



RIZIKOS KAPITALO FONDAI: TEORINIAI ASPEKTAI

Daiva Jurevičienė¹, Aistė Martinkutė²

Vilniaus Gedimino technikos universitetas, Saulėtekio al. 11, LT-10223 Vilnius, Lietuva
El. paštas: ¹daiva.jureviciene@vgtu.lt; ²aiste_m@yahoo.com

Įteikta 2013-01-15; priimta 2013-03-18

Santrauka. Straipsnyje nagrinėjami sparčiai populiarėjantys, bet Lietuvoje įmonėms finansuoti dar retai naudojami rizikos kapitalo fondai, jų ypatumai, investicijų pritraukimo ir investavimo į įmonę procesas. Apibūdinami pagrindiniai rizikos kapitalo fondų privalumai ir trūkumai, jų sąsaja su šalies ekonomikos plėtra. Nagrinėjami Lietuvoje veikiantys rizikos kapitalo fondai, jų investavimo strategija, atliktų investicijų dinamika, apžvelgiamas šalies vyriausybės sąryšis su šiais fondais. Pagal rizikos kapitalo prieinamumo rodiklį Lietuva viršija Europos Sąjungos vidurkį ir lenkia tokias šalis, kaip Lenkija, Čekija, net ir Vokietija. Tačiau, analizuojant konkrečius privataus kapitalo sandorius, Lietuva gali konkuruoti tik su Centrinės ir Rytų Europos šalimis.

Reikšminiai žodžiai: įmonių finansavimas, privatus kapitalas, rizikos kapitalo fondai, rizikos kapitalo fondų bruožai, įmonės investicinio patrauklumo vertinimas.

VENTURE CAPITAL FUNDS: THEORETICAL ASPECTS

Daiva Jurevičienė¹, Aistė Martinkutė²

Vilnius Gediminas Technical University, Saulėtekio al. 11, LT-10223 Vilnius, Lithuania
E-mail: ¹daiva.jureviciene@vgtu.lt (corresponding author); ²aiste_m@yahoo.com

Received 15 Jan. 2013; accepted 18 Mar. 2013

Abstract. The article deals with the form of corporate financing, which is becoming more popular yet is still underused, i.e. venture capital funds as well as their peculiarities and the procedure for attracting investments into a company. The paper summarises the main advantages and disadvantages of venture capital funds as well as their relation with national economic development. It analyses venture capital funds operating in Lithuania, investment strategies and dynamics. Additionally, it overviews the relation between the funds and the Government. According to the venture capital accessibility ratio, Lithuania is above the European Union average and overtakes such countries as Poland, Czech Republic and even Germany. However, the analysis of particular private capital transactions demonstrates that Lithuania could only compete with Central and Eastern European countries.

Keywords: corporate funding, private capital, venture capital funds, features of venture capital funds, assessment of attractiveness for investments

JEL Classification: G23, G24.

Įvadas

Rizikos kapitalo fondų atsiradimą finansų rinkoje lėmė susidariusi tarp kapitalo ir paskolų rinkų. Kapitalo rinka tapo tik stambių akcinių bendrovių finansavimo šaltiniu, o kredito įstaigos – stabiliai veikiančių, veiklos istoriją turinčių bendrovių finansavimo šaltiniu. Daug sparčiai augančių mažų ir vidutinių įmonių susiduria su sunkumais, siekdamos gauti finansavimą. Dažnai tokios įmonės yra itin perspektyvios, turinčios aukštą investicinę grąžą, bet kartu ir labai rizikingos, todėl negalinčios gauti lėšų tradicinėse finansų ir kredito įstaigose.

Pirmosios rizikos kapitalo operacijos buvo pradėtos vykdyti jau tuoj pat po Antrojo pasaulinio karo Jungtinėse Amerikos Valstijose. Tuo pačiu periodu Didžiojoje Britanijoje buvo įkurta Pramonės ir komercijos finansų korporacija, kuri 1983 m. buvo pervadinta į „3i Groupe Plc“. Rizikos kapitalas augo abipus Atlanto, nors didžioji dalis Europos rizikos kapitalo industrijos susiformavo per spartaus augimo laikotarpį, prasidėjusį 1980 m. (Christofildis, Debande 2001). Nepaisant ankstyvaisiais 1990 m. prasidėjusios recesijos, rizikos kapitalo augimas prisidėjo prie mikroprocesorių ir biotechnologijų industrijų plėtojimo per pastaruosius dvidešimt metų. Dėl to rizikos kapitalas tapo artimai siejamas su aukštųjų technologijų sektoriumi ir dažnai įvardijamas kaip kertinis inovacijų akmuo.

Dažniausiai šie fondai įsigyja nuo 30 proc. iki 50 proc. įmonės akcijų. Rizikos kapitalo fondų investicijos suteikia finansinį ir intelektualinį kapitalą, pagerina įmonės nuosavo ir skolinto kapitalo santykį įmonės balanso struktūroje, leidžia įmonei papildomai pritraukti skolintą kapitalą iš tradicinių finansų įstaigų.

Straipsnio aktualumas – Lietuvoje kyla alternatyvių bankams finansavimo šaltinių poreikis. Įvairiuose mokslo ir verslo žurnaluose jau pasirodo straipsnių apie šių fondų veiklą, todėl visuomenės susidomėjimas jais nuolat didėja. Taip pat įvairių verslo sričių verslininkai, o ypač inovatyvių, pradeda labiau pasitikėti rizikos kapitalo fondais kreipdamiesi į juos dėl finansavimo. Jei ir toliau bus plačiau kalbama apie rizikos kapitalo fondus, tai ateityje šie fondai gali tapti itin populiariu finansavimo šaltiniu. Rizikos kapitalo fondai pasiryžę investuoti ir nuolat ieško potencialių investicinių objektų, tačiau net ir populiariėjant šiems fondams, jų veikla Lietuvoje yra vis dar maža žinoma ir nedaugelis įmonių naudojami šiais kapitalo finansavimo šaltiniais.

Daugumos įmonių vadovai nepasitiki jais dėl informacijos ir žinių trūkumo, todėl straipsnyje pateikiamas fondų veiklos principas, apžvelgiama informacija apie jų veiklą Lietuvoje. Straipsnio objektas – rizikos kapitalo fondų investavimas į įmonę. Straipsnio tikslas – susisteminti rizikos kapitalo fondo veiklos principus, įvertinti rizikos kapitalo fondų veiklos rezultatus Lietuvoje. Metodai – mokslinės literatūros ir periodinių leidinių analizė, struktūrinė analizė, statistinių duomenų analizė, grafinis duomenų atvaizdavimas.

1. Rizikos kapitalo fondų formavimo teoriniai aspektai

Finansavimas – tai kapitalo suteikimas ūkio subjektui, kad jis galėtų įgyvendinti savo tikslus (Mačerinskienė *et al.* 2002). Smulkusis ir vidutinis verslas – viena pagrindinių ekonomikos varomųjų jėgų. Ilgainiui mažos įmonės siekia augti ir išvystyti masto ekonomiją, įgyti ir išlaikyti didesnę rinkos dalį ir pan. Taigi šiame plėtimosi etape atsiranda lėšų ar skolinto kapitalo poreikis. Vyrauja dvi lėšų skolinimosi galimybės: paskola arba kapitalo investicija. Tačiau dauguma įmonių ne visiškai atitinka finansų institucijų keliamus paskolų teikimo reikalavimus, nes jos negali užtikrinti prisiimamų įsipareigojimų vykdymo, neturėdamos pakankamai nuosavo kapitalo. Todėl joms lieka tik galimybė pasinaudoti kapitalo investicijomis.

Rizikos kapitalas – tai lėšos, dažniausiai priskiriamos alternatyvioms investicijoms. Šias lėšas rizikos kapitalo fondai pritraukia iš įvairių institucinių ir privačių investuotojų, kurie siekia diversifikuoti savo investicijas ir yra pasiryžę prisiimti didesnę riziką, tikėdamiesi didesnės grąžos. Bendrame investuotojų portfelyje šios lėšos dažniausiai nesudaro daugiau kaip 10 proc., žinoma, priklausomai nuo rizikos tolerancijos. Iš čia ir pavadinimas – rizikos kapitalas – siekiama gauti kuo didesnę grąžą prisiimant santykinai labai didelę riziką. Kad ir kaip būtų, augant rizikos kapitalo veiklai, šie fondai tapo labiau formalizuoti ir buvo sukurtos ribotos atsakomybės rizikos kapitalo įmonės, valdančios rizikos kapitalo fondus. Laikui bėgant, buvo įvestas bendrinis terminas „privataus kapitalo investicijos“. Jis apima plataus pobūdžio operacijas, susijusias su investicijomis į kompanijas, teikiančias aukštą grąžą. Rizikos kapitalo fondai yra aukštos rizikos verslo investicija, visų pirma priklausanti nuo kompanijos, į kurią investuojama, stipraus verslo plano ir inovatyvių produkto idėjų bei generuojamų pajamų.

1983 m. buvo įkurta Europos rizikos kapitalo asociacija (EVCA) pervadinus Europos privataus kapitalo ir rizikos kapitalo asociaciją. Europos rizikos kapitalo asociacijos apibrėžimas nusako, kad fondai naudojami aprūpinti nuosavu kapitalu įmones, nekotiruojamas akcijų biržoje. Taip pat paaiškina, kad privatus kapitalas gali būti naudojamas naujoms technologijoms ir produktams plėtoti, padidinti apyvartinį kapitalą ar siekiant sustiprinti kompanijos balansą. Privatus kapitalas taip pat gali padėti išspręsti nuosavybės ir valdymo klausimus – nustatyti šeimai priklausančiose įmonėse akcijų išpirkimo eiliškumą arba verslo pardavimą patyrusiems vadybininkams. Europos rizikos kapitalo asociacija apibūdina rizikos kapitalą kaip „privataus kapitalo investicijas verslui įkurti, ankstyvam vystymui ar plėtrai“ (Creating Lasting... 2012).

Europos Komisija Tarptautinių rinkų ir paslaugų padalinio parengtoje ataskaitoje (2006) apibūdina terminologijos skirtumus tarp Europoje ir JAV naudojamų sąvokų (1 lentelė). Priklausomai nuo konkrečios įmonės tikslų skiriasi ir kapitalo pavadinimas. Europoje vadinamas rizikos kapitalas dažniausiai siejamas su investavimu į pradedančias

įmonės (vadinamas „start-up“), finansuoja vertės kūrimą ir užima pagrindinę dalį visame privataus kapitalo finansavimo cikle. Investuotojai glaudžiai dalyvauja nustatant įmonės strategiją, įdarbina įmonės vadovus, organizuoja tolesnių finansinių šaltinių paiešką ir derasi su didelėmis korporacijomis dėl partnerystės.

