

**VILNIAUS UNIVERSITETO
KAUNO HUMANITARINIO FAKULTETO**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

Apskaitos, finansų ir bankininkystės studijų programa
Kodas 62404S102

KRISTINA BUTKEVIČIŪTĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

**ALTERNATYVIOSIOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS LIETUVOJE
VEIKLOS PRIELAIDŲ VERTINIMAS**

Kaunas 2011

**VILNIAUS UNIVERSITETO
KAUNO HUMANITARINIO FAKULTETO**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

KRISTINA BUTKEVIČIŪTĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

**ALTERNATYVIOSIOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS LIETUVOJE
VEIKLOS PRIELAUDŲ VERTINIMAS**

Darbo vadovas _____
(parašas)

(darbo vadovo mokslo laipsnis,
mokslo pedagoginis vardas,
vardas ir pavardė)

Magistrantas _____
(parašas)

Darbo teikimo data _____

Registracijos Nr. _____

Kaunas 2011

TURINYS

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS	4
LENTELIŲ IR PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS	5
ĮVADAS	7
1. ALTERNATYVIOSIOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS YPATYBĖS	9
1.1 AVPR pagrindinės charakteristikos ir dalyviai	9
1.2. AVPR veiklos prielaidos ir rezultatai	19
2. AVPR VEIKLOS VERTINIMAS.....	29
2.1 SVV įmonių išorinio finansavimo galimybių Lietuvoje apžvalga	29
2.2. NASDAQ OMX Baltijos šalių biržoje alternatyviosios ir reguliuojamosios rinkų skirtumai	38
2.3. Londono vertybinių popierių birža ir First North vertybinių popierių rinka.....	40
3. AVPR LIETUVOJE VEIKLOS PRIELAUDŲ VERTINIMAS	46
3.1. Tyrimo metodika ir organizavimas	46
3.2. Potencialių AVPR Lietuvos įmonių charakteristika	52
3.3. Sėkmingos AVPR veiklos prielaidų vertinimas	61
IŠVADOS	67
S U M M A R Y	69
SANTRAUKA	70
LITERATŪROS SĄRAŠAS	71
PRIEDAI.....	76

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS

AVPR – alternatyvioji vertybinių popierių rinka

IPO („Initial Public Offering“) – pirminis viešas akcijų siūlymas visuomenei.

SVV – smulkus ir vidutinis verslas

VP – vertybiniai popieriai

EK – Europos Komisija

OTC(Over-the-counter) – užbiržinė prekyba

ES – Europos Sąjunga

FTSE - Londono vertybinių popierių birža, 2007 metais įsigijusi Italijos vertybinių popierių biržą (Borsa Italiana)

RK – Rizikos kapitalas

RKF – Rizikos kapitalo fondas

KIS – Kolektyvinio investavimo subjektas

AIM (Alternative Investment Market) – Londono alternatyvi vertybinių popierių rinka

NASDAQ OMX Group, Inc. biržų operatorė.

LENTELIŲ IR PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė AVPR pagrindinės charakteristikos	13
2 lentelė SVV įmonių plėtros etapų ir jų finansinių charakteristikų sąryšio teorinis pagrindimas	18
3 lentelė AVPR palyginimas	26
4 lentelė AVPR veiklos vertinimo kriterijai	27
5 lentelė Pagrindinių „verslo angelų“ ir rizikos kapitalo Lietuvoje studijų apžvalga	30
6 lentelė Reguluojamos rinkos ir alternatyviosios rinkos First North reikalavimų įmonėms reikalavimų palyginimas	33
7 lentelė Įtraukimo bei kitų kriterijų skirtumai alternatyvioje ir reguliuojamoje rinkoje	39
8 lentelė Atrankos ir palyginamosios analizės kriterijai	48
9 lentelė „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. Pardavimus“ ir „Gazelės 2010“ pagal ekonominės veiklos rūšis	53
10 lentelė Projektuojama įmonių struktūra pagal pirmą First North scenarijų	55
11 lentelė Projektuojama įmonių struktūra pagal antrą First North scenarijų	56
12 lentelė Potencialių pagal pirmąjį scenarijų First North rinkoje kotiruojamų Lietuvos įmonių pardavimai ir ikimokestinis pelnas	57
13 lentelė Potencialių pagal antrąjį scenarijų First North rinkoje kotiruojamų Lietuvos įmonių pardavimai ir ikimokestinis pelnas	59
14 lentelė Finansų struktūros rodikliai pagal ekonominės veiklos rūšis AIM 2010 m.	59
15 lentelė Pelningumo rodikliai pagal ekonominės veiklos rūšis AIM 2010 m.	60
16 lentelė Likvidumo rodikliai pagal ekonominės veiklos rūšis AIM 2010 m.	60
17 lentelė Akcijų kainas 2010 m. Lietuvoje įtakojantys pagrindiniai veiksniai	63

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Pagrindiniai AIM dalyviai	16
2 pav. SVV įmonių plėtros etapų ir finansavimo formų priklausomybė	19
3 pav. First North nauda įmonės savininkui ir įmonei	33
4 pav. Kelias į First North	34
5 pav. IPO tinkamumo įmonėms vertinimas	36
6 pav. AIM įmonių pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos sektorius 2009 gruodžio mėn.	41

7 pav. First North Šiaurės šalyse įmonių pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos sektorius 2009 m. gruodžio mėn.....	41
8 pav. 2008 m. AIM rinkos kapitalizacija pagal sritis (£m)	42
9 pav. 2009 m. AIM rinkos kapitalizacija pagal sritis (£m)	43
10 pav. 2010 m. AIM rinkos kapitalizacija pagal sritis (£m)	44
11 pav. First North Šiaurės šalyse įmonių pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos sektorius 2009 m.	44
12 pav. Įmonių pasiskirstymas pagal akcijų rinkos vertę 2009 m. skirtingose rinkose	45
13 pav. AVPR Lietuvoje veiklos prielaidų tyrimo nuoseklumas, remiantis geriausios praktikos siekimo metodu	47
14 pav. AIM statistika 1995-2010 m.	49
15 pav. First North statistika 2008-2010 m.	49

ĮVADAS

Temos aktualumas. Vertybinių popierių biržos siūlo pagrindinę – reguliuojamą vertybinių popierių rinką didelėms bendrovėms. Augančioms mažoms ir vidutinėms įmonėms, norinčioms plėstis bei pritraukti papildomo kapitalo, siekiant patekti į naujas rinkas ir įgyti konkurencinio pranašumo, reikalingos platesnės galimybės, neužtenka tik tradicinių finansavimo šaltinių. Finansinių lėšų pritraukimas yra būtina įmonių steigimo ir jų tolesnės plėtros užtikrinimo sąlyga. Tai vienas iš didžiausių sunkumų, su kuriais susiduria dauguma tokių bendrovių dėl savo aukštesnės veiklos rizikos, sunkiau prognozuojamos investicijų gražos. Tai yra lyg kertinis akmuo, norint įmonei pritraukti naujus investuotojus, partnerius bei klientus.

Todėl joms būtina alternatyvi vertybinių popierių rinka (AVPR), pasižyminti mažesniais reikalavimais nei pagrindinės rinkos.

Europos Komisija išvelgdama alternatyvios rinkos naudą užsienio šalių biržų patirtimi tokių kaip London stock exchange - Alternative Investment Market (AIM) ir NASDAQ OMX, First North, skatina įvairių institucijų ir valstybių tarpusavio dialogą bei ragina imtis priemonių alternatyviosioms vertybinių popierių rinkoms plėtoti.

Problemos ištyrimo lygis. Nors šią temą specialistai analizuoja įvairiais aspektais, tačiau autorių nagrinėjančių AVPR yra mažai, ypač Lietuvoje.

Dauguma studijų orientuojasi į pirminio viešo įmonės akcijų siūlymo visuomenei (IPO) problematiką (V. Bagdanavičiūtė, G. Giudici ir P. Roosenboom, I. Filatotchev, M. Wright bei M. Arberk, S. A. Franzke ir t.t.), kiti tiria AVPR nesėkmių priežastis (H. P. Burghof ir A. Hunger), rinkoje kotiruojamų akcijų riziką (E. Novak, autorių kolektyvas J. Board, A. Dufour ir kt.).

Vis dėlto pasigendama AVPR atsiradimo ir veiklos prielaidų metodologinio pagrindimo. Platesnį požiūrį pateikia M. Giorgino ir E. Magnani, taip pat C. Saublens, Europos Komisija. Kurie nagrinėja smulkaus ir vidutinio verslo (SVV) įmonių plėtros etapų, finansinių charakteristikų ir finansavimo formų priklausomybę. Strazdas ir kt. aptaria aktualias inovacijų plėtojimo problemas. R. Jasinavičius ir kt. analizuoja priemones, lengvinančias SVV įmonių priėjimą prie finansinių išteklių. Šis darbas turi taikomąją reikšmę analizuojant AVPR. Leidžia atskleisti šios rinkos svarbą.

Darbo objektas: alternatyvioji vertybinių popierių rinka.

Darbo tikslas - atlikus teorinę AVPR analizę bei atsižvelgus į jau veikiančių jų patirtį, įvertinti AVPR Lietuvoje veiklos prielaidas, jas įtakančių aplinkos veiksnių ir potencialių šioje rinkoje kotiruotis įmonių atžvilgiais.

Siekiant iškelto tikslo spendžiami tokie **uždaviniai:**

1. Išanalizuoti AVPR pagrindines ypatybes;
2. Apžvelgti Lietuvos smulkaus ir vidutinio verslo įmonių išorinio finansavimo galimybes;
3. Išanalizuoti galimų AVPR dalyvių charakteristikas;
4. Įvertinti AVPR Lietuvoje sėkmingos veiklos prielaidas.

Darbe naudoti tyrimo metodai. Siekiant teoriniu lygmeniu išanalizuoti alternatyviosios vertybinių popierių rinkos atsiradimo ir veiklos prielaidas, naudota sisteminė ir lyginamoji mokslinės literatūros analizė. Atliekant projektavimą, pasirinktas geriausios praktikos siekimo metodas.

Darbo struktūra. Baigiamąjį darbą sudaro trys pagrindinės dalys. Pirmoje darbo dalyje „ALTERNATYVIOSIOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS YPATYBĖS“ pirmiausia yra nagrinėjamos pagrindinės AVPR charakteristikos ir dalyviai. Taip pat atliekama alternatyviosios vertybinių popierių rinkos veiklos prielaidų ir rezultatų analizė.

Antroje baigiamojo darbo dalyje „AVPR VEIKLOS VERTINIMAS“ apžvelgiamos šalies smulkaus ir vidutinio verslo įmonių išorinio finansavimo galimybės, pabrėžiant mokslinių studijų, susijusių su alternatyviaja vertybinių popierių rinka, trūkumą. Išskiriami alternatyviosios ir reguliuojamosios rinkų skirtumai.

Trečiojoje darbo dalyje „AVPR LIETUVOJE VEIKLOS PRIELAIIDŲ VERTINIMAS“ pateikiamas AVPR Lietuvos įmonių pagal ekonomines veiklos rūšis scenarijai, kurie gali būti vertinami kaip sėkmingos alternatyviosios vertybinių popierių rinkos Lietuvoje veiklos prielaidos. Pabaigoje įvertinamos ir kitos sėkmingos veiklos prielaidos, jai įtakos turintys aplinkos veiksniai. Taip pat numatomos įmonių kotiravimosi perspektyvos.

Darbo apribojimai ir sunkumai. Nagrinėjant AVPR visų pirma iškyla mokslinių studijų trūkumo problema. Kyla neaiškumai dėl vieningų terminų naudojimo, susiduriama su integruoto požiūrio stoka. Kadangi SVV įmonės neprivalo skelbti finansinių rodiklių viešai, iškilo sunkumų vertinant įmonių parametrus.

Pagrindinė darbo medžiaga aprašyta 60 puslapių, įskaitant 17 lentelių, 15 paveikslų. Taip pat pateikiami 7 priedai. Panaudotos literatūros sąrašą sudaro 51 šaltinis.

1. ALTERNATYVIOSIOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS YPATYBĖS

Alternatyviosios vertybinių popierių rinkos (toliau - AVPR) teoriniai aspektai pirmiausia apima AVPR sampratos analizę, siekiant išsiaiškinti, ar ji yra visuotinai priimtina, ir tikintis suteikti aiškumo, nagrinėjant šios rinkos problematiką tolimesnėse darbo dalyse. Atskleidus pagrindines AVPR charakteristikas, pereinama prie jos dalyvių identifikavimo bei AVPR svarbos vertinimo smulkaus ir vidutinio verslo (toliau - SVV) įmonių finansavimo kontekste.

Teorinių aspektų vertinimas baigiamas atliekant AVPR veiklos prielaidomis ir rezultatais.

1.1 AVPR pagrindinės charakteristikos ir dalyviai

Alternatyvi vertybinių popierių rinkos istorijos pradžia – 1971 metai. „Neuer Markt“ sėkmingai veikia Vokietijoje, „Alternext“ Prancūzijoje ir AIM Londone. Pastaroji laikoma pioniere Europoje, nes buvo įsteigta 1995-aisiais ir turi virš trijų tūkstančių bendrovių, kurių bendra rinkos kapitalizacija viršija 60 mlrd. GBP.

Tačiau pačia pirmąja alternatyvia rinka galima laikyti 1971 metais pradėjusią veikti NASDAQ OMX. Ten buvo atverta galimybė investuoti į naujas, mažas, tačiau ambicingas ir greitai augančias bendroves, kurioms listingavimasis reguliuojamoje rinkoje buvo neprieinamas. Tokia galimybė tąkart pasinaudojo „Microsoft“. Pagal bendrovių skaičių antra didžiausia Europoje yra minėtoji OMX „First North“, kuri greitai metu, be Baltijos šalių, dar bus įdiegta Suomijoje ir Islandijoje.

Alternatyvios vertybinių popierių rinkos problematiką atstovaujančios mokslinės ir kitos literatūros analizė rodo, jog tyrimai šioje srityje pradėti maždaug 1970 - 1980 m., tačiau pastebimas integruoto požiūrio trūkumas ir pasigendama sutarimo dėl vieningų sąvokų naudojimo. Dėl šios priežasties tikslinga yra pirmiausia pristatyti bei palyginti įvairių specialistų ir kompetetingų institucijų pateikiamus AVPR apibrėžimus, t.y. kam ji skirta ir kas jai būdinga.

Pasaulyje yra daug įvairių SVV įmonių finansinių išteklių pritraukimo kapitalo rinkose programų, kurios skiriasi savo pavadinimais, apibūdinimais ir tuo, kaip yra skirstomos. Tai apsunkina užsienio emitentams bei investuotojams suprasti jų kilmės esmę ir teikiamą naudą. Atliktoje pasaulio vertybinių popierių (toliau - VP) biržų apžvalgoje 2006 m., B. Smith (2006) išskiria šias jų kategorijas:

- SVV įmonių alternatyvios rinkos (angl. SME Alternative Markets);
- SVV įmonių biržos (angl. SME Exchanges);
- SVV įmonių kotiravimosi sąrašai (angl. SME Listing);
- Antrosios pakopos rinkos (angl. Secondary tiers);
- Augimo rinkos kotiravimosi sąrašai (Growth market listings);

- SVV įmonių prekybos tarybos (angl. Boards of Trade);
- Užbiržinės rinkos (angl. Over the counter (OTC) markets).

Anot B. Smith, pasitaiko, jog egzistuoja ir jų kombinacijos vienoje rinkoje. Tačiau, kaip teigia R. Dianxin (2003), visos jos iš esmės teikia aprūpinimo finansiniu kapitalu paslaugas mažoms modernioms, didelio augimo ir rizikos įmonėms, turinčioms vystymosi potencialą. Šios rinkos atlieka „(...) inkubatoriaus vaidmenį arba sudaro augimo pagrindą, funkcionuodamos tarsi tramplinas SVV įmonėms iškilti.“ (Dianxin, 2003). Tai iš esmės patvirtina ir B. Smith išskirtų arba panašių sąvokų paaiškinimai skirtinguose literatūros šaltiniuose.

Anot J. Smullen ir N. Hand (2005), antrosios pakopos rinka - tai VP rinka, kuri pasižymi įmonėms taikomais švelnesniais kotiravimosi reikalavimais lyginant su pagrindine rinka (angl. Main market). Nors antrosios pakopos rinka turi būti efektyviai reguliuojama, įėjimo į rinką ir ataskaitų teikimo reikalavimų vykdymas yra pigesnis.

Panašų apibūdinimą pateikia ir Europos Komisijos (EK) „Įmonių ir pramonės generalinis direktoratas“, tačiau naudoja augimo akcijų rinkos (angl. Growth stock market) sąvoką. Kai kuriais atvejais skirtingi rinkos segmentai išsiplečia iki užbiržinės prekybos (OTC) rinkų, kur VP prekiaujama jų nekotiruojant. J. Yoo (2007), P. Secrett (2007) bei kiti autoriai naudoja dar kitas sąvokas, kaip, pavyzdžiui, naujosios rinkos (angl. New markets). J. Yoo (2007) jas apibūdina kaip specializuotas kapitalo, atskirtas nuo pagrindinės rinkos, biržos. Tokios naujos iniciatyvos kyla pripažįstant, jog šis kapitalo rinkos segmentas gali teikti rizikos kapitalą perspektyviems verslininkams, skatinantiems inovacijas, kas yra svarbu pastoviam ekonominiam augimui.

M. Omran (2007), Kairo ir Aleksandrijos VP biržos valdybos vicepirmininkas, siūlo taip bendrai apibūdinti **mažos ir vidutinės kapitalizacijos rinkas**:

- Tai VP rinkos nedidelės, mažesnės kapitalizacijos įmonės (angl. Small caps), kurios nėra pasirengusios kotiruotis pagrindinėje rinkoje; arba
- tai reguliuojama kapitalo rinka, pagrindinį dėmesį skirianti SVV įmonėms, turinčioms didelį augimo potencialą, ir pasižyminti mažesniais administraciniais reikalavimais.

Reikėtų paminėti, jog daugelyje literatūros šaltinių naudojama „reguliuojamos rinkos“ SVV įmonėms sąvoka savo prasme gali skirtis dėl skirtingų valstybių teisinių nuostatų ir priežiūros reikalavimų. Šis aspektas plačiau aptariamas nagrinėjant AVPR charakteristikas. Anot NASDAQ OMX Vilnius prezidentės A. Saladžienės (American Chamber of Commerce, 2007), alternatyvioji rinka yra nereguliuojama rinka, veikianti panašiais principais kaip ir klasikinė reguliuojama VP rinka, tačiau tuo pačiu įmonėms taiko mažesnius patekimo į ją kriterijus. Reguluojama rinka yra VP rinka,

kuri atitinka visus Europos Sąjungos (ES) direktyvų reikalavimus (priėmimo, informacijos atskleidimo ir kt.).

Atlikus įvairių literatūros šaltinių analizę, galima teigti, jog visuotinai priimto vieno SVV įmonėms skirtų kapitalo rinkų, programų pavadinimo nėra, skiriasi ir prekybos jose organizavimo formos. Anot J. Yoo (2007), vienu didžiausių AVPR - Alternatyvios investavimo rinkos (toliau - AIM) D. Britanijoje, KOSDAQ P. Korėjoje ir TSX-V Kanadoje - forma prilygsta atskirai rinkai, tuo tarpu kitos veikia kaip atskiros biržos tarybos lygiagrečiai su pagrindine taryba. KOSDAQ funkcionuoja kaip atskira rinka ir po susijungimo su pagrindine rinka:

- Ji valdoma skirtingų departamentų turi savas taisyklių nusistatymo procedūras. Intensyvi konkurencija finansų rinkoje paskatino vertybinių popierių biržas jungtis į stambesnius darinius, taip sumažinti savo veiklos sąnaudas, didinti prekybos apimtis, lengviau ir greičiau pritraukti naujas bendroves. Per pastaruosius metus įvyko tokie stambiausi susijungimai/įsigijimai:

- Pirmas tarpkontinentinis biržų susijungimas įvyko 2007 metais tarp Niujorko vertybinių popierių biržos (NYSE) ir Europos biržų operatorės "Euronext". Šio suliejimo pasekoje įvyko dar keletas stambių biržų susijungimų. Po NYSE Euronext sukūrimo, grupė įsigijo Amerikos biržą (American Stock Exchange AMEX). Šiuo metu NYSE Euronext prekybos sąrašuose skaičiuojama apie 4 300 bendrovių. Pagrindiniai biržos indeksai NYSE Composite, Euronext 100, AEX, Bel 20, CAC 40, PSI .

- 2008 metais buvo sukurta biržų operatorė NASDAQ OMX Group Inc., susijungus JAV biržai NASDAQ Stock Market Inc. ir Skandinavijos ir Baltijos šalių biržų operatorėi OMX AB. Savo prekybos sąrašuose ši grupė turi daugiau nei 3 800 bendrovių iš 50 šalių, ir yra viena didžiausių tarp svarbiausių vertybinių popierių rinkų, plačiausiai atstovaujama pagal geografinį bendrovių pasiskirstymą. Biržoje NASDAQ OMX Group prekiaujama gerai žinomų bendrovių akcijomis, tokių kaip Yahoo!, Starbucks, Microsoft, Apple, Amazon.com, Google, Volvo, Nokia, Scandinavian Airlines, Calsberg ir daugelio kitų. Pagrindiniai biržos indeksai NASDAQ -100 Index, NASDAQ Composite Index, OMX Nordic 40 Index, OMX Baltic Index. NASDAQ OMX yra listinguojama bendrovė ir yra įtraukta į Jungtinių Amerikos Valstijų įmonių akcijų kainų S&P 500 indeksą, kurio bazę sudaro 500 pirmaujančių įmonių svarbiausiuose Jungtinių Amerikos Valstijų sektoriuose akcijos.

- Europoje konsoliduojasi ir mažesnės vertybinių popierių biržos. Kaip pavyzdys galėtų būti Vienos vertybinių popierių birža (Wiener Börse) įsigijusi Prahos vertybinių popierių biržos pagrindinį akcijų paketą. Vienos vertybinių popierių birža jau yra įsigijusi kitų Centrinės ir Rytų Europos, būtent Budapešto ir Liubianos, vertybinių popierių biržų akcijas.

- Azijoje viena didžiausių pasaulio biržų yra Tokijuje. Kitaip negu kitose pasaulio vertybinių popierių biržose, čia buvo ilgai išsaugota „gyva“ akcijų prekyba biržos prekybos salėje. Pagrindinis biržos indeksas – Nikkei.

Pasaulyje egzistuoja gana daug SVV įmonių kotiravimosi galimybių, net jei tik mažiau kaip trečdalis šalių, turinčių VP biržas, imasi tokios iniciatyvos. Tačiau reikėtų pridurti, jog daugelis programų egzistuoja dar pakankamai trumpą laiką, todėl kyla jų ilgaamžiškumo ir veiklos efektyvumo klausimas. Dėl šios priežasties labai svarbu yra atsižvelgti tiek į sėkmingai veikiančių, tiek jau žlugusių SVV įmonėms skirtų kapitalo rinkų pavyzdžius, išskirti ir suvokti jų ypatybes.

Apibendrinimus įvairių autorių ir institucijų teiginius, galima padaryti tokią išvadą, jog, nepriklausomai nuo skirtingų apibrėžimų naudojimo, visų pristatytų rinkų ar programų esminė paskirtis lieka ta pati, t.y. suteikti priėjimą prie kapitalo rinkų mažesnėms didelį augimo potencialą turinčioms įmonėms. Todėl siekiant aiškumo, ir atsižvelgiant į tai, jog darbo objektas bus nagrinėjamas Lietuvos kontekste, toliau bendrai bus naudojama „alternatyviosios vertybinių popierių rinkos“ sąvoka.

Aptarus AVPR sampratą, tikslinga yra pereiti prie pagrindinių jos charakteristikų apibūdinimo. Anot P. Secrett (2007), AVPR transformuojasi konkuruodamos tarpusavyje, tapdamos progresyviomis tarptautinėmis rinkomis. Jų palyginimui ir veikimo principų suvokimui teorinio pagrindo suteikia šio autoriaus išskirtos esminės AVPR charakteristikos (žr. 1 lentelę).

Kaip jau minėta, P. Secrett straipsniuose ir apžvalgose 2003 m. ir 2007 m. AVPR įvardinamos kaip naujosios rinkos ir augimo rinkos atitinkamai, tačiau jų charakteristikos sutampa. Todėl galima daryti prielaidą, jog šios sąvokos yra adekvačios, o tai leidžia sustiprinti darbo autorės prieitą išvadą dėl bendro AVPR termino naudojimo.

Daugelyje mokslinių studijų pabrėžiama, jog AVPR yra reguliuojamos, tačiau tikslinga pastebėti, jog tai nėra adekvati sąvoka „reguliuojamoms rinkoms“ ES finansų rinkų kontekste. Ji neturi tokio paties teisinio statuso, kaip reguliuojama rinka, kurios sąvoka apibrėžta ES 2004/39/EB direktyvoje - MiFID. Vadovaujantis MiFID, rinkos operatorius turi teisę administruoti daugiašalę prekybos sistemą (DPS), kurioje pagal neleidžiančias veikti savo nuožiūra taisykles sudaromi sandoriai dėl finansinių priemonių.

Direktyvos 93/22 16 straipsniu reikalaujama, kad kiekviena valstybė narė turėtų atnaujintą reguliuojamų rinkų, kurioms ji suteikė veiklos leidimą, sąrašą.

AVPR pagrindinės charakteristikos

Charakteristikos	Apibūdinimas
Reguliuojama rinka	Rinka turi būti reguliuojama arba vertybinių popierių biržos, arba atitinkančio valdančiojo organo. OTC rinkos neįtraukiamos, nes jos yra mažiausiai reguliuojamos arba visai nereguliuojamos.
Indeksas	Rinka privalo turėti atskirą indeksą, kuris atspindėtų, kaip ji veikia.
Kotiruojamos įmonės	Dauguma įmonių paprastai yra mažos arba vidutinės kapitalizacijos, taip pat aktyvios didelio augimo sektoriuose.
Sumažinti priėmimo į rinką kriterijai	Palyginus su pagrindine rinka, jai dažnai būdingi švelnesni įmonių įėjimo reikalavimai.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis P. Secrett (2007)

1995 m. Londono vertybinių popierių biržos (LSE) įkurta AIM iš pradžių turėjo „reguliuojamos rinkos“ statusą pagal ES teisės aktus, tačiau nuo 2004 m. spalio 12 d. jis buvo pakeistas į „VP biržos reguliuojamą rinką“. Tai lėmė ES teisės akto pokyčiai, remiantis Prospekto Direktyva ir Skaidrumo Direktyva. Ši aplinkybė įgalino LSE imtis priemonių, norint išsaugoti iki tol buvusį palankų įmonių priėmimo į rinką procesą bei reguliavimo struktūrą. Dėl to AIM ir toliau pasižymi lankstumu, kas ypač aktualu mažoms augančioms įmonėms, tačiau kartu išlaiko aukštus reguliavimo standartus, charakterizavusius ir parėmusius AIM plėtrą. 2007 metais Londono vertybinių popierių birža (LSE) įsigijo Italijos vertybinių popierių biržą (Borsa Italiana). Šiuo metu tai didžiausia vertybinių popierių birža Europoje, skaičiuojanti daugiau nei 3 300 bendrovių prekybos sąrašuose. Pagrindinis biržos indeksas FTSE (NASDAQ OMX, 2010).

AIM iš visų bedrovių, 37 sektorių, 90 subsektorių ir 26 šalių. Ji turi daugiau kaip 250 kompanijų už Jungtinės Karalystės ribų, ir vis prisijungiančių bendrovių kiekvienais metais, parodo AIM gyvybingumą, kaip jaunesnių tarptautinių kompanijų finansavimo plėtrą pasaulyje. (AIM, 2011)

Kaip teigia P. Secrett (2003, 2007), AVPR paprastai yra skirtos jaunosms, mažoms, didelį augimo potencialą turinčioms ir į technologijas orientuotoms įmonėms. Tuo jos skiriasi nuo pagrindinių rinkų, kurios skirtos didesnėms, daugiau išsivysčiusioms įmonėms įvairiuose pramonės sektoriuose. Mažesnėms ir jaunesnėms įmonėms buvimas pagrindinėje rinkoje gali turėti neigimų pasekmių, nes jos būtų lyginamos su didesnius išteklius turinčiomis, geresniais rezultatais pasižyminčiomis bendrovėmis.

2008 metais prasidėjo rinkų kritimas, pasaulio finansų krizė, todėl bendrovių atėjimas į „First North“ nusikėlė“, – argumentuoja „First North“ Lietuvoje vadovas Vaidotas Užpalis. Jis mini, kad buvo viena įmonė, pasirengusi ateiti į alternatyvią rinką, tačiau nespėjo.

Bendrovė „Goldinvest Asset Management“ įsteigta 1997 metais, jos pagrindinė veikla yra tauriųjų metalų ir pramoninių prekių iš tauriųjų metalų supirkimas, apdorojimas ir pardavimas. Bendrovė taip pat prekiauja investiciniais tauriaisiais metalais (auksas, paladis, platina, sidabras ir tt)

luito ir monetų pavidalu, bei siūlo kredito paslaugą, įkeičiant tauriuosius metalus. Bendrovė įsteigė dukterinę įmonę Rusijoje ir filialą Lietuvoje. Jai priklauso UAB "VEF" ir "VEF komunikacijų Serviss" akcijų. Bendrovė nuo 2011 m. kovo 22 d. yra įtraukta prekybai į alternatyviąją rinką First North, kurios operatorė yra vertybinių popierių rinka NASDAQ OMX, Ryga.(NASDAQ OMX). Tai pirmoji baltijos šalyse bendrovė kotiruojanti akcijas alternatyviojoje rinkoje.

„Biržos sudaryta galimybe kotiruoti įmonę alternatyviojoje „First North“ rinkoje Lietuvoje tuo metu aktyviai domėjosi prekybos ir nekilnojamojo turto sektorių įmonės. Tačiau prasidėjus pasaulinei ekonominei ir finansinei krizei, smarkiai krito daugelio šių įmonių pardavimai, jos susidūrė ir su mokumo problemomis“, – pažymi UAB FMĮ „Orion Securities“ vadovas Alius Jakubėlis.

Daugelis AVPR tiesiogiai ar netiesiogiai pasirenka „jaunesniosios rinkos" (angl. Junior market) strategiją, pagal kurią jose kotiruojamos įmonės pereina į pagrindinę rinką. Tačiau KOSDAQ kaip ir NASDAQ jau nuo pat įsikūrimo pradžios veikė kaip konkuruojanti rinka ir vis dar yra konkurencinga išlaikydama dideles rizikos kapitalo kilmės (angl. Venture - backed) įmones.

Beveik visos AVPR taiko švelnesnius kotiravimosi ir priežiūros reikalavimus nei pagrindinė rinka įmonės veiklos istorijos, minimalaus akcininkų skaičiaus, finansinių rodiklių, rinkoje esančių laisvų akcijų kiekio atžvilgiais. Brazilijos Nuevo Mercado yra išimtis: ji yra nustčiusi aukštesnius standartus kotiruojamoms įmonėms nei pagrindinė rinka. AVPR paprastai nustato ir mažesnius kotiravimosi mokesčius.

Alternatyviosios vertybinių popierių rinkos dalyviai. Moksliniuose straipsniuose bei kituose literatūrose šaltiniuose atskleista AVPR praktika įvairiose šalyse rodo, jog šioje rinkoje veikia įvairūs dalyviai, turintys didelius įsipareigojimus ir atliekantys skirtingas funkcijas. Jų veiklos efektyvumas apsprendžia sėkmingą mažesnių bei perspektyvesnių įmonių „kelia" į joms skirtas kapitalo rinkas.

Europos Komisijos „Įmonių ir pramonės generalinis direktoratas" (2005) AVPR dalyvius įvardina kaip AVPR „infrastruktūrą" , kurią sudaro:

- Investuotojai;
- Tarpininkai;
- SVV įmonės.

M. Omran (2007) išskiria šiuos pagrindinius AVPR dalyvius:

- Rizikos kapitalo fondai;
- Investiciniai bankai arba tarpininkai;
- Kvalifikuoti rėmėjai (angl. Qualified sponsors);
- Rinkos formuotojai (angl. Market makers).

Reikėtų pastebėti, kad skiriasi AVPR kai kurių dalyvių pavadinimai, tačiau jų atliekamos funkcijos panašios. Pavyzdžiui, Skandinavijos šalyse veikiančioje AVPR - First North, kurios operatorius yra OMX, būtina įmonių kotiravimosi sąlyga yra sertifikuoto patarėjo (angl. Certified adviser) pasisamdymas, AIM - paskirtojo patarėjo (angl. Nominated advisor - NOMAD).

Pagrindinius AVPR dalyvius ir jų funkcijas galima aptarti remiantis AIM pavyzdžiu, nes šiai rinkai būdinga gerai išplėtotą finansinių paslaugų infrastruktūrą (Oxford Analytica, 2005; Nutall, 2006).

AIM pagrindiniai dalyviai pateikti 1 pav. Jame atsispindi, jog AIM įmonėms būdingas dviejų tipų valdymas: vidinė įmonės valdymo struktūra, kur pagrindinį vaidmenį atlieka direktoriai, ir išorinis valdymas, vykdomas paskirtųjų patarėjų patarimo ir kontrolės forma.

