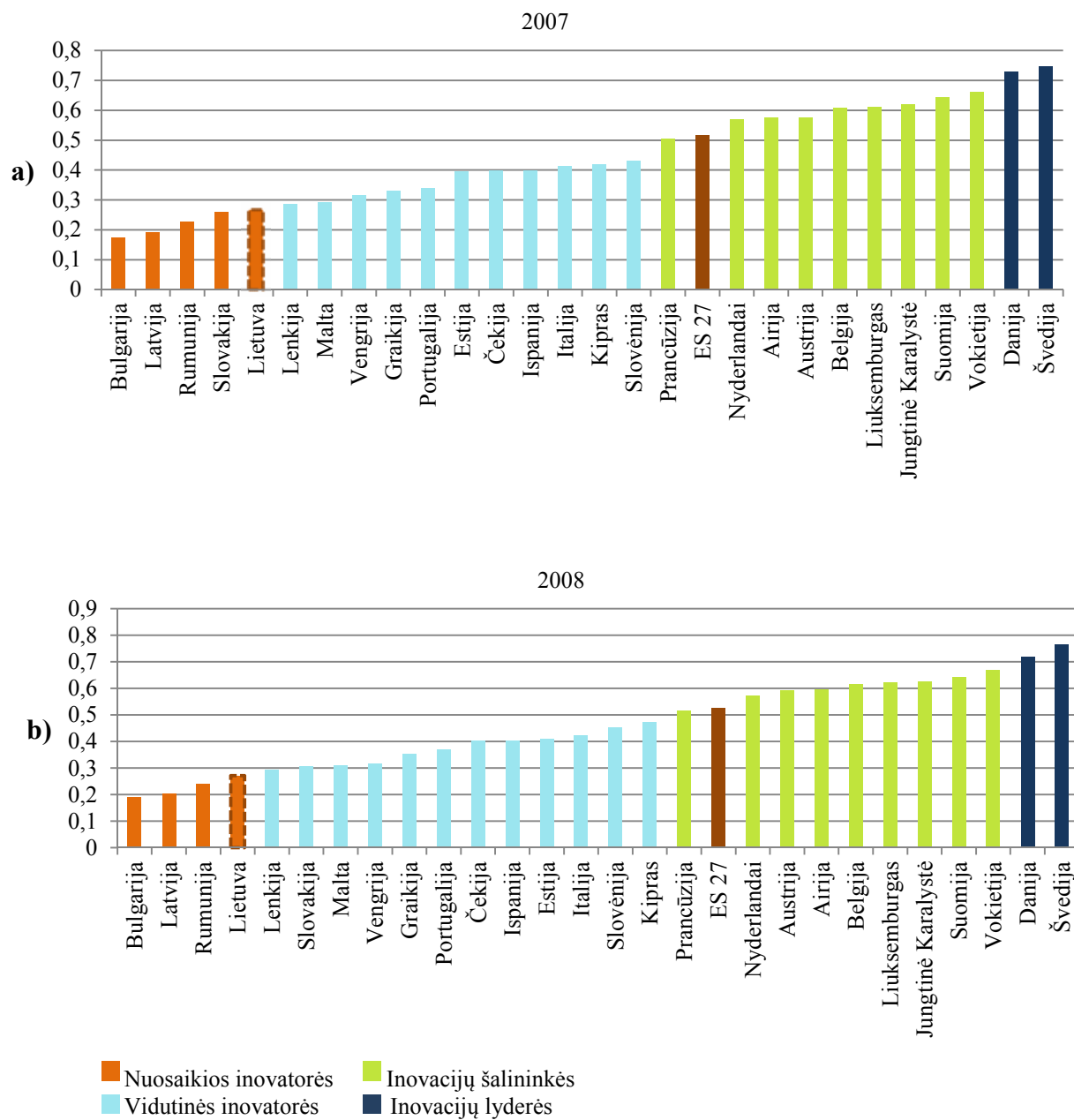
Based on the expert survey results, the report of EVCA and the analysis of The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, the main issues hindering development of Venture Capital Funds in Lithuania are distinguished: lack of particular tax incentives encouraging the development of new and innovative businesses at an early stage of development, small spread of innovations, poor participation of retirement funds and insurance companies in the formation of venture capital investment, due to the stock market inefficiency the limited choice of implementation of Venture Capital Funds investment.