1 lentelė. Skirtumai tarp terminologijos Europoje ir Jungtinėje Valstijose (European Commission 2006)

Table 1. Differences in terminology between Europe and United States (European Commission 2006)

	Privataus kapitalo industrija		
Europa	Rizikos kapitalas	Plėtros kapitalas	Įsigijimo kapitalas
JAV	Rizikos kapitalas		Privatus kapitalas

Plėtros kapitalo specializacija – vėlesnės įmonių gyvavimo stadijos (plėtra), veikiančių pelningų įmonių kontrolinės kapitalo dalies įsigijimo finansavimas, pasirašant naują akcijų emisiją. Įsigijimo kapitalas (angl. *buy-outs*) arba išpirkimo kapitalas dalyvauja kartu su tos įmonės valdytojais ar su nauja valdymo komanda, įsigydamas ne mažiau kaip kontrolinį akcijų paketą. Jis dažniausiai taiko įmantrius finansavimo būdus, taip pat ir banko finansavimą. *Buy-outs* dažniausiai įsigyja buvusį šeimos verslą, nepagrindinį didelės korporacijos filialą, privatizuodamos listinguojamą įmonę ir parduodamos finansiniams akcininkams. *Buy-outs* fondai nespecializuoja jokioje šakoje.

Taigi rizikos kapitalas investuoja į tokią veiklą, kuri jau turi sukūrusi savo produkto prototipą arba yra pradėta bandomoji gamyba. Taip pat rizikos kapitalo fondas gali būti naudojamas kaip finansavimo priemonė, nepriklausomai nuo to, ar tai naujai steigiama įmonė, ar vykdoma jau egzistuojančios įmonės plėtra.

Yra išskiriamos keturios įmonės veiklos stadijos, kai reikalingas finansavimas. Christofildis ir Debande (2001) savo darbe jas aiškina taip:

Pirminio kapitalo etapas (*Seed*). Šiame etape kapitalas reikalingas verslo idėjai plėtoti, tirti ir tolesniam veiklos plėtojimui finansuoti, nuo jų rezultatų priklauso tolesnė įmonės veikla. Pirminio kapitalo etapas apibūdinamas kaip pradinis kapitalas, kuris naudojamas produktui ir (arba) paslaugai plėtoti, paraiškoms patentų įsigijimui pateikti, rinkos tyrimams ir verslo partnerių paieškai. Pagrindinis dėmesys skiriamas verslo idėjos pagrįstumui ir įmonės pasirengimui pradėti veiklą nagrinėti. Šiame etape įmonės steigėjai plėtoja verslo modelį, nustato įmonės tikslus ir apgalvoja ilgo laikotarpio strategiją, t. y. rizikos kapitalistai investuoja, kai dar kompanija neegzistuoja arba nėra sukurto produkto prototipo. Investuotojai šiame etape veikia aktyviai, perteikia savo turimas žinias ir praktiką. Jų investavimas pagrįstas tikėjimu, kad

naujos idėjos ir inovatyvūs produktai, naudojant tinkamą strategiją, gali atnešti didelį pelną ateityje.

Pradžios etapas (*Start-up*). Jei produktas arba paslauga tinkami toliau plėtoti, investavimo procesas pereina į antrąjį etapą, vadinamą pradžios etapu. Verslo planas pristatomas rizikos kapitalo įmonei. Taip pat šiame etape jau suformuota įmonės valdyba, kurioje vietą užima ir rizikos kapitalo įmonės atstovas. Taip jie prižiūri kompanijos galimybes vykdyti savo veiklą. Pradžios etape produktas jau įgauna savo formą – yra sukurtas ir visiškai išbandytas prototipas. Išskirtiniais atvejais jau būna pritraukti pradiniai produkto pirkėjai. Vadybininkų komanda sukuria produkto gamybos liniją, tačiau savo veiklos įmonė dar nevykdo.

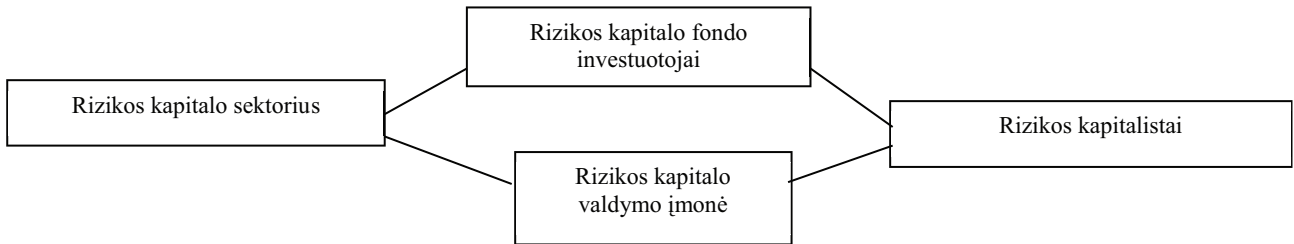
Ankstyvosios plėtros etapas (*Second /third stage*) skiriamasis bruožas tas, kad šiame etape įmonė turi bent vieną paklausų produktą. Finansavimas reikalingas produkto apimtims, gamybos pajėgumams didinti, įsiskverbti į naujas rinkas ir pan. Šiame etape labai svarbus įmonės vadybininkų darbas. Jei rizikos kapitalo įmonė pastebi, kad jiems trūksta vadybinių įgūdžių, ji gali pasiūlyti restruktūrizuoti valdybos sudėtį ir pradėti šią stadiją iš naujo. Jei veikla plėtojama itin blogai, rizikos kapitalo įmonė gali nutraukti finansavimą. Šiame etape įmonė dar negeneruoja pinigų srautų.

Ekspansijos (vėlyvosios plėtros) (*Bridge stage*) stadija – paskutinė, kai rizikos kapitalo fondas teikia finansavimą. Įmonė yra subrendusi ir veikia pelningai. Finansavimas reikalingas įmonės siekiui, kad jų akcijos būtų kotiruojamos biržoje. Struktūra yra tokia, kad įmonė gali atsipirkti iš viešųjų pirkimų. Vėlyvojo etapo finansavimas taip pat gali apimti pagrindinių akcininkų restruktūrizavimą. Kiekvienas rizikos kapitalo fondas pagal savo investavimo strategiją pasirenka, į kurią įmonės veiklos stadiją investuoti. Kuo ankstyvesnis etapas, tuo prisiimama rizika yra didesnė, tačiau ir laukiamas pelnas didesnis. Metrick ir Yasuda (2011) išskiria tam tikrus rizikos kapitalo elementus (1 pav.).

Rizikos kapitalo sektorius. Jį sudaro trys posistemiai:

- kapitalas,
- specializuotos tarpininkavimo įmonės,
- smulkios ir vidutinės įmonės.

Paklausa (naujos įmonės) pritraukia pasiūlą (kapitalas) ir tokiu būdu susiformuoja trečias šio sektoriaus elementas – rizikos kapitalą valdanti įmonė. Veiksnių, kurie daro įtaką rizikos kapitalo sektoriaus formavimuisi, t. y. lemia pradinį vienokį ar kitokį rizikos kapitalo paklausos ir pasiūlos santykį, tyrimų nėra gausu. Pagrindinis dėmesys skiriamas rizikos kapitalo investavimo veiklos proceso analizei. Tai parodo, kad rizikos kapitalo pasiūlos ir paklausos susiformavimo, susijusio su individualiais verslininkų, inovatyvių įmonių, rizikos kapitalistų ir rizikos kapitalo investuotojų sprendimais, veiksniai mažai ištirti. Visa tai trukdo tinkamai ir kompleksiskai įvertinti rizikos kapitalo sektoriaus kūrimosi ar plėtros galimybes atskirose šalyse.



1 pav. Rizikos kapitalo elementai (sudaryta remiantis Metrick, Yasuda 2011)

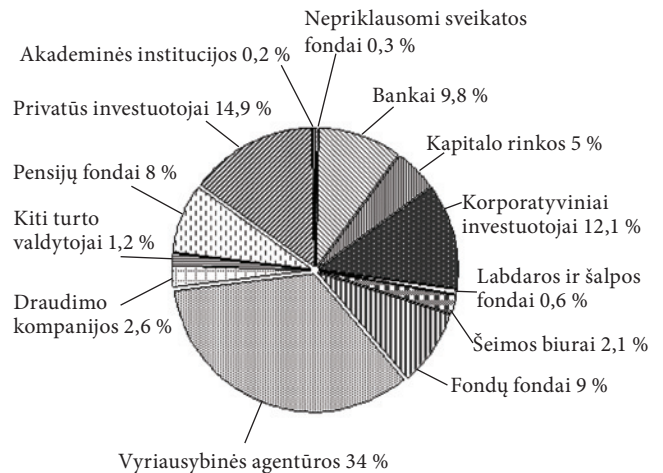
Fig. 1. Details of venture capital (created according to Metrick, Yasuda 2011)

Rizikos kapitalo fondo investuotojai. Šio fondo investuotojai gali būti tiek fiziniai, tiek juridiniai asmenys. Kadangi investuojama į didelį potencialą turinčias įmones, tai investuotojais dažnai tampa ir finansų institucijos (draudimo kompanijos, bankai, pensijų fondai), net valstybė. Remiantis Europos rizikos kapitalo asociacijos (EVCA) duomenimis, pagrindiniai 2011 m. privataus kapitalo fondų finansavimo šaltiniai Europoje buvo (2 pav.): vyriausybės agentūros (34 %), privatūs investuotojai (14,9 %), korporatyviniai investuotojai (12,1 %) ir pensijų fondai (8 %). Pažymėtina, kad privataus kapitalo fondų struktūroje (2 pav.), nors ir nedaug, dalyvauja ir akademinės institucijos (0,2 %). Priklausomai nuo rizikos kapitalo fondo investuotojo tipo, skiriasi ir jų politika. 2 lentelėje pateikiami Mayer *et al.* (2003) išskirti investuotojų tikslai ir su jų įgyvendinimu susijusi politika.