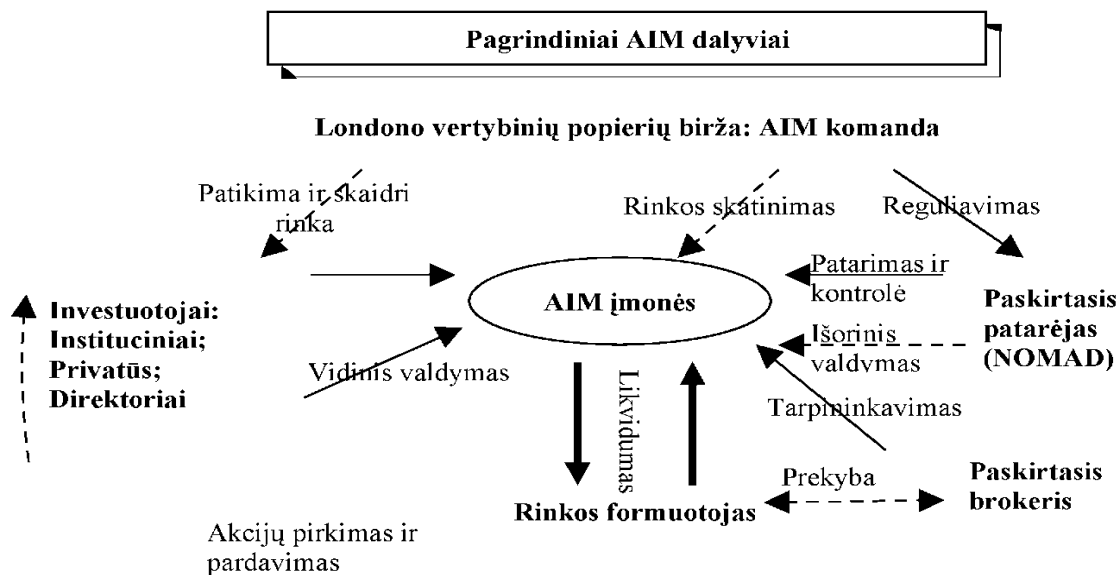
Paskirtieji patarėjai. Įmonė privalo turėti paskirtąjį patarėją, kuris atlieka esminį vaidmenį jos pasiruošimo, kotiravimosi procese ir po jo. Patarėjas atlieka patariamąją, vertinimo funkciją, teikia nurodymus ir stebi, kaip įmonė laikosi AVPR nustatytų taisyklių, įsipareigojimų.

Brokeriai. Paprastai – tai kompanijos ar fiziniai asmenys, atstovaujantys kokią nors brokerinę kompaniją (brokerį-dilerį), teikiančią prekybines paslaugas tarptautinėje valiutų rinkoje Forex. Tiesiogiai dirba su klientais, skatina pradėti prekiauti reprezentuojamoje kompanijoje, pasirašo sutartis su klientais savo arba atstovaujamos brokerinės kompanijos vardu, konsultuoja bei apmoko klientus. Jie kaip nepriklausomi tarpininkai, vykdo VP pirkimo-pardavimo sandorius AVPR ir veikia kaip savo klientų, kurie negali ar nenori dalyvauti prekyboje patys, atstovas.

Investuotojai – asmuo, investuojantis finansines vertybes kapitalo rinkoje. Instituciniams investuotojams priklauso apie pusė visų AIM įmonių akcijų. Mažiausiai apie 75 proc. naujo kapitalo, pritraukto IPO metu bei antriniuose siūlymuose, taip pat yra institucinių investuotojų investicijos. Aktyviausi jų AIM yra Fidelity, Artemis Investment Management, Merrill Lynch, UBS, JP Morgan bei kiti.

Norėdamos sėkmingai kotiruotis, AIM įmonės taip pat naudojami teisinių, finansinių ataskaitų teikimo, ryšių su visuomene patarėjų paslaugomis.

Rinkos formuotojai didina kapitalo rinkos likvidumą, pagrindinė rinkos formuotojo užduotis – nuolat užtikrinti akcijų kotiravimą, teikiant pavedimus jas pirkti ir parduoti nustatytu pirkimo ir pardavimo kainų skirtumu. Tokiu būdu yra sumažinami investuotojų kaštai bei likvidumo rizika, į biržų prekybos sąrašus įtrauktos bendrovės tampa patrauklesnės investuotojams, atsiranda palankesnės sąlygos investuoti instituciniams investuotojams. Rinkos formuotojai galės palaikyti investuotojams įdomios bendrovės, kurios akcijų rinka nėra likvidi, pastovią akcijų pasiūlą ir paklausą.



Šaltinis: Mallin, Ow – Yong (1998)

1 pav. Pagrindiniai AIM dalyviai

Investicinis bankas – taip pat vadinamas tarpininku tarp bendrovės, išleidžiančios naujus VP, ir visuomenės. Tradiciškai investiciniai bankai (IB) teikia įmonių finansų (angl. *corporate finance*) paslaugas: pritraukia kapitalą ir finansavimą kapitalo rinkose ir konsultuoja vykdant įmonių įsigijimų ir susijungimų sandorius (angl. *mergers and acquisitions*), taip pat tarpininkauja prekiaujant vertybiniais popieriais ir kitais finansiniais instrumentais banko arba kliento vardu, kuria išvestinius finansinius investicinius produktus, užsiima turto ir investicijų valdymu, rengia įmonių, kurių akcijomis prekiaujama vertybinių popierių biržose, ir kitų investicinių produktų tyrimus ar analizes (angl. *research*). Įprasta, kad vienas ar keli investiciniai bankai iš karto nuperka visą bendrovės akcijų ar obligacijų emisiją. Investiciniai bankai taip pat platina labai didelius akcijų ar obligacijų paketus, kurių savininkai gali būti jie patys.

Galima teigti, jog visų šių išvardintų dalyvių atliekamos funkcijos ir prisiimami išpareigojimai AVPR yra orientuoti į pagrindinį tikslą, t.y. pritraukti SVV įmonėms reikiamus finansinius išteklius kapitalo rinkoje.

AVPR svarbos vertinimas smulkaus ir vidutinio įmonių finansavimo kontekste. Daug pradedančių veiklą ar sparčiai augančių SVV įmonių susiduria su sunkumais, siekdamos gauti finansavimą. Pavyzdžiui, nauja įmonė banko vertinama kaip rizikinga, nes neturi savo veiklos istorijos; tuo pačiu metu tokia įmonė yra per maža siekti akcijų kotiravimo VP biržoje, nes netenkina kotiravimosi reikalavimų. Dažnai šios įmonės yra itin perspektyvios, turinčios aukštą investicinę grąžą,

bet taip pat ir labai rizikingos, todėl negalinčios gauti lėšų tradicinėse finansų bei kredito įstaigose. Daugumai panašių bendrovių reikia ne tik kapitalo injekcijos, pavyzdžiui, veiklai plėsti, bet ir įmonės valdymo patirties.

Hughes (1997) ir Brunetti (1998), tirdami D. Britanijos bei Italijos atvejus atitinkamai, padarė išvadas, jog mažam verslui būdinga:

- Mažesnis fiksuoto ir viso turto santykis;
- Didesnė prekybos skolos dalis lyginant su visu turtu;
- Didesnis esamų įsipareigojimų ir viso turto santykis (ypač reikšmingas trumpalaikis finansavimas);
- Labai priklauso nuo nepaskirstytojo pelno, kurį skiria investicijų srautams finansuoti;
- Didžiąją dalį papildomo finansavimo gauna iš bankų (palyginus su akciniu kapitalu, šis šaltinis kur kas mažesnės reikšmės);
- Finansiškai yra labiau rizikingas, kas atsispindi iš santykinai didelio skolos ir nuosavo kapitalo santykio bei nesėkmių skaičiaus.

AVPR mokslinėje literatūroje yra nagrinėjamos įvairiais aspektais. Dauguma empirinių tyrimų orientuojasi į IPO. Nagrinėjama problematika apima:

- Nepakankamo IPO įvertinimo mastą ir dydį (Franzke, 2004 ir kt.);
- Rizikos kapitalistų vaidmenį IPO proceso metu ir po jo (Filatotchev, Wright, Arberk (2006); Rindermann, 2004; Franzke, 2004; Giudici, Roosenboom, 2004 ir kt.); Pokyčius įmonėse, patyrusiose IPO (Roosenboom, 2004 ir kt.);
- Įmonės vertės nustatymo mechanizmus ją ruošiant IPO (Botman, Roosenboom ir Van Der Goot, 2004; Cassia, Paleari ir Vismara, 2004; Trautwein ir Vorstius, 2004 ir kt.).

Kiti autoriai vertina AVPR įmonių akcijų svyravimus (Giudici, Roosenboom, 2004), nesėkmių priežastis, ypač daug dėmesio skiriant Vokietijos Neuer Markt (Burghof, Hunger, 2004) ir pan.

Gan išsami literatūros apžvalga atlikta autorių, tyrusių AIM kotiruojamų akcijų riziką. Pastebima, jog platesnį požiūrį SVV įmonių finansų ir finansų rinkų prasme pateikia M. Giorgino ir E. Magnani (1999). Savo darbe jie pristatė pagrindines mokslines teorijas ir kryptis, empirinių studijų rezultatus, kas turi didelę taikomąją reikšmę analizuojant būtent AVPR. Anot EVCA (2004), norint suprasti AVPR, jų ypatybes bei poreikius, svarbu yra suvokti finansų rinkų funkcionavimą, jų įvairias struktūras bei dalyvių atliekamus vaidmenis.

Norėdami pagrįsti AVPR svarbą SVV įmonėms, M. Giorgino ir E. Magnani (1999) dėmesį atkreipia į mažų bendrovių „finansavimo atotrūkio“ sąvoką, gyvavimo ciklą, prioritetiškumo teoriją (žr.

2 lentelę). Kaip matome, tai buvo mėginimai atskleisti mažų įmonių plėtros etapų ir jų finansinių charakteristikų sąryšį bei suteikti jam teorinį paaiškinimą.

2 lentelė

SVV įmonių plėtros etapų ir jų finansinių charakteristikų sąryšio teorinis pagrindimas

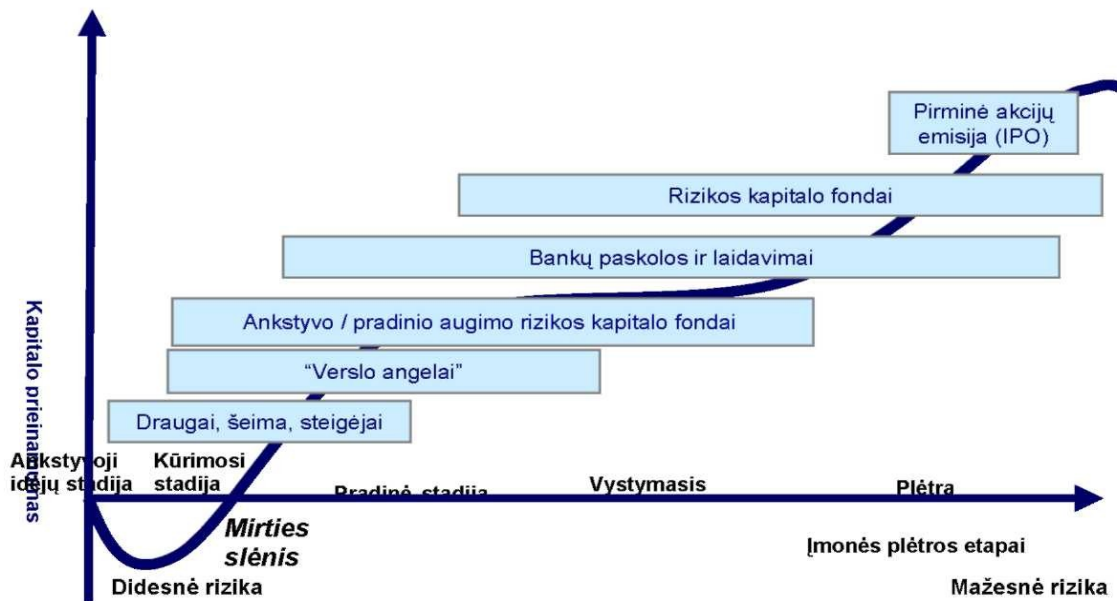
Autoriai	Teorinis pagrindimas	
Bolton Committee (1971), Wilson Committee (1980)	Davė pradžią terminui "finansavimo atotrūkis" (angl. "Finance gap")	Apibūdina situaciją, kai įmonė išauga iki tokio lygio, kai maksimaliai pasinaudota trumpalaikio finansavimo galimybėmis, tačiau ji dar nepakankamai didelė, kad būtų prieinamas ilgalaikis finansavimas kapitalo rinkose.
Weston ir Brigham (1981)	Gyvavimo ciklo požiūris (angl. Life cycle approach)	Paaiškina smulkių įmonių finansinę struktūrą. Galima būtų manyti, jog mažas verslas turi finansinio augimo ciklą, pagal kurį finansiniai poreikiai ir pasirinkimo galimybės keičiasi verslui augant ir įgyjant patirties.
S. C. Myers (1984)	Prioritetiškumo teorija (angl. Pecking order framework)	Įmonės finansuoja savo poreikius hierarchine forma, pirmiausia naudodamos vidinius šaltinius, vėliau skolos finansavimą ir galiausiai išorinį kapitalą.
Chittenden, Hall ir Hutchinson (1996)	Empirinis teorijų pagrindimas	Pelningumas, turto struktūra, dydis, veiklos trukmė ir kapitalo prieinamumas įtakoja mažų įmonių finansinę struktūrą. Ją taip pat lemia įmonės greito augimo ir kapitalo rinkų prieinamumo trūkumo kombinacija; vien augimo poveikis finansinei struktūrai neturi tokios reikšmės.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis M. Giorgino ir E. Magnani (1999)

Taigi kaip teigia M. Giorgino ir E. Magnani (1999), priėjimas prie kapitalo rinkos tampa pagrindiniu faktoriumi, lemiančiu mažų įmonių kapitalo struktūrą. Įmonei išleidus akcijas, ilgalaikis skolinimasis tampa labiau prieinamas, garantinis užstatas yra ne toks svarbus, ir likvidumas nebėra apsprendžiamas veiklos trukme bei pelningumu. Kotiruojamų įmonių ilgalaikės skolos lygis yra susijęs su pelningumu, nei nekotiruojamų. Viena problemų, žvelgiant iš ekonominio vystymosi pusės, yra tai, jog nesikotiruojančios mažos dinamiškos įmonės gali riboti savo augimą, kad atitiktų savo finansinius išteklius. Ilgalaikis finansavimas, kuris yra prieinamas nekotiruojamoms mažoms įmonėms, yra labiau teikiamas remiantis užstatu nei pelningumu.

Visa tai rodo būtinybę testuoti galimybių, kaip sumažinti priėjimo prie akcijų rinkos mažoms įmonėms kliūtis, paiešką.

Įvairiose publikacijose, susijusiose su SVV įmonių finansavimu (European Communities, 2002; Saublens, 2005; Strazdas ir kiti, 2003), remiamasi SVV įmonių gyvavimo ciklo ir jų finansinių charakteristikų sąryšio teoriniu pagrindimu. Akcentuojama, jog finansavimo galimybės priklauso nuo to, kuriame plėtros etape yra įmonė (žr. 2 pav.). Esant skirtingai atitinkamų plėtros etapų rizikai, galimi ir skirtingi įmonių finansavimo šaltiniai. Galima manyti, kad kai kurie jų konkrečiu atveju tinka labiau nei kiti.



Šaltinis: Europos Komisijos „Įmonių ir pramonės generalinis direktoratas“

2 pav. SVV įmonių plėtros etapų ir finansavimo formų priklausomybė

Bendrai SVV įmonių sektorius gali būti patrauklus labai įvairiems kapitalo šaltiniams, įskaitant „verslo angelų“ sektorių, bankus, rizikos kapitalą (toliau - RK), VP rinkas. Tai rodo mokslinės studijos, geros praktikos pavyzdžiai. Įžvelgdama šį potencialą ir pabrėždama didelio augimo bei novatoriškų įmonių finansinės aplinkos tobulinimo būtinumą, 2005 m. EK inicijavo „IPO galimybių gerinimo Europos augimo akcijų rinkose“ aptarimą darbo grupėse. Jose dalyvavo RK, VP biržų ir bankų atstovai. Į tai atsižvelgus galima teigti, jog tai turėtų būti labiausiai su AVPR susijusios bei jų veikimu suinteresuotos šalys. Tokios sąsajos su AVPR atsispindi ir 2 pav. Dėl šios priežasties iš visų finansavimo šaltinių tikslinga plačiau aptarti tik bankus, RK ir pačią AVPR, suteikiančią IPO galimybes mažoms perspektyvioms įmonėms.

Atlikta analizė rodo, jog užsienio mokslinėje literatūroje AVPR yra gana plačiai tiriama įvairiais aspektais, tačiau studijos, kurios nagrinėja SVV įmonių plėtros etapų ir finansavimo formų priklausomybę, aiškiausiai atskleidžia jos svarbą bei turi didelę taikomąją reikšmę vertinant AVPR atsiradimo ir veiklos prielaidas.

1.2. AVPR veiklos prielaidos ir rezultatai

Atliekant AVPR veiklos prielaidų ir patirties analizę, visų pirma įvertinamos šios rinkos veiklos prielaidos išorinio įmonių finansavimo šaltinių, t.y. bankų, rizikos kapitalo, kontekste. AVPR patirties palyginamiji analizė atskleidžia pasaulinę praktiką - tiek sėkmingą AVPR veiklą, tiek nuosmukio ar net žlugimo atvejus.

Bankai, RK ir AVPR specializuojausi savo srityse, papildo viena kitą finansuojant įmonės veiklą skirtingais vystymosi etapais. Jų nereikėtų traktuoti kaip konkurentų.

Bankai paprastai nėra linkę rizikuoti pradinėse įmonių vystymosi stadijoje, todėl mažai tikėtina, kad jie investuotų į naujos ar jaunos įmonės akcijas. Tačiau jie gali teikti paskolas ir įprastines bankininkystės paslaugas.

Mažas ir rizikingas įmones bankams finansuoti yra nepatrauklu dėl keleto priežasčių:

- Jų produktai neadekvatūs rizikingoms įmonėms finansuoti;
- Jie turi pasirinkimą finansuoti stambias gerai žinomas įmones.

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

Siekiant apibūdinti rizikos kapitalą (RK), reikėtų paminėti, jog „verslo angelų“ ir rizikos kapitalo fondų (toliau - RKF) investavimo formos bei pobūdis skiriasi, lygiai kaip ir jų požiūris į laukiamą rezultatą bei verslo poreikiai, tačiau dažnai pasitaiko atveju, kai RKF siekia investuoti į tokias įmones, kurias jau anksčiau yra finansavę „verslo angelai“. „Verslo angelai“ yra labai svarbus pinigų šaltinis įmonės pradinio kapitalo ir verslo vystymo stadijose.

Rizikos kapitalas teikia finansinę paramą įmonei dalyvaudamas jos nuosavame kapitale arba pasinaudodamas teise paversti paskolą nuosavu kapitalu. Santykinai didelę riziką kompensuoja galimybė gauti didelį grįžtamąjį pelną. Tai siejasi su rizika, nukreipta į įmones su augimo potencialu. RKF pagrindines pajamas siekia gauti iš kapitalo prieaugio, t. y. parduodami visą įmonę ar jos turėtą akcijų dalį aukštesne nei pirkimo kaina (per VP biržą, esamiems įmonės akcininkams, kitiems fondams ir pan.). EVCA (1997) išskiria keturis pagrindinius pasitraukimo iš RK būdus, kurių vienas yra IPO. IPO numatymas būdingas tokiam rizikos kapitalo investavimui:

- Tarpinis (mezzanine) kapitalas (trumpalaikis investavimas į pelningai dirbančią įmonę (paprastai 3-18 mėn. laikotarpiui) numatant IPO);
- Perėjimo kapitalas (kapitalo investicija į pelningą įmonę 3-12 mėn. laikotarpiui prieš IPO, siekiant pagerinti įmonės balansą ir pritraukti solidžių investuotojų).

Kapitalo rinka – finansinė rinka, kurioje prekiaujama finansiniais instrumentais, kurių trukmė viršija vienerius metus.

Vėlesnėse įmonių plėtros stadijose kaip finansavimo dalyviai dalyvauja ir komerciniai bankai, ir rizikos kapitalas. Tai susiję su labai sumažėjusia rizika, kadangi įmonė vykdo veiklą ir galima lengviau prognozuoti jos plėtrą. Taip pat čia galimas ir akcijų kotiravimas AVPR: AIM, Novo Mercado, Neuer Markt, First North ir kt.

Kaip minėta anksčiau, daug mokslinių studijų AVPR nagrinėja IPO ir RK kontekste. Todėl tikslinga panagrinėti šį aspektą plačiau. Įvairiuose literatūros šaltiniuose teigiama, jog IPO, kaip viena iš pasitraukimo galimybių, turi privalumų ir trūkumų įmonių bei rizikos kapitalistų atžvilgiu. Neigiamos pusės iš esmės susijusios su aukštesniais sandorių vykdymo kaštais, didesniais informacijos atskleidimo įsipareigojimais ir ilgesne laiko trukme, o pagrindiniai privalumai - tai galimybė įmonei pagerinti įvaizdį bei palengvinti būsimą kapitalo pritraukimą, kuomet akcijos taps likvidesnės.

Kai kurie tyrimai atskleidžia, jog išėjimo per IPO alternatyva turi didelę reikšmę RK rinkos plėtrai. Tai yra būtina, tačiau ne pakankama sąlyga šiam vystymuisi užtikrinti. Kapitalo rinka skatina verslo kūrimąsi, inovacijas ir plėtrą, suteikia galimybę efektyviai realizuoti sukurta ir išplėtotą verslą (akcijas). AVPR padeda plėtoti dinamiškam RK sektoriui, nes leidžia jo investuotojams pasitraukti iš įmonių tuo metu, kai jos pakankamai subręsta, kad galėtų kotiruotis biržoje. Kitu atveju, jei nebus gerai išvystytos akcijų rinkos, privatus kapitalas (angl. Private equity) neklestės (B. S. Black and R. J. Gilson, 1998). RK sektorius ir akcijų rinkos plėtra pasižymi teigiama koreliacija. Privataus kapitalo investicijos paprastai neduoda dividendų, grąža, kaip minėta, gaunama iš kapitalo prieaugio pasinaudojus išėjimo galimybe. Pavyzdžiui, B. S. Black ir R.J. Gilson (1998), teigia, kad išėjimo galimybė per IPO paaiškina didesnę rizikos kapitalo rinkos gyvybingumą JAV. (Black, B. S., Gilson, R. J. (1998)). L. A. Jeng ir P. C. Wells (2000) empiriniai tyrimai rodo, jog IPO sandorių skaičius yra svarbiausias veiksnys, skatinantis rizikos kapitalo investicijas augti. (Jeng, L. A., Wells, P. C. (2000)).

Europoje susikūrus Euro. NM biržai, kotiruojančiai sparčiai augančias aukštųjų technologijų įmonių akcijas, pastebėtas stiprus RKF sektoriaus vystymasis: jeigu 1990 m. RKF pritraukė 5 mlrd. EUR, tai po biržos atsiradimo 1997 m. augimo tempai žymiai padidėjo, o 2000 m. RKF pritraukė 48 mlrd. EUR, t. y. 9,6 karto daugiau. Biržos atsiradimas paskatino RKĮ aktyviau dalyvauti bendrovių, kurios rengėsi tapti atviromis akcinėmis bendrovėmis, veikloje. Euro.NM suteikė rizikos kapitalistams galimybę realizuoti sandorius pelningiau.

Teigiama, jog IPO yra pelningiausias pasitraukimo iš įmonės kelias. L. A. Jeng ir P. C. Wells (2000) nustatė, kad JAV investuotas 1 doleris atnešė 195 proc. pelno per vidutiniškai 4,2 metus akcijas

realizuojant per biržą, kai tuo tarpu akcijas parduodant strateginiam pirkėjui pelningumas sudarė 40 proc. per vidutiniškai 3,7 metų.

Pastebimi ir kitokie vertinimai. Danijos bandymas paskatinti RK sektorių įkuriant Danijos NASDAQ biržą buvo nesėkmingas. Po 11 metų veiklos birža užsidarė. O RK sektorius nepajudėjo iš vietos (Bouwer, Hendrix, 1998 m.).

1997 m. Vokietijoje įkūrus Neuer Markt biržą, RKF investicijos 1998 - 2001 m. laikotarpiu išaugo 6,3 karto. Galima būtų teigti, kad tokį RKF aktyvumą lėmė biržos atsiradimas. Tuo pačiu laikotarpiu (1998 - 2001 m.) JAV RKF investicijos padidėjo 7,8 karto, nors NASDAQ įkurta 1976 m. Taigi Vokietijoje RK aktyvumą tuo laikotarpiu atspindėjo bendra pasaulinė tendencija, sparčiai augantis investicijų į RKF populiarumas.

Tai, kad kapitalo rinka yra svarbus veiksnys RK sektoriui, tačiau ne esminis patvirtina Izraelio atvejis. 2000 m. 150 Izraelio įmonių, paremtų RKF, išėjo į užsienio kapitalo rinkas. JAV įsikūrusioje NASDAQ biržoje vidutiniškai apie 25 proc. užsienio kotiruojamų įmonių sudaro Izraelio įmonės. Prie šio reiškinio prisidėjo Izraelio ir JAV glaudūs politiniai ir ekonominiai ryšiai.

Tai liudija ir tas faktas, kad 2001 m. apie 47 proc. visų naujai sudarytų Izraelio fondų finansavo JAV finansų institucijos.

Galima teigti, jog jeigu AVPR yra svarbi aktyvios RK rinkos plėtrai, priešingas teiginys taip pat teisingas, ir RK sudaro prielaidas AVPR atsirasti ir vystytis. C. B. Barry ir C. J. Muscarella (1990) nuomone, rinka RK įmonę, kuri ruošiasi kotiruotis, vertina kaip aukštesnės kokybės. Tai paaiškina ir P. A. Gompers (1996) nurodydamas, jog rizikos kapitalistai turi saugoti savo reputaciją IPO rinkoje.

Literatūroje, nagrinėjančioje įvairius RK aspektus, išskiriamos trys pagrindinės priežastys, kodėl IPO galėtų vaidinti didelį vaidmenį RK cikle:

1. IPO vidutiniškai generuoja daug didesnę investicijų grąžą nei kitos kapitalo susigrąžinimo alternatyvos;
2. Verslininkai vertina galimybę atgauti savo įmonių kontrolę per IPO;
3. IPO rodo, jog tam tikras RK vadovas yra sėkmingas, ir tai padeda pritraukti kapitalą.

Reikėtų pridurti, jog AVPR egzistavimas gali būti reikšmingas ne tik SVV įmonėms, rizikos kapitalistams, bet ir instituciniams investuotojams bei dileriams. Galima išskirti kelis svarbiausius aspektus.

Pirma, likvidžios ir reikšmingos rinkos galėtų pasiūlyti investuotojams didesnio turto diversifikavimo galimybę. Kartu ir geresnį portfelio rizikos diversifikavimą. Tuomet jie galėtų individualiai investuoti į aukštesnės rizikos VP, pasižyminčius didesnio pelno perspektyvomis

(pavyzdžiui, telekomunikacijų, biotechnologijų, IT sektorių), taigi ir pasirinkti priimtina portfelio gražos - rizikos santykį (An EVCA Research Paper, 2004).

Antra, įmonės, kotiruojamos AVPR, bendrai pasižymi didesne rizika, todėl rinka tikisi, jog jos laikosi viešai skelbiamos informacijos standartų. Tai, jog didelio augimo SVV įmonių akcijų sandoriai vyksta reguliuojamoje rinkoje, yra saugumo bei skaidrumo užtikrinimas visiems investuotojams. Tai ypač svarbu tiems instituciniams investuotojams, kurie yra išipareigoję tam tikrą dalį savo fondų investuoti tokio pobūdžio rinkose. Taip pat reikėtų pridurti, kad likvidžios bei dinamiškos AVPR atveria naujas verslo galimybes bankams ir brokeriams.

Atlikus AVPR veiklos prielaidų vertinimą, pastebėtos stiprios AVPR ir RK sąsajos išorinio įmonių finansavimo šaltinių kontekste.

Kaip rodo šalių patirtis, minėta tarpusavio priklausomybė gali paskatinti šias rinkas plėtotis, tačiau praktikoje AVPR vystantis susiduriama ir su problemomis, kai jos patiria nesėkmes.

Dėl šios priežasties tikslinga yra atlikti AVPR patirties palyginamąją analizę bei panagrinėti sėkmės veiksnius, taip pat nuosmukį ar žlugimą lemiančias priežastis.

Alternatyvioji rinka First North Baltijos šalyse veikia daugiašalės prekybos sistemos pagrindu, kurią administruoja NASDAQ OMX grupei priklausančios vertybinių popierių biržos Vilniuje, Rygoje ir Taline. Baltijos šalyse alternatyvioji rinka First North veikia tokiais pačiais principais, kaip ir alternatyvioji rinka, veikianti Šiaurės Europos šalyse. Tačiau atsižvelgiant į tai, kad alternatyvioji rinka yra skirta jaunoms, augančioms, dinamiškoms bendrovėms, kurių veikla labai priklauso nuo vietinės specifinės verslo aplinkos, Baltijos šalyse First North yra pritaikyta vietinių bendrovių reikmėms. Alternatyvioji rinka neturi ES reguliuojamos rinkos statuso. Prekyba alternatyviojoje rinkoje vyksta pagal vertybinių popierių biržų parengtas taisykles ir jai netaikomi reikalavimai, keliami reguliuojamoje rinkoje. Todėl investicijos į alternatyviosios rinkos bendroves yra rizikingesnės.

NASDAQ OMX grupei priklauso vertybinės popierių biržos Helsinkyje, Kopenhagoje, Stokholme, Islandijoje, Taline, Rygoje ir Vilniuje.

AVPR patirties palyginamoji analizė atliekama identifikuojant šių kapitalo rinkų veiklai kylančias grėsmes, lėmusias keletą jų žlugimo bangų, taip pat ir sėkmės veiksnius, skatinusius intensyvią plėtrą.

Analizuodami AVPR teorinius aspektus, M. Giorgino ir E. Magnani (1999) pateikia neaktyvios rinkos sąvoką (angl. Pitfalls of thin markets) sąvoką. Neaktyvi rinka yra tokia, kurioje pirkimo-pardavimo sandorių yra mažai ir rinkos operacijų dalyvių aktyvumas yra žemas. Tai suteikia tam tikro teorinio išvalgumo, siekiant suprasti kai kurių AVPR patirtas nesėkmes, žlugimą ar grėsmes.

Autoriai teigia, jog egzistuoja skirtumai tarp finansų rinkų teorijos ir empirinių tyrimų rezultatų. Tai galima paaiškinti informacijos trūkumu, kas charakterizuoja realias finansų rinkas. Dėl to realių sandorių kainos nesielgia kaip teorinės.

Įmonių vertės nustatymo mechanizmas remiasi informacija, prieinama visiems rinkos dalyviams. Galima išskirti du šios informacijos šaltinių tipus:

- Tiesioginiai informacijos šaltiniai - nusako fundamentalią įmonės vertę, verslo sektorių, ekonomikos būklę. Kaip minėta anksčiau, SVVĮ atveju vertinimas tampa sudėtingesnis dėl jų prieinamumo ir trūkumo.

- Netiesioginiai informacijos šaltiniai.

Su rinkos neaktyvumu netiesiogiai siejami trys pagrindiniai padariniai (H. Stoll, 1985).

1. Didesnis pasiūlos /paklausos kainų skirtumas (angl. Bid / ask spread). Kol dileriai negali tiksliai nustatyti pusiausvyros kainos, jie neturi konkrečios vertės, kuria remiantis fiksuotų skirtumą. Jie gali tik numatyti verčių intervalą, kuriame ir būtų tikroji pusiausvyros kaina. (H. Stoll, 1985).

2. Mažesnis rinkos plotis (angl. Market breadth). Kuomet pusiausvyros kaina nėra tiksli, tikėtina, jog dileriai vengs vykdyti didelio akcijų skaičiaus sandorius, nei esant normalioms paklausos / pasiūlos sąlygoms, ir taip mėgins apsaugoti nuo klaidų.

3. Didesnis svyravimas (angl. Volatility). Mažas sandorių skaičius lems kiekvieno atlikto sandorio santykinai didesnę reikšmę kainos nustatymo mechanizmo procese. Tai vėl galima susieti su tiksliai nežinoma pusiausvyros kaina, ir dėl šios priežasties kiekvienas sandoris suteikia naujos informacijos apie rinkos susidomėjimą konkrečia akcija. Rinka patirs sunkumų identifikuodama laikiną pasiūlos ir paklausos pusiausvyros nebuvimą. Oxford Analytica (2005) pateikia tokias EASDAQ, Neuer Markt ir kitų Europos AVPR nesėkmių priežastis:

- Gana didelio AVPR skaičiaus atsiradimas Europoje 1995 - 1999 m. sąlygojo mažesni kiekvienos jų likvidumą, kuris vienos biržos atveju būtų kur kas didesnis;

- Prasidėjusi AVPR žlugimų banga 2000 m. neigiamai paveikė kitas jaunas rinkas joms dar nespėjus stipriau įsitvirtinti;

- Kai kurios naujosios AVPR buvo prastai diversifikuotos ir per daug priklausomos nuo vieno verslo sektoriaus;

- Dalis naujųjų AVPR buvo nepakankamai reguliuojamos.