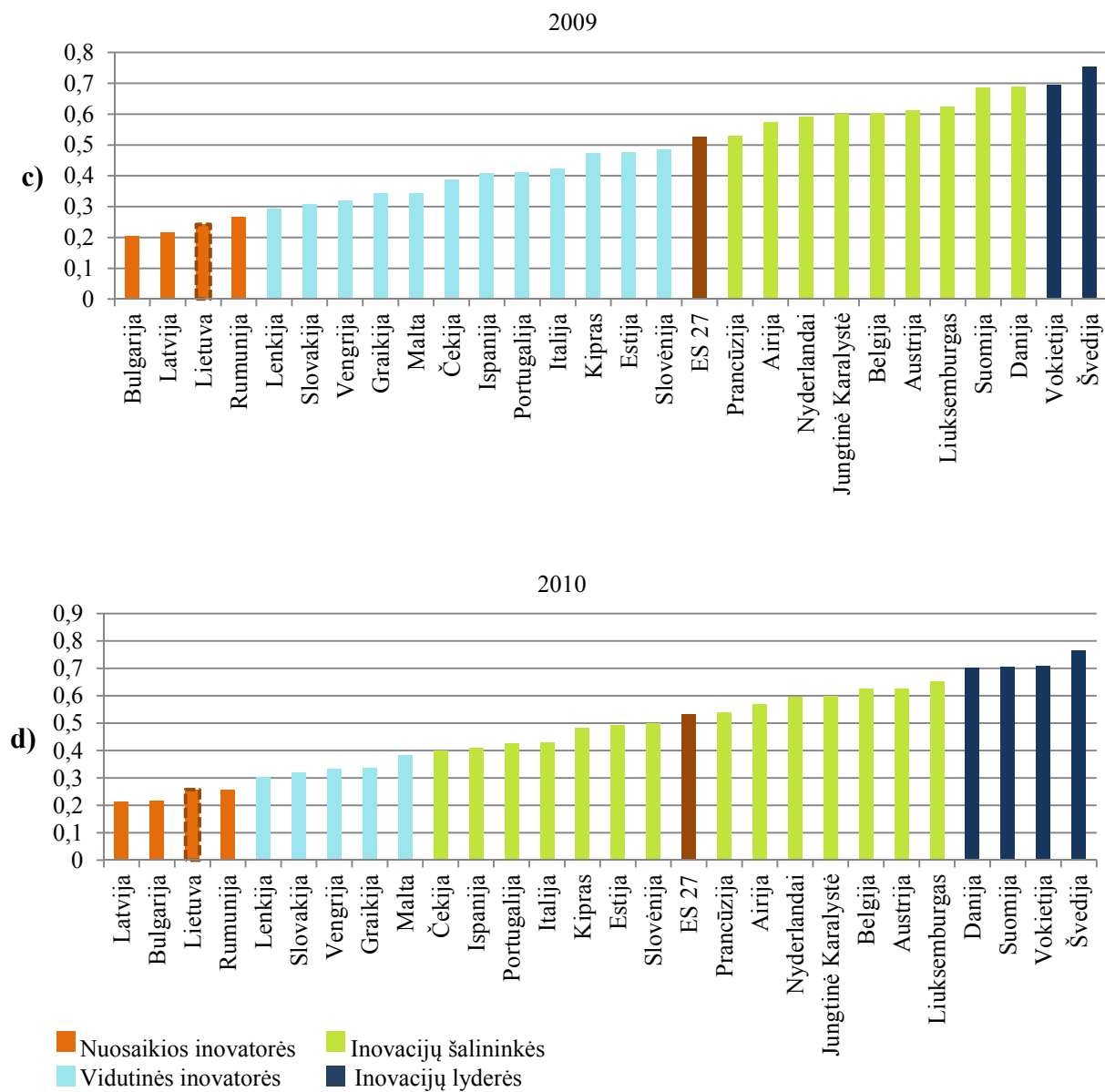
The following suggestions were presented: encouragement of the retirement and insurance companies to participate in process of Venture Capital Funds embodying, through tax incentives implementation of measures promoting a creation of high value-added business, creation of databases of scientific production and Lithuanian economy needs.