Apibendrinant 2 lentelėje pateiktus duomenis, pažymėtina, kad rizikos kapitalo įmonės įsigyja dalį įmonės akcijų, plėtoja įmonę ir vėliau savo dalį parduoda, siekdamos uždirbti pelno. Rizikos kapitalo finansavimo trukmė – apie 3–5 metai (bet ne daugiau kaip 10–12 metų). Kaip įprasta, rizikos kapitalo fondai nesiekia dalyvauti įmonės valdyme, o finansuoja ir prižiūri investicijas.

Rizikos kapitalistai – tai rizikos kapitalo fondo įkūrėjai ir valdytojai, kurie dažnai investuoja savo lėšas į rizikingus

projektus. Tai žmonės, buvę verslininkai ar finansų sferos darbuotojai. Rizikos kapitalistai investuoja ne tik savo lėšas, bet ir pritraukia jas iš kitų investuotojų, sukurdami rizikos kapitalo fondą. Minėtos lėšos surenkamos iš fizinių ir juridinių investuotojų. Fondo investuotojai dažnai vadinami ribotos atsakomybės partneriais arba tiesiog partneriais.



2 pav. Rizikos kapitalo fondai pagal investuotojo tipą 2011 m. (%) (Activity Data... 2012)

Fig. 2. Venture capital funds by type of investor, 2011 (%) (Activity Data... 2012)

2 lentelė. Rizikos kapitalo investuotojai ir jų investavimo politika (Mayer *et al.* 2003)

Table 2. Venture capital investors and their investment policies (Mayer *et al.* 2003)

RKĮ investuotojų tipai	Investuotojo interesas	Investavimo politika
Privatūs	Tik pelnas	Aukštųjų technologijų sektoriai, ankstyvo etapo įmonės, augimą generuojančios įmonės
Bankų antrinės įmonės	Pelnas / paslaugų klientams išplėtimas	Tradiciniai sektoriai, vėlesnio vystymosi etapo įmonės
Draudimo kompanijos antrinės įmonės	Tik pelnas	Tradiciniai sektoriai, ankstyvo vystymosi etapo įmonės
Didelių įmonių antrinės įmonės	Pelnas / inovacijų diegimas, susijęs su pagrindine įmonės veikla	Sektoriai, kuriuose veiklą vykdo pagrindinė ankstyvo etapo įmonės kompanija
Valstybės įmonės	Plėtoti naujus sektorius ar atskiras įmonių grupes	Aukštųjų technologijų sektoriai, ankstyvo etapo įmonės

Partneriai ne iš karto perveda lėšas į fondą, o pasirašo susitarimą / įsipareigojimą pervesti lėšas pagal pareikalavimą. Lėšos iš partnerių pareikalaujamos, kai fondo valdytojai randa tinkamą investiciją. Reikalaujama suma būna dažniausiai proporcinga kiekvieno partnerio bendriems įsipareigojimams fonde.

Pritraukę pakankamai lėšų į fondą, rizikos kapitalistai aktyviai ieško galimų investicijų. Kiekvienas fondas šį procesą vykdo skirtingai. Dažniausiai specializuojamasi pagal konkrečius įmonių vystymosi etapus ar sektorius. Pasiūlymai rizikos kapitalistus pasiekia įvairiausiais būdais: verslininkai gali patys tiesiogiai kreiptis siūsdami verslo planus, santraukas ar prezentacijas. Taip pat patikimi draugai gali pasiūlyti rizikos kapitalistams verslo idėjų. Galiausiai rizikos kapitalistai ieško pasiūlymų dalyvaudami renginiuose, bendradarbiaudami su įvairiomis institucijomis (Zacharakis 2010).

Rizikos kapitalistai ne tik randa, kur investuoti, bet ir, norėdami pasiekti kuo geresnių rezultatų, aktyviai valdo investicijas. Dažniausiai tai daroma gaunant vietą valdyboje įmonių, į kurias investuoja, ir taip siekiama prižiūrėti investicijas, o kartu padėti įmonei pasiekti savo tikslus. Dėl šios priežasties rizikos kapitalo fondai neinvestuoja į labai daug kompanijų iš karto. Pagrindinis rizikos kapitalistų tikslas – sėkmingai realizuoti investicijas. Investuotas kapitalas turi duoti grąžą, todėl kai ši pasiekia numatytus dydžius, rizikos kapitalistai siekia išvesti įmonę į pirminį viešą siūlymą, pelningai parduoti fondo investicijas strateginiams investuotojams ar kitais būdais parduoti turimą įmonės akcijų paketą.

Rizikos kapitalo valdymo įmonė. Rizikos kapitalo įmonės ar rizikos kapitalo organizacijos didina savo kapitalą periodinėmis, o ne nuolatinėmis lėšomis. Šios įmonės palaiko pagrindinius ryšius su investuotojais, kurie jiems teikia kapitalą. Rizikos kapitalo įmonės gali būti „nepriklausomos“, valdomos privačių asmenų komandos arba gali būti privačios – finansų institucijų, tokių kaip bankai ar draudimo kompanijos, antrinės įmonės ir pan. Nepriklausomos rizikos kapitalo įmonės kuria savo kapitalą iš įvairių išorės šaltinių, dažniausiai institucinių šaltinių, konkurenciniu pagrindu. Dėl to finansinės pajamos labiausiai priklauso nuo šių institucijų sėkmės, kuri yra esminė, bandant nepriklausomoms rizikos kapitalo įmonėms pasiekti aukštesnę investicijų grąžą. Taip norima įrodyti savo konkurencingumą. Tai gali paveikti šių įmonių investavimo strategiją, jos būna labiau linkusios investuoti į vėlesnių plėtros stadijų įmones, siekiant išvengti per daug investicijų į aukštos rizikos technologijas ir užtikrinti priimtina rizikos diversifikaciją. Investicijos į aukštąsias technologijas yra ypač nepatrauklios rizikos vengiantiems investuotojams (net jei jos gali pasiūlyti didelę grąžą ilguoju laikotarpiu), saugesnės yra intensyvios ne technologinės investicijos, kurios gali pasiūlyti geresnę grąžą trumpuoju laikotarpiu.

Yra išskirtinio tipo rizikos kapitalo įmonių, kurios susijusios su vyriausybe, vietos valdžios institucijomis ar kitomis šalies įmonėmis ir turi tikslą skatinti tam tikrą politikos kryptį, tokią kaip inovacijos, regioninė plėtra, užimtumas ir pan. Rizikos kapitalo įmonės prisideda prie šių politikos kryptų įgyvendinimo, remdamos konkrečias iniciatyvas ir kompanijų kūrimą atitinkamame sektoriuje ar regione.

Dalyvių skaičius rizikos kapitalo fondų įmonėse gali svyruoti nuo vieno investuotojo iki komandų, sudarytų iš įvairaus, tačiau dažniausiai riboto skaičiaus investicijų valdytojų – retai kada siekiančių 10 asmenų ir dažniausiai apsiribojančių 5-iais ar mažiau. Akivaizdu, kad investicijų valdytojams padeda analitikai ir kiti darbuotojai, kurie gali padvigubinti ar net patrigubinti bendrą įmonės patikimumą. Įmonės taip pat gali būti skirstomos pagal fondų skaičių ir valdomo kapitalo dydį, nors tai gali kisti įmonės gyvavimo periodu. Įmonė dažniausiai pirmąjį fondą sukuria 50–100 mln. eurų dydžio ir, juos investavus 2–3 metų laikotarpiui, pradeda svarstyti galimybę padidinti antrojo fondo dydį.

Rizikos kapitalo įmonių investicijų koncentracija priklauso nuo investavimo strategijos. Kai kurios įmonės gali investuoti į skirtingus sektorius, įmonių plėtros etapus ir geografinius regionus. Šių įmonių alternatyva yra tos, kurios sutelkia savo investicijas į tam tikras pramonės šakas, tokias kaip aukštosios technologijos, į atskirus įmonės plėtros etapus, tokius kaip ankstyvoji veiklos stadija, ar į geografinius regionus, kurie pasiekiami per dieną nuo pagrindinės įmonės būstinės. Tačiau įmonės gali keisti naujai kuriamų fondų investicijų strategijos kryptį, priklausomai nuo jų valdymo. Bendras rizikos kapitalo įmonių ir visų pirma investicijų valdytojų bruožas – aktyvus domėjimasis savo investicijomis, norint pasiekti didžiausią tikėtiną investicijų sėkmę ir laukiamą grąžą. Tai būtina viso investicijų gyvavimo ciklo metu, kartu teikiant profesionalią pagalbą ir patarimus, siekiant padidinti kompanijos ar idėjos, į kurią investuota, našumą ir augimą. Rizikos kapitalo įmonės, kurios koncentruojasi į idėjos plėtojimo ir verslo pradžios finansavimą, stengiasi atlikti svarbų vaidmenį, skleisdamos savo vadybinę patirtį (Christofildis, Debande 2001).

2. Rizikos kapitalo fondų veiklos principai

Atsižvelgdami į didelį nesėkmių skaičių, rizikos kapitalistai daugiausia dėmesio skiria inovacijoms, kurios gali iš esmės pakeisti esamas verslo šakas arba suteikti pagrindą kurti naujas. Ypač paklausios yra biotechnologijų inovacijos. Kiti sektoriai, į kuriuos investuoja rizikos kapitalo fondai, yra puslaidininkiai, programinė įranga ir internetas. XXI a. rizikos kapitalistai yra pasiryžę sukurti naują sektorių – švairių technologijų, kuris taip pat žada ypač daug naujų darbo vietų ir didelį ekonominį augimą.

Rizikos kapitalo fondai labai prisideda prie aukštųjų technologijų industrijos kūrimo. Šie fondai pagal 2010 m.

Forbes sudarytą sąrašą labiausiai prisideda prie tokių sričių kūrimo ir plėtros: sveikatos apsauga; internetas; programinė įranga (ne internetinė / mobili); mobilieji telefonai ir telekomunikacijos; elektronika; energija; kompiuterinė įranga ir paslaugos; pramonė; automobiliai ir kitas transportas. Naujų idėjų paieška nėra pati sunkiausia dalis. Vyriausybės ir universitetų lėšomis finansuojami moksliniai tyrimai nuolat pristato naujus atradimus. Sunkumai slypi nustatant, kuri iš inovacijų gali būti transformuota į komerciniu požiūriu perspektyvų produktą ar paslaugą, o atrinkus sunkiausia sukurti kompaniją nuo nulio iki paleidimo į rinką. Rizikos kapitalo fondas atlieka labai kruopštų tikrinimo procesą. Manoma, kad iš 100 verslo planų maždaug 10 pasiekia audito procesą ir tik vienas iš jų gauna finansavimą.