Tai pat galima paminėti Europos AVPR fragmentiškumą, mokestinių paskatinimų nebuvimą.

Teorinis ir praktinis AVPR nesėkmes lėmusių veiksmų paaiškinimas skatina atkreipti dėmesį ir į Pasaulio banko specialistų F. B. Friedman ir C. Grose (2006) pateikiamus AVPR apibendrinančius pastebėjimus, besiremiančius geros praktikos pavyzdžiais.

Per paskutiniuosius 13 metų pasirodė nemažai AVPR, kurios stengiasi pakartoti anksčiau įsikūrusiųjų, pavyzdžiui, NASDAQ sėkmę. Šių AVPR veiklos eiga klostėsi skirtingai: vienos patyrė nesėkmes, kaip Neur Markt, kitoms sekėsi geriau, pavyzdžiui, AIM ir KOSDAQ. Nors jų strategijos apskritai buvo panašios, tačiau egzistuoja esminių skirtumų jų dėmesio sukonzentravimo prasme, taip pat jų pastangų rezultatus įtakojusių veiksmų atžvilgiu. Vienas pagrindinių lemiamų faktorių buvo laiko pasirinkimas (angl. Market timing): keletos rinkų žlugimas sutapo su „dot - com burbulo“ sprogytu. Taigi įmanoma, jog esant kitoms sąlygoms joms būtų labiau pasisekę. AVPR palyginimas pateikiamas 3 lentelėje.

F. B. Friedman ir C. Grose (2006) daro tokius apibendrinančius pastebėjimus:

1. Rinkos, kurios koncentruojasi tik į vieną pramonės sektorių, jautriai reaguoja į nuosmukius jame;
2. Aktyvus reikalavimų vykdymas, įtakojamas stiprios reguliavimo aplinkos, yra labai svarbus;
3. Rinkos, kurios orientuojasi į nepatyrusius investuotojus, turi būti griežčiau reguliuojamos;
4. Priežiūros ir patariamasis vaidmuo, panašus į tą, kurį vykdo AIM paskirtieji patarėjai, gali būti kaip naudingas įrankis, padedantis nepatyrusioms įmonėms laikytis reikalavimų bei eiti teisingu keliu;
5. Esant tam tikroms aplinkybėms, šalies vidaus rinkos nepakankamas "gylis" nebūtinai reiškia, jog naujos ir mažesnės įmonės negali sėkmingai prieiti prie finansavimo šaltinių pirminėje rinkoje kur nors kitur.

AVPR palyginimas

AVPR	Veiklos pradžia	Dėmesys ir tikslinės įmonės	Kontroliavimo, priežiūros būdas (reikalavimai)
AIM (Dž. Britanija)	1995 m.	Šalies vidaus ir užsienio rinka; mažos augančios įmonės; visi pramonės sektoriai	Mažiau griežti negu LSE Oficialiojo sąrašo
GEM (Honkongas)	1999 m.	Šalies vidaus rinka ir pagrindinė Kinijos dalis; augimo potencialą turinčios įmonės, tik kompetetingi investuotojai; daugiausia aukštųjų technologijų sektorius	Griežtesni informacijos atskleidimo ir valdymo prasme, mažiau griežti veiklos istorijos / pelningumo atžvilgiu
Neuer Market (Vokietija)	1997 m.	Šalies vidaus rinka; naujos ir novatoriškos įmonės; aukštųjų technologijų sektorius	Griežtesni informacijos atskleidimo ir valdymo reikalavimai negu pagrindinės valdybos, švelnesnis veiklos istorijos reikalavimas
Novo Mercado (Brazilija)	2000 m. (pirmasis IPO 2002 m.)	Šalies vidaus rinka; įmonės, turinčios aukštesnius organizacijos valdymo standartus; visi pramonės sektoriai	Griežčiau negu Brazilijos įmonių įstatymas
KOSDAQ (P. Korėja)	1996 m.	Daugiausia šalies vidaus rinka; SVV įmonės; aukštųjų technologijų ir žiniomis pagrįstas didesnės rizikos sektoriai	Mažiau griežti negu Korėjos VP biržos

Šaltinis: F. B. Friedman ir C. Grose (2006)

Kituose literatūros šaltiniuose sutinkami šie AVPR sėkmės elementai:

- Perspektyvių įmonių pritraukimas,
- Efektyvumo, skaidrumo ir likvidumo rinkose užtikrinimas,
- Taip pat investuotojų pritraukimas.

Taigi tokie veiksniai, kaip diversifikuota AVPR įmonių sektorių struktūra, tinkamas reguliavimas, paskirtųjų patarėjų vaidmuo, perspektyvių įmonių pritraukimas ir kiti sudaro AVPR atsiradimo ir jos sėkmingos veiklos prielaidas.

Vertindamas 22 pasaulio AVPR veiklą, Pasaulio banko vyresnysis VP rinkos specialistas J. Yoo (2007) atsižvelgia į penkis pagrindinius kriterijus: rinkų dydį, priėjimo lygį, likvidumą, dinamiką ir novatoriškumą. Juos apibūdinantys rodikliai pateikiami 4 lentelėje.

Rezultatai parodė, kad Korėjos KOSDAQ rodikliai daugeliu atvejų yra geresni nei kitų rinkų, tuo tarpu D. Britanijos AIM ir Kanados TSX-V rezultatai aukštesni už vidurkį. AVPR Japonijoje Hercules ir Mothers, GEM Honkonge, Kinijoje, geriau sekasi pritraukiant novatoriškas įmones.

AVPR veiklos vertinimo kriterijai

Kriterijai	Apibudinantys rodikliai
Rinkos dydis	Rinkos kapitalizacija
	Rinkos apyvartos vertė
Priėjimas	Kapitalo pasiūlos kiekis
	Įmonių skaičius
Likvidumas	Rinkos apyvartos lygis
Rinkos dinamika	Įėjimo į rinką lygis
	Išėjimo iš rinkos lygis
Novatoriškumas	Pramonės sektoriaus kapitalo intensyvumo lygis
	Pramonės sektoriaus mokslo ir technologijų (R&D) pažangos intensyvumas
	Pramonės sektoriaus veiklos rizika

Šaltinis: sudaryta autorės

Rinkos dydis. Visos AVPR yra žymiai mažesnės už pagrindines rinkas. Iš tikrųjų, daugeliu atvejų bendra rinkos kapitalizacija ir apyvartos vertė sudaro mažiau nei 3 proc. pagrindinės rinkos. Išimtis yra KOSDAQ, kurios apyvarta siekia 36 proc., o kapitalizacija - tik 6 proc. pagrindinės rinkos. Apskritai, galima teigti, jog AVPR ir pagrindinių rinkų kapitalizacija pasižymi teigiama koreliacija.

Priėjimas prie AVPR gali būti matuojamas kapitalo pasiūlos kiekiu ir kotiruojamų įmonių skaičiumi. Finansavimas AVPR turėtų būti matuojamas ne tik kiekybiškai, bet ir kokybiškai, nes pritraukti finansiniai ištekliai yra teigiamai susiję su didesniu novatoriškumo lygiu ir ekonomikos produktyvumu bei priklauso nuo kotiruojamų įmonių charakteristikų. (Cralin and Mayer, 2002). Finansavimo dydis ir kotiruojamų įmonių skaičius skiriasi kaip rinkos sėkmingos veiklos ženklas. TSX-V užima gana žemą vietą dydžio atžvilgiu, tačiau pritraukia daug įmonių.

Likvidi rinka sudaro geriausias sąlygas atspindėti tikrąją įmonių vertę remiantis jų akcijų kainomis. AVPR ir pagrindinės rinkos skiriasi likvidumu bei rinkos gyliu. Tai galima būtų paaiškinti tuo, kad AVPR būdingos mažos kapitalizacijos įmonės. Anot P. Secrett (2005), nedidelės įmonės rinkai dažnai pateikia mažiau laisvo kapitalo negu būtina užtikrinti laisvam kapitalo judėjimui neapsunkinant pirkimo ir pardavimo sandorių. Vis dėlto likvidžiausių AVPR apyvartos lygis (prekybos apimtys vertės ir rinkos kapitalizacijos santykis) viršija 100 proc. KOSDAQ, kur mažmeniniai investuotojai sudaro daugiau nei 90 proc. prekybos ir 50 proc. nuosavybės pasižymi apyvartos lygiu -690 proc. AIM likvidumas mažesnis dėl jos institucinių investuotojų ir specializuotų rinkos formuotojų. AVPR dažniausiai koncentruojasi ties pasirinktomis likvidžiomis akcijomis, pasitelkia likvidumą didinantį mechanizmą kaip rinkos formuotojus nelikvidžioms akcijoms.

Anot EVCA (2005), rinkos likvidumas yra svarbus RK bei kitiems investuotojams, taip pat įmonėms, kurias kapitalo rinkos domina dėl ilgalaikių finansinių išteklių pritraukimo. Jis įgalina

investuotojus įeiti į rinką ir pasitraukti iš jos išvengiant didelės įtakos akcijų kainų pasikeitimui, generuoja pakankamus prekybos komisinius ir pan.

Rinkos dinamika. Viena pagrindinių sėkmingų AVPR charakteristikų yra aukštas įėjimo ir išėjimo iš rinkų lygis, atspindintis jų dėmesį didelio augimo SVV įmonėms. NASDAQ vidutinis kotiravimosi lygis (naujos kotiruotės lyginant su bendra) siekia 2 proc., išėjimo iš kotiravimosi sąrašų - 10,8 proc. Aukštais rodikliais taip pat pasižymi AIM (9,3 proc. ir 4 proc. atitinkamai), KOSDAQ (6 proc. ir 2,4 proc.) ir TSX-V (2,8 proc. ir 6,4 proc.), priešingai nei AVPR Japonijoje, Italijoje bei Graikijoje. Kinijos SVV įmonių valdyba, taikanti tokius pat kotiravimosi reikalavimus kaip ir Shenzhen VP biržos pagrindinė valdyba, nepatyrė jokio įmonių pasitraukimo iš sąrašų nuo veikimo pradžios.

Novatoriškumas. Norint įvertinti, kaip AVPR prisideda prie novatoriškumo skatinimo arba savo novatoriškumo lygio, galima atsižvelgti į jose kotiruojamų įmonių pramonės šakų charakteristikas. Dvi AVPR Japonijoje - Hercules ir Mothers - pagal tris novatoriškumo kriterijus užima aukščiausią vietą:

1. pramonės šakos su aukštu kapitalo intensyvumu;
2. pramonės šakos su aukštu mokslo ir technologijų pažangos (R&D) intensyvumu;
3. pramonės šakos su aukšta veiklos rizika.

Toliau seka KOSDAQ ir Honkongas, Kinijos GEM. Nors AIM turi mažiau įmonių iš novatoriškų pramonės sektorių, ji taip pat išsiskiria. TSX-V pozicijos stiprios R&D atžvilgiu.

Šie nurodyti kriterijai suteikia aiškumo vertinant AVPR veiklą ir leidžia atlikti sisteminę šių rinkų palyginamąją analizę.

2. AVPR VEIKLOS VERTINIMAS

AVPR Lietuvoje veiklos prielaidų vertinimas pirmiausia reikalauja atlikti SVV įmonių išorinio finansavimo tyrimų apžvalgą, kas padėtų nustatyti, ar yra pagrindas minėtoms prielaidoms Lietuvoje atsirasti SVV įmonių plėtros etapų ir kapitalo prieinamumo kontekste. Tuomet, atskleidus pagrindines AVPR šalyje charakteristikas, siekiama parengti sėkmingos jos veiklos Lietuvoje prielaidų tyrimo metodologiją.

2.1 SVV įmonių išorinio finansavimo galimybių Lietuvoje apžvalga

SVV reikšmė ir indėlis į šalies ūkį kasmet didėja, tačiau šiame verslo sektoriuje vis dar lieka nemažai problemų. 2007 m. LR Ūkio ministerijos užsakymu atliktas taikomas mokslinis tyrimas, kurio tikslas buvo sudaryti Lietuvos SVV „Realios dabarties apribojimų“ ir „Pažangios ateities“ medžius, taikant modernias apribojimų teorijos (angl. Theory of constraints - TOC) metodikas, parodė, jog visos SVV sistemos problemos kyla iš vienos šakninės priežasties: „Visuomenė neįsijaučia SVV įtakos jos gyvenimo kokybės augimui“. Ši šakninė problema sąlygoja net keturias SVV problemų šakas, iš kurių viena yra finansinių išteklių stokos (žr. 1 priedą): „Finansiniai šaltiniai verslo pradžia riboti, jų gavimo būdai sudėtingi ir brangūs“.

Kaip jau atskleista pirmojoje šio darbo dalyje, SVV įmonių plėtros etapų ir finansavimo formų priklausomybė rodo, jog esant skirtingai atitinkamų plėtros etapų rizikai, galimi ir skirtingi įmonių finansavimo būdai (žr. 2 pav.). Novatoriškos SVV įmonės gali augti tik tuo atveju, jei jos turi galimybę naudotis išorinio finansavimo šaltiniais. Todėl dažnai ankstyvosiose vystymosi ir plėtros stadijose įmonių veiklos finansavimui yra naudojamos bankų, RKF investicijos ir AVPR.

Siekiant įvertinti, ar yra pagrindas AVPR veiklos prielaidoms Lietuvoje atsirasti SVV įmonių plėtros etapų ir kapitalo prieinamumo kontekste, koks yra minėtų išorinio finansavimo šaltinių poreikis bei pasiūla šalyje, atlikta šiuos klausimus nagrinėjusių pagrindinių tyrimų apžvalga bei pateikiamas rezultatų apibendrinimas (žr. 5 lentelę). Išsamesnei analizei pateikti, atsižvelgiama ir į „verslo angelų“ studijas.

Pagrindinių „verslo angelų“ ir rizikos kapitalo Lietuvoje studijų apžvalga

Studijos	Autoriai ir užsakovai
„Verslo angelai“	
1. „Europos Sąjungos ir kitų valstybių neformalių individualių investuotojų („Verslo angelų“) investavimo kultūros patirties analizė“ (Taikomojo mokslinio tyrimo darbas)	VšĮ „Socialinės ir ekonominės plėtros centras“ (2006); LR Ūkio ministerija
2. „„Verslo angelų“ investicinės veiklos galimybių Lietuvoje vertinimas“	J. Trifonova (2007)
Rizikos kapitalas	
1. „Inovacijos. Finansavimas, rizikos kapitalas. Vilnius: Lietuvos inovacijų centras“	Strazdas, R., Jakubavičius, A., Gečas, K. (2003)
2. „Rizikos kapitalo fondų skatinimo investuoti į smulkiojo ir vidutinio verslo subjektus galimybių analizė“ (Taikomojo mokslinio tyrimo darbas)	UAB „Kompetencijos gildija“ (2006); LR Ūkio ministerija

Šaltinis: sudaryta autorės

„Verslo angelai“ – tai individualūs investuotojai, kurie investuoja kapitalą ir patirtį į didelį augimo potencialą turinčias įmones (*anglų k. - fast growing companies*). Dažnai šie investuotojai yra susivieniję į tinklus, kurie veikia kaip tarpininkai tarp verslininkų, siekiančių finansavimo savo projektams, ir „verslo angelų“. Paprastai „verslo angelais“ tampa buvę įmonių, bankinių institucijų vadovai, garbūs verslininkai, ieškantys įdomių idėjų, kurioms, dėl garantijų stokos, yra užkirstas kelias į tradicinius finansavimo šaltinius.

Kaip rodo tyrimai, Lietuvos „verslo angelų“ pasiūla ir jų aplinka yra užuomazgos stadijoje. Žmonėms arba organizacijoms beveik neįmanoma susisiekti su aktyviais Lietuvos „verslo angelais“ ar gauti kokių nors statistinių duomenų apie jų veiklą. Bendras Lietuvos įmonių požiūris į „verslo angelus“ rodo, jog jų poreikis Lietuvoje yra labai didelis, o įmonių struktūra, jų planuojama ir vykdoma veikla bei vidinė aplinka yra potencialiai patraukli „verslo angelams“.

2007 m. lapkričio mėn. VšĮ „Saulėtekio slėnis“, įgyvendindama pirmojo Lietuvoje verslo angelų tinklo (VAT) sukūrimo projektą, kartu su partneriais Vilniuje, Kaune ir Klaipėdoje miestų investuotojams ir verslininkams pristatys neformalių investuotojų, kitaip dar vadinamų „verslo angelais“, veiklos principus ir galimybes.

Rizikos kapitalas. Atlikus RK rinkos tyrimų Lietuvoje apžvalgą, darytinos kelios pagrindinės išvados. Pirmiausia, egzistuoja ryškus RK investicijų „rinkos trūkumas“ Lietuvoje. Daugelis šalies SVV įmonių susiduria su nuosavo kapitalo trūkumu, kuris riboja plėtros ir spartesnio augimo galimybes bei gebėjimą pritraukti skolintą kapitalą iš kredito įstaigų. Antra, RK investicijų poreikis yra skirtingas bei priklauso nuo įmonės dydžio, veiklos amžiaus, ūkio šakos, kurioje įmonė veikia ir kt. faktorių.

Kaip jau minėta anksčiau, pagrindinis sėkmingos RK investicijos aspektas yra pasitraukimo iš įmonės strategija. Neseniai atsirado teisinis RKF reglamentavimas Lietuvoje, kas bus aptarta plačiau

nagrinėjant teisinę AVPR aplinką šalyje. Atsižvelgus į RK ir AVPR sąsajas, kurios atskleistos analizuojant mokslines studijas, įmanoma daryti prielaidą, jog AVPR egzistavimas Lietuvoje yra būtina sąlyga sėkmingai RK rinkos plėtrai. Tai patvirtina ir EK nuostata, jog rizikos kapitalui ES reikia likvidesnių pasitraukimo rinkų, visų pirma AVPR, kuriose būtų užtikrinamas likvidumas ir kurios galėtų pasiekti kritinę konsultavimo paslaugų masę.

Žvelgiant iš SVV įmonių pusės, galima pridurti, jog trūksta ir jų pačių iniciatyvos ieškant naujų verslo pradžios ar plėtros finansavimo būdų, iš esmės pasikliaunama vien tik tradiciniu tapusiu bankų finansavimu, tačiau mokslininkai vis dažniau užsimena apie situaciją, kuomet paklausa atsiranda tik pasirodžius aiškiai išreikštai pasiūlai.

Kitaip tariant, reikia skelbti daugiau informacijos apie „verslo angelų“, RK investicijų naudą ir atsiveriančias galimybes SVV įmonėms.

Kaip jau minėta anksčiau First North yra Šiaurės Europos (angl. First North Nordic) ir Baltijos šalių (First North Baltic) AVPR akcijų prekyba. Ją administruoja NASDAQ OMX verslo grupei priklausančios VP biržos. First North veikia Švedijoje (2006 m.), Danijoje (2005 m.), Suomijoje ir Islandijoje (2007). Šiuo metu šiose šalyse į ją yra įtrauktos 126 bendrovės. First North 2007 m. pradėjo veikti Latvijoje ir Estijoje, o nuo 2007 m. lapkričio 16 d. taip pat ir Lietuvoje, tačiau reali prekyba akcijomis dar nevyksta. Vidutiniškai per metus bendrovė, kurios akcijomis prekiaujama First North, pritraukia 9,5 mln. eurų.

Bendrovės pasiruošimo kelias į „First North“, palyginti su atėjimu į reguliuojamą rinką, yra trumpesnis, tačiau vis tiek tam reikia laiko. 2008 metais prasidėjo rinkų kritimas, pasaulio finansų krizė, todėl bendrovių atėjimas į „First North“ nusikėlė“, – argumentuoja „First North“ Lietuvoje vadovas Vaidotas Užpalis. Jis mini, kad buvo viena įmonė, pasirengusi ateiti į alternatyvią rinką, tačiau nespėjo. Bendrovė „Goldinvest Asset Management“ nuo 2011 m. kovo 22 d. yra įtraukta prekybai į alternatyviąją rinką First North, kurios operatorė yra vertybinių popierių rinka NASDAQ OMX Ryga.(NASDAQ OMX). Tai pirmoji baltijos šalyse bendrovė kotiruojanti akcijas alternatyviojoje rinkoje. Tačiau kol kas šiuo metu dar nėra paskelbtos finansinės ataskaitos už praėjusius metus.

„Biržos sudaryta galimybe kotiruoti įmonę alternatyviojoje „First North“ rinkoje Lietuvoje tuo metu aktyviai domėjosi prekybos ir nekilnojamojo turto sektorių įmonės. Tačiau prasidėjus pasaulinei ekonominei ir finansinei krizei, smarkiai krito daugelio šių įmonių pardavimai, jos susidūrė ir su mokumo problemomis“, – pažymi UAB FMI „Orion Securities“ vadovas Alius Jakubėlis.

First North rinką Lietuvoje galima apibūdinti remiantis pirmojoje darbo dalyje pristatytomis AVPR charakteristikomis.

First North šalyje yra reguliuojama NASDAQ OMX Vilnius . Baltijos šalyse ji veikia tokiais pačiais principais, kaip ir Kopenhagoje, Stokholme, Helsinkyje ir Islandijoje, tačiau atsižvelgiant į tai, kad AVPR yra skirta jaunoms, augančioms, dinamiškoms bendrovėms, kurių veikla labai priklauso nuo vietinės specifinės verslo aplinkos, Baltijos šalyse First North pritaikyta vietinių bendrovių reikmėms. Pagrindiniai Baltijos šalyse veikiančios AVPR skirtumai nuo First North Šiaurės šalyse yra šie: Lietuvos, Latvijos ir Estijos bendrovėms, norinčioms ateiti į rinką, nėra taikomas minimalus laisvų akcijų skaičiaus reikalavimas, taip pat nustatyti mažesni įėjimo į rinką ir buvimo joje mokesčiai. Reikėtų atkreipti dėmesį, kad nors reikalavimo ir nėra, vis dėlto akivaizdu, kad aktyvesnei prekybai įmonės akcijomis reikalingas pakankamas (reguliuojamoje rinkoje tai - 25 proc. visų išleistų akcijų) investuotojams prieinamų akcijų skaičius.

Anot A. Saladžienės (2007), NASDAQ OMX Vilnius prezidentės, First North yra skirta smulkioms ir vidutinėms įmonėms tokiais bendrais atvejais:

- Jei jos yra augančios, planuojančios sparčią plėtrą;
- Įmonėms reikia kapitalo skverbtis į naujas rinkas ar įsigyti kitą įmonę;
- Įmonė yra šeimos verslas ir rengiamasi kartu pasikeitimui;
- Norint parduoti dalį savo verslo ar visą įmonę ir realizuoti sukurtą vertę, siekiant patekti į biržą, bet įmonė dar nėra tam pasirengusi, arba norima išbandyti savo jėgas kapitalo rinkoje.

„Gild Bankers" partnerio Š. Skyriaus (2007) nuomone, tikėtina, jog į AVPR eis tokios įmonės:

- Kurioms einamasis/oficialusis sąrašai per brangūs (pinigų ir informacijos atskleidimo atžvilgiu), t.y.: kurių laisvai prekiaujamų akcijų bendra vertė (kapitalizacija) < 35-40 mln. Lt.; taip pat kurioms dėl ankstyvos vystymosi stadijos ir/arba savininkų bei vadovų nenoro atsiskleisti reguliuojamos rinkos taikomi informacijos atskleidimo reikalavimai per sunkūs;
- Greitai ir intensyviai augančios įmonės, kurioms reikia daug papildomo kapitalo, neprieinamo iš kitų šaltinių.

First North nauda įmonės savininkui ir įmonei atsispindi 3 pav.

Į First North patekusios bendrovės sąlyginai nedidelėmis sąnaudomis gali gauti panašią naudą, kurią suteikia įtraukimas į prekybos sąrašus reguliuojamoje rinkoje - t.y. atsiranda galimybė pritraukti papildomo kapitalo, nustatyti bendrovės vertę rinkoje ir pan., tik keliami mažesni reikalavimai: netaikomas minimalus laisvų akcijų skaičiaus reikalavimas, mažiau ataskaitų ir kt. Be to vėliau joms būtų lengviau patekti į reguliuojamą rinką. Vertybinių popierių biržos, reguliuojamosios rinkos ir alternatyviosios rinkos skirtumai parodyti šioje lentelėje 6 lentelėje.



Šaltinis: A. Saladžienė (2007)

3 pav. First North nauda įmonės savininkui ir įmonei

6 lentelė

Reguliuojamos rinkos ir alternatyviosios rinkos First North reikalavimų įmonėms reikalavimų palyginimas

Reguliuojama rinka - Baltijos biržų Oficialusis prekybos sąrašas	Alternatyvioji rinka First North
Įtraukimas į NASDAQ OMX Vilnius prekybos sąrašus	Priėmimas prekybai
Prospektas pagal visus reikalavimus	Prospektas pagal mažesnius/ visus reikalavimus
Finansų priežiūros institucijos patvirtintas prospektas	Finansų priežiūros institucijos/ biržos patvirtintas prospektas
Rinkos kapitalizacija: ne mažiau 4 mln. eurų	Nėra minimalios rinkos kapitalizacijos reikalavimo (Akcinės bendrovės įstatinis kapitalas 150 tūkst.lt)
Apyvartoje ne mažiau 25% ar pakankamos vertės (25 mln. eurų) VP	Nėra nustatyta, kokia VP dalis turi būti apyvartoje
Ne mažiau kaip 3 veiklos metai	Nėra nustatyta minimali veiklos trukmė
Dideli reikalavimai informacijos atskleidimui	Nedideli reikalavimai informacijos atskleidimui
Kontroliuojama rizika, todėl labai gera investuotojų apsauga	Didelė rizika, todėl maža investuotojų apsauga
Pačios geriausios bendrovės	Vieta augti kol bendrovė atitiks biržos reikalavimus

Šaltinis: sudaryta autorės pagal First North Baltijos šalyse

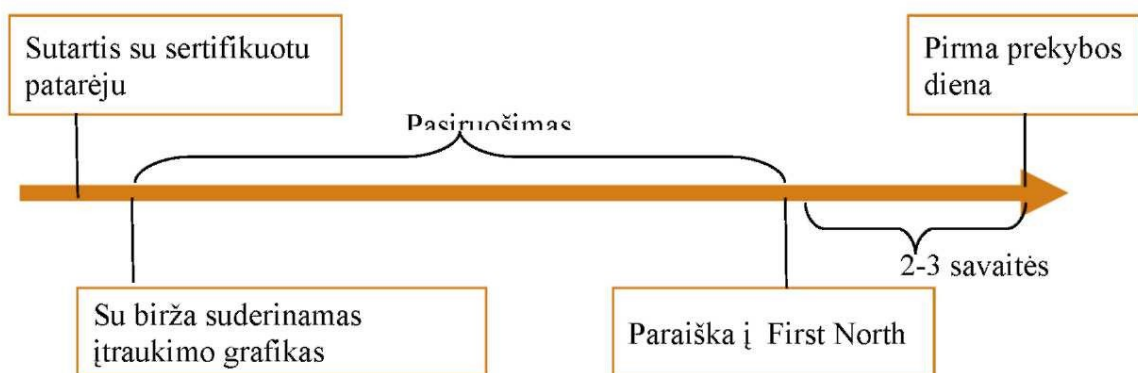
First North taikomi ir mažesni įėjimo bei buvimo joje mokesčiai. Reikia pastebėti, jog papildomus kaštus sudaro sertifikuoto patarėjo pasaugos.

Dar viena iš AVPR apibūdinančių charakteristikų yra indeksas, prasidėjus prekybai alternatyviojoje rinkoje First North Baltijos šalyse, imamas skaičiuoti visų akcijų indeksas First North Baltic All-Share. Jį sudaro visų AVPR Baltijos šalyse prekiaujamų bendrovių akcijos. Tai yra kainų

indeksas, kuris atspindi dabartinę bendros AVPR Baltijos šalyse situaciją ir jos pokyčius. Indeksas skaičiuojamas EUR.

Įmonėms priimant sprendimą kotiruotis šioje rinkoje svarbu suvokti ne tik pagrindines jos charakteristikas, bet ir patį kotiravimosi procesą. Tai reikalauja nemažai laiko ir pastangų. Jis trunka apie 3-4 mėnesius nuo sutarties su sertifikuotu patarėju pasirašymo iki įėjimo į rinką, tačiau atsižvelgiant dar ir į įmonės pradinių svarstymų etapą, praktikoje šis laikotarpis gali pailgėti iki pusės metų.

Kelį į AVPR supaprastintai galima būtų taip pavaizduoti schematiškai (žr. 4 pav.)



Šaltinis: A. Saladžienė (2007)

4 pav. Kelias į First North

Biržos patvirtinimo procedūra užtrunka iki 15 darbo dienų.

L. Galvelė (2007), UAB „Deloitte Lietuva“ finansinių konsultacijų vadovas, išskiria tokius pagrindinius potencialių įmonių pasirengimo First North etapus:

- Sprendimo priėmimas (situacijos vertinimas - akcininkai, vadovai, patarėjas);
- Sertifikuoto patarėjo pasirinkimas;
- Patrauklumo įvertinimas (nepriklausomas požiūris, konservatyvumas);
- Veiklos plano parengimas ir poreikių įvertinimas;
- Ateities planų skelbimas (išsipareigojimais investuotojui);
- Prospektas arba įmonės aprašymas (supaprastinta forma);
- Paraiška ir dokumentų paketas;
- Bendravimas su birža (veiksmų grafikas);
- Bendravimo su investuotojais planas.

Potenciali AVPR įmonė prieš nusprendama, ar kotiruotis, turi atidžiai apsvarstyti dalykus, susijusius suėjimu į viešąją rinką. Toks sprendimas gali teikti tiek naudos, tiek įsipareigojimų.

Įmonės pasiruošimo kotiravimuisi First North procese dalyvauja šios pagrindinės šalys:

- Sertifikuotas patarėjas;
- Auditorius;
- Teisininkas;
- Administruojanti įmonė ir platintojas.

Reikia pastebėti, jog įvairūs specialistai sertifikuoto patarėjo pasirinkimą įvardina kaip vieną esminių įmonės žingsnių. Anot A. Saladžienės (NASDAQ OMX, 2008), sertifikuoto patarėjo vaidmuo AVPR yra labai svarbus - jis padeda įmonės savininkams priimti geriausiai jų poreikius atitinkantį sprendimą, parengia bendrovę AVPR ir vėliau ją nuolat konsultuoja. Bendrovė, kurios akcijomis prekiaujama First North, turės išsamiai ir laiku atskleisti informaciją apie savo veiklą, finansinius rodiklius, įvykius, galinčius įtakoti akcijų kainą, taip pat nuolat bendrauti su investuotojais. Norint tinkamai laikytis šių sąlygų, reikia specialių žinių ir patirties. Sertifikuotais patarėjais patvirtinti finansų rinkos dalyviai ir verslo konsultantai turi tinkamą kompetenciją ir patirtį.

2008 m. NASDAQ OMX Vilnius suteikė sertifikuoto First North patarėjo statusą 11 įmonių. Tai pirmieji finansų rinkos dalyviai, kurie oficialiai gavo teisę konsultuoti bendroves dėl jų atėjimo į alternatyviąją rinką First North Lietuvoje:

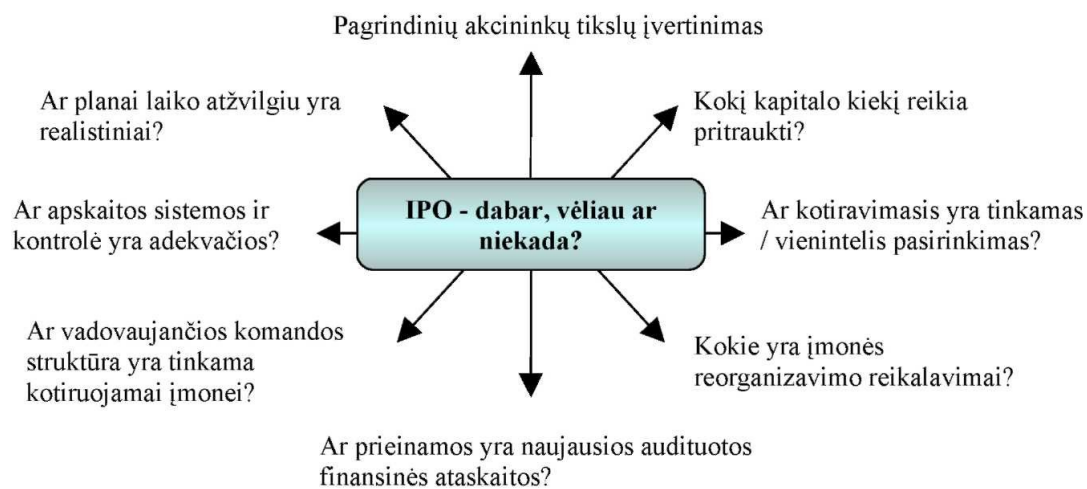
- Investiciniai bankai: UAB „Gild“, UAB „SEB Enskilda“, AB „Swedbank“;
- Verslo konsultacijų įmonės: UAB „Baltijos įmonių finansai“, UAB „Investicijų valdymas“, UAB „Strata“, „Verslo konsultacijų spektras“;
- Finansų maklerių įmonės „Jūsų tarpininkas“ ir „Orion Securities“;
- Audito kompanija UAB „Deloitte Lietuva“;
- Advokatų kontora „Lideika, Petrauskas, Valiūnas ir partneriai LAWIN“.