PRIEDAI

1 PRIEDAS

SUMINIS INOVATYVUMO INDEKSAS ES 2007-2010 M.





Šaltinis: sudaryta pagal Innovation Union Scoreboard

1 pav. Suminis inovatyvumo indeksas ES 2007-2010 m.

SUMINIO INOVATYVUMO INDEKSO APSKAIČIAVIMO METODIKA

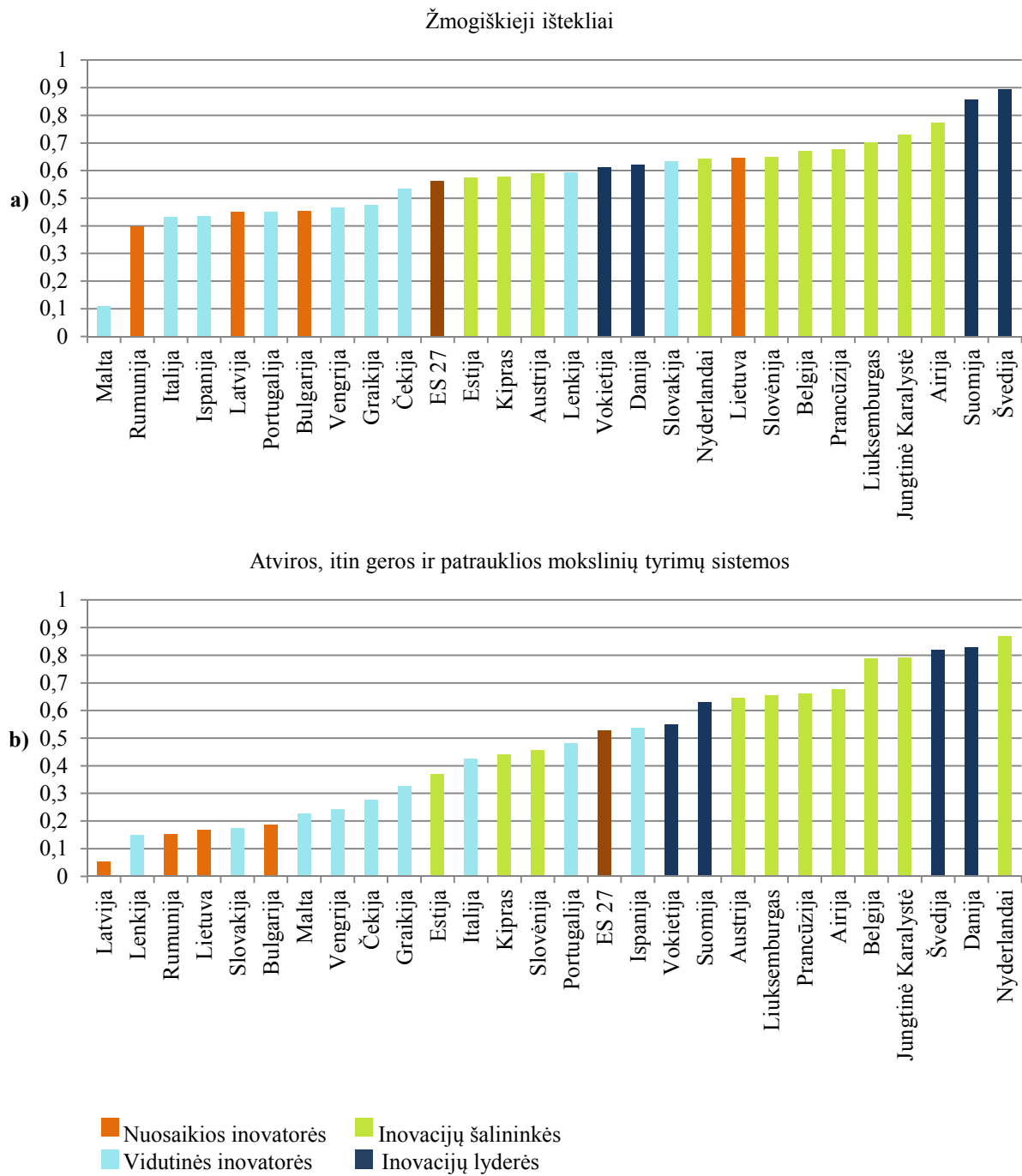
1 lentelė. Suminio inovatyvumo indekso apskaičiavimo metodika