Khanin *et al.* (2008) išskiria tokius investavimo į įmonę kriterijus:

- vadybininkų komanda;
- rinkos sąlygos;
- produktas;
- rizika;
- potenciali grąža;
- pasitraukimo galimybės;
- atitiktis rizikos kapitalo fondo strategijai;
- klientai.

Gimmon (2008) atliktas tyrimas parodė, kad daugiau nei pusė investuotojų ignoruoja komandos veiksnį.

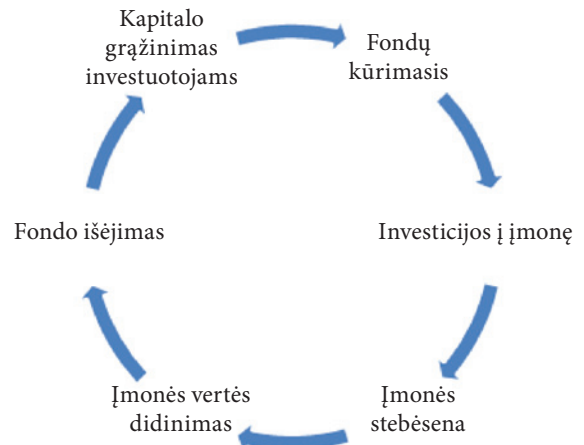
Investavimas į kompaniją pradiniuose jos kūrimosi etapuose yra labai rizikingas. Jaunos kompanijos turi mažai arba iš viso neturi įkeistino turto banko paskolai užtikrinti, neturi lėšų ar veiklos įrašų, kurie padėtų pritraukti finansavimą iš privataus kapitalo bendrovių. Čia pasirodo rizikos kapitalo fondai ir prisiima visą riziką, suteikdami kapitalą, mainais į įmonės akcijas. Rizikos kapitalistų tikslas – padėti įmonei išaugti iki tokio lygio, kad akcijos būtų viešai kotiruojamos arba kad ją perpirktų didesnė korporacija. Įmonė ir jos ribotos atsakomybės partneriai gauna investicijų grąžą, jei pasitraukimas yra vertas daugiau nei bendra investicija.

Rizikos kapitalo fondų veikla gali būti apibūdinama kaip ciklas (3 pav.). Ciklas prasideda fondo kūrimo procesu, pradedant investicijomis, stebėseną ir įmonių vertės didinimu, baigiant kapitalo grąžinimu investuotojams po sėkmingų valdytojų komandos sudarytų sutarčių.

Kadangi dauguma investicijų yra ilgalaikės, tai dažnai rizikos kapitalo įmonės atlieka didesnę kontrolę ir stebėseną pagal keturis etapus (Eldridge 2007):

- sutarties stebėseną per akcininkų susitarimus;
- sutarties stebėseną per diferencijuotas akcininkų teises;
- stebėseną dalyvaujant valdyboje;
- stebėseną per jų (stiprų) sąryšį su vadovybe.

Ciklas prasideda iš naujo, kai valdytojų komanda pradeda kurti naują fondą.



3 pav. Rizikos kapitalo fondo veiklos ciklas (sudaryta remiantis Gompers, Lerner 2006)

Fig. 3. Business cycle of a venture capital fund (created according to Gompers, Lerner 2006)

3. Rizikos kapitalo fondo formavimo principai ir investavimo procesas

Fondo kūrimo procesas gali užtrukti iki kelių mėnesių, per kuriuos vadybininkų komanda ieško investuotojų. Šiuo tikslu parengiamas informacinis memorandumas (Christofildis, Debande 2001), kuriame pateikiama informacija apie:

- fondo investavimo strategiją,
- investavimo sritis;
- numatytą fondo dydį ir jo mažiausią pirmojo sandorio dydį bei datas;
- potencialių įmonių, į kurias bus investuojama, rinką ir parengtą rinkodaros strategiją sandoriams valdyti;
- vadybininkų komandos patirtį ir gebėjimą veikti kruopščiai vertinant siūlomas sutartis;
- sprendimų priėmimo procesą, kuris užtikrintų tinkamą fondo investavimą;
- vadybininkų komandos požiūrį į kompaniją, į kurią investuojama, ir gebėjimą padidinti jos vertę per tam tikrą laiką bei gebėjimą realizuoti iš investicijos gautą grąžą;
- ataskaitas investuotojams, numatytiems investuotojų komitetams ir patarėjų tarybai.

Formuojant fondą vadybininkų komanda pradeda šio fondo rinkodaros procesą, siekdama identifikuoti ir pritraukti investicijų. Įkurtos rizikos kapitalo įmonės, valdančios fondus, reguliariai sulaukia užklausų iš buvusių investuotojų, todėl rinkodaros kampanija gali būti ne tokia aktyvi. Tačiau bet koku atveju rizikos kapitalo įmonės

nuolat siekia padidinti investuotojų, remdamosi buvusių ir dabartinių sandorių auditu. Rinkodara, siekiant papildyti investuotojų sąrašą, gali būti vykdoma reklamuojant fondą specialioje spaudoje, dalyvaujant ir rengiant pranešimus įvairiose konferencijose ir mugėse.

Investavimo procesas

Paruošus fondą ir parengus jo rinkodaros programą, sutartis įvertina vadybininkų komanda ir, priklausomai nuo jų audito rezultatų, svarstomas finansavimas. Audito proceso metu investicijų valdytojas, dažniausiai padedamas išorinių konsultantų, peržiūri pasiūlymo įgyvendinamumo galimybes. Parengiamojo ar verslo pradžios etapo pasiūlymo atveju, kai investuojama į aukštųjų technologijų sektorių, investicijų valdytojas yra linkęs konsultuotis su ekspertais iš universitetų, patentų agentūrų, rinkos tyrėjais ir pan.

Kadangi vadybiniai gebėjimai – vienas pagrindinių elementų, lemiančių pasiūlymo sėkmę, audito metu daug dėmesio skiriama investicijų objekto verslumo įgūdžiams. Šiame etape investicijų valdytojas turi apsvarstyti tinkamas investicijų objekto valdymo paskatas, saugumo politiką ir pasitraukimo teises, fondo dalyvavimą investicinio objekto valdyboje, veto teises ir pan. Auditas taip pat apima išsamų verslo plano peržiūrėjimą, kartu bendradarbiaujant ir investiciniam objektui. Yra peržiūrimos pradinės, taip pat ir vėlesnės kapitalo injekcijos, kurių reikia norint padengti veiklos sąnaudas ir kitas kapitalo išlaidas kritiniais plėtros etapais, kol investicinis objektas gali pagrįstai tikėtis gauti pajamas ir tapti perspektyvus.

Peržiūrėdami verslo planą, investicijų valdytojai stengiasi nustatyti investicinio objekto vertę. Kadangi nėra praeities veiklos įrašų, kuriuos turi jau egzistuojančios įmonės ir jų vertę galima nustatyti, tarkime, pagal akcijų rinkos kainos ir pajamų santykį, investicinio objekto vertei nustatyti reikia ieškoti alternatyvių būdų. Vienas iš jų – daugkartinis prognozuojamų pardavimų vertinimas. Investicijų valdytojas taip pat įvertina, kelių investavimo etapų reikės investicinio objekto finansiniams poreikiams užtikrinti. Galiausiai įvertinamas laukiamas investicijos IRR rodiklis – santykinis tarp sandorio rizikos ir atsipirkimo (3 lentelė).

3 lentelė. Laukiama grąža pagal investavimo stadiją (Christofildis, Debande 2001)

Table 3. Expected return depending on the stage of investment (Christofildis, Debande 2001)

Investavimo etapas	Laukiama grąža (%)
Ankstyvoji stadija (<i>seed / start-up</i>)	IRR > 60
Ankstyvoji stadija (<i>first -stage</i>)	IRR > 50
Plėtra ir augimas (<i>second / third stage</i>)	40 < IRR > 35
Vėlyvoji stadija (<i>bridge / MBO, MBI</i>)	IRR > 30

4 pav. parodytas visas fondo veiklos principas ir fondo dalyviai. Matyti, iš kur pritraukiamos investicijos ir kaip jos paskirstomos. Neabejotinai sėkmingas auditas reikalauja pasitelkti daugiau žmoniškųjų ir finansinių išteklių, nors ir nėra garantijos, kad sandoris pasiseks. Rizikos kapitalo įmonė atlieka vidinį vertinimą, kad pavirtintų audito eigą. Įmonėse, kuriose yra 2–3 investicijų valdytojai, reikalingas balsų vieningumas priimančiam sprendimui. Didesnės įmonės turi valdybos tarybą, kuriose sprendimas patvirtinamas vėlesniame ir brangesniame audito etape. Atlikti tyrimai apie korporatyvinio rizikos kapitalo valdymo bruožus rodo, kad korporatyviniai investuotojai atidžiai modeliuoja savo programas (Yang 2012).

Priėmus teigiamą audito ir vidinio patvirtinimo dėl sandorio sprendimą, rizikos kapitalo įmonė investiciniam objektui pateikia šio sandorio nuostatas ir kapitalo injekcijų formas ir sumas, valdymo pakeitimų bei paskatų, atstovavimo valdybos taryboje, veto teises, biudžeto tvirtinimo ir ataskaitų, pasitraukimo proceso kontrolės ir pan. sąlygas. Rizikos kapitalo įmonė nėra linkusi persvarstyti pasiūlymo sąlygų, nes viskas turi būti nuodugnai aptarta ir išsiaiškinta audito metu. Sudėtingi ir konfliktiniai klausimai turėtų būti sprendžiami audito metu kuo anksčiau, siekiant išvengti vėliau susidarancios įtampos bei taupant laiką ir pinigus.