Prieš prisiimdami sertifikuoto patarėjo vaidmenį, Deloitte atlieka įmonių vertinimą, kurios turi atitikti tokius pagrindinius reikalavimus (Dam, 2007):

- Patenkinami praeities veiklos rezultatai, jų stabilumas, tinkama kryptis;
- Aiški ir įtikinama įmonės investicijų politika („kapitalo istorija“);
- Aiški ir pajėgi įmonės valdymo struktūra;
- Paskirta kompetetinga direktorių taryba / valdyba;
- Įmonės nuosavybės struktūros nuspėjamumas ateityje;
- Šiuolaikinių apskaitos principų ir ataskaitų teikimo procedūrų taikymas;

- Įmonės ir jos perspektyvų patrauklumas akcijų rinkai;
- Kapitalo pritraukimo alternatyvos kotiravimuisi First North bei jų aiškumas.
- Aiškus įmonės kotiravimosi tikslas (plėtra, kapitalas, kt.);
- Įmonės tinkamumas kotiravimuisi First North (dydis, likvidumas, ateities perspektyvos);
- Interesų konflikto tarp akcininkų rizikos vertinimas;
- Pakankamas laisvų akcijų skaičius po kotiravimosi.

Panašius IPO tinkamumo įmonėms klausimus kelia ir DLA Piper, vienas iš pagrindinių teisinių patarėjų AIM įmonėms (žr. 5 pav.).



Šaltinis: DLA Piper

5 pav. IPO tinkamumo įmonėms vertinimas

Taigi prieš priimdama sprendimą dėl kotiravimosi First North ir apskritai AVPR, įmonė turi įvertinti daug veiksnių dėl jai keliamų rinkos reikalavimų bei išsipareigojimų investuotojams vykdymo, taip pat dėl savo tinkamumo eiti į rinką, kaip, pavyzdžiui, aiškių augimo planų, skaidraus valdymo ir aiškios organizacinės struktūros. Aktualus yra ir laiko horizontas, kuris apsprendžia IPO pasirinkimo datą bei pasiruošimo proceso pradžią.

Egzistuoja nuomonių, jog First North Lietuvoje didelių investicijų nesulauks, ji gali būti patraukli nebent pavieniems investuotojams (2007). Kaip teigia AB FMĮ „Finasta“ valdybos narys A. Variakojis, SVV įmonės dar nėra pasirengusios dalyvauti VP rinkoje, o tam prireiks laiko ir gerų sėkmės pavyzdžių. Anot A. Saladžienės, NASDAQ OMX Vilnius prezidentės ir valdybos narės, investicijos į šią rinką yra rizikingesnės, nors neretai žadančios ir didesnę gražą (Slušnytė, Pilibaitis, 2007).

SVV įmonių susidomėjimą First North rinka Lietuvoje rodo dienraščio „Verslo žinios“ 2008 m. sausio mėn. atlikta sertifikuotų patarėjų šalyje apklausa. Paaiškėjo, jog beveik pusė patarėjų vedė derybas su savo klientais dėl viešo akcijų išplatavimo, t.y. IPO, šioje rinkoje. Investicijų valdymo bendrovės „Strata“ duomenimis, atėjimu į alternatyviąją rinką domėjosi 5-10 įmonių, investiciniam bankui „Gild“ tokius planus atskleidė bent 3 įmonės, FMI „Orion Securities“, UAB „Verslo konsultacijų spektras“ - po 2. Taigi galima teigti, jog įmonių pasiūla Lietuvos rinkoje yra, tačiau reali prekyba jų akcijomis dar nevyksta. 2007 m. pabaigoje buvo paskelbta apie UAB „Baltermos investicijų valdymas“, persitvarkiusios iš UAB į AB „Balterma“, atėjimą į First North, tačiau, kaip teigė A. Jakubėlis (2008), bendrovės planai keitėsi dėl nestabilios padėties finansų rinkose. Anot D. Janušo (2008), UAB „Verslo konsultacijų spektras“ direktoriaus (2008), bendrovių atėjimas gali užtrukti metus ar pusantrų. Jas reikia reorganizuoti iš UAB į AB, paruošti taip, kad būtų patrauklios investuotojams.

Skandinavijoje alternatyvioji rinka „First North“ 2009 metais sulaukė tik 5 bendrovių, o nuo 2007 metų pabaigos „First North“ veikianti Lietuvoje – vis dar nei vienos. Tačiau NASDAQ OMX Vilniaus birža nenusimena, pabrėždama – tai ne vienos dienos projektas, o finansų patarėjai tvirtina, kad įmonių susidomėjimas alternatyviais finansavimo šaltiniais sugrįžta.

„Alternatyvioji rinka nėra „gelbėjimosi ratas“. Joje laukiamos gyvybingos, perspektyvios ir aiškia verslo plėtros strategiją turinčios įmonės“, – sako „First North“ Lietuvoje vadovas Vaidotas Užpalis.

Tačiau Lietuvoje „Įmonėms dabar labiausiai rūpi tik tai, kaip išgyventi sunkmečiu, todėl visoms kitoms galimybėms įmonių vadovai tiesiog neranda laiko. O tų įmonių savininkai, kurios gerai dirba ir dabar, šia nauda neskuba dalintis su kitais“, – pažymi UAB FMI „Orion Securities“ vadovas Alius Jakubėlis.

Kita vertus, laikomasi nuomonės, kad alternatyvi rinka yra skirta tik mažoms ir vidutinėms įmonėms, tačiau praktikoje, į alternatyvias rinkas eina ir labai didelės įmonės, kurios nori pasinaudoti jos teikiamais privalumais. Londono alternatyvioji rinka „AIM“ yra labai patraukli biržos naujokams.

„First North“ yra patraukli ypač toms įmonėms, kurios nėra nusiteikusios parduoti daug savo akcijų, joms taikomi mažesni informacijos atskleidimo reikalavimai“, – nurodo Jakubėlis.

Tačiau 2007 metais net ir mažoms įmonėms nebuvo problemų pasiskolinti pinigų iš bankų, todėl jos neskubėjo pasinaudoti nauju kapitalo rinkos teikiamu privalumu – prisitraukti papildomo kapitalo į įmonę. Dabar padėtis keičiasi: įmonių savininkai supranta, kad pasikliauti tik bankų finansavimu negalima, todėl jie pradės ieškoti alternatyvių finansavimo šaltinių, kaip pritraukti papildomo kapitalo.

„Jaučiame atgimstantį susidomėjimą, nes visi supranta, kad laikai, kai vienintelis verslo finansavimo šaltinis buvo iš bankų skolinti pinigai, jau praėjo ir negrįš. Todėl verslininkai turi ieškoti kitų alternatyvių kapitalo pritraukimo šaltinių“, – sako Užpalis. Jis skaičiuoja, kad bendrovėms vidutiniškai reikia 6–12 mėnesių sprendimui priimti ir pasirengti šiai rinkai, nes, pavyzdžiui, daugeliui kandidačių reikia reorganizuotis iš UAB į AB ar išgryninti verslo struktūrą.

D. Rakauskaitės (2008) „Strata“ (2008) vadovės ir Finansų analitikų asociacijos prezidentės teigimu, iš esmės kotiruotis biržoje yra naudinga, bet nauda susijusi su tuo, kiek šioje rinkoje yra pinigų ir besidominčių čia investuoti. Anot specialistės, ši rinka labiau domina jaunas bendroves iš įvairių sektorių, dažniau - paslaugų, nes tokių bendrovių vadovai ar akcininkai labiau domisi rinkomis ir naujaisiomis galimybėmis.

Taigi vertinant AVPR veiklos prielaidas Lietuvoje, potencialių investuotojų ir įmonių realaus dalyvavimo šioje rinkoje klausimas tampa labai aktualus. Vienos pagrindinių diskusijų kyla siekiant prognozuoti, kokios įmonės ir kiek jų artimiausiu metu galėtų ateiti į First North. Bendrovės nėra linkusios atskleisti savo planų viešai, taip pat, kaip minėta, pastebėtas aiškus su AVPR šalyje susijusių studijų trūkumas, todėl iškyla poreikis ištirti ir įvertinti metodologiškai pagrįstą potencialių First North rinkoje kotiruotis Lietuvos įmonių struktūrą. Investuotojų klausimas toliau netiriamas dėl galimo tyrimo kompleksiško, jo masto, taip pat priėjimo prie investuotojų, ypač individualių, problematiškumo. Patarėjo sertifikatą turintis UAB „Verslo konsultacijų spektras“ ekspertas Dangiručio Janušo, bendrovių nusiteikimui daug įtakos turės ir dabar vykdomo AB „Linas Agro Group“ IPO rezultatai.

2.2. NASDAQ OMX Baltijos šalių biržoje alternatyviosios ir reguliuojamosios rinkų skirtumai

Bendrovė, traukiama į reguliuojamos rinkos Oficialųjį prekybos sąrašą bet kurioje NASDAQ OMX Baltijos šalių biržoje, turi atitikti tam tikras sąlygas (pavyzdžiui, būti reikiamo dydžio ir veikti nustatytą metų skaičių). NASDAQ OMX Baltijos biržų prekybos sąrašuose esančios bendrovės privalo laikytis savo šalies teisės aktų ir Europos Sąjungos direktyvų, jas prižiūri vietos Vertybinių popierių komisija. Reikalavimai bendrovei, esančiai Baltijos biržų Oficialiajame prekybos sąraše, yra aukštesni negu priimant į alternatyviąją rinką.

Rinka First North yra alternatyva reguliuojamosios rinkos Oficialiajam prekybos sąrašui. Rinkoje First North bendrovėms taikomi mažesni teisiniai reikalavimai ir biržoje patvirtintos taisyklės. Šios rinkos bendrovės prižiūri vietos vertybinių popierių biržos bei sertifikuoti patarėjai. Norinčiai

patekti į alternatyviąją rinką, bendrovei nėra taikomi griežti reguliuojamosios rinkos informacijos atskleidimo reikalavimai, įskaitant finansinių ataskaitų rengimą pagal Tarptautinius finansinės atskaitomybės standartus. Alternatyvioji rinka First North tinka visų verslo šakų ir bet kokio dydžio įmonėms. Buvimas First North gali tapti pirmuoju žingsniu vertybinių popierių biržos link. Todėl, kad First North bendrovėms yra taikomi mažesni teisiniai reikalavimai, investavimo rizika alternatyviojoje rinkoje gali būti didesnė negu reguliuojamoje.

7 lentelė

Įtraukimo bei kitų kriterijų skirtumai alternatyvioje ir reguliuojamoje rinkoje

Reguliuojamoji rinka – Baltijos biržų Oficialusis prekybos sąrašas	Alternatyvioji rinka - First North Baltijos šalyse
Rinka ir jos priežiūra	
Įtraukimą į reguliuojamos rinkos prekybos sąrašus reglamentuoja Lietuvos įstatymai ir ES direktyvos	Įtraukimą prekybai rinkoje reguliuoja rinkos operatorius (t.y., vertybinių popierių birža)
Įtraukimo sąlygos	
Ne mažiau kaip treji veiklos metai	Nėra nustatytas trumpiausias veiklos laikas
Minimali bendrovės rinkos vertė - mažiausiai 4 mln. eurų	Nėra nustatyto minimalaus bendrovės rinkos vertės dydžio
Ne mažiau kaip 25% akcijų arba 25 mln. eurų vertės akcijų cirkuliuoja rinkoje	Nėra nustatytas mažiausios rinkos vertės ar laisvai cirkuliuojančių akcijų skaičiaus kriterijus
Prospektą tvirtina Vertybinių popierių komisija	Pristatomas prospektas arba paprastesnis bendrovės aprašymas
Paprastai reikia turėti keletą išorės ekspertų/ patarėjų (investicijų bankas, advokatų kontora, tarptautinė audito įmonė ir pan.)	Privaloma sudaryti paslaugų teikimo sutartį su vienu iš Biržos patvirtintų sertifikuotu patarėju
Informacijos atskleidimas	
Finansinė apskaita tvarkoma pagal Tarptautinius finansinės atskaitomybės standartus	Finansinė apskaita tvarkoma pagal Lietuvos verslo apskaitos arba Tarptautinius finansinės atskaitomybės standartus
Metų, pusmečio ir ketvirčio finansinės ataskaitos	Metų ir pusmečio finansinės ataskaitos
Informacijos atskleidimas lietuvių ir anglų kalbomis	Informacijos atskleidimas lietuvių arba anglų kalba
Privaloma laikytis Biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso	Nėra reikalavimo laikytis Biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso
Rizika investuotojams	
Rizika kontroliuojama, bendrovėms taikant griežtus įtraukimo į prekybos sąrašus ir informacijos atskleidimo reikalavimus.	Didesnė rizika, nes mažesni reikalavimai bendrovėms.

Šaltinis: NASDAQ OMX, First North baltic

Tačiau tai gali reikšti didesnę investicijų grąžą. First North bendrovių akcijomis prekiaujama toje pačioje prekybos sistemoje kaip ir bendrovių, įtrauktų į Baltijos Oficialųjį prekybos sąrašą, todėl First North bendrovės mato tie patys rinkos dalyviai ir investuotojai.

Pasirinktas sertifikuotas patarėjas detaliau pristatys rinką First North ir paaiškins įtraukimo į šią rinką paraiškos parengimo detales bei reikalavimus, taikomus įmonėms, esančioms šioje rinkoje.

Žingsniai į First North:

- 1) Su sertifikuotu patarėju aptariamas Jūsų bendrovės pasirengimas atėjimui į alternatyviąją rinką
- 2) Pasirašoma sutartis su vienu iš sertifikuotų patarėjų
- 3) Akcininkai priima sprendimą dėl papildomo akcinio kapitalo (jei reikia)
- 4) Bendradarbiaujant su sertifikuotu patarėju, parengiama paraiška bendrovės akcijų įtraukimui į alternatyviąją rinką, paruošiamas bendrovės aprašymas arba prospektas (jei reikia)
- 5) Pateikiami dokumentai Vilniaus vertybinių popierių biržai, rinkos First North operatoriai Lietuvoje
- 6) Birža priima sprendimą dėl akcijų įtraukimo į alternatyviąją rinką
- 7) Pasirašoma sutartis su vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius

Kiekvienu konkrečiu atveju šis laikas gali skirtis, bet paprastai sprendimas priimamas ne vėliau kaip per tris savaites nuo paraiškos padavimo dienos.

2.3. Londono vertybinių popierių birža ir First North vertybinių popierių rinką

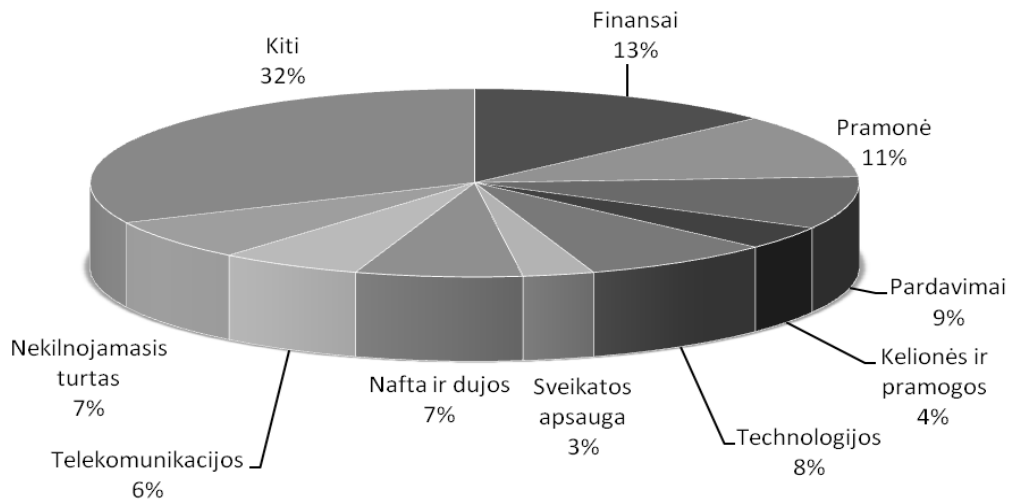
Atliekant Lietuvos įmonių struktūros projektavimą, naudotasi darbo autorės sukurta tyrimo metodologija. Pateikiami ir interpretuojami tyrimo rezultatai, kurie aktualūs vėliau atliekant sėkmingos AVPR veiklos prielaidų vertinimą ir pateikiant tolimesnių šios srities tyrimų kryptis.

Šiame poskyryje išsamiau panagrinėsime AVPR Londono vertybinių popierių biržą AIM ir First North vertybinių popierių rinką.

Analizuojami kelių praėjusių metų duomenys (2008-2010 m.). Pateikiami ir interpretuojami duomenys, kurie naudingi ir aktualūs atliekant AVPR veiklos prielaidų vertinimą.

AVPR Londone auga ir didėja įmonių susidomėjimas. Ataskaitose nurodoma, kad apimtys ir akcijos sumažėjo pasaulį palietus ekonomikos krizei. AVPR daro įtaką išoriniai ir vidiniai faktoriai. 2008 m. susidomėjimas AVPR mažėjo, tačiau krizės poveikis buvo juntamas ne tik šioje, bet ir kitose srityse, tad įmonės nebuvo linkusios investuoti. Susidurta su įmonių veiklos neefektyvumu, tad tai turėjo įtakos ir AVPR.

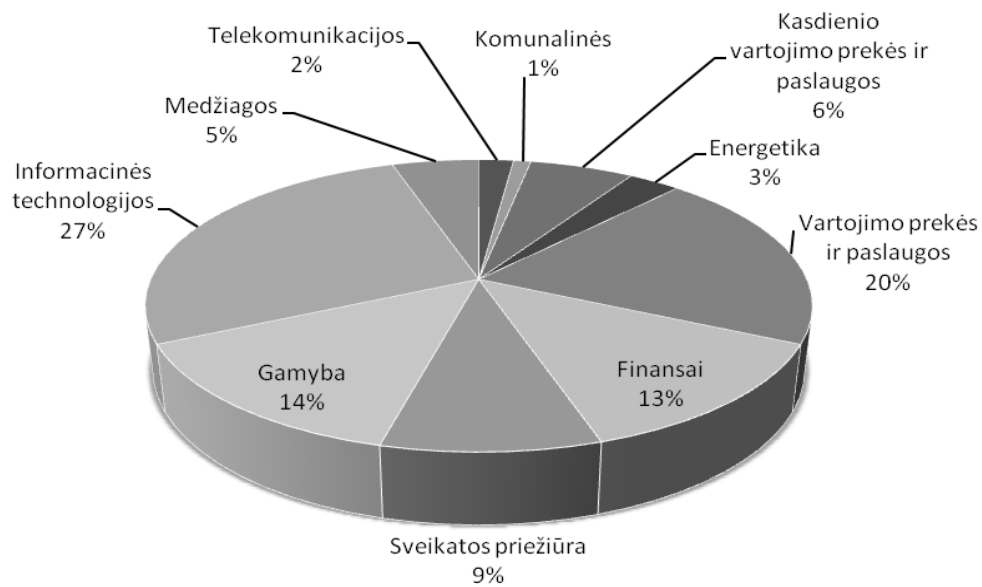
Didžiausią AIM įmonių dalį pagal ekonominės veiklos sektorius 2009 m. gruodžio mėn. sudarė finansai (13 proc.), pramonė (11 proc.), pardavimai (9 proc.). Tai atsispindi 6 pav. Bendras įmonių skaičius AIM – 1293.



Šaltinis: London Stock Exchange, AIM statistika

6 pav. AIM įmonių pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos sektorius 2009 gruodžio mėn.

Aukščiausia kapitalizacija taip pat pasižymėjo finansai (30,7 proc.), toliau sekė medžiagos (16,4 proc.), nafta ir dujos (12,5 proc.), gamyba (13,9 proc.), paslaugos vartotojams (10,4 proc.), technologijos (6,1 proc.). Bendra AIM kapitalizacija siekė 56 632,0 mln. £.



Šaltinis: NASDAQ OMX, First North statistika

7 pav. First North Šiaurės šalyse įmonių pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos sektorius 2009 m. gruodžio mėn.

Didžiausią First North Šiaurės šalyse įmonių dalį pagal verslo sektorius 2009 m. gruodžio mėn. sudarė informacinės technologijos (27proc.), vartojimo prekės ir paslaugos (20proc.), gamyba (14 proc.), finansai (13 proc.). Bendras įmonių skaičius First North Šiaurės šalyse – 134. Tai matyti 6 pav.

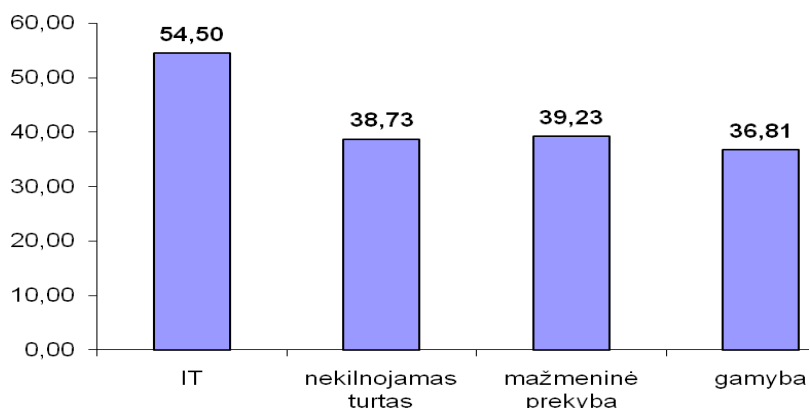
Atlikus verslo sektorių palyginimą pagal kapitalizaciją, paaiškėjo, jog didžiausia kapitalizacija pasižymėjo kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos (26,0 proc.), toliau sekė vartojimo prekės ir paslaugos (17,1 proc.), gamyba (16,9 proc.), finansai (12,5 proc.), informacinės technologijos (10,7 proc.), medžiagos (6,4 proc.). Bendra First North Šiaurės šalyse kapitalizacija siekė 2 413,80 mln. EUR.

Reiktų pastebėti, jog finansų sektorius AIM didžiausias tiek pagal įmonių skaičių, tiek pagal kapitalizaciją, tačiau First North Šiaurės šalyse įmonių skaičiumi didžiausias informacinių technologijų sektorius, pagal kapitalizaciją yra ketvirtas. Abiems palyginamosioms AVPR būdinga įmonių veiklos sektorių diversifikacija, kas iš esmės yra viena iš sėkmingos AVPR veiklos prielaidų.

Analizuojant 2009 metus daugiausia AVPR įmonių pagal sritį First North sudarė pardavimai (26 %), IT (27 %) ir gamyba (14%). Tuo tarpu Londono AVPR daugiausia įmonių užsiima finansais, pramone ir pardavimais (7 pav.). Bendras įmonių skaičius First North Šiaurės šalyse – 129.

Išsamesnei analizei pasirinktos šios sritys:

- Nekilnojamas turtas:
- Gamyba:
- IT:
- Mažmeninė prekyba:



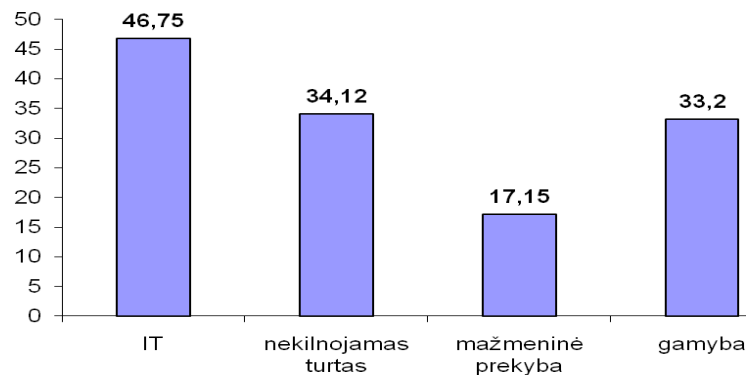
Šaltinis: London Stock Exchange, AIM statistika

8 pav. 2008 m. AIM rinkos kapitalizacija pagal sritis (£m)

Bendras įmonių skaičius AIM – 1293. Bendra AIM kapitalizacija siekė 56 632 mln. £. 8-tame paveiksle pavaizduota 2009 metų rinkos kapitalizacija (£m)

Lyginant 2009 m. duomenis su 2008 m. matyti kritimas IT AVPR nuo 54,50 iki 46,75. Visose nagrinėjamose srityse rinkos kapitalizacija 2010 m. sumažėjo (9 pav.). Londono vertybinių popierių

biržos ataskaitoje teigiama, kad rinkos kapitalizaciją įtakojo krizė.



Šaltinis: London Stock Exchange, AIM statistika

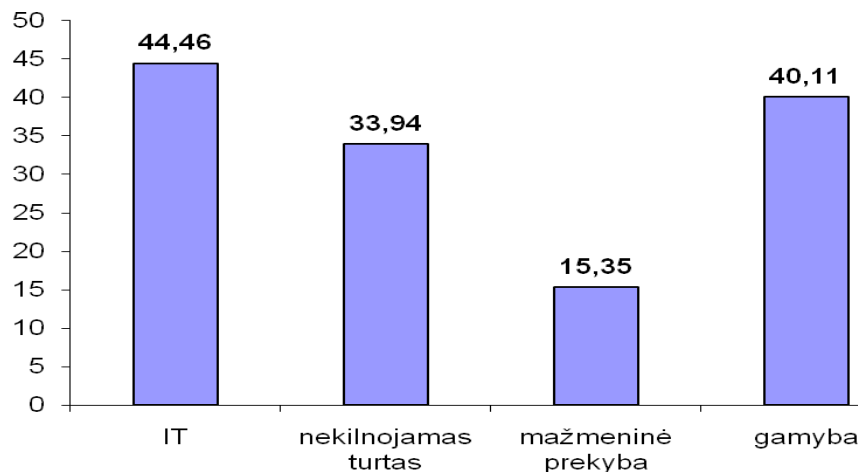
9 pav. 2009 m. AIM rinkos kapitalizacija pagal sritis (£m)

Po 2008 m. pasaulinės ekonominės krizės 2009 m. pabaigoje buvo tikimasi panašių duomenų, tačiau tokių nesulaukta. Londono AVPR didžiausią įmonių skaičių buvo užfiksavusi 2005 m., šiais metais buvo ir didžiausi AVPR indeksai. Bendra apyvarta 2009 m. lyginant su 2008 m. padidėjo daugiau kaip 5 proc. Įmonėms buvo siūloma didinti savo kapitalą, siekiant perspektyvos.

2007 m. buvo atlikta įmonių apklausa, kurios metu nustatyta, kad daugiausia tikimasi išorės augimo, negu kokybiškumo šalies viduje. Rinka buvo orientuota į išorę. 2007 m. rezultatus įmonės vertino gerai, nes gavo tokius rezultatus, kokių buvo tikėtasi. Įmonės mano, kad AVPR yra gana patraukli mažoms ir vidutinėms įmonėms.

2008 m. buvo planuojama padidinti bendrą rinkos kapitalizaciją ir pritraukti daugiau tarptautinių bendrovių, tačiau kaip jau minėta, krizė neleido pasiekti planuotų perspektyvų. Naujos įmonės, kurios prisijungė prie AVPR 2007 m. teigė, kad prisijungimas pateisino jų lūkesčius ir planuoja geresnius pokyčius teinančiais metais.

2010 m. rinkos kapitalizacija pagal nagrinėjamas sritis dar šiek tiek krito, tačiau užfiksuotas padidėjimas gamybos srityje (9 pav.)

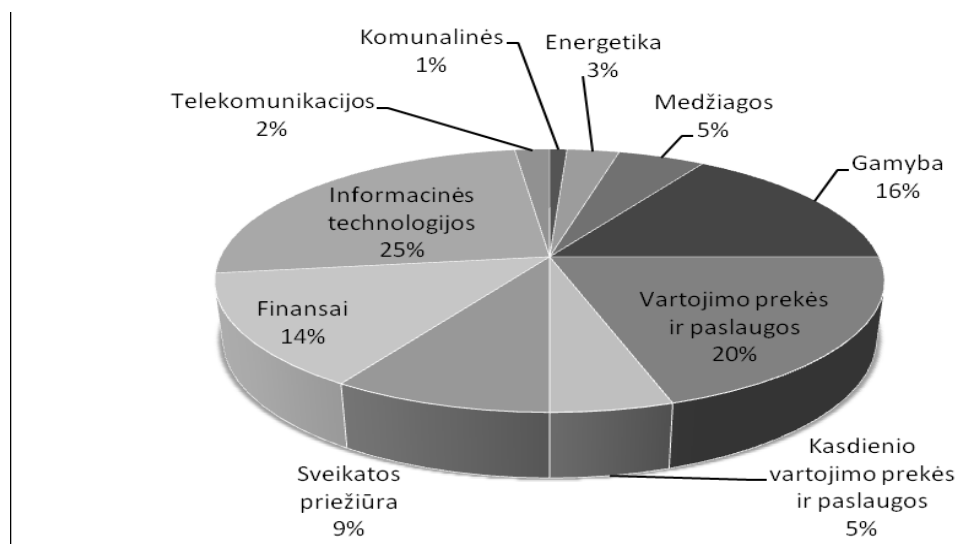


Šaltinis: London Stock Exchange, AIM statistika

10 pav. 2010 m. AIM rinkos kapitalizacija pagal sritis (£m)

Lyginant Londono AIM su Baltijos šalių AVPR, kad IT užima didžiausią dalį rinkos. Kompanijų skaičius First North 2009 metų duomenimis buvo – 134. Nuo 2008 m. naujai listinguota – 3, kai 2008 m. buvo naujai listinguota – 17. 2008 m. nujos emisijos sudarė 54 mln. eurų. Vidutiniškai pritraukta kapitalo per vienos įmonės IPO 2008 m. – 7 mln. eurų (nuo 1 iki 24 mln. eurų).

2010 m. daugiausia bendrovių pagal sektorius buvo IT (25 proc.), vartojimo prekės ir paslaugos (20 proc.) bei gamyba (11 pav.)

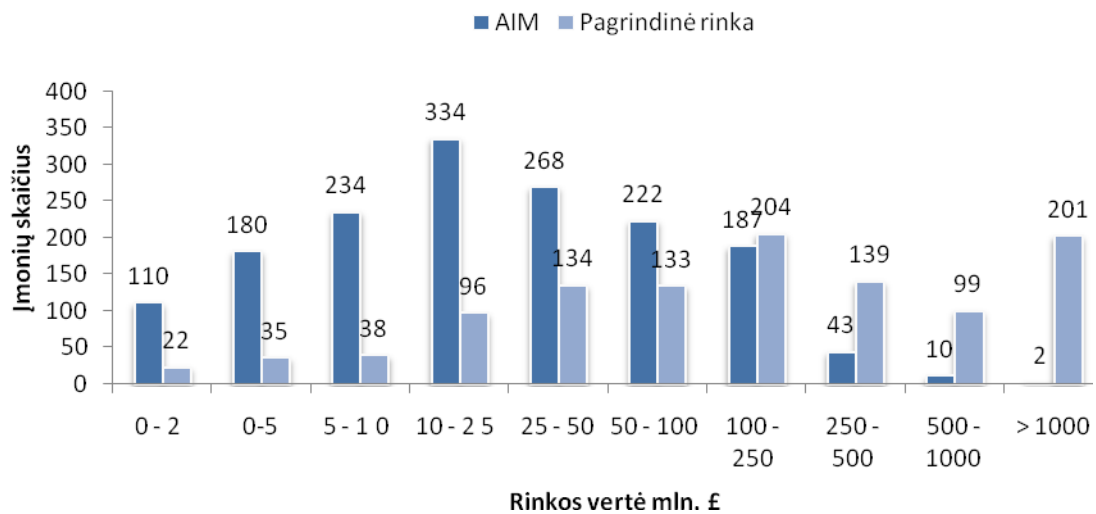


Šaltinis: NASDQ OMX, First North statistika

11 pav. First North Šiaurės šalyse įmonių pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos sektorius 2010 m.

Pagrindinės ir AIM rinkos vertė pagal įmonių išsidėstymo skaičių pavaizduotas 12 pav. 2009 m. duomenimis didžiausias AIM įmonių skaičius 334, kurios vertė 10-25 mln. £ Daugiau pagrindinės

rinkos įmonių yra, kurių vertė didesnė kaip 250 mln. £.



Šaltinis: London Stock Exchange, AIM statistika

12 pav. Įmonių pasiskirstymas pagal akcijų rinkos vertę 2009 m. skirtingose rinkose

2010 metų AVPR Londono VP biržos pateikiama statistika gana įdomi, nes 2007 m. buvo pasiektas aukščiausias taškas 16 mlrd. svarų sterlingų. Iki 2009 m. šis skaičius stipriai sumažėjo – 65 proc. ir tesiekė 5,5 mlrd. svarų sterlingų. 2010 metais šis skaičius dar mažėjo ir siekė 5 mlrd. svarų sterlingų. Kaip matome, nuo 2007 m. AVPR apyvarta sumažėjo 11 mlrd. svarų sterlingų.

Nors statistikos duomenys rodo apyvartos sumažėjimą 2010 m. vidutinio sandorio dydis buvo 8000 svarų sterlingų. Lyginant su ankstesniais metais, toks dydis buvo 2001 m. Nuo 2008 m. per 2 metus AVPR įmonių skaičius sumažėjo 135 įmonėmis. Londono AVPR kasmet apklausia vartotojus siekiant pagerinti kokybę. 2010 m. apklausa atskleidė, kad įmonės linkusios savo akcijas išlaikyti ilgiau nei ankstesniais metais. Įmonėms vis dar pakankamai sunku surasti naujus investuotojus ir pirkėjus. 75 proc. AVPR įmonių yra nusivylusios savo padėtimi ir tik 10 proc. teigė, kad jų akcijos rinkoje nepakito.