Rodiklis	Duomenų šaltinis
PRIEMONĖS	
Žmogiškieji ištekliai	
1.1.1 Naujų daktaro laipsnį (ISCED 6) įgijusių asmenų, kurių amžius 25–34 m., 1000 gyventojų	Eurostatas
1.1.2 Aukštąjį išsilavinimą turinčių gyventojų, kurių amžius 30–34 m., procentinė dalis	Eurostatas
1.1.3 20–24 m. jaunuolių, įgijusių bent vidurinį išsilavinimą, procentinė dalis	Eurostatas
Atviros, itin geros ir patrauklios mokslinių tyrimų sistemos	
1.2.1 Tarptautinių mokslinių bendrų publikacijų skaičius 1 mln. gyventojų	Thomson / Scopus
1.2.2 Mokslinių publikacijų tarp 10 % dažniausiai pasaulyje cituojamų mokslinių publikacijų procentinė dalis, lyginant su visomis šalies mokslinėmis publikacijomis	Thomson / Scopus
1.2.3 Ne ES doktorantai milijonui gyventojų	Eurostatas / EBPO
Finansavimas ir rėmimas	
1.3.1 Valstybės išlaidos MTEP procentais nuo BVP	Eurostatas
1.3.2 Rizikos kapitalas (ankstyvasis etapas, plėtra ir pakeitimas) procentais nuo BVP	EVCA / Eurostatas
NUOLATINĖ VEIKLA	
Nuolatinės investicijos	
2.1.1 Verslo išlaidos MTEP procentais nuo BVP	Eurostatas
2.1.2 Išlaidos ne MTEP inovacijoms procentais nuo apyvartos	Eurostatas
Bendradarbiavimas ir verslininkystė	
2.2.1 Inovacijas vietoje diegiančių MVĮ procentinė dalis, palyginti su visomis MVĮ	Eurostatas
2.2.2 Novatoriškų bendradarbiaujančių MVĮ procentinė dalis, palyginti su visomis MVĮ	Eurostatas
2.2.3 Viešų ir privačių bendrų publikacijų 1 mln. gyventojų	Thomson / Scopus
Intelektinė nuosavybė	
2.3.1 Paraiškos patentui gauti pagal patentinės kooperacijos sutartį 1 mlrd. BVP (PGS EUR)	Eurostatas
2.3.2 Paraiškos dėl patentų, susijusių su visuomenės problemomis, pagal patentinės kooperacijos sutartį 1 mlrd. BVP (PGS EUR) (klimato kaita, sveikatos reikalai)	EBPO
2.3.3 Bendrijos prekių ženklų 1 mlrd. BVP (PGS EUR)	OHIM / Eurostatas
2.3.4 Bendrijos pramoninio dizaino registravimas 1 mlrd. BVP (PGS EUR)	OHIM / Eurostatas