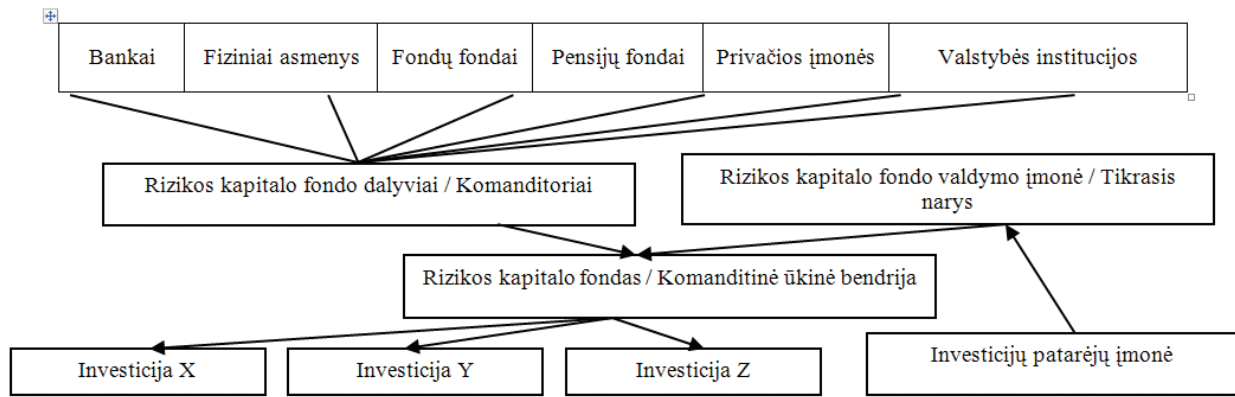
Taigi patvirtinus rizikos kapitalo įmonės sąlygas, užpildžius ir pasirašius visus reikiamus dokumentus, sandoris užbaigiamas. Užbaigus sandorį priklausomai nuo rizikos kapitalo įmonės deklaruojamo požiūrio į investicinio objekto informacinį memorandumą, ji priims reguliavimo (*hands-on*) arba nesikišimo (*hands-off*) politiką.

Dažniausiai kuo ankstesnė investicinio objekto vystymosi fazė, tuo didesnis investicijų valdytojų susidomėjimas ir įsitraukimas į veiklą. Taip yra todėl, kad pirminiam vystymosi etape investiciniam objektui neretai trūksta pakankamos vadybinės patirties ir verslumo gebėjimų. Tiesą sakant, investicinis objektas, sutikdamas dalytis nuosavybės teise su rizikos kapitalo įmone, dažniausiai tikisi, kad ji teiks savo pagalbą ir padės įveikti galimus valdymo patirties trūkumus. Taip pat investicinis objektas ankstyvajame vystymosi etape dėl šio valdymo patirties trūkumo yra daug rizikingesnis nei plėtros ar vėlesniuose etapuose, taigi tai sukelia didesnę investicijų valdytojų norą apsaugoti savo investicijas. Prisidėdami prie investicinio objekto veiklos vystymo, investicijų valdytojai siekia padidinti įmonės vertę ir vėliau gauti iš to naudos.

4. Rizikos kapitalo fondo savybės

Rizikos kapitalo fondai, kaip ir dauguma kitų reiškinų, viena vertus, turi tam tikrų privalumų, kurie padeda įmonėms kurtis ar plėstis, tačiau, kita vertus, jie turi ir trūkumų (4 lentelė).

Rizikos kapitalo fondo finansavimo priėmimas dažniausiai reiškia, kad reikia kažką atiduoti mainais. Dauguma rizikos kapitalo įmonių nėra suinteresuotos tik į kapitalo



4 pav. Rizikos kapitalo fondo veiklos principas

Fig. 4. Fundamentals of venture capital fund activities

didinimą, nes investuoja esant nustatytai standartinei palūkanų normai. Svarbiausia, kad abi šalys atidžiai peržiūrėtų sutartis, pasitartų su teisininkais prieš jas pasirašydamos.

5. Įmonės investiciniam patrauklumui nustatyti naudojami veiksniai

Prieš priimant sprendimą, ar investuoti į tam tikrą įmonę, rizikos kapitalo fondo valdytojai įvertina jos patrauklumą ir nustato, ar investicija duos laukiamą grąžą. Tarptautiniuose finansinių ataskaitų rengimo ir pateikimo pagrinduose, kuriuos patvirtino Tarptautinio apskaitos standartų komiteto valdyba 1989 m., nurodyta, kad finansinę įmonės būklę apibūdina turtas, įsipareigojimai ir nuosavas kapitalas, o veiklos rezultatus – pajamos ir sąnaudos (Tarptautiniai finansinės atskaitomybės standartai (TFAS) 2007). Norint objektyviai įvertinti finansinę įmonės būklę ir veiklos rezultatus, reikia apskaičiuoti absoliučiuosius ir santykinus finansinius rodiklius. Finansinių operacijų kiekybinė analizė apima skaičiavimus, susijusius su svarbiausiomis finansinėmis charakteristikomis: kapitalu, laiku, išsiskolinimais, infliacijos dydžiu ar rizikos laipsniu (Girdzijauskas 2005). Finansinis santykinis rodiklis yra dviejų ar daugiau absoliučiuųjų rodiklių santykis. Santykinis rodiklis, gautas palyginus du ar daugiau absoliučiuųjų rodiklių, yra daug pranašesnis už absoliutuosius, jis objektyviau ir įvairiau įvertina tiriamąjį objektą. Santykiniai rodikliai susiję su turto, įsipareigojimais, nuosavu kapitalu, pajamomis ir sąnaudomis, o absoliutūs – su turto, įsipareigojimų, nuosavo kapitalo, pajamų ir sąnaudų pokyčiais per tam tikrą laiką. Svarbu tai, kad finansinius santykinus rodiklius galima skaičiuoti tik tada, kai įsitikinama, jos finansinėse ataskaitose nėra klaidų ir visi duomenys yra patikimi ir teisingi.

Pirmiausia atliekama absoliučiuųjų rodiklių pokyčių analizė. Naudojant buhalterinės apskaitos duomenis aiškinamos pokyčių priežastys. Svarbiausi įmonės absoliutūs

finansiniai rodikliai, kuriuos siūlo įvertinti Mackevičius ir Valkauskas (2010), yra: ilgalaikis turtas; trumpalaikis turtas; ilgalaikiai įsipareigojimai; trumpalaikiai įsipareigojimai; pajamos iš pardavimo; grynasis pelnas, bendrasis pelnas.

Tačiau tikslesnę finansinę įmonės būklę ir veiklos rezultatus apibūdina santykiniai finansiniai rodikliai, iš kurių dešimt svarbiausių yra: bendrojo trumpalaikio mokumo koeficientas; greitojo trumpalaikio mokumo koeficientas; bendrasis skolos koeficientas; bendrasis pardavimo pelningumas, %; grynasis pardavimo pelningumas, %; grynasis turto pelningumas, %; grynasis nuosavo kapitalo pelningumas, %; pardavimo savikainos lygis; atsargų apyvartumas (kartais / dienomis); apyvartinio kapitalo manevringumo koeficientas.

Kadangi šie rodikliai parodo tik esamą įmonės situaciją ir investuotojui nesuteikia informacijos apie įmonės ateities perspektyvas, gali būti taikomi tik jau savo veiklą vykdančiai įmonei vertinti. Todėl, be finansinės analizės, būtina vertinti kokybines ir kiekybines įmonės galimybes, tokias kaip aiškus strateginis kompanijos vystymosi planas, verslo koncepcija, netgi aukščiausio lygio vadovų komandos profesionalumo lygis, galimybė išlaikyti konkurencinį pranašumą ir, žinoma, gebėjimas generuoti būsimus pinigų srautus.

Prie investicinio projekto patrauklumo prisideda ir valstybės vykdoma tam tikra politika bei atitinkamos ūkio šakos ir regiono efektyvumas bei patrauklumas investuotojui. Regioninio efektyvumo rodikliai rodo finansinį projekto efektyvumą atitinkamo regiono požiūriu, atsižvelgiant į projekto įgyvendinimo įtaką regiono įmonėms, socialinei ir ekologiškai padėčiai, nagrinėjamo regiono biudžeto pajamoms ir išlaidoms (Rutkauskas 2006).

Apibendrinant įmonės vertinimo procesą, sudaroma schema, pateikta 5 pav.

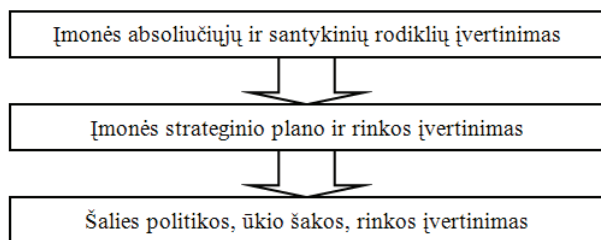
Prieš investuojant rizikos kapitalo fondams yra labai svarbu atlikti verslo vertinimą. Pagrindiniai verslo vertę lemiantys veiksniai gali būti:

4 lentelė. Rizikos kapitalo fondų privalumai ir trūkumai (Aronson 2011)

Table 4. Advantages and disadvantages of venture capital funds (Aronson 2011)

Privalumai	Trūkumai
Verslo konsultavimas. Dauguma rizikos kapitalo įmonių tarp savo darbuotojų turi puikių specialistų tam tikrose rinkose. Tai gali padėti besikuriančiai įmonei išvengti daugybės spąstų, kurie dažnai siejami su verslo pradžios rizika.	Vieta valdyboje. Dažniausiai rizikos kapitalo įmonė siekia paskirti savo narį besikuriančios įmonės valdyboje, siekdama užtikrinti kompanijos sėkmę, tačiau tai gali sukelti ir vidinių problemų.
Valdymo konsultavimas. Ne visi verslininkai yra geri vadovai. Rizikos kapitalo įmonės, teikdamos finansavimą, užsiima vietą įmonės valdyboje, taip padeda valdyti įmonę, dalijasi savo patirtimi ir turimais kontaktais. Valdymo patirties neturintčiai įmonei tai gali būti labai didelė nauda.	Įmonės akcijų perėmimas. Dauguma rizikos kapitalo įmonių reikalauja, kad kompanija perduotų dalį akcijų mainais į suteiktą finansavimą. Tai nėra maža dalis, neretai tai gali sudaryti maždaug 60 proc. visos įmonės akcijų. Vadinasi, verslininkai nebevadovauja savo verslui, tai daro rizikos kapitalo įmonė.
Žmogiškieji ištekliai. Siekiant surasti geriausius darbuotojus besikuriančiai įmonei, rizikos kapitalo įmonė pasitelkia savo konsultantus – įdarbinimo specialistus. Tai padeda įmonei išvengti klaidų įdarbinant netinkamus jų kompanijai darbuotojus.	Dalyvavimas priimant sprendimus. Viena didžiausių problemų, kurias įvardija verslininkai, yra ta, kad priimdami rizikos kapitalo pasiūlymą, jie praranda teisę spręsti pagrindinius klausimus, susijusius su įmonės veiklos vykdymu. Kadangi rizikos kapitalo įmonei priklauso didžioji įmonės akcijų dalis, ji turi galios nekreipti dėmesio į kompanijos sprendimus ir spręsti pagal save.
Papildomi ištekliai. Pradedant naują verslą, kyla daug neaiškumų teisiniais, darbo užmokesčio, mokesčių klausimais. Rizikos kapitalo įmonei tai jau ne naujiena, todėl ji dalijasi šia informacija, tuo labiau kad fondas yra suinteresuotas įmonės sėkme.	Verslo idėjos saugumas. Kai verslo planas parašytas ir pateikiamas finansavimui svarstyti, turėtų būti pasirašyta diskretiškumo sutartis. Rizikos kapitalo įmonės to netaiko. Jos dažniausiai atsisako pasirašyti diskretiškumo sutartį dėl teisinių pasekmių. Tai gali būti rizikinga verslininko idėjoms.
	Finansavimo planas. Jei verslininkas, rašydamas verslo planą, nurodo, kad jam reikės tam tikros sumos verslui pradėti, manoma, kad finansavimas bus suteiktas iškart. Tačiau taip nebūna. Rizikos kapitalo įmonės dažniausiai nustato finansavimo tikslus ir gaires. Finansavimas skiriamas tam tikrais etapais, prižiūrint verslo eigą.