3. AVPR LIETUVOJE VEIKLOS PRIELAUDŲ VERTINIMAS

3.1. Tyrimo metodika ir organizavimas

Tyrimo tikslas ir hipotezės. Atsižvelgiant į išsiaiškintą tyrimo poreikį ir loginę struktūrą, siūlomą V. Pranulio (1998) bei R. Urbanskienės ir R. Vaitkienės (1998), keliamas toks tyrimo tikslas – įvertinti potencialių First North rinkoje kotiruotis Lietuvos įmonių struktūrą remiantis veikiančių palyginamųjų AVPR patirtimi.

Tyrimo hipotezės:

1. AVPR Lietuvoje veiklos pradžia trukdo perspektyvių įmonių trūkumas.
2. AVPR Lietuvoje veiklą įtakojantys aplinkos veiksniai: akcijų rinka, IPO situacija, teisinė bazė, yra palankūs.

Tyrimo metodologija ir jo nuoseklumas. Potencialių First North rinkoje kotiruotis Lietuvos įmonių struktūros tyrimo metodologija pagrįsta vadybos mokslo siūlomu geriausios praktikos siekimo metodu (angl. Benchmarking), darbo autorės pakoreguotu ir adaptuotu pagal nagrinėjamą problematiką, darbo tikslą ir objektą.

Kaip apibrėžia „The European Benchmarking Code of Conduct“ (2003) „Geriausios praktikos siekimo metodas yra paprastas palyginimas su kitomis organizacijomis ir mokymasis iš patyrimo, kuris yra šio palyginimo rezultatas“. Praktikoje jis yra gana plačiai taikomas. Tai yra ta priemonė, kuri rinkos ekonomikos ir konkurencijos sąlygomis įmonėms, įstaigoms ar organizacijoms padeda įvertinti tiek konkurentų, tiek savo galimybes, įgalina pasiekti didesnę efektyvumą ir produktyvumą procesų bei rezultatų atžvilgiu.

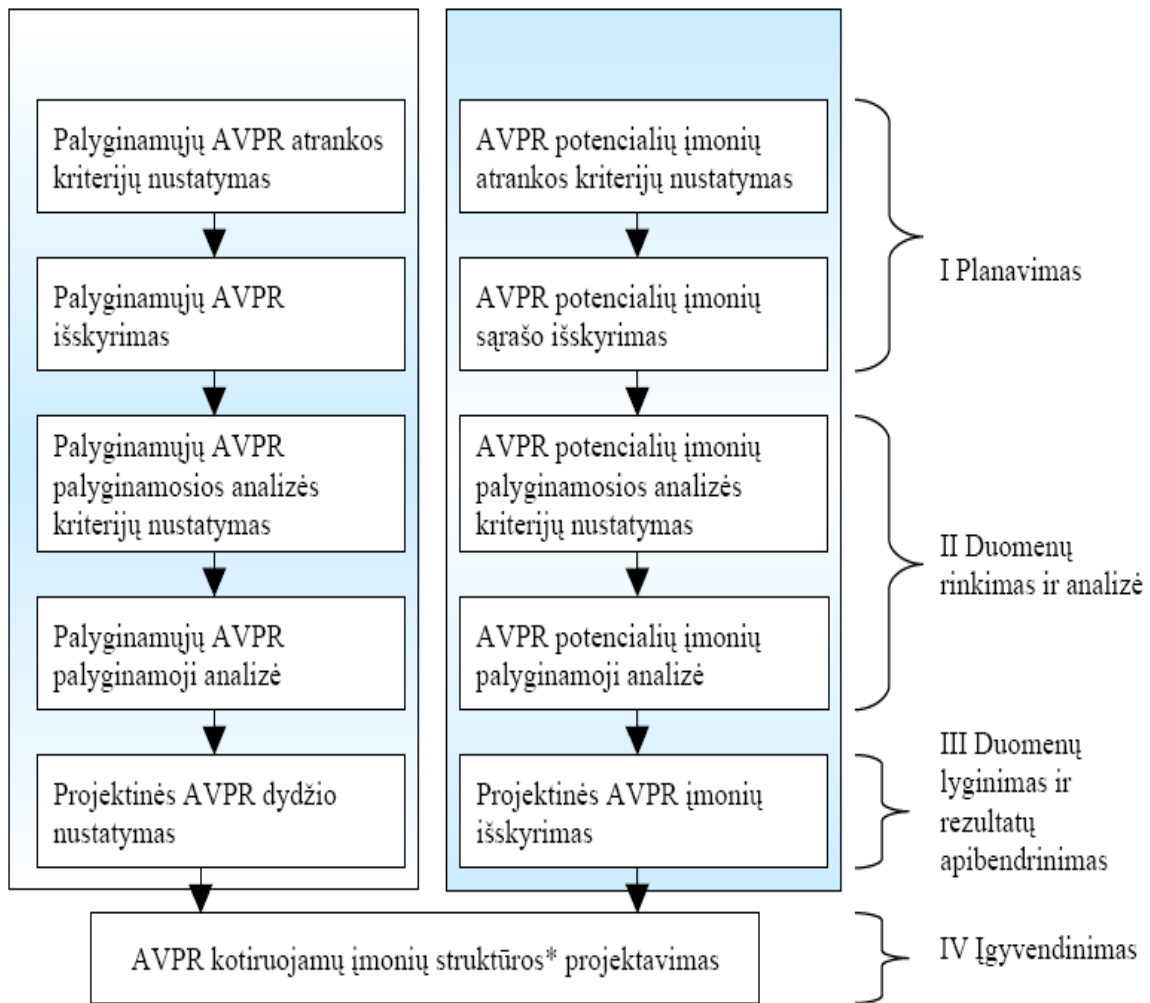
Siekiant sėkmingai ir veiksmingai palyginti geriausią praktiką, būtina numatyti, kokie veiksmai ir kokių eiliškumu turi būti atlikti. Nors vadybos teoretikai ir organizacijos, taikančios šį metodą, nustato skirtingą geriausios praktikos siekimo proceso etapų dalyvių skaičių ir seką atsižvelgdami į tikslus ir konkrečios organizacijos ypatumus, tačiau visus procesus apibendrinus galima nurodyti svarbiausius geriausios praktikos siekimo metodo etapus (Išoraitė, 2006). Skirtini šie keturi pagrindiniai etapai (Kaziliūnas, 2005):

- Planavimas;
- Duomenų rinkimas ir analizavimas;
- Duomenų lyginimas ir rezultatų apibendrinimas;
- Pokyčių įgyvendinimas.

Kai kurie autoriai nurodo ir penktą fazę – tobulinimą. Tobulinimo fazę galima priskirti naujam veiklos tobulinimo planavimo etapui.

Toks praktinio taikymo metodas, adaptuotas pagal darbo objektą ir problematiką, padėtų įvertinti Lietuvos AVPR sėkmingos veiklos prielaidas potencialių šioje rinkoje kotiruotis įmonių požiūriu.

Tyrimo nuoseklumas atspindi 13 pav.



Šaltinis: sudarytas autorės, remiantis Kaziliūnas (2005)

13 pav. AVPR Lietuvoje veiklos prielaidų tyrimo nuoseklumas, remiantis geriausios praktikos siekimo metodu

Išorinio ir vidinio tyrimo atvejais pirmiausia išskiriami atrankos kriterijai, o vėliau, siekiant atlikti palyginamąsias analizes, ir palyginamosios analizės kriterijai. Jie pateikiami 8 lentelėje.

Atrankos ir palyginamosios analizės kriterijai

	Išorinis tyrimas	Vidinis tyrimas
Atrankos kriterijai	<ul style="list-style-type: none"> • Rinkos lyderio arba vieno iš jų statusas; • Palyginamųjų AVPR verslo modelio panašumas į Lietuvoje veikiančios First North. 	<ul style="list-style-type: none"> • Turėtų būti „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“ sąrašė • Turėtų būti Lietuvos bendrovių sąrašė „Gazelės 2010“.
Palyginamosios analizės kriterijai	<ul style="list-style-type: none"> • Ekonominės veiklos sektoriai; • Įmonių skaičius; • Kapitalizacija; • Įmonių rinkos vertė. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ekonominės veiklos rūšys; • Įmonių skaičius; • Pardavimo pajamos; • Ikimokestinis pelnas

Šaltinis: sudaryta autorės

Apžvelgiant tyrimo loginės struktūros eigą, pirmiausia išorinio tyrimo (palyginamųjų AVPR) atveju, o vėliau ir vidinio (potencialių Lietuvos įmonių), pateikiami šių kriterijų išskyrimo argumentai.

1 Išorinio tyrimo planavimo etapas apima: palyginamųjų AVPR atrankos kriterijų nustatymą ir palyginamųjų AVPR išskyrimą.

1. Palyginamųjų AVPR atrankos kriterijų nustatymas. Rinkos lyderio arba vieno iš jų statusas. Pirmiausia atsižvelgiama į tai, jog geriausios praktikos siekimo metodas yra sietinas su lygiavimusi į rinkos lyderius. AIM pasaulyje yra pripažįstama kaip pirmaujanti AVPR. Jos sėkmę atspindi šie pagrindiniai faktai:

- AIM būdinga joje besikotiruojančių įmonių dydžio (nuo jaunų, rizikos kapitalo bendrovių iki didesnių, siekiančių tolimesnės plėtros) ir jų verslo sektorių įvairovė. Nuo AIM veiklos pradžios 1995 m. į ją priimta daugiau kaip 2900 įmonių. Iš 1683 kotiruojamų bendrovių 346, t.y. apie 21 proc., sudarė tarptautinės iš 70 šalių.

- Bendra rinkos kapitalizacija padidėjo nuo 82,2 mln. £ 1995 m., kuomet rinkoje buvo tik 10 Dž. Britanijos įmonių, iki 93,6 mlrd. £ šiuo metu.

- Nuo 2002 m. sėkmingai augant AIM populiarumui tarp užsienio įmonių, bendrai kapitalo pritraukta nuo 2 mlrd. £ 2003 m. iki 16,2 mlrd. £ 2007 m. Rekordinė suma, t.y. 9,6 mlrd. £, buvo pasiekta per esamų įmonių tolimesnes akcijų emisijas. Tai sudarė 69 proc. daugiau nei 2006 m. Toks aktyvumas rodo teigiamą AIM įmonių ir jų investuotojų užmegztų ilgalaikių ryšių poveikį. Per naujas emisijas kapitalo pritraukimas išaugo nuo 1 mlrd. £ 2003 m. iki 6,6 mlrd. £ 2007 m. Tačiau 2008 metais smarkiai krito, nuo 16,2 mlrd. £ iki 4,3 mlrd. £. 2009 – 2010 m. augo ir 2010 m. gruodį siekė 6,8 mlrd. £ (14 pav.).

	Market value									
	Number of companies				Number of Admissions			Money raised £m		
	UK	International	Total	(£m)	UK	International	Total	New	Further	Total
19/06/1995	10		10	82,2						
1995	118	3	121	2.382,4	120	3	123	71,2	25,3	96,5
1996	235	17	252	5.298,5	131	14	145	521,3	302,3	823,6
1997	286	22	308	5.655,1	100	7	107	341,5	350,2	691,7
1998	291	21	312	4.437,9	68	7	75	267,5	317,7	585,2
1999	325	22	347	13.468,5	96	6	102	333,7	600,2	933,9
2000	493	31	524	14.935,2	265	12	277	1.754,1	1.338,3	3.092,4
2001	587	42	629	11.607,2	162	15	177	593,1	535,3	1.128,4
2002	654	50	704	10.252,3	147	13	160	490,1	485,8	975,9
2003	694	60	754	18.358,5	146	16	162	1.095,4	999,7	2.095,1
2004	905	116	1.021	31.753,4	294	61	355	2.775,9	1.880,2	4.656,1
2005	1.179	220	1.399	56.618,5	399	120	519	6.461,2	2.481,2	8.942,4
2006	1.330	304	1.634	90.666,4	338	124	462	9.943,8	5.734,3	15.678,1
2007	1.347	347	1.694	97.561,0	197	87	284	6.581,1	9.602,8	16.183,9
2008	1.233	317	1.550	37.731,9	87	27	114	1.107,8	3.214,5	4.322,3
2009	1.052	241	1.293	56.632,0	30	6	36	740,4	4.861,1	5.601,5
2010 to Dec	965	229	1.194	79.419,3	76	26	102	1.219,4	5.738,1	6.821,4
Launch to date					2.656	544	3.200	34.161,4	38.467,1	72.628,5

Šaltinis: London Stock Exchange, AIM statistika

14 pav. AIM statistika 1995-2010 m.

Lyginant AIM ir NASDAQ OMX First North, Pastarosios bendra rinkos kapitalizacija padidėjo nuo 1,6 mlrd. EUR 2008 m., 2,9 mlrd. EUR šiuo metu. Šioje rinkoje 2008 – 2010 metais bendrovių sumažėjo nuo 139 iki 124. Tai matyti 15 pav.

Year	Month	Total Turnover including OTC			Turnover Velocity	Market Cap EUR	Listed Companies	Trading Days
		EUR	Accumulated EUR	No of Trades				
2008		1.991.996.851		581.060	60 %	1.557.154.993	134	254
2009		1.230.381.108		635.863	58 %	2.413.802.862	129	254
2010		1.516.169.573		608.585	56 %	2.916.573.898	124	255
2009	December	152.785.080	1.230.381.108	67.054	76 %	2.413.802.862	129	20
2010	January	134.311.684	134.311.684	55.552	69 %	2.571.336.641	125	20
2010	December	162.685.824	1.516.169.573	63.008	68 %	2.916.573.898	124	21

Šaltinis: NASDAQ OMX, First North statistika

15 pav. First North statistika 2008-2010 m.

Palyginamųjų AVPR modelių panašumas į Lietuvoje veikiančios First North. First North verslo modelis Baltijos šalyse yra toks pats kaip ir Šiaurės Europos šalyse, tik, kaip jau aptarta anksčiau, su tam tikrais Baltijos regionui ir tam tikrai šaliai būdingais ypatumais bei skirtumais.

Atsižvelgiant į esminius įmonių įtraukimo bei kitus kriterijus lyginant AIM ir First North Lietuvoje, šie verslo modeliai taip pat panašūs: nėra nustatyto trumpiausio bendrovės veiklos laiko, minimalaus bendrovės rinkos vertės dydžio, laisvai cirkuliuojančių akcijų skaičiaus kriterijaus ir pan., tačiau būtinas patarėjas: AIM atveju – paskirtasis (angl. Nominated advisor), First North – sertifikuotas (angl. Certified advisor).

1. Palyginamųjų AVPR išskyrimas Atsižvelgus į atrankos kriterijus, kaip palyginamosios AVPR išskiriamos AIM ir First North Šiaurės šalyse. Reali prekyba akcijomis First North Šiaurės šalyse vyksta nuo 2006 m.

II Išorinio tyrimo duomenų rinkimo ir analizės etapas apima: palyginamųjų AVPR palyginamosios analizės kriterijų nustatymą ir palyginamųjų AVPR palyginamąją analizę.

1. Palyginamųjų AVPR palyginamosios analizės kriterijų nustatymas;
2. Nustačius jau išskirtų palyginamųjų AVPR palyginamosios analizės kriterijus, atliekama palyginamųjų AVPR palyginamoji analizė.

III Išorinio tyrimo duomenų lyginimo ir rezultatų apibendrinimo etapas apima: projektinės AVPR dydžio nustatymą. Vertindamas AVPR veiklą, J. Yoo (2007), atsižvelgia į AVPR ir atitinkamų VP biržų pagrindines rinkas. Siekiant nustatyti projektinės AVPR dydį, planuojama atlikti tokius žingsnius:

- Įvertinama, kiek įmonių yra OMX Vilnius oficialiajame ir papildomame sąrašuose iš viso;
- Apskaičiuojama santykinė AIM įmonių skaičiaus dalis lyginant su LSE pagrindine rinka;
- Apskaičiuojama santykinė First North Šiaurės šalyse įmonių skaičiaus dalis lyginant su OMX Šiaurės šalyse pagrindine rinka;
- Atsižvelgiant į palyginamųjų AVPR palyginamosios analizės rezultatus ir ankstesniais žingsniais gautus duomenis, nustatomas projektinis įmonių skaičius atskiriems ekonominės veiklos sektoriams First North Lietuvoje pagal du scenarijus: AIM ir First North Šiaurės šalyse.

Lygiagrečiai išoriniam tyrimui atliekamas ir vidinis tyrimas.

I Vidinio tyrimo planavimo etapas apima: AVPR potencialių įmonių atrankos kriterijų nustatymą ir AVPR potencialių įmonių bendro sąrašo išskyrimą.

1. AVPR potencialių įmonių atrankos kriterijų nustatymas. Turint omenyje tai, jog ne visos įmonės, esančios „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“ sąrašė ir „Gazelės 2010“ sąrašuose galėtų kotiruootis First North Lietuvoje, tikslinga būtų išskirti tas, kurios yra tiek sparčiai augančios, tiek pakankamai didelės bei pirmaujančios savo sektoriuose lyginant su kitomis.

Pirmiausia taikomas atrankos kriterijus:

1. Bendrovės esančios TOP 500 „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“ ir „Gazelės 2010“.

2. Didžiausios Lietuvos bendrovės grupuojamos pagal pardavimus bei suteiktas paslaugas, jų pokytį, pelną, darbuotojų skaičių, taip pat pagal veiklos rūšis.

Atliekant analizę naudojami naujausio leidinio „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“ pateikiami duomenys, kuriuose atsispindi 2009 m. ir 2010 m. pirm trijų ketvirčių įmonių pardavimo pajamos, pagrindinė veikla, ikimokestinis pelnas.

Vaidotas Užpalis (2010) teigia, kad į Lietuvos AVPR jungtis galėtų ir būtų įdomios šiai rinkai:

- Didesni mėsininkai: Biovela, Agrovet, Samsonas, Nematekas
- IT: Penki kontinentai, Blue bridge, Spaineta, BOD group, Baltic Amadeus, Baltmeta, ERP
- Mažmena.: Topo centras, Alma littera
- Gamyba: Putoksnis, Druskininku rasa, Marijampoles konservai, Kauno Grudai (nors dideli jie - galima tiesiai ir reguliuojama)

- Distributoriai: Gelsva, Eugesta.

Vilniaus OMX biržoje kotiruojasi palyginti nedaug didelių Lietuvos įmonių, todėl kaip viena iš patrauklesnių alternatyvų visoms likusioms galėtų būti First North. Priimdamos sprendimą kotiruotis AVPR, įmonės prisiima išsipareigojimą būti viešos. Galima daryti prielaidą, jog patekdamos į „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“ sąrašą ir patekdamos rinkai informacijos apie save, jos yra atviresnės bei nori būti matomos.

Taip pat turėtų būti Lietuvos bendrovių sąrašė „Gazelės 2010“. Toliau pateikiami kriterijaus pasirinkimo argumentai. Apibendrinant įvairių specialistų vertinimus ir atlikus AVPR palyginimą tikslinių įmonių atžvilgiu pirmojoje darbo dalyje, galima teigti, jog AVPR iš esmės yra orientuotos į sparčiai augančias SVV bendroves. „Gazelė 2010“ yra kitas kasmet nuo 2004 m. „Verslo žinių“ organizuojamas konkursas, skirtas būtent tokioms įmonėms. Jame gali dalyvauti įvairaus pobūdžio nuosavybės bendrovės, atitinkančios tam tikrus reikalavimus.

2. AVPR potencialių įmonių bendro sąrašo išskyrimas. Atsižvelgus į nusistatytus kriterijus potencialioms First North Lietuvoje įmonėms, galima daryti prielaidą, jog kotiruotis šioje AVPR galėtų tos bendrovės „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“, kurios yra ir „Gazelės 2010“ sąrašuose.

II Vidinio tyrimo duomenų rinkimo ir analizės etapas apima: AVPR potencialių įmonių palyginamosios analizės kriterijų nustatymą ir AVPR potencialių įmonių palyginamąją analizę.

1. AVPR potencialių įmonių palyginamosios analizės kriterijų nustatymas Remiantis informacija, prieinama viešose informavimo priemonėse, t.y. ta, kuri yra nemokama, lengvai prieinama, viešai paplitusi, palyginamajai analizei atlikti galima išskirti šiuos kriterijus: ekonominės veiklos rūšys, įmonių skaičius, pardavimo pajamos, ikimokestinis pelnas (žr. 7 lentelę).

Daroma prielaida, kad egzistuoja didesnė tikimybė, kad į AVPR labiau būtų linkusios eiti tos įmonės, kurios skelbia savo duomenis ne tik apie pardavimo pajamas, bet ir apie ikimokestinį pelną.

Kadangi vienas iš First North reikalavimų yra pusmetinių finansinių ataskaitų pateikimas, viešumas yra būtina sąlyga.

2. Pagal nusistatytus kriterijus atliekama AVPR potencialių įmonių palyginamoji analizė.

III Vidinio tyrimo duomenų lyginimo ir rezultatų apibendrinimo etapas apima. Projektinės AVPR įmonių išskyrimą.

IV AVPR kotiruojamų įmonių struktūros projektavimas – bendras išorinės ir vidinės analizės etapas. Jis atliekamas atsižvelgiant į nustatytą projektinės AVPR dydį bei išskyrus projektinės AVPR įmones. Įmonės AIM ir First North Šiaurės šalyse yra klasifikuojamos pagal nustatytus standartus. todėl iškyla būtinybė pirmiausia bendrovių ekonominės veiklos rūšis priskirti toms ekonominės veiklos grupėms bei sektoriams pagal atitinkamą AIM ir First North klasifikaciją. AIM ir First North ekonominės veiklos sektorių bei grupių palyginimas pateikiamas 2 priede.

Tyrimo imtis ir duomenų šaltiniai.

Tyrimo imtis – tai yra visos įmonės, esančios dienraščio „Verslo žinios“ leidinyje „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“ ir „Gazelės 2010“ atspausdintuose sąrašuose.

Duomenų šaltiniai – palyginamųjų AVPR statistinės veiklos ataskaitos, dienraščio „Verslo žinios“ kasmetiniai leidiniai: „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“, „Gazelės 2010“, įmonių internetiniai puslapiai, taip pat statistikos departamentas

3.2. Potencialių AVPR Lietuvos įmonių charakteristika

Remiantis pasirinktais AVPR, t.y. First North Lietuvoje, potencialių įmonių atrankos kriterijais ir pateiktais jų argumentais, išskiriamas šių bendrovių sąrašas. Kaip jau minėta anksčiau, daroma prielaida, jog First North Lietuvoje galėtų kotiruotis tos bendrovės, kurios, pirmiausia, yra „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“, ir taip pat dar nurodytos „Gazelės 2010“ sąrašuose. Atrankos kriterijai tolimesniam tyrimui:

1) Lietuvos bendrovės, kurių akcijos nėra kotiruojamos reguliuojamoje vertybinių popierių

rinkoje.

2) Pirmajam scenarijui „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus” TOP200. Pardavimo pajamos už 2010 I-III ketv. nuo 52.500 tūkst. lt,

3) Bedrovės esančios „Gazelės 2010” ir „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus” sąrašuose. (9 lentelė)

9 lentelė

„Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. Pardavimus“ ir „Gazelės 2010“ pagal ekonominės veiklos rūšis

Ekonominės veiklos rūšis	"Gazelės 2010" pagal 2006-2009 m. pardavimų pokytį	"Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus"	Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal atrankos kriterijus	"Gazelės 2010" esančios TOP 500 "Didžiausios Lietuvos bedrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus"
Energetika	-	25	14	-
Finansai	13	22	12	-
Gamyba	30	140	44	7
IT paslaugos	11	27	7	2
Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos	3	11	5	2
Komunalinės paslaugos	2	6	-	-
Medžiagos	11	44	13	1
Sveikatos priežiūra	10	16	11	-
Teisinės paslaugos	3	-	-	-
Telekomunikacijų	5	-	-	-
Vartojimo prekės ir paslaugos	52	209	66	5
VISO:	140	500	172	17

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Verslo žiniomis (2011)

Taigi iš viso pagal pirmus du kriterijus iš sąrašo „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“ galima išskirti 35 bendroves, kurios yra jau įtrauktos į NASDAQ OMX, Vilnius prekybos sąrašus ir 17 bendrovių, kurios atitinka pirmą ir trečią kriterijų.

Taigi pagal šiuos atrankos kriterijus Lietuvos verslo lyderių tenkinačių AVPR Lietuvoje galėtų būti 172 bendrovės, iš kurių tik viena atitinka visus keliamus kriterijus. Dėl šios priežasties tolimesniame tyrime bus atliekama dviejų scenarijų išsamesnė analizė.

Konkrečios įmonės, tenkinančios abu atrankos kriterijus, ir išskyrus tas, kurios jau kotiruoja biržoje, pagal ekonominės veiklos rūšis yra pateikiamos 6 priede. Matyti, jog tokių yra 172. Iš kurių atrenkamos tos bendrovės, kurios pateikusios visus. Taip lieka 65 bendrovės.

Energetikos srityje lyderių pozicijas užima ORLEAN Lietuva, AB. Pagal pardavimų pajamas

2010 metais ir 2009 metais ji yra lyderė. Jos pardavimo pajamos 2010 m I-III ketv. siekia 10.681.786 tūkst.Lt, 2009 metais per tą patį laikotarpį 7.774.765 tūkst. Lt. Tiek 2010 metais tiek 2009 metais ji užėmė pirmą vietą tarp verslo lyderių Lietuvoje Verslo žinių dienraščio kasmetiniame priede „Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus“. Pagal pardavimo pajamas antrą vietą užima Vilniaus prekyba grupė, kuriai priklauso UAB Maxima grupė, UAB Euroapothea. 2010 metais per tapatį laikotarpį pardavimo pajamos siekė 6.084.119 tūkst. Lt, 2009 metais – 6.765.666 tūkst. Lt. Trečioje vietoje MAXIMA grupė, UAB (MAXIMA LT, UAB, MAXIMA Latvija SIA, MAXIMA Eesti, OU, MAXIMA BULGARIA EOOD, UAB Ermitažas ir kitų grupės įmonių konsoliduoti duomenys) 2010 m. – 5 366 261 tūkst. Lt, 2009 m. – 5.879.769 tūkst. Lt. Ketvirtą poziciją užima Konzernas Achemos grupė, UAB.

Rezultatai rodo, jog įmonės visose ekonominės veiklos rūšyse pasižymėjo arba pardavimo pajamų augimu, arba pokytis buvo tik pajamų grupėje (6 priedas).

Atlikus potencialių First North Lietuvoje įmonių palyginamąją analizę pagal nusistatytus kriterijus, tikslinga pereiti prie šioje rinkoje potencialiai kotiruotuinų įmonių struktūros projektavimo.

Potencialių First North rinkoje galinčių kotiruotis Lietuvos įmonių tyrimas jų skaičiaus ir veiklos rūšių aspektais leidžia atlikti įmonių struktūros projektavimą. Nustatyta, jog First North Lietuvoje 172 įmonės, Esama situacija šalyje rodo, jog analizuojamoje rinkoje galėtų pasirodyti tos Lietuvos bendrovės 17, esančių tarp Didžiausios Lietuvos bendrovės bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus” ir “Gazelės 2010”. Remiantis AVPR praktika užsienio šalyse, įmanoma daryti prielaidą, jog labai mažos įmonės nėra realios šios kapitalo rinkos kandidatės, todėl atliekant projektavimą jų neįtraukta, taip pat neįtraukti ir tų, kurios nėra pateikusios duomenų apie savo ikimokestinį pelną. Taip iš 172 įmonių lieka 65 įmonės (10 lentelė).

Projektuojama įmonių struktūra pagal pirmą First North scenarijų

Ekonominės veiklos rūšis	Bendrovė	Ekonominės veiklos rūšis	Bendrovė
Energetika	ORLEN Lietuva, AB 1*	Informacinės technologijos	Bitė Lietuva, UAB
	Panevėžio energija, AB		Tele2, UAB
	Klaipėdos energija, AB		Spaineta, grupė (10 bendr)
	Baltic Petroleum, UAB		Penki kontinentai, grupė (per 20 bendr)
	Šiaulių energija, AB	Medžiagos	Kauno tiekimas, AB
	Rekolos, UAB		BOEN Lietuva, UAB LG*
	Naftėnas, UAB		Klaipėdos kartonas, AB
Finansai	SEB bankas, AB grupė	Sveikatos priežiūra	Žalvaris, UAB
	Swedbank, AB grupė		Plasta, AB
	DnB NORD bankas, AB		Bayer, UAB
	Bankas Snoras, AB	Vartojimo prekės ir paslaugos	Lietuvos geležinkeliai, AB
	Danske bankas A/S Lietuvos filialas		Vičiūnų įmonių grupė VICI*
	Nordea Bank Finland Plc Lietuvos skyrius		Lietuvos kooperatyvų sąjunga, KB (53 bendr)
	Ergo Lietuva, UADB		DFDS Lisco, grupė 16*
	BTA draudimas, UAB		Imlitex, UAB
	PZU Lietuva, UAB DK		Tete-a-tete kazino, UAB
	SEB gyvybės draudimas, UAB		Lietuvos paštas, AB
	AVIVA Lietuva, UAGDPB		Ogmios grupė 23*
	Kauno grūdai, AB		Klaipėdos jūrų krovinių kompanija, (KLASCO) AB
Lytagra, grupė Ly*	DSV Transport, UAB		
RETAL Europe, UAB	Nematekas, ŽŪB		
Agrorodeo, UAB	Jupoja, asociacija (12 bendr)		
Vilniaus paukštynas, AB	Vilniaus autobusai, UAB		
Kaišiadorių paukštynas, AB	Samsonas, UAB		
Schmitz Cargobull Baltic, UAB	Džeiranos investicinė grupė 28*		
Šiaulių tauro televizoriai, UAB	Ragutis, AB		
Litana grupė 24*	Olifėja, UAB		
Hidrostatyba, UAB	Vilniaus vandenys, UAB		
Montuotojas, AB grupė (2 bendr)	Ivabaltė, UAB		
Gargždų mida, UAB	Juta, grupė (2 bendr)		
Kretingos grūdai, AB	Grūstė, UAB		
Joniškio grūdai, AB	Oro navigacija, VĮ		
Garsų pasaulis, UAB	Viso įmonių	65	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Verslo žiniomis (2011)

Atliekant projektavimą, pirmiausia identifikuojama, kokiems verslo sektoriams pagal GICS ir

ICB klasifikaciją priskirtinos Lietuvos įmonės, jei būtų kotiruojamos palyginamosiose AVPR. Tai nustačius remiantis darbo autorės sudaryta 2 priede pateikta informacija, 10 lentelėje pristatoma šalies įmonių struktūra pagal pirmą First north scenarijų.

Reikia pastebėti, jog iš 172 pirmuoju scenarijumi numatytų įmonių, pagal iškeltus atrankos ir palyginamosios analizės kriterijus First North Lietuvoje potencialiai kotiruotąsi 65 Lietuvos bendrovių arba kurios nors iš jų: energetikos sektoriaus – 7, finansų – 11, gamybos – 15, informacinės technologijos – 4, medžiagų – 5, sveikatos priežiūros – 1, vartojimo prekių ir paslaugų – 22.

11 lentelėje matyti iš 17 antruoju scenarijumi numatytų įmonių, pagal iškeltus atrankos ir palyginamosios analizės kriterijus First North Lietuvoje potencialiai kotiruotąsi 10 Lietuvos bendrovės arba kurios nors iš jų: gamybos – 6, informacinės technologijos – 1, medžiagų – 1, vartojimo prekių ir paslaugų – 2.

11 lentelė

Projektuojama įmonių struktūra pagal antrą First North scenarijų

Ekonominės veiklos rūšis	Bendrovė
Gamyba	1. Arginta, UAB
	2. Fasma, Sigito Krivicko II
	3. Omniteksas, UAB
	4. Baltic Premator Klaipėda, UAB
	5. Splius grupė (3 bendr.)
	6. Lemona, UAB
Informacinės technologijos	1. ERP, UAB
Medžiagos	1. Aluflam, UAB (su UAB: ABC Nordic, Aluviking)
Vartojimo prekės ir paslaugos	1. Kuehne & Nagel, UAB
	2. Vienas pasaulis, UAB
Viso įmonių	10

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Verslo žiniomis (2011)

Išskirtų potencialių įmonių pardavimo pajamos ir ikimokestinis pelnas atsispindi 12, 13 lentelėse.