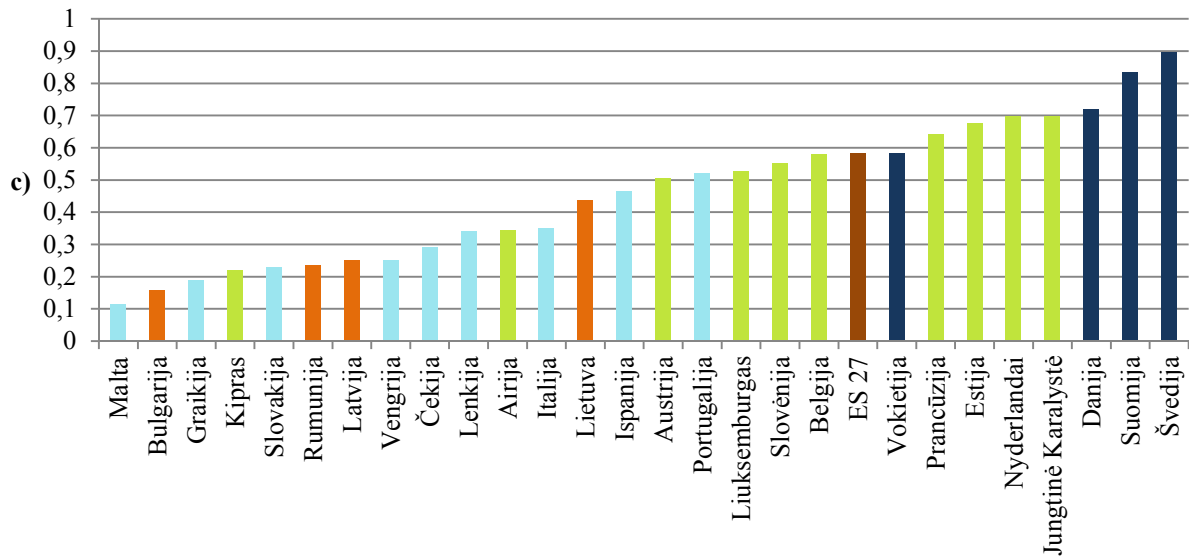
REZULTATAI	
Inovacijų kūrėjai	
3.1.1 Daugiau nei 10 darbuotojų turinčių MVI, kuriančių novatoriškus produktus ar procesus, procentinė dalis, palyginti su visomis MVI	Eurostatas
3.1.2 Daugiau nei 10 darbuotojų turinčių MVI, diegiančių rinkodaros ar organizacines inovacijas, procentinė dalis, palyginti su visomis MVI	Eurostatas
Ekonominis poveikis	
3.2.1 Užimtumo daug žinių reikalaujančiuose sektoriuose (ŽRS) (gamyba ir paslaugos) procentinė dalis, palyginti su visu užimtumu	Eurostatas
3.2.2 Vidutinių ir pažangiųjų technologijų gamybos eksporto procentinė dalis, palyginti su visu produktų eksportu	JT / Eurostatas
3.2.3 Daug žinių reikalaujančių paslaugų (ŽRP) eksporto procentinė dalis, palyginti su visu paslaugų eksportu	JT / Eurostatas
3.2.4 Naujų inovacijų pardavimas rinkai ir įmonėms procentais nuo apyvartos	Eurostatas
3.2.5 Su licencijomis ir patentais susijusios pajamos iš užsienio procentais nuo BVP	Eurostatas

Šaltinis: Strategijos „Europa 2020“ pavyzdinė iniciatyva „Inovacijų sąjunga“, 2010

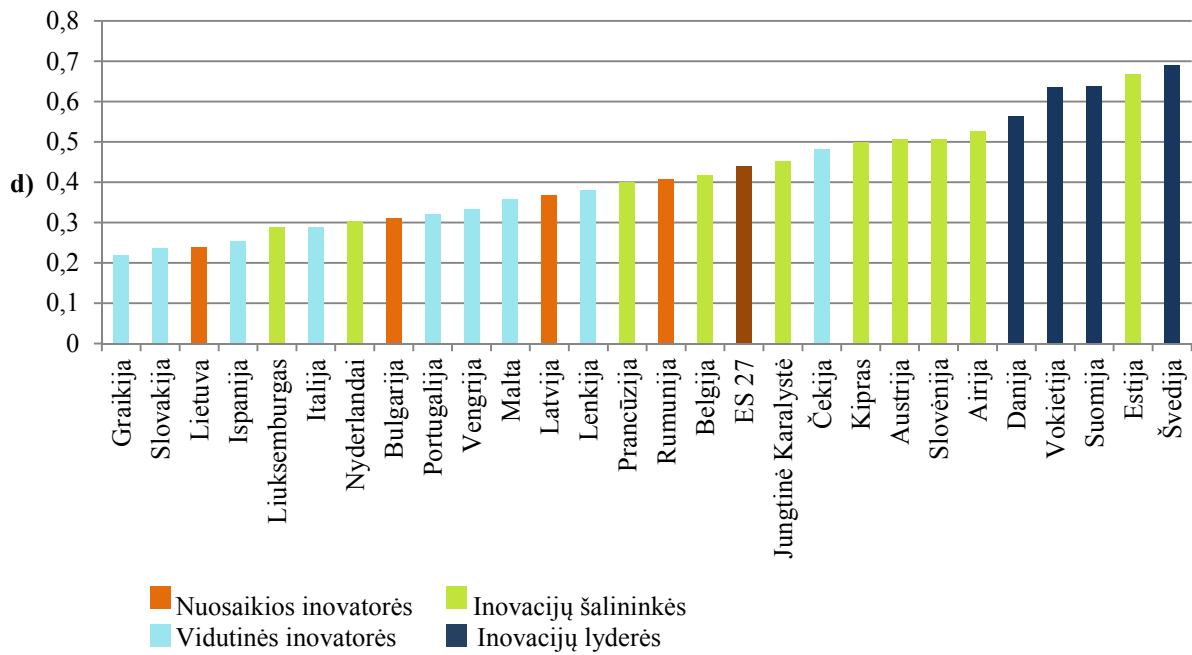
SUMINIS INOVATYVUMO INDEKSAS PAGAL RODIKLIŲ GRUPES ES 2011 M.