- ūkio šaka, kurioje dirba verslo vienetas;
- taip pat ūkio šakos – produkcijos vartotojai ir pagrindiniai tiekėjai;
- tos šakos lyderiai;
- galimybė gauti tam tikrus būtinus išteklius, naujausias technologijas;
- platus realizacijos tinklas;
- aukštas rentabilumo potencialas.



5 pav. Įmonės investicinio patrauklumo vertinimo procesas

Fig. 5. Process for assessment of investment attractiveness of a company

6. Lietuvoje veikiančių rizikos kapitalo fondų aplinka

Lietuvoje išlieka sunkumų analizuojant rizikos kapitalo fondų veiklą dėl viešai prieinamos informacijos trūkumo ir menko rizikos kapitalo rinkos išsivystymo, neleidžiančio išgryninti reikiamos informacijos išsamiai analizei. Statistinius duomenis apie privataus kapitalo fondų investicijas Lietuvoje galima rasti kasmet Europos privataus ir rizikos kapitalo asociacijos skelbiamoje ataskaitoje, bet joje privataus kapitalo investicijos atskirose Baltijos šalyse nėra išskaidomos pagal tai, ar jos buvo darytos į rizikos ar išpirkimo kapitalą.

Vertinant rizikos kapitalo fondų veiklą ir siekiant palyginti rizikos kapitalo prieinamumą, sudarytas subindeksas – *Rizikos kapitalo prieinamumas*, apimantis tokius komponentus:

- 1) rizikos kapitalo investicijos proporcingai BVP;
- 2) rizikos kapitalo gavėjų SVĮ proporcingai BVP;
- 3) bendra verslo angelų investuota apimtis proporcingai BVP;
- 4) verslo angelų investicijų sandorių suma proporcingai BVP (Europos rizikos kapitalo asociacijos ir Eurostat skaičiavimai). Baziniai metai – 2007 (Access to finance 2008).

Pagal rizikos kapitalo prieinamumo rodiklį Lietuva viršija Europos Sąjungos vidurkį ir lenkia tokias šalis, kaip Lenkija, Čekija, net ir Vokietija (6 pav.).

Tačiau, analizuojant konkrečius rizikos kapitalo sandorius 2010 m. tarp Rytų ir Vidurio Europos šalių lenkia tik Bosniją ir Hercegoviną, Makedoniją ir Juodkalniją (7 pav.), o 2011 m. šioje šalių grupėje atsilieka tik nuo Čekijos (nežymiai), Latvijos, Lenkijos ir Vengrijos, skaičiuojant privataus kapitalo investicijas kaip procentą nuo šalies BVP. Šiuo metu Lietuvoje veikiančios rizikos kapitalo fondai neskatina inovacijų, naujų žinių ekonomikos srities įmonių kūrimosi, naujų idėjų generavimo.

Šie fondai dažniausiai investuoja arba į esamas „problemines“ įmones, arba į jau veikiančios įmonės augimą, o po tam tikro laiko ją parduoda strateginiam užsienio inves-

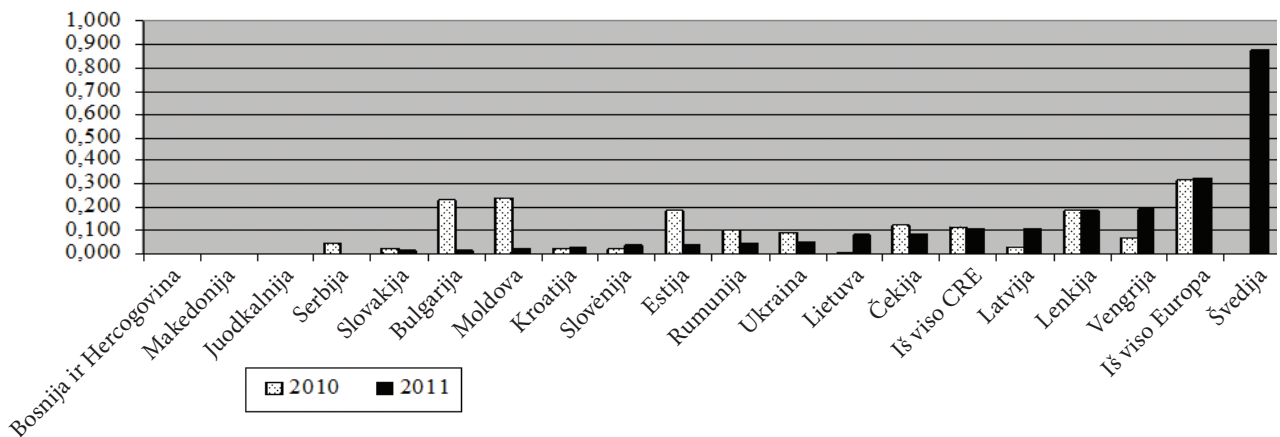
tuotojui arba reorganizuoja ir konsoliduoja įmones. Tačiau, kaip minėta, jie suteikia vadybos konsultacijas. Lietuvoje praktiškai nėra „start up“ fondų, kurie investuotų tik į pradėjusias kurtis įmones, arba jeigu jų yra, tai tik ne žinių ekonomikos srityse. Dar vienas rizikos kapitalo pavyzdys gali būti Ūkio ministerijos inicijuoti verslo inkubatoriai. Jie skatina naujų verslų ir įmonių kūrimąsi, tačiau tai yra daugiau finansiniai investuotojai ir papildomas jų išskirtinis bruožas – tai vienokių ar kitokių lengvatų taikymas verslo inkubatoriuose esančioms įmonėms.

5 lentelėje pateikiama informacija apie 2010 ir 2011 metais Lietuvoje įvykdytus sandorius pagal investicijų į įmones stadiją. 2010 m. buvo investuota tik į pradžios stadijos įmones, 104 tūkst. eurų, o 2011 m. – į vėlesnės stadijos įmones daugiau nei 2 mln. eurų.



6 pav. SVĮ finansų prieinamumo indeksas: rizikos kapitalo prieinamumas, 2011 m. (Access to finance 2008)

Fig. 6. SME access to finance index: access to venture capital, 2011 (Access to finance 2008)



7 pav. Privataus kapitalo investicijų sumos (tūkst. eurų) ir BVP santykis CRE, 2010-2011 (Central and Eastern... 2012)

Fig. 7. Private equity investment by amount (in thousands of Euros) and percentage of GDP in CEE, 2010-2011 (Central and Eastern... 2012)

5 lentelė. Investavimo tipas (be banko finansavimo), tūkst. eurų 2010–2011, tūkst. eurų (Central and Eastern... 2012)

Table 5. Type of investment (no bank leverage considered), thousands of Euros 2010–2011, thousands of Euros (Central and Eastern... 2012)

Finansavimo stadija	2011	2010
Pirminio kapitalo stadija (<i>Seed</i>)	0	0
Pradžios stadija (<i>Start-up</i>)	546	104
Vėlesnė stadija (<i>Later-stage</i>)	2185	0
Iš viso rizikos	2731	104
Augimo	10 294	0
Gelbėjimo / apsvertimo (<i>Rescue / Turnover</i>)	0	1500
Kapitalo pakeitimas (<i>Replacement capital</i>)	0	0
Įsigijimo kapitalas (<i>Buy-outs</i>)	13 646	0
Iš viso	26 671	1604

Europos rizikos kapitalo asociacija pateikia informaciją apie šalyse asociacijos narėse atliktus sandorius. Pagal pristaitytą ataskaitą už 2011 m. didžiausias pokytis, į kurias investavo privatus kapitalas CRE šalyse 2011 m., buvo Vengrijoje (+20 įmonių kasmet), Lietuvoje (+18) ir Lenkijoje (+12). Vengrijoje ir Lenkijoje beveik visas augimas paremtas išskirtinai rizikos kapitalo įmonėmis, o Lietuvoje augimas buvo išbalansuotas tarp rizikos, augimo ir išpirkimo sandorių. Didžiausias sumažėjimas 2011 m. buvo Estijoje (-14) ir Slovakijoje (-12) ir abiejose dėl rizikos kapitalo sandorių sumažėjimo (Central and Eastern... 2012).

Taigi 2011 m. Lietuvoje rizikos kapitalo investicijų segmentas buvo aktyviausias – jame pasirašyta net 14 investicinių sandorių, kurių vertė siekė 2,7 mln. eurų. Veikla

šiam segmente buvo daug produktyvesnė nei 2010 m., kai buvo įvykdytos tik dvi šio tipo investicijos. Nors dauguma sandorių (12) buvo pasirašyti su jaunomis įmonėmis (angl. *start-up*), vis dėlto didžioji dalis (80 proc.) rizikos kapitalo investicijų teko dviem vėlesnės stadijos bendrovėms (angl. *later – stage ventures*) komunikacijų ir kitų vartojimo paslaugų sektoriuose. Iš viso 33 proc. rizikos kapitalo investicijų teko auštųjų technologijų įmonėms (palyginimui 2010 m. šis sektorius gavo 100 proc. visų rizikos kapitalo investicijų). Tai kartu su bendrais šio segmento rezultatais rodo, jog 2011 m. ne tik suaktyvėjo rizikos kapitalo veikla, bet šios srities investuotojai taip pat praplėtė tikslinių sektorių spektrą ir rizikos kapitalas tapo prieinamesnis įvairesniems naujai įkurtų įmonių (angl. *start-up*) projektams (Lietuvos privatus... 2012).