**Potencialių pagal pirmąjį scenarijų First North rinkoje kotiruojamų Lietuvos įmonių
pardavimai ir ikimokestinis pelnas**

Bendrovė	Pardavimo pajamos 2010 m I-III ketv, tūkst Lt	Pardavimo pajamos 2009 m I-III ketv, tūkst Lt	Ikimokestinis pelnas 2010 m I-III ketv, tūkst Lt	Ikimokestinis pelnas 2009 m I-III ketv, tūkst Lt	Ekonominės veiklos rūšis
1	2	3	4	5	6
ORLEN Lietuva, AB 1*	10.681.786	7.774.765	-68.479	-11.021	Energetika
Panevėžio energija, AB	120.927	154.417	1.089	40.298	
Klaipėdos energija, AB	116.461	132.289	3.105	22.801	
Baltic Petroleum, UAB	116.240	105.210	1.460	14.754	
Šiaulių energija, AB	63.536	72.355	-2.389	14.154	
Rekolas, UAB	56.016	71.125	-500	-640	
Naftėnas, UAB	53.356	36.598	813	1.153	
SEB bankas, AB grupė	818.602	1.161.481	-99.576	-1.109.706	Finansai
Swedbank, AB grupė	790.530	1.201.549	-112.636	-658.913	
DnB NORD bankas, AB	409.926	621.254	-137.497	298.134	
Bankas Snoras, AB	368.986	394.946	4.259	4.107	
Danske bankas A/S Lietuvos filialas	354.472	225.777	21.466	-330.650	
Nordea Bank Finland Plc Lietuvos skyrius	206.961	239.215	36.587	-18.949	
Ergo Lietuva, UADB	98.926	105.151	4.456	14.468	
BTA draudimas, UAB	96.546	105.631	2.940	4.859	
PZU Lietuva, UAB DK	95.802	103.020	-626	-1.689	
SEB gyvybės draudimas, UAB	73.631	71.706	10.902	9.960	
AVIVA Lietuva, UAGDPB	66.837	61.560	15.095	10.843	
Kauno grūdai, AB	360.633	277.362	11.917	7.110	
Lytagra, grupė Ly*	335.229	270.940	17.162	769	
RETAL Europe, UAB	330.892	298.523	12.288	17.139	
Agrorodeo, UAB	329.642	188.949	8.019	9.500	
Vilniaus paukštynas, AB	142.798	139.589	4.027	5.828	
Kaišiadorių paukštynas, AB	132.200	109.800	5.906	4.043	
Schmitz Cargobull Baltic, UAB	131.609	41.723	17.558	20	
Šiaulių tauro televizoriai, UAB	125.161	166.146	-3424	-14.968	
Litana grupė 24*	92.773	74.195	156	406	
Hidrostatyba, UAB	85.724	73.243	2.783	6.488	
Montuotojas, AB grupė (2 bendr)	64.977	50.680	2.318	609	
Gargždų mida, UAB	59.087	55.887	-663	142	
Kretingos grūdai, AB	56.395	93.909	1.530	2.471	
Joniškio grūdai, AB	55.114	17.756	1.308	206	

1	2	3	4	5	
Garsų pasaulis, UAB	53.287	67.212	7.498	8.462	
Bitė Lietuva, UAB	384.470	441.331	-16.625	-69.670	Informacinės technologijos
Tele2, UAB	352.000	409.368	126.400 EBITDA	127.834	
Spaineta, grupė (10 bendr)	80.219	73.975	3.455	4.795	
Penki kontinentai, grupė (per 20 bendr)	69.152	83.005	2.291	3.740	
Kauno tiekimas, AB	160.485	139.586	618	1.841	
BOEN Lietuva, UAB LG*	133.441	107.597	8.772	-181	Medžiagos
Klaipėdos kartonas, AB	82.445	41.652	5.275	483	
Žalvaris, UAB	53.238	24.807	800	-574	
Plasta, AB	52.861	44.093	-2.099	-3.643	
Bayer, UAB	63.854	63.094	2.156	2.365	
Lietuvos geležinkeliai, AB	995.879	904.860	110.592	31.520	Sveikatos priežiūra
Vičiūnų įmonių grupė VICI*	641.232	533.768	59.411	32.101	
Lietuvos kooperatyvų sąjunga, KB (53 bendr)	347.510	397.359	8.881	8.535	Vartojimo prekės ir paslaugos
DFDS Lisco, grupė 16*	198.601	128.168	25.833	24.897	
Imlitex, UAB	151.823	110.627	6.330	1.068	
Tete-a-tete kazino, UAB	129.308	145.571	1.174	-640	
Lietuvos paštas, AB	124.759	149.993	-11.214	-20.782	
Ogmios grupė 23*	106.477	113.732	-1.275	2.135	
Klaipėdos jūrų krovinių kompanija, (KLASCO) AB	92.553	83.940	15.158	12.421	
DSV Transport, UAB	91.039	66.771	4.758	1.468	
Nematekas, ŽŪB	79.880	94.170	596	613	
Jupoja, asociacija (12 bendr)	79.641	82.989	1.706	1.889	
Vilniaus autobusai, UAB	75.949	81.168	-187	-106	
Samsonas, UAB	74.715	88.728	886	1.091	
Džeiranos investicinė grupė 28*	74.221	41.359	-1.001	-2.253	
Ragutis, AB	70.596	68.100	4.176	3.100	
Olifėja, UAB	70.311	70.111	1.930	1.908	
Vilniaus vandenys, UAB	70.068	68.951	-5.076	-9.232	
Ivabaltė, UAB	65.588	56.245	2.711	2771	
Juta, grupė (2 bendr)	60.511	49.126	1.353	817	
Grūstė, UAB	56.853	57.057	103	347	
Oro navigacija, VĮ	56.455	52.601	1.001	2.221	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Verslo žiniomis (2011)

Apibendrinant šiuos rezultatus galima teigti, jog abiem First North Lietuvoje scenarijais potencialios įmonių veiklos rūšys, siekiant optimaliai diversifikuotos AVPR, yra: gamybos, informacijos technologijos bendrovės, medžiagų gaminimas ir įvairios vartojimo prekės ir paslaugos.

**Potencialių pagal antrąjį scenarijų First North rinkoje kotiruojamų Lietuvos įmonių
pardavimai ir ikimokestinis pelnas**

Bendrovė	Pardavimų pajamos 2010 m. I-III ketv., tūkst. Lt	Pardavimų pajamos 2009 m. I-III ketv., tūkst. Lt	Ikimokestinis pelnas 2010 m. I-III ketv., tūkst. Lt	Ikimokestinis pelnas 2009 m. I-III ketv., tūkst. Lt	Ekonominės veiklos rūšis
Arginta, UAB	40,056	32,863	3,705	3,779	Gamyba
Fasma, Sigito Krivicko IĮ	28,583	18,418	1,200	1,500	
Omniteksas, UAB	24,031	16,676	1,922	1,402	
Baltic Premator Klaipėda, UAB	14,192	18,284	1,827	3,057	
Splius grupė (3 bendr.)	13,740	13,483	824	1,233	
Lemona, UAB	13,656	10,827	709	256	
ERP, UAB	16,609	14,912	1,017	2,156	Informacinės technologijos
Aluflam, UAB (su UAB: ABC Nordic, Aluviking)	13,276	11,806	2,658	2,617	Medžiagos
Kuehne & Nagel, UAB	30,343	12,921	886	223	Vartojimo prekės ir paslaugos
Vienas pasaulis, UAB	15,572	13,078	678	247	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Verslo žiniomis (2011)

Nesant galimybės apskaičiuoti santykinų potencialių AVPR įmonių veiklos vertinimo rodiklių dėl informacijos stokos prieinamose viešose informavimo priemonėse, palyginimui su AIM bendrovėmis naudojami atitinkamų Lietuvos ekonominės veiklos rūšių vidutiniai rodikliai. Iš pateiktų 14 lentelėje duomenų, galima daryti išvadą, jog didesnės dalies ekonomikos veiklos rūšių AIM įmonės verslą finansuoti linkusios skolintomis lėšomis. Įsipareigojimai sudaro daugiau nei 50 proc. viso turto statybos ir medžiagų, pramoninio transportavimo srityse. Didžiausia skolintų lėšų viename nuosavybės piniginiame vienete tenka statybos ir medžiagų, kelionių ir pramogų srityse.

Finansų struktūros rodikliai pagal ekonominės veiklos rūšis AIM 2010 m.

Ekonominės veiklos rūšis	Įsipareigojimų ir turto santykis	Skolos ir nuosavybės santykis	Turto ir nuosavo kapitalo santykis
Statyba ir medžiagos	0,56	0,83	2,85
Pramonė/ Gamyba	0,55	0,57	2,52
Elektros įranga	0,49	0,14	2,63
Maisto pramonė	0,36	0,23	1,77
Informacinės technologijos	0,35	0,22	1,69
Kelionės ir pramogos	0,46	0,86	2,57

Šaltinis: London Stock Exchange, AIM įmonių veiklos ataskaitos

AIM Pelningumo rodikliai atsiskleidžia 15 lentelėje. Visų Lietuvos įmonių situaciją 2009 metais matome 4 priede. Lietuvos įmonių didiausias pelningumas 2009 m. naftos srityje – 35,60 proc.

AIM turto panaudojimo efektyvumas, kurį rodo ROA, pastebimas statybos ir medžiagų (7,21 proc.), maisto gamintojų (7,96 proc.), elektroninės ir elektros įrangos veiklos rūšyse. Tas pats pasakytina ir apie ROE.

15 lentelė

Pelningumo rodikliai pagal ekonominės veiklos rūšis AIM 2010 m.

Ekonominės veiklos rūšis	Grynasis pelningumas, proc	Turto grąža (ROA), proc.	Nuosavybės grąža (ROE), proc.
Statyba ir medžiagos	5,97	7,21	12,72
Pramonė/ Gamyba	7,37	3,14	6,17
Elektros įranga	3,56	6,85	9,48
Maisto pramonės srityje -	16,55	7,96	13,01
Informacinės technologijos	12,93	5,61	5,11
Kelionės ir pramogos	1,42	4,68	4,38

Šaltinis: London Stock Exchange, AIM įmonių veiklos ataskaitos

Visos ekonominės veiklos rūšys AIM pasižymi didesniu už 1 bendrojo padengimo koeficientu. Taigi galima teigti, jog trumpalaikis turtas dengia visus turimus trumpalaikius išpareigojimus (žr. 16 lentelę). Mažiausios bendrojo padengimo koeficientų reikšmės AIM yra pramoninio transportavimo, kelionių ir pramogų atvejais, t.y. 1,1 ir 1,34 atitinkamai. Reikia pastebėti, jog tai vienintelės sritys, kuriose užfiksuotas neigiamas apyvartinis kapitalas, kas gali atspindėti sunkumus valdant pinigų srautus.

16 lentelė

Likvidumo rodikliai pagal ekonominės veiklos rūšis AIM 2010 m.

Ekonominės veiklos rūšis	Bendras padengimo koeficientas	Skubaus padengimo koeficientas	Grynasis apyvartinis kapitalas, mln €	Grynojo pavyartinio kapitalo santykis su turtu, proc.
Statyba ir medžiagos	1,92	1,51	9,81	21,08
Pramonė/ Gamyba	1,1	1,18	-14,16	2,27
Elektros įranga	2,37	1,8	6,4	22,92
Maisto pramonė	1,96	1,66	17,5	19,53
Informacinės technologijos	2,53	2,54	15,43	30,39
Kelionės ir pramogos	1,34	1,09	-4,42	3,55

Šaltinis: London Stock Exchange, AIM įmonių veiklos ataskaitos

Lietuvos atveju visoms ekonominės veiklos rūšims (4 priedas). taip pat būdingas didesnis už 1 bendrojo padengimo rodiklis. Lietuvoje 2009 buvo kelionių ir pramogų srityje (1,12). Transporto srityje šiek tiek didesnis – 1,18. Apibendrinant galima teigti, jog atlikus Lietuvos įmonių vidutinių

finansinių rodiklių palyginimą su AIM įmonių vidutiniais rodikliais pagal atitinkamas ekonominės veiklos rūšis, pastebimi panašumai šiais atvejais: įmonės statybų sektoriuje verslą finansuoti linkusios skolintomis lėšomis, jos pasižymi efektyvesniu turto panaudojimu atsižvelgiant į kitas tos šalies veiklos rūšis. Apskritai įmonėms AIM būdingi aukštesni ROA ir ROE. Verta atkreipti dėmesį, jog visų nagrinėjamų ekonominės veiklos rūšių tiek Lietuvos įmonių, tiek AIM, atvejais trumpalaikis turtas dengia visus turimus trumpalaikius įsipareigojimus.

3.3. Sėkmingos AVPR veiklos prielaidų vertinimas

Apibendrinus atliktą teorinę analizę ir atsižvelgus į gautus First North kotiruojamų Lietuvos įmonių struktūros projektavimo rezultatus, galima prieiti išvados, jog pagrindinės prielaidos sėkmingai AVPR veiklai Lietuvoje yra:

- Perspektyvių įmonių pritraukimas;
- Diversifikuota AVPR įmonių struktūra šalyje;
- Investuotojų pritraukimas;
- Tinkamas reguliavimas;
- Paskirtųjų patarėjų vaidmuo.

Potencialių įmonių perspektyvumą atspindi kai kurie požymiai, lyginant jas su kitomis bendrovėmis atitinkamos ekonominės veiklos rūšyse: jos yra priskiriamos prie verslo lyderių, gana viešos tam tikros informacijos atskleidimo prasme: pardavimų, ikimokestinio pelno, darbuotojų skaičiaus, jų minėti veiklos rodikliai iš esmės yra aukštesni už vidurkį Lietuvoje.

Atsižvelgus į antrąją prielaidą, tyrimas parodė, jog First North Lietuvoje struktūra tiek įmonių skaičiaus, tiek veiklos rūšių prasme, esamomis sąlygomis gali būti pakankamai diversifikuota, pavyzdžiui, transporto, maisto ir gėrimų pramonės, informacijos ir ryšių technologijų statybos, projektavimo ir NT vystymo bendrovės. Taigi pirmoji išsikelta hipotezė atmetama.

Reikia pastebėti, jog, AVPR sėkmingai plečiantis, įmanoma aukštesnė kai kurių ekonominės veiklos rūšių koncentracija, nes įmonių skaičiaus potencialas minėtose vienos veiklos rūšyse yra didesnis nei kitose. Tai būtų viena iš AVPR grėsmių šalyje.

Kitas tris sėkmingos First North Lietuvoje veiklos prielaidas taip pat tikslinga panagrinėti plačiau. Anot Š. Skyriaus (2007), potencialūs investuotojai First North rinkoje yra:

- Reguluojamieji investiciniai fondai (pensijų fondai negali tiesiogiai pagal įstatymą) pavyzdžiui, bankų, finansų maklerių įmonių ir valdymo bendrovių valdomi fondai. Jie gali investuoti

iki 10 proc. savo turto į VP, kuriais neprekiuojama reguliuojamose rinkose. Apskaičiuota, jog visų Baltijos šalių investiciniai fondai teoriškai galėtų investuoti iki 500 mln. Lt į AVPR įmones.

- Nereguliuojamos investicinės bedrovės – pavyzdžiui, Invalda, Aurora Holdings, Hermis Capital, rizikos fondai bei rizikos kapitalo investuotojai.

- Draudimo bendrovės. Jos gali investuoti iki 5 proc. techninių atidėjinių į VP, kuriais neprekiuojama reguliuojamose rinkose. Apskaičiuota, jog visų Baltijos šalių draudimo bendrovių techninių atidėjiniai sudaro apie 4 mlrd. Lt, taigi teoriškai jie galėtų investuoti iki 400 mln. Lt į AVPR įmones.

- Fiziniai asmenys – tiesiai ir per portfelių valdytojus/privačios bankininkystės departamentus. Š. Skyriaus (2007) manymu, jie potencialiai galėtų skirti apie 500 – 550 mln. Lt.

Investuotojai tikisi pelno, pateisinančio riziką. Atsižvelgiant į santykinai mažesnę AVPR įmonių akcijų likvidumą lyginant su reguliuojama rinka, prognozuojama, jog reikalaujama metinė grąža bus didesnė nei 10 – 15 proc., kurios galima ilgu laikotarpiu tikėtis reguliuojamoje rinkoje. Ji sudarys iki 20 proc., priklausomai nuo AVPR įmonės dydžio, finansinės būklės bei sektoriaus (Skyrius, 2007). Taigi šie rinkos dalyviai lėšų ir galimybių investuoti į potencialias First North Lietuvoje įmones turi pakankamai.

Pritraukiant investuotojus, svarbus yra investicinių bankų, sertifikuotų patarėjų, brokerių vaidmuo. Jiems tenka įmonių priežiūros ir patariamąsios funkcijos, todėl tinkama jų veikla yra dar viena sėkmingos First North Lietuvoje veiklos prielaida. Sertifikuotų patarėjų atsakomybes, išsipareigojimus numato AVPR First North Lietuvoje taisyklės. AVPR reguliavimo vaidmuo tenka NASDAQ OMX, Vilnius. Reikėtų pridurti, jog NASDAQ OMX, Vilnius, siekdama pritraukti kuo daugiau įmonių kotiruotis, galėtų skirti daugiau dėmesio populiarinant AVPR ir atskleisti jos naudą SVV įmonėms.

Sėkminga AVPR plėtra taip pat priklauso ir nuo aplinkos sąlygų, tokių kaip kapitalo rinkų išsivystymo lygio, šalies įmonių aktyvumo, organizuojant IPO apskritai, taip pat teisinio reglamentavimo. Dėl šios priežasties tikslinga yra įvertinti First North Lietuvoje veiklos prielaidas ir minėtų aplinkos veiksnių požiūriu.

Lietuvos akcijų rinka. Lietuvos akcijų rinka yra tarpinėje plėtojimosi stadijoje. Lyginant su išsivysčiusiomis valstybėmis, ji pasižymi nedideliu kotiruojamų įmonių skaičiumi, gana kuklia finansinių produktų įvairove bei santykiniais kapitalizacijos ar prekybos apyvartos rodikliais. Esminiu rinkos plėtojimosi katalizatoriumi galėtų būti laukiama IPO banga ir prekybos suaktyvėjimas naujojoje AVPR - First North.

Anot SEB banko prognozių (2010), 2010 m. Lietuvos akcijų rinka pasižymės nestabilumu. Investicijų grąža greičiausiai netaps neigiama, tačiau bus nedidelė. Akcijų kainoms teigiamą įtaką turės ir neigiamą poveikį darys pagrindiniai veiksniai, pateikti 17 lentelėje.

17 lentelė

Akcijų kainas 2010 m. Lietuvoje įtakoiantys pagrindiniai veiksniai

Teigiama įtaka	Neigiamas poveikis
Paskutiniu metu mažėjantis akcijų įkainojimas	Globalinės ekonomikos augimo lėtėjimas
Atsistatęs likvidumas finansų rinkose	Neslūgstanti įtampą pasaulinėse akcijų rinkose
Po truputį nykstantys kai kurie ekonomikos nesubalansuotumo požymiai	Vidinės Lietuvos problemos
Didelis rinkos plėtros potencialas apskritai	-

Šaltinis: sudaryta autorės

SEB banko analitikai teigia (2010), jog dabartinės sąlygos yra palankesnės alternatyviems finansinių lėšų pritraukimo būdams – RK paslaugoms, susijungimams ir įsigijimams ir pan. IPO Lietuvoje. Vertinant Lietuvos įmonių kotiravimosi aplinką First North veiklos prielaidas bei perspektyvas 2010-2011 m., tikslinga apskritai panagrinėti IPO situaciją. Per paskutinius dvejus metus, priklausomai nuo ekonominių sąlygų ir pokyčių finansų rinkose, ekspertai pateikė įvairių nuomonių apie IPO galimybes šalyje.

Pirmaujančios Baltijos šalyse investicinės bankininkystės įmonės „SEB Vilfima“, advokatų kontoros „Sorainen Law Offices“ ir Nacionalinės vertybinių popierių biržos specialistai 2006 m. lapkričio mėn. prognozavo, jog IPO netolimoje ateityje turėtų tapti įprastu kapitalo pritraukimo įrankiu

Baltijos šalyse, o Lietuvoje IPO turi didžiausią potencialą (SEB „Vilfima“, 2006). Minėtu laikotarpiu Lietuvoje surengta konferencija „Tarptautiniai IPO. Pagrindiniai faktoriai, lemiantys Baltijos šalių įmonių sėkmę“ parodė, jog šalies įmonėms IPO tema labai aktuali. Įvardinami šie IPO kultūrą skatinantys veiksniai:

- Akcijų kapitalo rinka yra prieinama bet kuriam užsienio investuotojui;
- Daugėja įmonių, galinčių tapti potencialiais tarptautinio IPO kandidatais;
- Nuolat augantis užsienio kapitalo rinkos dalyvių susidomėjimas Baltijos regionu.

Anot tuometinio „SEB Vilfima“ generalinio direktoriaus pavaduotojo T. Andriuškevičiaus (2006), vis dėlto reikia įvertinti ir tai, jog daugelio vietinių kandidatų pasirengimas kol kas yra menkas. Lietuvos įmonės nėra linkusios dažnai naudotis IPO, tačiau specialistai neabejoja, kad situacija turėtų keistis.

Potencialūs emitentai dar turi kaupti informaciją, šviestis ir kurti infrastruktūrą IPO emisijai. Pasak „Gild“ partnerio Š. Skyriaus (2007), Lietuvoje yra gana daug įmonių, galinčių viešai siūlyti akcijas, tačiau tai nėra vienintelis kriterijus. Jos taip pat turi būti pasirengusios bendrauti su

investuotojais, mokėti aiškiai ir argumentuotai išdėstyti savo strategiją, taip pat pagrįsti, kodėl verta į šią įmonę investuoti, kodėl ji žada augti ir kodėl jai sekėsi iki šiol. Eksperto vertinimu, tam, kad IPO būtų galima pavadinti sėkmingu – akcijų paklausa turi viršyti pasiūlą bent keturis kartus. Specialistai rekomenduoja, kad IPO būtų ne mažesnis kaip 30 mln. EUR, nors pateisinama ir 20 mln. EUR. Kitu atveju įmonė patiria išlaidų, bet negauna naudos. Anot Vertybinių popierių komisijos pirmininkės V. Nausėdaitės („Verslo žinios“, 2007), „(...) viena iš priežasčių, kodėl Lietuvoje nebuvo daug IPO, yra ta, kad įmonių plėtra buvo finansuojama nuosavomis lėšomis, bankų paskolomis ir kitais šaltiniais. Tuo tarpu lėšų pritraukimas IPO metu reiškia, kad teks ateities pelnus dalintis su kitais akcininkais, tapti vieša įmone, nuolat teikti svarbią informaciją, laikytis biržos taisyklių. Ne visiems tai atrodo patrauklu.“ Palyginti spartus IPO procesas vyksta Lenkijoje. Kaip vienas iš kaimyninės šalies privalumų įvardinama aplinkybė, jog Lenkijos pensijų fondai privalo investuoti vietos rinkoje, kas didina vietinių kotiruojamų bendrovių paklausą.

„Baltijos vertybinių popierių“ direktoriaus A. Jakubėlio (2007) teigimu, Lietuvos kapitalo rinka nėra didelė. Pagal pasaulinius standartus visos Lietuvos įmonės priskiriamos prie smulkių ir vidutinių. Atsižvelgiant į dabartinę situaciją tiek Europos, tiek pasaulio finansų rinkose, pasižyminčią padidėjusiu nestabilumu ir ryškiais svyravimais, finansų maklerio įmonė „Jūsų tarpininkas“ (2008) pabrėžia įmonių apsisprendimą sausio mėn. atidėti arba atsisakyti IPO planų. Tuo siekiama išvengti investicinių sandorių, kai yra didelė tikimybė, jog akcijų kainos po IPO kris. Todėl prognozuojama, kad jei kryptis rinkose nepasikeis, procesas taps vangus. „Evli Securities“ įmonių finansų vadovo Baltijos šalyse J. Grigaliūno nuomone, viena iš alternatyvų įmonėms, siekiančioms pritraukti papildomų lėšų, tokioje situacijoje yra išleisti rizikos kapitalą. Specialistai tikina, jog palankesnės sąlygos rizikos kapitalo fondams atsiveria ir sumažėjus biržose kotiruojamų įmonių vertei, nes perkantieji bendroves jas lygina ir su tomis, kurių akcijomis prekiaujama viešosiose rinkose.

Teisinė aplinka. Nagrinėjant First North rinkos Lietuvoje teisinę aplinką ir reglamentavimą, svarbu yra pristatyti pagrindinius susijusius Lietuvos ir ES teisinius aktus. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas - priimtas 2007 m. sausio 18 d. Jis įgyvendina 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų nuostatas. Įstatymas visa apimtimi įsigaliojo nuo 2007 m. lapkričio 1 d. Viena esminių naujovių yra tai, jog šis įstatymas numato galimybę kurtis alternatyvioms prekybos finansinėmis priemonėmis vietoms – daugiašalėms prekybos sistemoms (DPS), kurių veiklos organizavimas turi būti panašus į šiuo metu veikiančios reguliuojamos rinkos (VP biržos) veiklos organizavimą. Tokias sistemas gali administruoti finansų maklerio įmonės, kredito įstaigos ir reguliuojamos rinkos operatoriai.

Šis įstatymas davė pagrindą kurtis ir kaip DPS veikti First North rinkai Lietuvoje. Kaip jau

minėta pirmojoje darbo dalyje, kuomet buvo aptariamos AVPR charakteristikos, ši rinka neturi tokio paties teisinio statuso, kaip reguliuojama rinka, pagal ES 2004/39/EB direktyvą – MiFID. Bendrovės, kurių finansinėmis priemonėmis prekiaujama First North rinkoje, privalo laikytis First North taisyklių, tačiau joms nėra taikomi reguliuojamos rinkos teisiniai reikalavimai. Todėl investavimo rizika alternatyviojoje rinkoje gali būti didesnė negu reguliuojamoje rinkoje. 2007 m. lapkričio 15 d. Vertybinių popierių komisija sprendimu Nr. 2K–365 pripažino suderintomis Alternatyviosios vertybinių popierių rinkos First North Lietuvoje taisykles, kurias parengė reguliuojamos rinkos operatorė NASDAQ OMX, Vilnius. Jomis remiantis First North rinkoje gali kotiruotis Lietuvos Respublikoje (toliau - LR) įsteigtos akcinės bendrovės (toliau - AB), arba kitoje užsienio valstybėje įsteigtas juridinis asmuo, atitinkantis AB teisinę formą pagal LR teisės aktų reikalavimus. AB veiklą ir teisinę formą reglamentuoja Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas.

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas - priimtas 2007 m. sausio 18 d. Jis įgyvendina Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičiančią Direktyvą 2001/34/EB. Įstatymas įsigaliojo nuo 2007 m. vasario 8 d. Šis įstatymas praplečia emitentams privalomą viešai skelbti informaciją ir nustato griežtesnius reglamentuojamos informacijos – tokios kaip metinė ir tarpinė informacija, pranešimai apie akcijų paketų įgijimą ar netekimą, pranešimai apie esminius įvykius ir kt. – atskleidimo reikalavimus.

Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų pakeitimo įstatymas – priimtas 2007 m. spalio 25 d. Viena esminių naujovių yra tai, jog šis įstatymas numato galimybę steigti Lietuvoje teisės aktais reguliuojamus ir prižiūrimus specialiuosius kolektyvinio investavimo subjektus (KIS): specialiuosius kolektyvinio investavimo į VP subjektus, nekilnojamojo turto, privataus kapitalo, į kitus KIS investuojančius ir alternatyvaus investavimo KIS. Privataus kapitalo KIS turtas galės būti investuojamas į bendrovių, kurių išleistais VP nėra prekiaujama reguliuojamose rinkose, VP ar pinigų rinkos priemones. Tuo tarpu alternatyvaus investavimo KIS turtas galės būti investuojamas į visus įstatyme numatytus suderintiesiems ir specialiesiems KIS leistinus investuoti objektus, laikantis jų sudarymo dokumentuose išdėstytos specifinės investavimo strategijos, tačiau šių KIS investuotojais galės būti tik profesionalieji investuotojai.

Specialieji KIS galės pateikti investuotojams daugiau alternatyvių siūlymų, kaip efektyviau valdyti investavimo riziką ir sumažinti finansinių priemonių rinkų cikliškumo poveikį bendram investuotojo portfeliui. Be to, specialieji KIS turėtų skatinti investicijų valdymo veiklos plėtrą ir investicijų valdytojų profesionalumą, gerinti finansų rinkų likvidumą, o tai teigiamai veiktų visą Lietuvos kapitalo rinką, taigi ir First North (LR vertybinių popierių komisija, 2008). Šiuo įstatymu yra

reglamentuojama privataus kapitalo ir FKF veikla, kas turėtų skatinti ir RK rinkos vystymąsi.

Šiose taisyklėse naudojami pavadinimai „alternatyvioji vertybinių popierių rinka First North Lietuvoje“, arba „First North rinka“ yra adekvatūs.

Apibendrinant AVPR Lietuvoje veiklos prielaidas minėtų aplinkos veiksnių kontekste ir atsižvelgus į įvairių specialistų vertinimus bei prognozes, galima daryti išvadą, jog egzistuoja nemažai tiek makroekonominių (neslūgstanti įtampa pasaulinėse akcijų rinkose, vidinės Lietuvos problemos kaip tebespartėjantis infliacijos tempas, pirmieji vidaus paklausos plėtos mažėjimo požymiai ir pan.), tiek mikroekonominių veiksnių (menkas daugumos įmonių pasirengimas IPO, akcininkų nenoras dalintis pelnu, vengimas atskleisti vidinę informaciją ir kt.), turinčių neigiamos įtakos First North Lietuvoje veiklai. Taigi antrąją hipotezę galima patvirtinti tik iš dalies: nors sukurta teisinė bazė yra palanki, kiti aplinkos veiksniai: akcijų rinka ir IPO situacija šalyje turi neigiamą poveikį AVPR veiklos pradžiai.

Ilgesnio laikotarpio perspektyvos yra palankesnės, nes egzistuoja didelis akcijų rinkos plėtos potencialas apskritai, taip pat neseniai parengta pagrindinė teisinė bazė. Dėl anksčiau įvardintų priežasčių, t.y. studijų, susijusių su AVPR Lietuvoje, trūkumo, taip pat daugelio SVV įmonių nenoro viešai skelbti savo planų, šalies ekonominių sąlygų, gana sudėtinga yra prognozuoti, kada galėtų į First North Lietuvoje ateiti potencialios įmonės.

Atsižvelgiant į AVPR kaip aktualų finansinių – studijų objektą, tolimesnės Lietuvos įmonių kotiravimosi First North vertinimo studijos galėtų ir turėtų būti atliekamos nagrinėjant šalies bendrovių pasirengimą ateiti į šią rinką jų vidinių veiksnių atžvilgiu, kurių svarbiausieji jau buvo atskleisti analizuojant AVPR Lietuvoje pagrindines charakteristikas. Tai būtų, pavyzdžiui, išsamesnių įmonės praeities veiklos rezultatų, aiškių augimo planų turėjimo, skaidraus valdymo, finansinės atskaitomybės rengimo bei kitais aspektais. Dėl ribotos tyrimo apimties ir AVPR problemos kompleksiskumo darbe analizuojami faktoriai potencialių šalies bendrovių perspektyvumui nustatyti nėra pakankami, todėl rekomenduotinas yra šio tyrimo tęstinumas.

IŠVADOS

1. Apibendrinus įvairių autorių ir institucijų teiginius, prieinama išvados, jog, nepriklausomai nuo skirtingų apibrėžimų, visų pristatytų rinkų ar programų esminė AVPR paskirtis lieka ta pati, t.y. suteikti priėjimą prie kapitalo rinkų mažesnėms didelį augimo potencialą turinčioms įmonėms, taikant mažesnius kotiravimosi ir priežiūros reikalavimus nei pagrindinėje rinkoje. Papildomus kaštus sudaro sertifikuoto patarėjo paslaugos.

2. Atlikus AVPR analizę, prieinama išvados, jog mažesnėms ir jaunesnėms įmonėms buvimas pagrindinėje rinkoje turėtų neigimų pasekmių, nes jos būtų lyginamos su didesnius išteklius turinčiomis, geresniais rezultatais pasižyminčiomis bendrovėmis. Todėl Lietuvos vidutinėms ir mažoms bendrovėms norinčioms plėstis bei pritraukti papildomo kapitalo būtina alternatyvi vertybinių popierių rinka.

3. Siekiant įvertinti potencialių First North rinkoje kotiruotis Lietuvos įmonių struktūrą remtasi šiais kriterijais:

1) Lietuvos bendrovės, kurių akcijos nėra kotiruojamos reguliuojamoje vertybinių popierių rinkoje;

2) pardavimo pajamos už 2010 I-III ketv. nuo 52.500 tūkst. Lt;

3) bedrovės esančios “Gazelės 2010” ir “Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. pardavimus” sąrašuose.

Būtina papildoma sąlyga, kad įmonės skelbtų ikimokestinį pelną. Atlikus analizę, nustatyta, jog potencialių AVPR įmonių skaičius siektų nuo 10 iki 65. Pirmaisiais dviems kriterijais nustatyta, kad pardavimo pajamos 2010 m. I-III ketv. didesnės už 52.861 tūkst. Lt, tuo tarpu laikantis pirmo ir trečio kriterijaus – 13.276 tūkst. Lt.

4. AVPR gali priklausyti tik akcinės bendrovės, todėl norinčios kotiruoti akcijas AVPR, privalo pasikeisti savo teisinį statusą. Dėl šios priežasties minimali AVPR kapitalizacija 150 tūkst. Lt.

5. Tyrimo metu buvo atmesta hipotezė, kad AVPR Lietuvoje veiklos pradžia trukdo perspektyvių įmonių trūkumas, nes First North Lietuvoje struktūra tiek įmonių skaičiaus, tiek veiklos rūšių prasme, esamomis sąlygomis gali būti pakankamai diversifikuota. Lietuvoje First North potencialių įmonių struktūra pagal ekonomines veiklos rūšis galėtų būti tokia: energetika, finansai, gamyba, informacinės technologijos, medžiagos, sveikatos priežiūra, vartojimo prekės ir paslaugos.