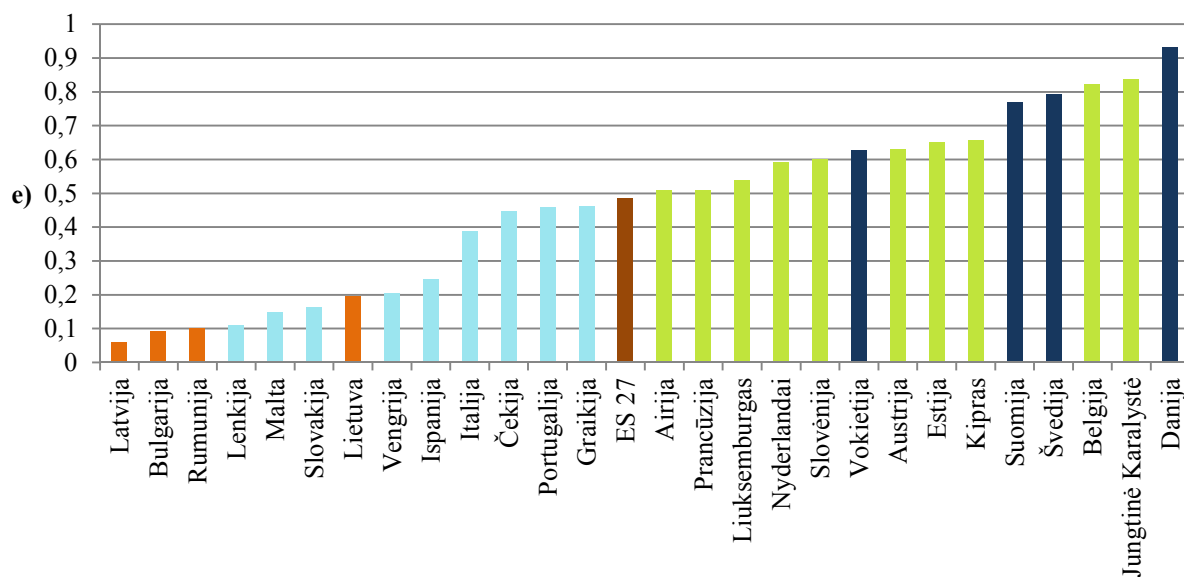
Finansavimas ir rėmimas



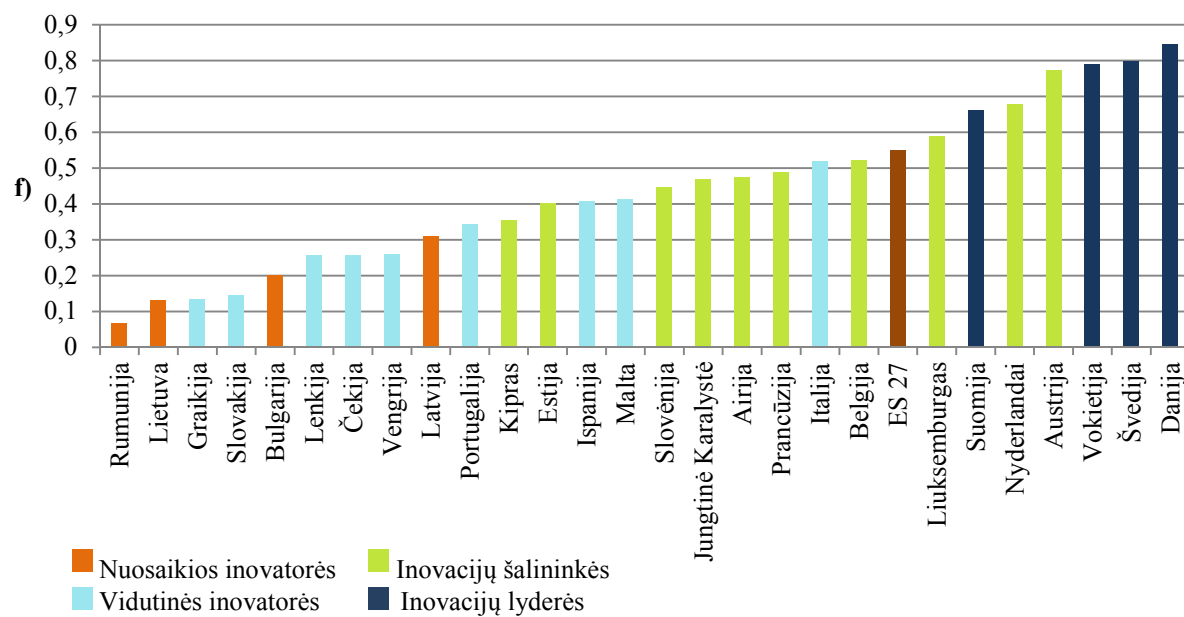
Nuolatinės investicijos

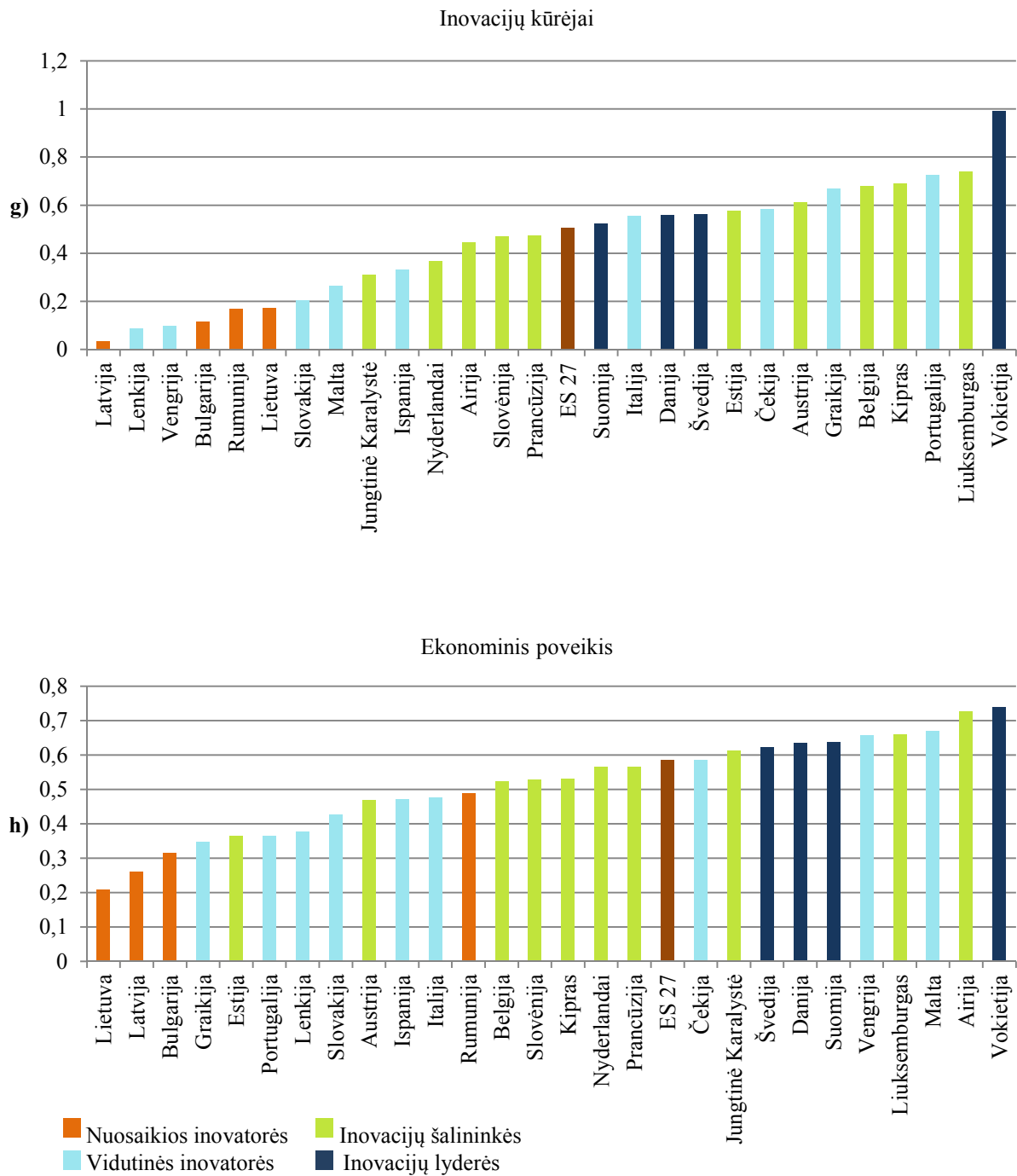


Bendradarbiavimas ir verslininkystė



Intelektinė nuosavybė





Šaltinis: sudaryta pagal Innovation Union Scoreboard

3 pav. Suminis inovatyvumo indeksas pagal rodiklių grupes ES 2011 m.

2011 M. PRAMONINĖS NUOSAVYBĖS TEISIŲ APSAUGOS PROJEKTAI

1 lentelė. 2011 m. pramoninės nuosavybės teisių apsaugos projektai

Nr.	Lėšų gavėjas	Projekto pavadinimas	Bendra projekto vertė	Finansavimo intensyvumas
1.	AB „Žemaitijos pienas“	Sūrio lazdelių Bendrijos dizaino registracija	2.969,41 Lt	50%
2.	UAB „BaltLED“	Šviesos diodų lempučių Bendrijos dizaino registravimas	6.492,40 Lt	50%