Apibendrinant Lietuvoje atliktas privataus kapitalo investicijas (be bankų finansinio dalyvavimo) 2007–2011 m. (6 lentelė) matyti, kad daugiausiai – 152 mln. eurų – buvo investuota 2007 m., o 2011 m. buvo investuota į didžiausią įmonių skaičių – 21. 2008 m. (kriziniais) neužfiksuota nė vieno sandorio.

Analizuojant rizikos kapitalo fondų „išėjimą“ iš finansuotų įmonių (7 lentelė), matyti, kad finansuotos įmonės buvo parduotos per analizuojamus penkerius metus su 69 mln. eurų pelnu (įmonės finansavimo (investicijų) ir pardavimo skirtumas). Kalbant apie visas CRE šalis, 2011 m. rizikos kapitalo fondai įvykdė sandorių už daugiau nei milijardą eurų pelno ir 27 mln. eurų viršijo ankstesnių ketverių metų sudarytų sandorių vertes.

Šiuo metu Lietuvoje yra du dideli rizikos kapitalo fondai – „LitCapital I“ ir „Lithuania SME Fund I“ (BaltCap), kurie buvo sudaryti naudojantis JEREMIE ir Ūkio ministerijos bendra ekonomikos skatinimo programa, bei keletas smulkesnių. JEREMIE (angl. *Joint European Resources for*

6 lentelė. Metinės investicijos, mln. eurų, 2007–2011 m. (Central and Eastern... 2012)

Table 6. Annual investments, in millions of Euros, 2007–2011 (Central and Eastern... 2012)

	2007	2008	2009	2010	2011
Metinė investicija (be banko finansavimo), mln. eurų	152	0	1	2	27
Metinė investicija, įmonių skaičius	7	0	2	3	21

7 lentelė. Rizikos kapitalo fondų turto išpardavimas Lietuvoje ir bendrai CRE šalyse (išėjimo vertė investicijų kainai), 2007–2011 (mln. eurų) (Central and Eastern... 2012)

Table 7. Divestment of venture capital funds in Lithuania and CEE countries in general (exit value at investment cost), 2007–2011 (in millions of Euros) (Central and Eastern... 2012)

	2007	2008	2009	2010	2011
Lietuva	7	23	1	2	36
Iš viso CRE	444	240	132	297	1383

Micro to Medium Enterprises) – bendra Europos Komisijos (DG Regional Policy), Europos investicijų banko grupės iniciatyva, kurios tikslas – padėti įmonėms gauti išorinių finansavimo šaltinių, naudojant dalį Europos Sąjungos struktūrinės paramos 2007–2013 m. lėšų. JEREMIE leidžia ES valstybėms narėms ir regionams dalį joms numatytų Europos Sąjungos struktūrinių fondų ir nacionalinių lėšų per kontroliuojančiuosius fondus panaudoti MVĮ finansavimui lanksčiu ir inovatyviu būdu. Ši parama yra grąžintina, o lėšos bus vėl investuojamos, todėl daugiau mažų ir vidutinių įmonių gali pasinaudoti ES lėšomis (Europos Komisija 2010).

„Lithuania SME Fund I“ rizikos kapitalo fondas – viena iš svarbių JEREMIE kontroliuojančiojo fondo veiklų, kuria remiantis 20 mln. eurų bus investuota į Lietuvos mikroįmones, mažas ir vidutines įmones (MVĮ). Fondas investuos iki 10,05 mln. Lt (3 mln. eurų) į veikiančias įmones, pasižyminčias dideliu augimo potencialu. Planuojama, kad iš viso bus investuota į 7–15 MVĮ, kurias atrinks fondą valdanti profesionali „BaltCap“ komanda. 69 mln. litų (20 mln. eurų) dydžio fondui skirta per 48 mln. litų (14 mln. eurų) iš EIF valdomo JEREMIE kontroliuojančiojo fondo. Be to, beveik 21 mln. litų (6 mln. eurų) investuoja žinomi instituciniai investuotojai, iš jų „SEB Venture Capital“, „LHV Asset Management“, „Swedbank investicijų valdymas“ bei „DnB NORD investicijų valdymas“. „BaltCap fondas“ 2010–2011 m. investavo į UAB „Impuls“, „Yglė“, UAB „Kelprojektas“. Buvusios žymiausios investicijos praeityje: UAB „Voira“, UAB „Daily Service“, UAB „Kraitėnė“, AB „Snaigė“, AB „Švyturys“. 2012 m. įmonė investavo į „Yplan“, Šeimos medicinos kliniką ir „Cofee-in“ (BaltCap 2012).

„LitCapital I“ yra rizikos kapitalo fondas, kurio dydis – 20 mln. eurų. 14 mln. eurų investavo Europos investicijų fondas, likusios investicijos buvo pritrauktos iš kitų investuotojų. Keletas žymesnių anksčiau atliktų investicijų: „Sonex“, „Bauhof“, „Sportland“, „Talleg“, „TD Baltic“ ir kt. Fondo investicijos yra ilgalaikės. „LitCapital“ fondas investuoja į privačių įmonių plėtrą, o ne į *start-up* įmones. Yra siekiama įmonių, į kurias investuojama, spartaus vertės augimo. Ši vertė realizuojama vėliau, pardavus valdomas akcijas. Šiuo metu įmonės portfelį sudaro UAB: „Lignoterma“, „Putokšnis“, „Brolis Semiconductors“, „NNL LT“ (LitCapital 2012).

Lietuvoje daugiausia rizikos kapitalo investicijų sulaukia apdirbamosios pramonės įmonės, tačiau iš dalies pasitvirtino ir pasaulinė tendencija – investicijos į aukštųjų technologijų sektorių. Tiesa, jų buvo labai nedaug. Rizikos kapitalo įmonės Lietuvoje nelinkusios investuoti į inovatyvų verslą (jį vertina kaip per daug rizikingą) ar naujai besikuriančią įmonę (per ilgą grąžos laikotarpį), nes mano, kad nesulauks tikėtinos grąžos, kai gali sėkmingai pasipelninti investavusios kitur.

Apibendrinant situaciją Lietuvoje galima teigti, kad nors ir nedaug, tačiau naujos finansavimo priemonės atranda savo

vietą rinkoje. Siekiant paspartinti šių fondų aktyvumą, būtina plačiau informuoti įmonių vadovus apie jų veiklos principus, privalumus ir galimus įmonių savininkų veiklos apribojimus.

7. Valstybinis rizikos kapitalo fondų investicijų skatinimas

Lietuva, įstodama į Europos Sąjungą, įsipareigojo vykdyti bendrijos reikalavimus, nutarimus, laikytis bendros politikos. Bendrija yra nustačiusi tam tikras gaires, kaip valstybėms skatinti rizikos kapitalo fondo investicijas. Jomis naudojantis, turėtų būti sudaroma programa ir nustatomos priemonės, padedančios skatinti rizikos kapitalo fondų investicijas. Priemonės, kurios skatina teikti rizikos kapitalą tikslinėmis priemonėmis ir didina įmonės pelną, yra šios (Bendrijos gairės... 2006):

a) investicinių fondų (rizikos kapitalo fondų), kuriuose valstybė yra partnerė, investuotoja arba dalyvė, net jei ir mažiau palankiomis sąlygomis nei kiti investuotojai, buvimas;

b) rizikos kapitalo investuotojams ar rizikos kapitalo fondams teikiamos garantijos, užtikrinančios tam tikrą investicijų nuostolių dalies padengimą, arba garantijos, suteikiamos investuotojų (fondų) paskoloms investuoti į rizikos kapitalą, jei valstybės dengiamų galimų nuostolių dalis neviršija 50 proc. garantuotos investicijos nominalios sumos;

c) kitos finansinės priemonės, palankios rizikos kapitalo investuotojams ar rizikos kapitalo fondams papildomai skirti lėšų investicijoms;

d) fiskalinės paskatos investiciniams fondams ir (arba) jų vadovams arba investuotojams imtis investicijų į rizikos kapitalą.

Valstybės vaidmuo, kuriant ir vystant rizikos kapitalo sektorių, gali būti tiesioginis ir netiesioginis. Tiesioginis – skatinant kapitalo pasiūlą, skiriant lėšų fondui sudaryti. Netiesioginis – kuriant institucinę sistemą, sudarant teises ir mokesťines sąlygas pritraukti lėšas, efektyviai organizuojant jų investavimą ir pelno paskirstymą. Ne paskutinėje vietoje turi būti ir švietimas. Lietuvoje turi pradėti veikti naujas rizikos kapitalo fondas „Creative Innovation Development“ (CID), kurio pagrindinis tikslas – sumažinti atotrūkį tarp mokslo ir verslo, investuojant į komercinį potencialą turinčias idėjas, sukurtas universitetuose. CID fondas investuos į pačios ankstyviausios stadijos verslus, kuriančius aukštasias technologijas (Inovacijų plėtra 2013).

Išvados

Smulkusis ir vidutinis verslas – vieni svarbiausių veiksmų, kuriančių bendrą vidaus produktą. Tokioms įmonėms dažnai reikia skolintų lėšų. Vyrauja dvi lėšų skolinimosi galimybės: paskola arba kapitalo investicija. Deja, ne visos įmonės atitinka paskolos teikimo reikalavimus, didžiausia problema tampa įmonės nesugebėjimas užtikrinti turimu turtu įsipareigojimų vykdymą. Alternatyva paskolai yra skolinto

kapitalo investicija. Rizikos kapitalo fondas – vienas iš tokio finansavimo šaltinių, naudojamų aprūpinti nuosavu kapitalu įmones, nekotiruojamas akcijų biržoje. Investicijos gali būti naudojamos naujoms technologijoms ir produktams vystyti, apyvartiniam kapitalui padidinti, įsigijimams ar kompanijos balansui sustiprinti.

Išskiriami keturi įmonės finansavimo etapai, į kuriuos investuoja fondai: pirminio kapitalo, pradžios, ankstyvosios plėtros etapas ir ekspansija. Priklausomai nuo investavimo strategijos pasirenkamas etapas, į kurį bus investuojama. Kuo ankstyvesnis etapas, tuo rizika aukštesnė, tačiau ir laukiama grąža yra didesnė.

Svarbiausi rizikos kapitalo fondo gyvavimo etapai – investicijų pritraukimas ir tikslingas jų naudojimas. Fondas gali būti formuojamas taikant informacinį memorandumą. Tai dokumentas, kuriame aiškiai nurodoma fondo investavimo strategija, investicijų valdytojų komanda, pristatomos potencialios įmonės, į kurias planuojama investuoti ir pan. arba gaunant finansavimą iš Europos Sąjungos. Pritraukus investuotojus, imamasi fondo investicinės veiklos.