6. Tyrimo metu tik iš dalies buvo patvirtinta hipotezė, kad AVPR Lietuvoje veiklą įtakojantys aplinkos veiksniai: akcijų rinka, IPO situacija, teisinė bazė, yra palankūs. Nes sukurta teisinė bazė yra

palanki, o kiti aplinkos veiksniai: akcijų rinka ir IPO situacija šalyje turi neigiamą poveikį AVPR veiklos pradžiai. Apibendrinant AVPR Lietuvoje veiklos prielaidas aplinkos veiksnių kontekste ir atsižvelgus į įvairių specialistų vertinimus bei prognozes, galima daryti išvadą, jog neigiamos įtakos First North Lietuvoje veiklai trukdo tiek makroekonominiai, tiek mikroekonominiai veiksniai.

7. Atlikus tyrimą paaiškėjo, kad ilgesnio laikotarpio perspektyvos AVPR veiklos prielaidoms yra palankesnės, nes egzistuoja didelis akcijų rinkos plėtros potencialas, pagrindinė teisinė bazė.

BUTKEVIČIŪTĖ, Kristina. (2011) *Organizational Culture of Lithuanian Industrial Companies Between Stability and Change*. MBA Graduation Paper. Kaunas: Kaunas Faculty of Humanities, Vilnius University. 75 p.

S U M M A R Y

Alternative market is a relevant subject of economic and financial research., especially in the context of emerging financial markets. The objective of the final paper is to evaluate practice assumptions of alternative market, in respect of environmental influences and enterprises that may be potential for quoting in the market. In the first part of the paper AVPR features are revealed, and in the second are performed the evaluation of the operations AVPR. In order to analyze the theoretical level, alternative stock markets, and operational assumptions used in a systematic and comparative analysis of scientific literature. In the last part is devoted to Lithuanian corporate structure of the project and the other success of factors, that is alternative stock market - First North in Lithuania activity assumptions need to be evaluated. Summing up the results it also formulated conclusions. AVPR basic assumptions in successful attracting is a viable business, diversified business structure AVPR, attracting investors, suitable adjustment, the role of certified advisors.

SANTRAUKA

Alternatyvioji vertybinių popierių rinka yra aktualus ekonominių - finansinių studijų objektas, ypač besivystančių finansų rinkų kontekste. Šio baigiamojo darbo tikslas yra atlikti teorinę AVPR analizę bei atsižvelgus į jau veikiančių jų patirtį, įvertinti AVPR Lietuvoje veiklos prielaidas, jas įtakančių aplinkos veiksnių ir potencialių šioje rinkoje kotiruotis įmonių atžvilgiais. Pirmojoje darbo dalyje atskleidžiamos AVPR ypatybės, antrojoje - atliekamas AVPR veiklos vertinimas. Siekiant teoriniu lygmeniu išanalizuoti alternatyviosios vertybinių popierių rinkos atsiradimo ir veiklos prielaidas, naudota sisteminė ir lyginamoji mokslinės literatūros analizė. Paskutinė darbo dalis skirta Lietuvos įmonių struktūros projektui pateikti ir kitiems sėkmės veiksniams, t.y. AVPR - First North Lietuvoje veiklos prielaidoms, įvertinti. Taip pat suformuluojamos išvados. Pagrindinės AVPR šalyje sėkmingos veiklos prielaidos yra perspektyvių įmonių pritraukimas, diversifikuota AVPR įmonių struktūra, investuotojų pritraukimas, tinkamas reguliavimas, sertifikuotų patarėjų vaidmuo.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. 1 BAGDANA VIČIŪTĖ, Violeta. (2007) *IPO: Prasmė ir nauda* [interaktyvus]. *Versus.lt*, sausio 10 d. [žiūrėta 2011 m. sausio 29 d.]. Prieiga per internetą: <<http://finansai.eversus.lt/naujienos/125>>.
2. BOARD, John; DUFOUR, Alfonso; SUTCLIFE, Charles; WELLS, Stephen. (2005) *A False Perception? The relative riskiness of AIM and listed stocks*. ICMA Centre Discussion Papers in Finance DP2006-01, Henley Business School, Reading University.
3. FILATOTCHEV, Igor; WRIGHT, Mike; ARBERK, Mufit. (2006) *Venture Capitalists, Syndication and Governance in Initial Public Offerings*. *Small Business Economics*. vol 26, no.4, p. 337–350.
4. FRANZKE, Stefanie. (2001) *Underpricing of venture-backed and non venture-backed ipos: germany's neuer markt in Giancarlo Giudici and Peter Roosenboom (ed.) The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets Advances in Financial Economics, Vol 10*, Emerald Group Publishing Limited, p.201-230. ISBN: 0-7623-1137-1.
5. BURGHOF, Hans-Peter; HUNGER, Adrian. (2004) *The neuer markt: an (overly) risky asset of germany's financial system in Giancarlo Giudici and Peter Roosenboom (ed.) The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets Advances in Financial Economics, Vol 10*, Emerald Group Publishing Limited, p.295-327. ISBN: 0-7623-1137-1.
6. GIORGINO, Marco; MAGNANI, Elena. (1999) *Stock Exchange Markets for High – Growth SMEs. Theoretical and Empirical Evidence in Europe*. p.1-12.
7. SAUBLENS, Christian. (2004) *All Money is Not the Same. Guidebook For Public Decisios Makers*. Eurada.63 p.
8. SMITH, Brad. (2006) *Global Review of SME Alternative Markets, Boards of Trade, Stock Exchanges or OTC Markets and Cross Border Listing Programs* [interaktyvus]. [žiūrėta: 2010 m. birželio 18 d.]. Prieiga per Internetą: < [http:// www.smecapitalmarkets.net](http://www.smecapitalmarkets.net) >.
9. SMULLEN, John; HAND, Nicholas. (2005) *A Dictionary of Finance and Banking*. Oxford University Press. 436 p. ISBN-10: 9780199229741.
10. YOO, Jaehoon. (2007) *Financing Inovation, How To Build An Efficient Exchange For Small Firms* [interaktyvus]. TheWorld Bank Group. [žiūrėta 2010 m. birželio 20 d.]. Prieiga per Internetą: <http://rru.worldbank.org/documents/publicpolicyjournal/315JaeHoon_Yoo.pdf>.

11. SECRETT, Philip. (2007) *Global Growth Markets Guide* [interaktyvus]. Grant Thornton UK, [žiūrėta 2010 m. gegužės 15 d.]. Prieiga per Internetą: <<http://www.gtar.com.ar/Internacionales/Global%20Growth%20Market%20Guide%202007.pdf>>.
12. GIUDICI, Giancarlo; ROOSENBOOM, Peter. (2004) *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*. Advances in Financial Economics, vol. 10, p.25-59. ISSN 1569-3732.
13. OMRAN, Mohamed. (2007) *Establishment of a second Tier Stock Market in Egypt. SMEs Stock Exchange in Egypt*. Proceedings of Financing Opportunities for SMEs in Egypt- Conference, 15 July. p. 47.
14. SALADŽIENĖ, Arminta. (2007) VŽ konferencija „Nauja galimybė smulkioms ir vidutinėms įmonėms bei investuotojams: Alternatyvi vertybinių popierių rinka“ [interaktyvus]. Spekulantai.lt, balandžio 15 d. [žiūrėta 2010 m. gegužės 20 d.]. Prieiga per Internetą: <<http://193.105.146.25/akciju-birza/naujienos/aktualijos/straipsnis/677/vz-konferencija-nauja-galimybė-smulkioms-ir-vidutinems-imonems-bei-investuotojams-alternatyvi-vertybiniu-popieriu-rinka>>.
15. FILATOTCHEV, Igor; WRIGHT, Mike; ARBERK, Mufit. (2006) *Venture capital syndication, IPOs and Corporate Governance*. Small Business Economics, Vol.26, no.4, p. 337-350.
16. RINDERMANN, Georg. (2004) *The performance of venture-backed ipos on europe's new stock markets: evidence from france, germany and the U.K.* The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets (Advances in Financial Economics). Emerald Group Publishing Limited, vol.10, p.231-294. ISBN: 0-7623-1137-1.
17. BOTMAN, Michiel; ROOSENBOOM, Peter; GOOT, Tjalling. (2004) *Valuing Internet Stocks at the Initial Public Offering*. Oxford, United Kingdom: Elsevier, vol. 10, Emerald Group Publishing Limited, p. 131-155. ISBN: 0-7623-1137-1.
18. CASSIA, Lucio; PALEARI, Stefano; VISMARA, Silvio. 2004 *The Valuation of Firms Listed on the Nuovo Mercato: The Peer Comparables Approach*. Advances in Financial Economics, 10, 113-129.
19. TRAUTWEIN, Andreas; VORSTIUS, Sven. 2004 *The role of accounting data and Web-traffic in the pricing of German internet stocks*. In the Rise and Fall of Europe's New Stock Markets, edited by G.Giudici and P.Roosenboom, Elsevier, p.157-180.
20. BURGHOF, Hans-Peter; HUNGER, Adrian. (2004) *The Neuer Markt: An (overly) risky asset of Germany's financial system, in Giancarlo Giudici and Peter Roosenboom (ed.) The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*. Emerald Group Publishing Limited, vol.10. p.295-327. ISBN: 0-7623-1137-1

21. EVCA [interaktyvus]. (2004) *Research Paper European Stock Market Financing for High – growth Companies*. [žiūrėta 2010 m. gegužės 25 d.]. Prieiga per Internetą: <<http://www.evca.eu>>.
22. EUROPEAN COMMUNITIES. (2002) *Office for Official Publications of the European Communities*. [interaktyvus]. P. 110. ISBN: 9289701420 [žiūrėta 2010 m. lapkričio 08 d.]. Prieiga per Internetą: <<http://www.eurofound.europa.eu/pubdocs/2002/02/en/1/ef0202en.pdf>>.
23. BLACK, Bernard; GILSON, Ronald. (1998) *Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets*. *Journal of Financial Economics*, March, vol.47(3), p. 243-277.
24. JENG, Leslie; WELLS, Philippe C. (2000) *The determinants of venture capital funding: Evidence accross countries*. *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, September, vol 6(3), p.241 – 289.
25. BARRY, Christopher. B; MUSCARELLA, Chris. J; PEAVY, John. W; VETSUYPENS, Michael R. (1990) *The Role Of Venture Capital In The Creation Of Public Companies: Evidence From The Going-Public Process*. *Journal of Financial Economics*, vol. 27(2), p.447-472.
26. GOMPERS, Paul. A. (1996) *Grandstanding in the Venture Capital Industry*. *Journal of Financial Economics*, September, vol. 42, p.133-156.
27. STOLL, Hans. (1985) *Inferring the Components of Bid-Ask-Spread: Theory and Empirical Tests*. *The Journal of Finance*, vol. 44, p. 115-134.
28. THE ECONOMIST. (2005) *New calls for a pan-European exchange to boost small and mid-sized companies* [interaktyvus]. *Economist.com*, lapkričio 6 d. [žiūrėta 2010 m. birželio 15 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.economist.com/node/4493864?story_id=E1_QQJPRGQ>.
29. FRIEDMAN, Felise. B; GROSE, Claire. (2006) *Promoting Access to Primark Equity Markets*. A legal and Regulatory Approach. World Bank Policy Research Working Paper 3892.
30. FRANKS, Julian; MAYER, Colin. (2002) *Corporate governance in the UK : contrasted with the US system*. *CESifo Forum*, vol. 3(3), p.13-22.
31. SKYRIUS, Šarūnas. (2007) VŽ konferencija „Nauja galimybė smulkioms ir vidutinėms įmonėms bei investuotojams: Alternatyvi vertybinių popierių rinka“ [interaktyvus]. *Spekulantai.lt*, balandžio 15 d. [žiūrėta 2010 m. gegužės 20 d.]. Prieiga per Internetą: <<http://193.105.146.25/akciju-birza/naujienos/aktualijos/straipsnis/677/vz-konferencija-nauja-galimybe-smulkioms-ir-vidutinems-imonems-bei-investuotojams-alternatyvi-vertybiniu-popieriu-rinka>>.
32. SECRETT, Philip; (2005) THORNTON, Grant. *AIM matches 2005 fundraising in 9 months* [interaktyvus]. Rugsėjo 25 d. [žiūrėta 2010 m. gegužės 20 d.]. Prieiga per Internetą: <<http://www.theaccessgroup.com/news/industry-news/aim-matches-2005-fundraising-in-9-months.aspx>>.

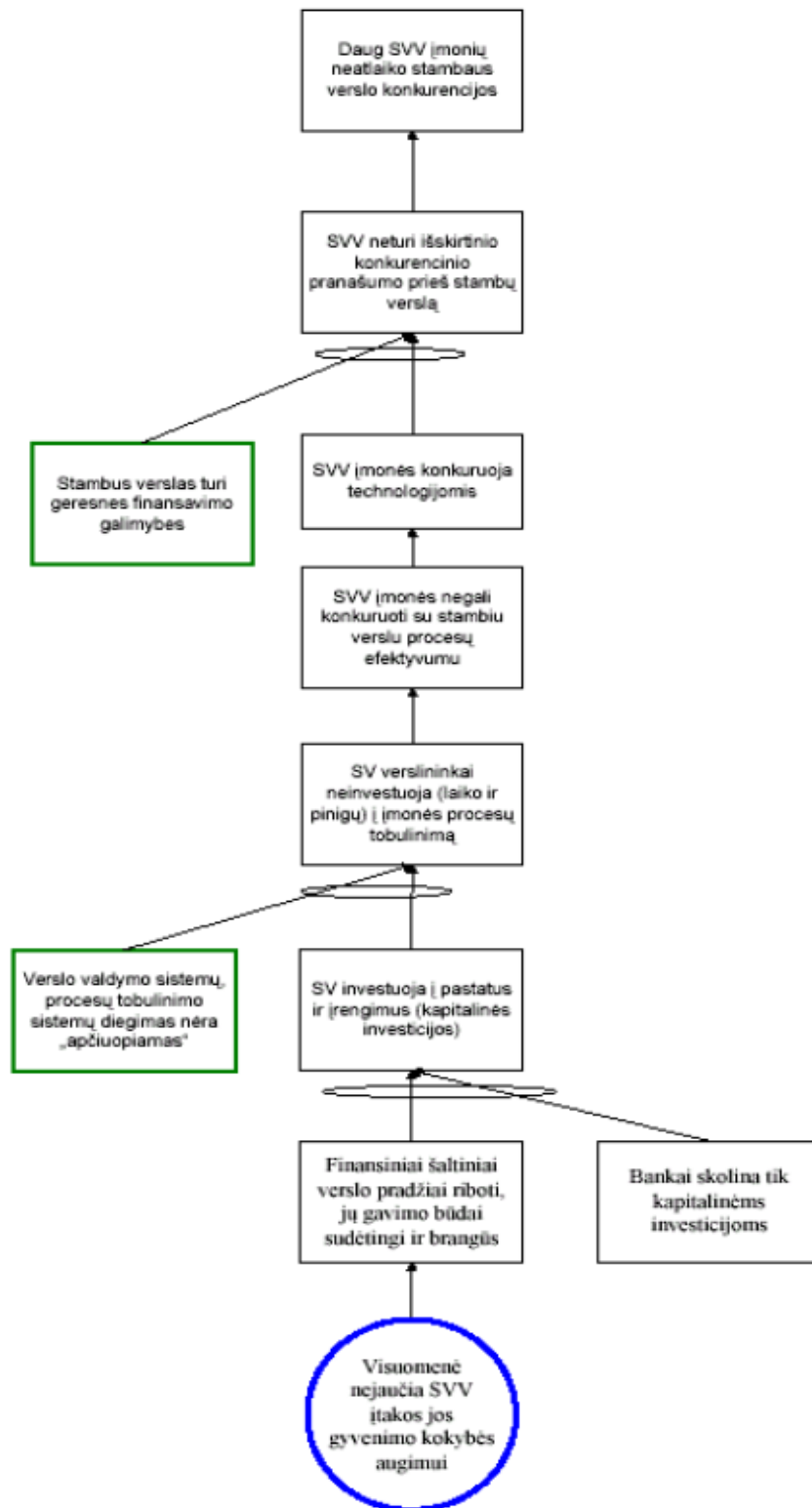
33. NAPRYS, Ernestas. (2008) *Alternatyvi rinka viščiukus skaičius rudenio* [interaktyvus]. *Verslo žinios.lt*, vasario 2d. [žiūrėta 2010 m. gegužės 20 d.]. Prieiga per Internetą: <<http://archyvas.vz.lt/news.php?id=930047&strid=1002&rs=0&ss=3ebcb230fbda9242c4f2c325360b8bab&y=2008%2002%2007>>.
34. URBANSKIENĖ, Rūta;VAITKIENĖ Rimgailė; CLOTTEY, Birutė. (1998) *Rinkos tyrimai ir analizė*. Kaunas, Technologija, p. 203. 1998-ISBN 9986-13-656-3.
35. PRANULIS, Vytautas. (1998) *Marketingo tyrimai*. Vilnius, p. 80-170. ISBN 9986-879-10-8.
36. KAZILIŪNAS, Adolfas. (2005) *Sugretinimo metodo tipų ir modelių analizė*. Viešoji politika ir administravimas, Nr 14, p. 32 – 39.
37. JASINAVIČIUS, Rimvydas; BROGA, Šarūnas; VASILIAUSKAS, Audrius; KALESNYKAS, Teisutis. (2007) *Efektyviai smulkiojo ir vidutinio verslo veiklai Lietuvoje taikomų šakninių apribojimų nustatymas ir jų įveikimo strategija* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. gegužės 20 d.]. 39 p. Prieiga per internetą: <<http://www.ukmin.lt/lt/svv/doc/Saknines%20problemos/Saknines%20problemos.pdf>>.
38. STRAZDAS, Rolandas; JAKUBAVIČIUS, Artūras; GEČAS, Kastytis. (2003) *Inovacijos. Finansavimas, rizikos kapitalas*. Vilnius:Lietuvos inovacijų centras. 80p. ISSN 1392-1142 2006.
39. SLUŠNYTĖ, Rūta; PILIBAITIS, Rimantas. (2007). *Daugiau erdvės pritraukti kapitalo* [interaktyvus].*Verslo žinios.lt*, balandžio 5 d. [žiūrėta 2010 m. gegužės 20 d.]. Prieiga per Internetą: <<http://vz.lt/Default2.aspx?ArticleID=9f03f0b7-483f-4d2c-ae2-5d941fce8c36&ref=rss>>.
40. MALLIN, Chris.; OW – YONG, Kean. (1998) *Corporate Governance in Small Companies – the Alternative Investment Market*. Corporate Governance: An International Review, October, Vol.6, p.224-232 . ISSN 0964-8410.
41. EVERSUS INFO. (2010) *Alternatyvios rinkos žvilgsniai* [interaktyvus]. *Eversus.lt*, vasario 9 d. [žiūrėta 2010 m. birželio 19 d.]. Prieiga per Internetą: <<http://finansai.eversus.lt/naujienos/1139>>.
42. AB SEB bankas. (2008) *Lietuvos makroekonomikos apžvalga* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. birželio 19d.]. Prieiga per internetą: <http://www.seb.lt/pow/content/seb_lt/Archyvas/LMA32.pdf>.
43. SEB „Vilfima“. (2006) *I Baltijos šalių rinkas sugrįžta IPO* [interaktyvus]. BizNews [žiūrėta 2010 m. birželio 19d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.publicum.lt/index.php/lt/news/news/view/i-baltijos-saliu-rinkas-sugrizta-ipo>>.

44. NASDAQ OMX. *Vertybinių popierių biržos* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. birželio 19d.]. Prieiga per internetą: <http://www.baltic.omxgroup.com/market/?pg=nontradeddetails&instrument=LU0030165871>
45. American Chamber of Commerce. (2007) *New Opportunities in the Lithuanian Investment Market* [interaktyvus]. AmCham Magazine, [žiūrėta 2010 m. birželio 19d.]. Prieiga per internetą: www.amcham.lt/get.php?f.374.
46. AIM Listing. (2011) *The AIM market* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. gegužės 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.aimlisting.co.uk>.
47. London Stock Exchange. (2011) *The AIM statistics* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. gegužės 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>.
48. NASDAQ OMX. (2011) *Nasdaq OMX Group, Inc. biržų operatorės duomenų bazė* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. gegužės 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/>.
49. STATISTIKOS DEPARTAMENTAS (2011). *Statistika (duomenų bazės)* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. gegužės 7 d.]. Prieiga per internetą: www.stat.gov.lt.
50. VERSLO ŽINIOS (2011). „*Gazelės 2010*“ pagal 2006-2009 m. pardavimų pokytį. 2011 sausio 31 d.
51. VERSLO ŽINIOS (2011). *Didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. Pardavimus, TOP 500*. 2011 sausio 26 d.

PRIEDAI

1 PRIEDAS Finansų išteklių stokos šaka	77
2 PRIEDAS AIM ir First North ekonominės veiklos sektorių bei grupių palyginimas	78
3 PRIEDAS Bendrovių įtrauktų į First north bei oficialųjį sąrašą mokesčių ir metinių įmokų palyginimas	79
4 PRIEDAS Finansų struktūros rodikliai pagal ekonomines veiklos rūšis Lietuvoje 2009 m.	80
5 PRIEDAS Bendrovės kotiruojančios NASDAQ OMX, Vilniaus vertybinių popierių reguliuojamoje rinkoje 2011-01-01	81
6 PRIEDAS Atrinktos didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m. I-III ketv. Pardavimus NASDAQ OMX, Vilnius.....	82
7 PRIEDAS “Gazelės 2010” suskirtymas pagal ekonomines veiklos rūšis	87

Finansinių išteklių stokos šaka



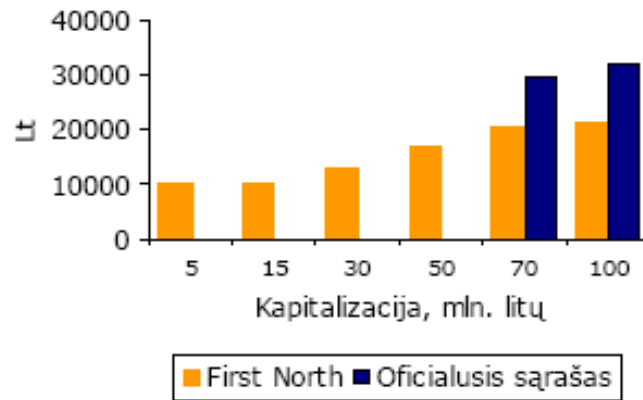
Šaltinis: Jasinavičius, R., Broga, Š., Vasiliauskas, A., Kalesnykas, T. (2007).

AIM ir First North ekonominės veiklos sektorių bei grupių palyginimas

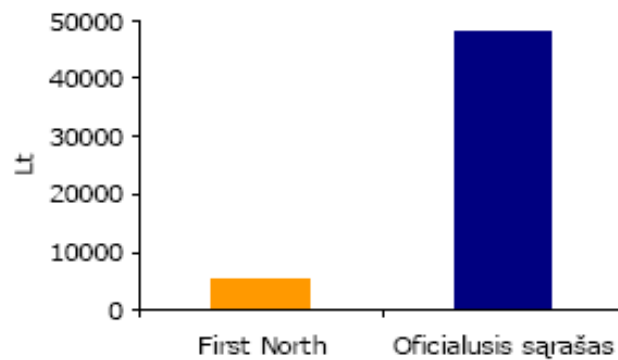
Verslo šaka/ sektorius	Ekonominės veiklos grupė (AIM)	Ekonominės veiklos grupė (First North)
Energetika		Energetika (nafta, dujos ir suvartojamas kuras, kita)
Nafta ir dujos	Naftos ir dujų gamintojai Naftos įranga, paslaugos ir paskirstymas	
Medžiagos	Cheminiai preparatai Popieriaus ir medienos gaminiai Pramoniniai metalai Kasyba	Medžiagos (<i>cheminiai preparatai, statybinės medžiagos, talpos ir pakuotės, metalai ir kasyba, popieriaus ir medienos gaminiai</i>)
Gamyba	Statyba ir medžiagos Aerokosminė ir gynybos pramonė Bendroji gamyba Elektroninė ir elektros įranga Pramonės inžinerija Pramoninis transportavimas Pagalbinės paslaugos	Pagrindinės priemonės (<i>aerokosminė ir gynybos pramonė, statybos gaminiai, statyba ir inžineriniai statybos darbai, elektros įrenginiai, pramonės konglomeratai, mašinos, prekybos bendrovės ir platintojai</i>) Komercinės paslaugos ir reikmenys Gabenimas (<i>krovinių vežimas oru ir logistika, oro linijos, vežimas jūra, keliai ir geležinkeliai, transporto infrastruktūra</i>)
Vartojimo prekės ir paslaugos		Automobiliai ir detalės Ilgalaikio naudojimo prekės ir drabužiai Vartojimo paslaugos Visuomenės informavimo priemonės Mažmeninė prekyba
Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos		Mažmeninė prekyba maisto produktais ir kasdienio vartojimo prekėmis Maistas, gėrimai ir tabakas Namų apyvokos ir asmens higienos prekės
Vartojimo paslaugos	Automobiliai ir jų dalys Gėrimai Maisto gamintojai Namų apyvokos prekės Laisvalaikio prekės Asmeninės prekės Tabakas	
Paslaugos vartotojams	Mažmeniniai maisto ir vaistų prekybininkai Bendrieji mažmeniniai prekybininkai Žiniasklaida Kelionės ir pramogos	
Sveikatos priežiūra	Sveikatos priežiūros įranga ir paslaugos Farmacija ir biotechnologijos	Sveikatos priežiūros įranga ir paslaugos Farmacija, biotechnologijos ir gamtos mokslai
Finansai	Bankai Ne gyvybės draudimas Gyvybės draudimas Nekilnojamas turtas Bendrieji finansai Akcinio kapitalo investavimo instrumentai Ne akcinio kapitalo investavimo instrumentai	Bankai Diversifikuotos finansinės paslaugos Nekilnojamas turtas
Informacinės technologijos	Programinė įranga ir kompiuterių paslaugos Technologinė įranga ir įrengimai	Programinė įranga ir paslaugos Technologinė įranga ir įrengimai Puslaidininkiai ir puslaidininkių prietaisai
Telekomunikacijų paslaugos	Fiksuotų linijų telekomunikacijos Mobilios telekomunikacijos	Telekomunikacijų paslaugos
Komunalinės paslaugos	Elektra Dujos, vanduo, kitos paslaugos	Komunalinės paslaugos (<i>elektros, dujų, vandens tiekimo įmonės ir kita</i>)

Bendrovių įtrauktų į First North bei oficialųjį sąrašą mokesčių ir metinių įmokų palyginimas

Metinė įmoka



Įtraukimo įmoka



Šaltinis: Saladžienė, A. (2007)

4 PRIEDAS

Finansų struktūros rodikliai pagal ekonomines veiklos rūšis Lietuvoje 2009 m.

Ekonominis klasifikatorius	Bendrasis pelningumas, %	Pelningumas, %	Einamojo likvidumo koeficientas	Kritinio likvidumo koeficientas	Bendrojo mokumo koeficientas	Įsiskolinimo koeficientas	Manevringumo koeficientas
Elektros mašinų ir aparatūros gamyba	11,75	5,50	1,62	1,16	7,92	0,38	8,14
Finansai	35,87	3,00	1,69	10,09	11,57	0,26	0,45
Gamyba	23,74	5,19	4,00	3,79	4,27	0,43	1,93
Įstaigos įrangos ir kompiuterių gamyba	39,92	7,37	1,64	3,71	3,75	0,54	1,27
Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos	25,24	-7,83	4,21	0,54	5,66	0,61	0,75
Kelionės ir pramogos	24,90	0,50	0,86	0,65	1,12	0,48	0,51
Komunalinės paslaugos	18,50	0,82	1,41	1,18	14,04	0,16	2,02
Maisto produktų ir gėrimų gamyba	36,75	0,10	1,15	0,77	3,35	0,57	8,32
Mašinų ir įrangos gamyba	17,40	1,51	7,14	5,61	2,13	0,40	1,00
Medžiagos	21,51	4,62	3,48	1,19	2,20	0,53	5,39
Nafta ir dujos	65,40	35,60	36,00	2,71	4,37	0,19	0,46
Radio, televizijos ir ryšių įrangos bei aparatūros gamyba	41,58	5,00	1,64	1,31	1,55	0,39	0,69
Statyba	23,65	3,54	6,53	9,15	7,06	0,51	1,26
Sveikatos apsauga	55,38	-6,80	1,80	1,28	1,56	0,56	3,97
Švietimas	44,87	4,77	1,71	1,42	5,08	1,16	0,81
Transportas	7,75	-9,55	9,69	1,05	1,18	0,61	4,07
Vartojimo prekės ir paslaugos	32,69	1,79	1,63	3,05	6,45	0,66	2,25

5 PRIEDAS

Bendrovės kotiruojančios NASDAQ OMX, Vilniaus vertybinių popierių reguliuojamoje rinkoje 2011-01-01

Eil. nr.	Įmonės kodas rinkoje	Įmonės pavadinimas	Valiuta	Rinka
1	AVG1L	Agrowill Group	LTL	VLN
2	APG1L	Apranga	LTL	VLN
3	CTS1L	City Service AB	LTL	VLN
4	DKR1L	Dvarčionių keramika	LTL	VLN
5	GRG1L	Grigiškės	LTL	VLN
6	GUB1L	Gubernija	LTL	VLN
7	IVL1L	Invalda	LTL	VLN
8	AGP1L	Įmonių grupė ALITA	LTL	VLN
9	KNR1L	Kauno energija	LTL	VLN
10	KBL1L	Klaipėdos baldai	LTL	VLN
11	KNF1L	Klaipėdos nafta	LTL	VLN
12	LDJ1L	Lietuvos dujos	LTL	VLN
13	LEL1L	Lietuvos elektrinė	LTL	VLN
14	LEN1L	Lietuvos energija	LTL	VLN
15	LJL1L	Lietuvos jūrų laivininkystė	LTL	VLN
16	LFO1L	Lifosa	LTL	VLN
17	LLK1L	Limarko laivininkystės kompanija	LTL	VLN
18	LNS1L	Linai	LTL	VLN
19	LNA1L	Linai Agro Group	LTL	VLN
20	PTR1L	Panevėžio statybos trestas	LTL	VLN
21	PZV1L	Pieno žvaigždės	LTL	VLN
22	RST1L	Rytų skirstomieji tinklai	LTL	VLN
23	RSU1L	Rokiškio sūris	LTL	VLN
24	SAN1L	Sanitas	LTL	VLN
25	SNG1L	Snaigė	LTL	VLN
26	STU1L	Stumbras	LTL	VLN
27	SAB1L	Šiaulių bankas	LTL	VLN
28	TEO1L	TEO LT	LTL	VLN
29	UKB1L	Ūkio bankas	LTL	VLN
30	UTR1L	Utenos trikotažas	LTL	VLN
31	VLP1L	Vilkyškių pieninė	LTL	VLN
32	VBL1L	Vilniaus baldai	LTL	VLN
33	VDG1L	Vilniaus degtinė	LTL	VLN
34	VST1L	VST	LTL	VLN
35	ZMP1L	Žemaitijos pienas	LTL	VLN

6 PRIEDAS

Atrinktos didžiausios Lietuvos bendrovės pagal 2010 m I-III ketv pardavimus NASDAQ OMX, Vilnius

Vieta 2010 m I-III ketv	Bendrovė	Pardavimo pajamos 2010 m I-III ketv, tūkst Lt	Pardavimo pajamos 2009 m I-III ketv, tūkst Lt	Ikimokestinis pelnas 2010 m I-III ketv, tūkst Lt	Ikimokestinis pelnas 2009 m I-III ketv, tūkst Lt	Darbuotojų sk, 2010 09 30	Ekonominės veiklos rūšis
1	2	3	4	5	6	7	8
1	ORLEN Lietuva, AB 1*	10.681.786	7.774.765	-68.479	-11.021	2.505	Energetika
6	Lukoil Baltija, UAB	1.446.129	1.208.948	nd	nd	1.218	Energetika
25	Lietuva Statoil, UAB	616.853	699.311	nd	nd	643	Energetika
32	INTER RAO Lietuva, UAB	504.762	82.705	nd	nd	15	Energetika
56	Neste Lietuva, UAB	316.262	283.342	nd	nd	23	Energetika
82	Ventus-Nafta, AB	160.405	149.946	nd	nd	283	Energetika
110	Panevėžio energija, AB	120.927	154.417	1.089	40.298	559	Energetika
113	Klaipėdos energija, AB	116.461	132.289	3.105	22.801	437	Energetika
114	Baltic Petroleum, UAB	116.240	105.210	1.460	14.754	270	Energetika
117	E Energija, grupė 22*	110.959	90.919	nd	nd	670	Energetika
171	Šiaulių energija, AB	63.536	72.355	-2.389	14.154	287	Energetika
189	Rekolas, UAB	56.016	71.125	-500	-640	14	Energetika
193	Kvistija, UAB	54.150	74.350	nd	nd	117	Energetika
194	Naftėnas, UAB	53.356	36.598	813	1.153	38	Energetika
17	SEB bankas, AB grupė	818.602	1.161.481	-99.576	-1.109.706	1.798	Finansai
18	Swedbank, AB grupė	790.530	1.201.549	-112.636	-658.913	2.251	Finansai
36	DnB NORD bankas, AB	409.926	621.254	-137.497	298.134	1.298	Finansai
41	Bankas Snoras, AB	368.986	394.946	4.259	4.107	1.100	Finansai
46	Danske bankas A/S Lietuvos filialas	354.472	225.777	21.466	-330.650	500	Finansai
62	Lietuvos draudimas AB	251.039	nd	15.495	nd	1.230	Finansai
67	Nordea Bank Finland Plc Lietuvos skyrius	206.961	239.215	36.587	-18.949	409	Finansai
124	Ergo Lietuva, UADB	98.926	105.151	4.456	14.468	728	Finansai
125	BTA draudimas, UAB	96.546	105.631	2.940	4.859	433	Finansai
128	PZU Lietuva, UAB DK	95.802	103.020	-626	-1.689	636	Finansai
156	SEB gyvybės draudimas, UAB	73.631	71.706	10.902	9.960	73	Finansai
163	AVIVA Lietuva, UAGDPB	66.837	61.560	15.095	10.843	71	Finansai
14	Neo group, UAB	856.404	464.912	nd	nd	185	Gamyba
16	Tiltra Group, AB 6*	820.630	725.361	nd	nd	2.529	Gamyba
21	Achema, AB	686.210	773.803	nd	nd	1.406	Gamyba
22	Agrokoncerno įmonių grupė (28 bendr)	671.549	625.614	nd	nd	1.059	Gamyba
44	Kauno grūdai, AB	360.633	277.362	11.917	7.110	409	Gamyba
45	Mars Lietuva, UAB	355.494	362.605	nd	nd	839	Gamyba
50	Lytagra, grupė Ly*	335.229	270.940	17.162	769	658	Gamyba
51	RETAL Europe, UAB	330.892	298.523	12.288	17.139	169	Gamyba