3.	UAB „Cautus“	Paviršiaus rašto Bendrijos dizaino registravimas	1.692,48 Lt	50%
4.	UAB „Kalnapilio-Tauro grupė“	Alaus butelio Bendrijos dizaino registracija	2.140,74 Lt	50%
5.	UAB „Kalnapilio-Tauro grupė“	Gėrimų skardinės Bendrijos dizaino registracija	1.608,48 Lt	50%
6.	UAB „Antrocelas LT“	Išradimo „Sukibimo (adhezijos) komponentas asfalto mišiniams“ patentavimas	18.685,69 Lt	50%
7.	UAB „BMG Consulting“	Išradimo „Daugiafunkcinių elektroninių paslaugų apskaitos ir valdymo sistema“ patentavimas	31.789,92 Lt	95%
8.	UAB „Fermentas“	Išradimo „Nukleorūgščių produkcija“ patentavimas	151.985,95 Lt	50%
9.	Vilniaus Gedimino technikos universitetas	Išradimo „Plieninio lyno kokybės diagnostikos būdas ir įranga“ patentavimas pagal PKS procedūrą	22.521,06 Lt	95%
10.	Vilniaus universitetas	Išradimo „Monokloninių antikūnų gavimo būdas“ patentavimas	48.147,19 Lt	95%
11.	Vilniaus universitetas	Išradimo „Tiadiazolai kaip šaperono Hsp90 slopikliai“ patentavimas	3.617,84 Lt	95%
12.	Vilniaus universitetas	Išradimo „Daugiaspalviai kietakūniai šviesos šaltiniai, skirti apšviečiamų paviršių spalvų sodrio valdymui“ patentavimas pagal PKS procedūrą	13.035,77 Lt	95%
13.	Vilniaus universitetas	Išradimo „Biomolekulių derivatizacija nekofaktoriniais junginiais esant metiltransferazėms“ patentavimas	27.004,76 Lt	95%
Iš viso:			358.946,13 Lt	

Šaltinis: Mokslo, inovacijų ir technologijų agentūra, 2011