Pasirinkus investuotiną įmonę, atliekamas jos auditas. Ji vykdo fondo suburta vadybininkų komanda. Audito metu peržiūrimos sutartys ir įvertinamos jų įgyvendinimo galimybės. Kai investuojama į naują sritį, dažnai pasitelkiami ekspertai iš išorės. Šiame etape investicijų valdytojas taip pat turi apsvarstyti tinkamas investicijų objekto valdymo paskatas, saugumo politiką ir pasitraukimo teises, fondo dalyvavimą investicinio objekto valdyboje, veto teises ir pan. Daug dėmesio skiriama įmonės, į kurią investuoja, vadybininkų verslumo įgūdžiams.

Audito proceso metu detalai peržiūrimas įmonės verslo planas, nustatomas finansavimo injekcijų poreikis ir jų suteikimo planas. Auditui priėmus teigiamą sprendimą, rizikos kapitalo fondas įmonei pateikia šio sandorio nuostatas ir sąlygas dėl kapitalo injekcijų formos ir sumos, valdymo pakeitimų ir paskatų, atstovavimo valdybos taryboje, veto teisės, biudžeto tvirtinimo ir ataskaitų, pasitraukimo proceso kontrolės ir pan. Yra numatomas laikas, per kurį įmonė turi apsispręsti priimti ar atmesti pasiūlymą. Patvirtinus pasiūlymą užpildomi ir pasirašomi visi reikalingi dokumentai, ir sandoris laikomas užbaigtu.

Prieš priimant sprendimą, ar investuoti į tam tikrą įmonę, rizikos kapitalo fondo valdytojai įvertina jos patrauklumą ir nustato, ar investicija duos laukiamą grąžą. Norint objektyviai įvertinti finansinę įmonės būklę ir veiklos rezultatus, reikia apskaičiuoti absoliučiuosius ir santykinius finansinius rodiklius. Be finansinės analizės, būtina vertinti kokybines ir kiekybines įmonės galimybes, tokias kaip aiškus strateginis kompanijos vystymosi planas, verslo koncepcija, netgi aukščiausio lygio vadovų komandos profesionalumo lygis, galimybė išlaikyti konkurencinį pranašumą ir, žinoma, gebėjimas generuoti būsimus pinigų srautus. Labai svarbus yra ir šalies politikos, ūkio šakos ir rinkos įvertinimas.

Lietuvoje išlieka sunkumų, analizuojant rizikos kapitalo fondų veiklą, dėl viešai prieinamos informacijos trūkumo ir menko pačios rizikos kapitalo rinkos išsivystymo. Lietuvoje veikiantys rizikos kapitalo fondai praktiškai neinvestuoja į tik pradėjusias kurtis įmones, vadinamas „start up“. Dažniausiai šių fondų investicijos nukreiptos į jau egzistuojančių įmonių plėtros finansavimą. Lietuvoje veikia du pagrindiniai rizikos kapitalo fondai, kurie investuoja tik į lietuviško kapitalo įmones – tai „LitCapital I“ (LitCapital) ir „Lithuania SME Fund I“ (BalCap). Jie buvo sudaryti, naudojantis JEREMIE bei Ūkio ministerijos bendros ekonomikos skatinimo programos lėšomis. Abiejų fondų dydis – po 20 mln. eurų, Europos investicijų fondas investavo po 14 mln. eurų, likusi suma buvo surinkta iš institucinių investuotojų. 2011 m. pasirašyta net 14 investicinių sandorių, kurių vertė siekė 2,7 mln. eurų. Veikla šiame segmente buvo kur kas aktyvesnė nei 2010 m., kai buvo pasirašytos tik dvi tokio tipo sutartys. Lietuvoje daugiausia investuojama į apdirbamosios pramonės sektorių, tačiau po truputį aktyvėja investicijos ir į aukštąsias technologijas. Analizuojant rizikos kapitalo fondų veiklą Lietuvoje, visų pirma susiduriama su informacijos trūkumu bei nesistemišku duomenų pateikimu. Lietuvoje nėra organizacijos, kuri būtų atsakinga už tokių duomenų rinkimą ir visuomenės informavimą. Susikūrusi Rizikos kapitalo fondų asociacija vienija ne visas valdymo įmones, asociacija jungia ir kai kurias konsultacines įmones, advokatų kontorą. Daugiausia duomenų galima gauti iš Europos rizikos kapitalo fondų asociacijos. Naujausius duomenis pateikia tik patys rizikos kapitalo fondai savo tinklalapiuose apie įvykdytus sandorius.

Vertinant finansų prieinamumą, Lietuva užima gana aukštą vietą ne tik tarp CRE, bet ir ES šalių. Tačiau bendras visuomenės ir verslininkų informuotumas yra žemas. Kita vertus, ir patys verslo atstovai nėra aktyvūs dėl galimos įtakos savo įmonės veiklai praradimo – dažnam jų labiau rūpi dabartinė asmeninė finansinė situacija nei įmonės veiklos tęstinumas. Todėl valstybės institucijos turėtų imtis ne tik tokių fondų kūrimo ir jų veiklos aplinkos tobulinimo, bet ir verslo atstovų švietimo.

Literatūra

- Access to Finance 2008* [interaktyvus]. European Commission. 2009 [žiūrėta 2013 m. sausio 19 d.]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/europe2020/pdf>.
- Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe. Yearbook 2012*. European Venture Capital Association [interaktyvus], [žiūrėta 2013 m. vasario 10 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.evca.eu>.
- Aronson, D. H. 2011. *Venture Capital. A Practical Guidebook for business Owners, Managers and Advisors*. RR Donnelley.
- BaltCap* [interaktyvus], [žiūrėta 2012 m. balandžio 15 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.baltcap.com/>

- Bendrijos gairės dėl valstybės pagalbos rizikos kapitalo investicijoms į mažąsias ir vidutines įmones skatinti* (2006/C 194/02). Europos Sąjungos oficialusis leidinys, 2006 06 18.
- Central and Eastern Europe Statistics 2011* [interaktyvus]. European Venture Capital Association 2012 [žiūrėta 2012 m. gruodžio 19 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.evca.eu>
- Christofildis, C.; Debande, O. 2001. *Financing Innovative Firms through Venture Capital* [interaktyvus], [žiūrėta 2012 m. vasario 19 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.eib.org>
- Creating Lasting Value: yearbook 2011* [interaktyvus]. European Venture Capital Association [žiūrėta 2013 m. vasario 10 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.evca.eu>
- Eldridge, D. 2007. Optimal Allocation of Decision Rights for Value-adding in Venture Capital. *Management Decision* 45(5): 897–909. <http://dx.doi.org/10.1108/00251740710753701>
- European Commission. 2006. *Developing European Private Equity. Report of the Alternative Investment Expert Group* [interaktyvus], [žiūrėta 2013 m. sausio 19 d.]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docsother_docs/reports/equity_en.pdf
- Europos Komisija [interaktyvus], [žiūrėta 2012 m. balandžio 21 d.]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/jeremie_lt.cfm#1
- Gimmon, E. 2008. Entrepreneurial Team-Starts and Teamwork: Taking the Investors' Perspective, *Team Performance Management* 14(7): 327–339. <http://dx.doi.org/10.1108/13527590810912313>
- Girdzijauskas, S. 2005. *Finansinė analizė*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
- Gompers, P.; Lerner, J. 2006. *The Venture Capital Cycle*. Cambridge (Mass): MIT Press.
- Inovacijų plėtra* [interaktyvus]. Invega, UAB [žiūrėta 2013 m. sausio 19 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.invega.lt>
- Yang, Y. 2012. Bilateral Inter-Organizational Learning in Corporate Venture Capital Activity: Governance Characteristics, Knowledge Transfer, and Performance, *Management Research Review* 35(5): 352–378. <http://dx.doi.org/10.1108/01409171211222278>
- Khanin, D.; Baum, R.; Mahto, R. V.; Heller, Ch. 2008. Venture Capitalists' Investment Criteria: 40 years of Research, *Small Business Institute* [interaktyvus] 35: 187–191 [žiūrėta 2012 m. birželio 19 d.]. Prieiga per internetą: <http://sbaer.uca.edu/research/sbi/2008SBIPROCEEDS/20.pdf>
- Lietuvos privataus kapitalo rinkos apžvalga, 2011 m.* [interaktyvus]. Lietuvos rizikos kapitalo asociacija. 2012 [žiūrėta 2012 m. balandžio 15 d.]. Prieiga per internetą: <http://rizikoskapitalas.eu/sites/rizikoskapitalas.eu>
- LitCapital* [interaktyvus], [žiūrėta 2012 m. balandžio 15 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.litcapital.lt/LT/>
- Mackevičius, J.; Valkauskas, R. 2010. Integruota įmonės finansinės būklės ir veiklos rezultatų analizės metodika, *Business: Theory and Practice* [Verslas: teorija ir praktika] 11(3): 213–221.
- Mačerinskienė, I.; Ivaškevičiūtė, L.; Sabaitė, G. 2002. Smulkaus ir vidutinio verslo plėtros galimybės ir jų problemos, *Socialiniai mokslai* 2(34): 35–46.
- Mayer, C.; Shoors, K.; Yafeh, Y. 2003. Sources of Funds and Investment Strategies of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK, *Journal of Corporate Finance* [interaktyvus], [žiūrėta 2012 m. birželio 15 d.]. Prieiga per internetą: <https://biblio.ugent.be/input/download?unc=downloadFile&recordOid=367970&fileOid=1129393>
- Metrick, A.; Yasuda, A. 2011. *Venture capital and finance of innovation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Rutkauskas, A. V. 2006. *Konkurencingo verslo projektavimas: monografija*. Vilnius: Technika.
- Tarptautiniai finansinės atskaitomybės standartai 2007* [interaktyvus], [žiūrėta 2012 m. balandžio 15 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.aat.lt>
- Zacharakis, A. 2010. *Venture Capitalists Decision Making, Venture Capital: Investment strategies, Structure and Policies*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Daiva JUREVIČIENĖ. Doctor of Social Sciences. Assoc. Prof. of Department of Finance Engineering, Vilnius Gediminas Technical University. Research interests: personal finances, investments (macro and micro level), banking, risk management.

Aistė MARTINKUTĖ. Bachelor of Business Management, Vilnius Gediminas Technical University.