6 PRIEDAS (TĘSINYS)

1	2	3	4	5	6	7	8
52	Agrorodeo, UAB	329.642	188.949	8.019	9.500	26	Gamyba
53	SBA Furniture group, UAB 11*	329.505	335.300	nd	nd	2.579	Gamyba
55	Litagra grupė 12* (20 bendr)	317.944	395.363	nd	nd	972	Gamyba
66	Mestilla, UAB	212.977	249.096	nd	nd	55	Gamyba
72	Norvelita, UAB	194.200	118.247	nd	nd	531	Gamyba
76	Šiaulių plentas, grupė 17*	186.600	227.500	nd	nd	1.498	Gamyba
78	Panevėžio keliai, AB	175.794	127.164	nd	nd	754	Gamyba
89	Baltijos laivų statykla, AB	148.612	143.158	nd	5.894	688	Gamyba
90	Vakarų laivų gamykla, AB (19 bendr)	148.121	237.077	nd	nd	1.303	Gamyba
92	Dojus agro, UAB	145.081	125.367	nd	nd	110	Gamyba
93	Vilniaus paukštynas, AB	142.798	139.589	4.027	5.828	1.060	Gamyba
98	Kaišiadorių paukštynas, AB	132.200	109.800	5.906	4.043	805	Gamyba
99	Schmitz Cargobull Baltic, UAB	131.609	41.723	17.558	20	260	Gamyba
102	Baltik Vairas, AB	127.605	115.561	nd	nd	321	Gamyba
103	Šiaulių tauro televizoriai, UAB	125.161	166.146	-3424	-14.968	350	Gamyba
107	Amilina, AB (buvusi Malsena)	123.016	114.273	nd	nd	270	Gamyba
108	Vėtrūna, UAB	122.797	86.510	nd	nd	961	Gamyba
111	Akmenės cementas, AB	118.468	101.263	nd	nd	545	Gamyba
115	Klaipėdos baldai, AB (SBA*)	114.586	130.077	nd	nd	524	Gamyba
116	Alvora, UAB	112.882	28.651	nd	nd	467	Gamyba
118	Freda, AB (BBG*)	109.400	78.893	nd	nd	382	Gamyba
126	Kuusakoski, UAB	96.005	62.922	nd	nd	63	Gamyba
129	Litana grupė 24*	92.773	74.195	156	406	619	Gamyba
136	Hidrostatyba, UAB	85.724	73.243	2.783	6.488	491	Gamyba
138	Lietuvos rytas, grupė 26*	84.036	80.976	nd	nd	944	Gamyba
143	Putokšnis, UAB	79.984	98.259	nd	nd	92	Gamyba
146	Vita Baltic International, UAB	79.376	71.861	nd	nd	nd	Gamyba
150	Visagino linija, UAB (SBA*)	77.755	77.719	nd	nd	504	Gamyba
169	Montuotojas, AB grupė (2 bendr)	64.977	50.680	2.318	609	745	Gamyba
173	Artilux NMF, UAB	61.268	44.454	nd	nd	281	Gamyba
179	Gargždų mida, UAB	59.087	55.887	-663	142	91	Gamyba
185	Šilutės baldai, AB (SBA*)	56.749	54.482	nd	nd	689	Gamyba
187	Kretingos grūdai, AB	56.395	93.909	1.530	2.471	129	Gamyba
192	Joniškio grūdai, AB	55.114	17.756	1.308	206	179	Gamyba
195	Garsų pasaulis, UAB	53.287	67.212	7.498	8.462	268	Gamyba
197	Sakuona, UAB VMG*	53.236	33.296	nd	nd	500	Gamyba
39	Bitė Lietuva, UAB	384.470	441.331	-16.625	-69.670	348	Informacinės technologijos
47	Tele2, UAB	352.000	409.368	126.400	127.834	88	Informacinės technologijos
70	Acme kompiuterių komponentai, grupė (6	199.081	148.567	nd	nd	nd	Informacinės technologijos

6 PRIEDAS (TĘSINYS)

	bendr)						
1	2	3	4	5	6	7	8
120	ATEA Baltic, grupė (3bendr)	107.386	71.892	nd	nd	342	Informacinės technologijos
142	Spaineta, grupė (10 bendr)	80.219	73.975	3.455	4.795	418	Informacinės technologijos
161	Penki kontinentai, grupė (per 20 bendr)	69.152	83.005	2.291	3.740	363	Informacinės technologijos
172	Mediafon, UAB	62.500	36.370	nd	nd	~40	Informacinės technologijos
109	Gelsva, M Gumbrevičiaus IĮ	121.253	109.502	nd	nd	438	Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos
164	Vilniaus duona, UAB	65.939	85.133	nd	nd	459	Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos
166	Vilniaus Pergalė, AB	65.216	61.968	nd	nd	379	Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos
167	Osama, UAB	64.986	69.144	nd	nd	116	Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos
176	Mantinga, UAB	59.908	58.743	nd	nd	736	Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos
29	Senukų prekybos centras, UAB	565.131	699.459	nd	nd	nd	Medžiagos
81	Kauno tiekimas, AB	160.485	139.586	618	1.841	50	Medžiagos
83	Swedspan Girių Bizonas, UAB	159.174	171.664	nd	nd	nd	Medžiagos
96	BOEN Lietuva, UAB LG*	133.441	107.597	8.772	-181	614	Medžiagos
104	Klaipėdos mediena, grupė (VMG)	124.918	119.471	nd	nd	441	Medžiagos
127	Mechel Nemunas, UAB	95.812	67.239	nd	nd	296	Medžiagos
139	Klaipėdos kartonas, AB	82.445	41.652	5.275	483	199	Medžiagos
151	Vailendas, RAGlinsko IĮ	77.673	103.622	nd	nd	29	Medžiagos
178	Lintera, UAB	59.643	44.043	nd	nd	84	Medžiagos
188	Umaras, UAB	56.253	60.440	nd	nd	100	Medžiagos
191	SCA Packaging, UAB	55.154	40.432	nd	nd	167	Medžiagos
196	Žalvaris, UAB	53.238	24.807	800	-574	149	Medžiagos
198	Plasta, AB	52.861	44.093	-2.099	-3.643	465	Medžiagos
26	Euroapothea, UAB 8*	608.234	646.560	nd	nd	2.046	Sveikatos priežiūra
58	Camelia vaistinės, grupė	299.000	303.700	nd	nd	828	Sveikatos priežiūra
61	Limedika, UAB	254.041	244.361	nd	nd	214	Sveikatos priežiūra
74	Tamro ir Šeimos vaistinių grupė	188.000	224.000	nd	nd	490	Sveikatos priežiūra
80	SICOR Biotech, UAB	167.155	93.145	nd	nd	190	Sveikatos priežiūra
85	Armila, UAB	154.616	163.500	nd	nd	99	Sveikatos priežiūra
101	Intersurgical, UAB	128.664	128.212	nd	nd	1.214	Sveikatos priežiūra
122	Berlin Chemie Menarini Baltic, UAB	106.234	113.817	nd	nd	100	Sveikatos priežiūra
137	Čili Holdings, UAB Čili*	85.258	93.117	nd	nd	1.735	Sveikatos priežiūra
170	Bayer, UAB	63.854	63.094	2.156	2.365	41	Sveikatos priežiūra
182	Litfarma vaistinė (64 vaistinės)	57.350	65.700	nd	nd	260	Sveikatos priežiūra
2	Vilniaus prekyba, grupė 2*	6.084.119	6.765.666	nd	nd	26.341	Vartojimo prekės ir paslaugos
3	MAXIMA grupė, UAB 3*	5.366.261	5.879.769	nd	nd	24.210	Vartojimo prekės ir paslaugos
4	Koncernas Achemos grupė, UAB 4*	1.757.275	2.418.068	nd	nd	5.895	Vartojimo prekės ir paslaugos
5	Palink, UAB (su Palink, SIA)	1.515.668	1.506.887	nd	nd	8.599	Vartojimo prekės ir paslaugos

6 PRIEDAS (TĘSINYS)

1	2	3	4	5	6	7	8
9	Lietuvos geležinkeliai, AB	995.879	904.860	110.592	31.520	10.352	Vartojimo prekės ir paslaugos
10	Norfos mažmena, UAB	932.586	991.502	nd	nd	3.250	Vartojimo prekės ir paslaugos
12	Koncernas MG Baltic, UAB 5*	911.341	1.002.954	nd	nd	~2.900	Vartojimo prekės ir paslaugos
15	Rivona, UAB	836.034	825.676	nd	nd	1.069	Vartojimo prekės ir paslaugos
20	Sanitex, UAB	732.933	762.465	nd	nd	1.354	Vartojimo prekės ir paslaugos
24	Vičiūnų įmonių grupė VICI*	641.232	533.768	59.411	32.101	5.700	Vartojimo prekės ir paslaugos
30	SBA koncernas, UAB 9*	550.416	528.869	nd	nd	4.160	Vartojimo prekės ir paslaugos
31	Rimi Lietuva, UAB	540.000	623.700	nd	nd	2.500	Vartojimo prekės ir paslaugos
33	MG Baltic Trade, UAB	495.086	6.073.479	nd	nd	~900	Vartojimo prekės ir paslaugos
35	Omnitel, UAB	449.000	557.800	nd	nd	686	Vartojimo prekės ir paslaugos
40	MG Baltic Investment, UAB	374.923	346.242	nd	nd	~1.900	Vartojimo prekės ir paslaugos
42	Mineraliniai vandenys, UAB	366.258	462.732	nd	nd	200	Vartojimo prekės ir paslaugos
43	ARVI, įmonių grupė 10*	366.084	358.443	nd	nd	1.140	Vartojimo prekės ir paslaugos
48	Lietuvos kooperatyvų sąjunga, KB (53 bendr)	347.510	397.359	8.881	8.535	4.304	Vartojimo prekės ir paslaugos
49	Švityrų-Utenos alus, UAB	337.626	368.523	nd	nd	470	Vartojimo prekės ir paslaugos
54	Dujotekana, UAB	328.123	254.631	nd	nd	nd	Vartojimo prekės ir paslaugos
59	Girteka, UAB	273.092	194.000	nd	nd	880	Vartojimo prekės ir paslaugos
63	Avia Solutions Group, AB 14*	229.255	180.207	nd	nd	661	Vartojimo prekės ir paslaugos
64	Marijampolės pieno konservai, UAB	224.101	158.551	nd	nd	554	Vartojimo prekės ir paslaugos
69	Vakarų medienos grupė, UAB 15*	200.948	166.305	nd	nd	1.192	Vartojimo prekės ir paslaugos
71	DFDS Lisco, grupė 16*	198.601	128.168	25.833	24.897	730	Vartojimo prekės ir paslaugos
84	Novaturas, grupė 19*	157.379	197.000	nd	nd	162	Vartojimo prekės ir paslaugos
86	Krekenavos agrofirma, AB	153.511	151.716	nd	nd	855	Vartojimo prekės ir paslaugos
87	Imlitex, UAB	151.823	110.627	6.330	1.068	155	Vartojimo prekės ir paslaugos
88	Topo grupė, UAB 20*	151.079	142.779	nd	nd	487	Vartojimo prekės ir paslaugos
94	Nordic Sugar Kėdainiai, AB	142.643	176.478	nd	nd	350	Vartojimo prekės ir paslaugos
97	Kalnapilio-Tauro grupė, AB	133.413	134.281	nd	nd	nd	Vartojimo prekės ir paslaugos
100	Tete-a-tete kazino, UAB	129.308	145.571	1.174	-640	266	Vartojimo prekės ir paslaugos
105	Lietuvos paštas, AB	124.759	149.993	-11.214	-20.782	7.127	Vartojimo prekės ir paslaugos
112	Agrovet, UAB	117.884	121.927	nd	nd	100	Vartojimo prekės ir paslaugos
119	MG Baltic Media, UAB	108.647	80939	nd	nd	~250	Vartojimo prekės ir paslaugos
121	Ogmios grupė 23*	106.477	113.732	-1.275	2.135	283	Vartojimo prekės ir paslaugos
123	Elektromarktas, UAB (su UAB Mediashop)	101.200	93.300	nd	nd	190	Vartojimo prekės ir paslaugos
130	Klaipėdos jūrų krovinių kompanija, (KLASCO) AB	92.553	83.940	15.158	12.421	679	Vartojimo prekės ir paslaugos

6 PRIEDAS (TĘSINYS)

1	2	3	4	5	6	7	8
130	Klaipėdos jūrų krovinių kompanija, (KLASCO) AB	92.553	83.940	15.158	12.421	679	Vartojimo prekės ir paslaugos
131	Small Planet Airlines, UAB (buvo flyLAL charters)	91.286	104.102	nd	nd	129	Vartojimo prekės ir paslaugos
132	DSV Transport, UAB	91.039	66.771	4.758	1.468	95	Vartojimo prekės ir paslaugos
140	Konekesko Lietuva, UAB	82.289	87.477	nd	nd	62	Vartojimo prekės ir paslaugos
144	Nematekas, ŽŪB	79.880	94.170	596	613	591	Vartojimo prekės ir paslaugos
145	Juipoja, asociacija (12 bendr)	79.641	82.989	1.706	1.889	312	Vartojimo prekės ir paslaugos
147	Tez Tour, UAB	79.252	84.990	nd	nd	70	Vartojimo prekės ir paslaugos
148	Transekspedicija, UAB grupė	78.907	72.118	nd	nd	253	Vartojimo prekės ir paslaugos
149	Baltic Clipper, UAB	78.140	70.224	nd	nd	93	Vartojimo prekės ir paslaugos
152	Lietuvos spaudos Vilniaus agentūra, UAB	77.620	76.144	nd	nd	817	Vartojimo prekės ir paslaugos
153	Vilniaus autobusai, UAB	75.949	81.168	-187	-106	1.003	Vartojimo prekės ir paslaugos
154	Samsonas, UAB	74.715	88.728	886	1.091	667	Vartojimo prekės ir paslaugos
155	Džeiranos investicinė grupė 28*	74.221	41.359	-1.001	-2.253	211	Vartojimo prekės ir paslaugos
157	Ragutis, AB	70.596	68.100	4.176	3.100	195	Vartojimo prekės ir paslaugos
158	Alma littera, grupė 29*	70.345	66.900	nd	nd	500	Vartojimo prekės ir paslaugos
159	Olifėja, UAB	70.311	70.111	1.930	1.908	18	Vartojimo prekės ir paslaugos
160	Vilniaus vandenys, UAB	70.068	68.951	-5.076	-9.232	953	Vartojimo prekės ir paslaugos
165	Ivabaltė, UAB	65.588	56.245	2.711	2771	103	Vartojimo prekės ir paslaugos
168	Bega, Klaipėdos jūrų krovinių kompanija, UAB	64.955	64.084	nd	nd	303	Vartojimo prekės ir paslaugos
174	Axis Industries, AB	60.955	62.600	nd	nd	533	Vartojimo prekės ir paslaugos
175	Juta, grupė (2 bendr)	60.511	49.126	1.353	817	190	Vartojimo prekės ir paslaugos
177	Eiginta, UAB (PC Šilas)	59.874	69.003	nd	nd	353	Vartojimo prekės ir paslaugos
180	Baltic ground services, UAB	58.690	18.390	nd	nd	121	Vartojimo prekės ir paslaugos
181	Bikuvos prekyba, UAB	57.733	64.037	nd	nd	279	Vartojimo prekės ir paslaugos
183	Transtira, UAB	57.189	50.906	nd	nd	284	Vartojimo prekės ir paslaugos
184	Grūstė, UAB	56.853	57.057	103	347	454	Vartojimo prekės ir paslaugos
186	Oro navigacija, VĮ	56.455	52.601	1.001	2.221	314	Vartojimo prekės ir paslaugos
190	FL Technics, AB	55.884	51.798	nd	nd	307	Vartojimo prekės ir paslaugos
200	Autoverslas, grupė (3 bendr)	52.554	39.909	nd	nd	199	Vartojimo prekės ir paslaugos

“Gazelės 2010” suskirtymas pagal ekonomines veiklos rūšis

Bendrovė	Pardavimų 2009-2006 m. pokytis proc.	Pardavimai ir paslaugos 2009 m. tūkst.lt	Pardavimai ir paslaugos 2008 m. tūkst.lt	Pardavimai ir paslaugos 2007 m. tūkst.lt	Pardavimai ir paslaugos 2006 m. tūkst.lt	Iki mokesstinis pelnas 2009 m. tūkst.lt	Darbuotojų skaičius 2009	Ekonominės veiklos rūšis
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Rizikos cesija UAB	23.595	2.355	2.287	1.337	701	807	12	Finansai
Rimess UAB	9.148	3.035	3.528	314	1.585	20	36	Finansai
Pardavimo automatai UAB	6.692	14.746	17.044	14.342	8.834	122	96	Finansai
BDO auditas ir apskaita UAB ir Virgauda UAB	5.562	3.685	3.523	2.915	2.368	n.d.	52	Finansai
MGI In salvo UAB	3.724	143	166	1.257	1.402	n.d.	18	Finansai
Rezultatas UAB	2.529	782	967	819	578	90	12	Finansai
Audifina UAB	294	1.052	134	1.209	813	n.d.	18	Finansai
Tuv Uolektis UAB	2.512	2.675	2.959	2.583	2.138	n.d.	17	Finansai
Jungtinė auditorių kontora UAB	2.202	1.668	2.439	1.792	1.367	41	n.d.	Finansai
RDD UAB	2.185	1.684	1.525	1.611	1.382	2	40	Finansai
Provisus UAB	2.182	2.004	2.476	227	1.645	n.d.	18	Finansai
Žemaitijos auditas UAB	142	740	1.004	853	648	22	14	Finansai
Lindorff oy filialas Lietuvoje	1.221	534	5.413	5.465	4.759	n.d.	35	Finansai
Ortima UAB	21.805	8.988	8.664	5.784	2.826	92	37	Gamyba
ALPI Baltika UAB	20.569	10.736	152	11.044	3.512	71	11	Gamyba
Lautoma UAB	18.347	5.658	456	2.691	1.996	217	6	Gamyba
Baltic Premator Klaipėda UAB	16.133	22.762	18.192	13.401	871	2.792	91	Gamyba
Švykai UAB	15.877	8.907	17.143	911	3.442	n.d.	54	Gamyba
Grontmij Cari Bro UAB	14.153	4.717	7.348	3.559	1.953	472	21	Gamyba
Kamida UAB	13.664	7.911	7.211	5.776	3.343	n.d.	46	Gamyba
COWI Lietuva UAB	12.882	16.658	20.324	13.218	728	n.d.	164	Gamyba
Kuehne&Nagel UAB	12.411	20.094	35.136	35.929	8.966	57	16	Gamyba
Genys UAB	12.051	18.289	16.272	1.205	8.294	183	74	Gamyba
Vakarų krova UAB	11.752	27.499	28.163	206	12.642	39	145	Gamyba
Sweco Lietuva UAB	10.522	17.351	21.236	19.453	8.455	n.d.	149	Gamyba
EKRA AB	8.685	10.404	19.647	11.494	5.568	1.002	70	Gamyba
Danrita UAB	7.026	1.706	2.211	1.778	1.002	11	12	Gamyba
Statybos strategija UAB	4.959	4.784	9.196	6.784	3.198	115	41	Gamyba
Panevėžio miestprojektas UAB	4.858	5.389	6.128	5.069	3.627	1.034	47	Gamyba
Vytrolma UAB	4.161	18.827	21.634	18.603	13.295	n.d.	94	Gamyba
Duventa UAB	3.287	6.831	10.045	10.743	5.141	n.d.	47	Gamyba
Darstamas UAB	3.044	9.586	2.363	19.611	7.349	2	134	Gamyba

7 PRIEDAS (TĘSINYS)

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Klaipėdos laivų remontas AB	2.971	14.061	155	12.019	1.084	219	111	Gamyba
Lietemas UAB	2.838	14.349	25.723	25.222	11.177	39	131	Gamyba
Impeka UAB	2.324	10.525	14.319	1.225	854	414	43	Gamyba
Klaipėdos transekspedicija UAB	1.566	10.874	12.077	11.211	9.402	n.d.	40	Gamyba
Tilsta UAB	151	14.176	22.837	23.593	12.316	1.121	123	Gamyba
Klaipėdos keleivių ir krovinių terminalas UAB	1.455	577	562	5.248	5.037	1.332	33	Gamyba
Baltic Shipping Centre UAB	1.372	5.843	9.436	10.775	5.138	1.405	7	Gamyba
Alsuva UAB	1.363	891	9.742	13.518	7.841	344	100	Gamyba
Vidara UAB	1.184	9.786	14.584	13.733	875	2	73	Gamyba
Agrenta A.Trinkūno IĮ	1.001	12.544	13.699	13.193	11.403	311	66	Gamyba
Santeka UAB	975	122	2.413	168	11.116	17	65	Gamyba
Baltnetos komunikacijos UAB	18.469	24.199	16.274	105	85	1.934	127	IT paslaugos
Interneto vizija UAB	14.685	431	3.946	3.837	1.746	568	12	IT paslaugos
Protact Lietuva UAB	11.789	23.033	15.338	13.893	10.571	2.623	17	IT paslaugos
UCS Baltic UAB (su UAB Raso)	11.735	9.431	14.088	5.967	4.339	n.d.	59	IT paslaugos
ERP UAB	10.489	19.225	15.959	13.239	9.383	527	106	IT paslaugos
Splius grupė (3 bendr)	8.982	17.674	17.223	16.571	9.311	921	146	IT paslaugos
Nacionalinis telekomunikacijų tinklas UAB	7.829	6.185	5.432	4.529	3.469	199	9	IT paslaugos
nSoft UAB	3.116	644	1.343	919	491	n.d.	9	IT paslaugos
MarkIT Baltija UAB	304	4.581	5.754	5.063	3.513	75	3	IT paslaugos
Lemona UAB	1.189	15.595	16.782	15.338	13.938	546	69	IT paslaugos
Elmova UAB	1.052	536	6.884	7.317	485	n.d.	34	IT paslaugos
Dreigsas UAB	10.471	4.479	4.186	3.286	2.188	187	10	Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos
Manrasta UAB	4.665	5.973	6.754	5.794	4.073	87	10	Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos
E. Kazlauskio prekybos IĮ	4.295	1.684	1.584	1.251	1.178	10	35	Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos
Švaros diena UAB	3.878	8.878	10.446	7.863	6.397	1.273	n.d.	Komunalinės paslaugos
Panevėžio specialus autotransportas AB	1.773	11.447	12.831	11.685	9.723	196	208	Komunalinės paslaugos
Arginta UAB	21.752	39.547	33.149	16.025	12.455	2.337	110	Medžiagos
Tido UAB	10.513	28.173	31.817	26.178	13.734	n.d.	52	Medžiagos
Liucija UAB	804	127	2.282	1.087	704	428	3	Medžiagos
BIOK laboratorija UAB	7.506	13.028	11.583	9.474	7.442	n.d.	46	Medžiagos
Aluflam UAB (su UAB: ABC Nordic Aluviking)	6.849	13.867	8.191	10.722	823	2.176	50	Medžiagos
Ekotakas UAB	5.042	7.408	8.289	633	4.925	n.d.	10	Medžiagos
Sprusas UAB	4.195	1.206	4.943	10	8.496	n.d.	n.d.	Medžiagos
Baltic Metal Center (buvusi Vimareka) UAB	2.902	10.742	12.139	12.226	8.326	n.d.	30	Medžiagos
Kemena UAB	1.761	354	386	375	301	31	11	Medžiagos
Naujoji Ringuva AB	1.335	9.917	9.092	10.336	8.749	674	62	Medžiagos
Lesta UAB	988	945	8.969	7.363	86	889	34	Medžiagos
Yukon Advanced Optics Worldwide UAB	74.334	23.681	26.026	20.252	2.808	2.921	10	Sveikatos priežiūra
Northway medicinos centrai UAB*	19.978	12.474	1.078	721	4.161	284	228	Sveikatos priežiūra

7 PRIEDAS (TĘSINYS)

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Optikos pasaulis UAB	12.729	16.381	1.714	10.444	7.207	n.d.	222	Sveikatos priežiūra
Vilniaus optika UAB	7.174	395	48	46	23	52	n.d.	Sveikatos priežiūra
Kavita UAB	5.799	14.492	17.745	12.575	9.173	n.d.	38	Sveikatos priežiūra
Acorus Calamus UAB	5.655	8.297	7.065	67	53	452	68	Sveikatos priežiūra
Baltic Orthoservice UAB	3.853	13.388	12.605	10.717	9.664	699	103	Sveikatos priežiūra
Palangos reabilitacijos ligoninė VŠĮ	3.799	12.382	12.402	11.459	8.973	281	362	Sveikatos priežiūra
Viltechmeda UAB	2.039	14.474	20.457	17.565	12.023	3.603	69	Sveikatos priežiūra
Beržūna UAB	1.643	6.264	8.958	9.871	538	n.d.	98	Sveikatos priežiūra
Gelvora UAB	7.305	42	38	29	2.247	133	11	Teisinės paslaugos
SIKC UAB	6.911	1.708	1.686	1.364	101	250	12	Teisinės paslaugos
Ekonominės konsultacijos ir tyrimai UAB	2.234	3.549	7.718	6.875	2.901	151	30	Teisinės paslaugos
Avenire UAB	29.439	295	1.439	653	748	n.d.	11	Telekomunikacijų
Publicum UAB0	23.773	25.492	12.656	9.163	7.548	n.d.	20	Telekomunikacijų
TopTronas UAB	22.867	986	1.167	487	300	76	10	Telekomunikacijų
Infostruktūra VĮ	5.351	11.991	10.392	8.475	7.811	1.472	45	Telekomunikacijų
Viešųjų ryšių partneriai UAB	1.344	6.219	83	695	5.482	n.d.	31	Telekomunikacijų
Versus eurus UAB	23.255	4.556	2.975	25	137	n.d.	n	Vartojimo prekės ir paslaugos
Logotipas UAB	1.099	20.455	23.163	17.531	9.745	n.d.	127	Vartojimo prekės ir paslaugos
Presvika UAB	4.487	3.417	4.382	343	2.396	n.d.	9	Vartojimo prekės ir paslaugos
Grift UAB	12.184	15.682	17.196	1.036	7.069	437	476	Vartojimo prekės ir paslaugos
Delta Management Solutions UAB	8.029	5.313	5.068	3.698	2.947	n.d.	9	Vartojimo prekės ir paslaugos
Eurocash1 UAB	6.886	17.869	17.414	1.304	10.582	1.295	511	Vartojimo prekės ir paslaugos
Simplika UAB	6.701	5.979	5.052	2.734	358	n.d.	7	Vartojimo prekės ir paslaugos
SCG UAB	6.004	13.211	17.527	12.805	8.255	756	187	Vartojimo prekės ir paslaugos
Virklund Sport UAB	140.701	12.252	6.287	6.516	813	21	7	Vartojimo prekės ir paslaugos
Synergium UAB	62.249	5.622	5.667	2.071	779	n.d.	22	Vartojimo prekės ir paslaugos
Romvyga UAB	3.335	1.695	1.664	1.255	391	92	8	Vartojimo prekės ir paslaugos
Baltic ground services UAB	2.781	26.331	14.792	8.561	6.964	592	122	Vartojimo prekės ir paslaugos
Office system UAB	2.195	308	363	2.198	964	262	14	Vartojimo prekės ir paslaugos
Evasa UAB	17.405	4.097	3.534	264	1.495	96	34	Vartojimo prekės ir paslaugos
Litmotas UAB	13.535	11.944	5.075	4.678	5.555	1.186	6	Vartojimo prekės ir paslaugos
Ainava UAB	12.803	17.597	19.488	12.606	7.717	2.381	674	Vartojimo prekės ir paslaugos
Fasma Sigito Krivicko IĮ	12.676	24.554	21.559	19.089	10.828	2.643	90	Vartojimo prekės ir paslaugos
Verbūnų duona UAB	11.449	6.574	6.212	4.228	3.064	1.258	69	Vartojimo prekės ir paslaugos
Valumina UAB	9.959	6.277	411	3.531	3.145	367	311	Vartojimo prekės ir paslaugos
Zala ARMS UAB	9.156	3.283	3.456	2.487	1.713	100	18	Vartojimo prekės ir paslaugos
Biržų duona UAB	8.851	18.563	18.704	12.931	9.847	n.d.	219	Vartojimo prekės ir paslaugos

7 PRIEDAS (TĘSINYS)

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Omniteksas Uab	8.564	23.916	26.393	20.513	12.883	2.213	170	Vartojimo prekės ir paslaugos
Saint-Gobain Autover Lietuva UAB	8.259	3.953	3.434	3.391	2.165	20	15	Vartojimo prekės ir paslaugos
Vorto gama UAB	8.115	8.496	6.483	489	469	50	7	Vartojimo prekės ir paslaugos
Sorbum grupė (3 bendr)	7.378	129	125	10.574	7.423	n.d.	120	Vartojimo prekės ir paslaugos
Riamona UAB	7.232	1.047	8.859	7.202	6.076	25	55	Vartojimo prekės ir paslaugos
Karolinos turtas UAB	6.458	6.473	3.965	4.493	3.933	n.d.	52	Vartojimo prekės ir paslaugos
Skaitmeninis amžius UAB	6.088	2.714	2.927	2.308	1.687	26	50	Vartojimo prekės ir paslaugos
Baltasis Pyragas UAB	6.016	16.528	17.852	1.552	1.032	231	218	Vartojimo prekės ir paslaugos
Vitaresta UAB	5.505	15.215	19.547	15.698	9.813	810	667	Vartojimo prekės ir paslaugos
Selita ir Ko UAB	5.454	2.018	2.352	26.959	12.953	3.048	113	Vartojimo prekės ir paslaugos
Klaipėdos margarinas UAB	4.552	1.079	14.639	11.144	7.415	n.d.	16	Vartojimo prekės ir paslaugos
Ekofrisa UAB	4.421	958	9.435	9.451	66.643	360	41	Vartojimo prekės ir paslaugos
NRD UAB	4.109	5.484	3.788	3.796	3.887	292	42	Vartojimo prekės ir paslaugos
Vienas pasaulis UAB	3.939	16.775	18.074	n.d.	12.035	70	31	Vartojimo prekės ir paslaugos
Kogus UAB	3.881	6.341	6.534	6.189	4.568	n.d.	83	Vartojimo prekės ir paslaugos
Biuro mašinos UAB	3.485	623	874	815	462	88	36	Vartojimo prekės ir paslaugos
Autotrekas UAB	3.474	10.949	13.977	12.618	8.126	n.d.	26	Vartojimo prekės ir paslaugos
Biuro pasaulis UAB	3.382	1.184	10.985	10.803	8.848	n.d.	58	Vartojimo prekės ir paslaugos
Javinė UAB	3.073	13.049	14.807	12.543	9.982	n.d.	100	Vartojimo prekės ir paslaugos
Jonavos grūdai AB	3.008	10.652	16.909	14.562	8.189	2.337	86	Vartojimo prekės ir paslaugos
AIRV UAB	2.741	1.218	1.691	1.699	956	35	10	Vartojimo prekės ir paslaugos
Displėjaus sistemos UAB	2.666	4.912	6.438	6.216	3.787	n.d.	14	Vartojimo prekės ir paslaugos
Top Clean UAB	2.515	12.671	14.682	12.321	10.125	1.607	539	Vartojimo prekės ir paslaugos
Rožė UAB	2.259	6.435	8.046	7.847	5.249	n.d.	122	Vartojimo prekės ir paslaugos
Užraktas UAB	2.073	4.013	5.075	4.127	3.324	32	13	Vartojimo prekės ir paslaugos
Amalkeros leidyba UAB	1.951	1.966	2.299	2.147	1.645	462	12	Vartojimo prekės ir paslaugos
Vektrona UAB	1.756	4.767	6.415	6.144	4.055	637n	25	Vartojimo prekės ir paslaugos
Smiltainis ir Ko UAB	1.604	5.477	5.409	5.357	472	n.d.	74	Vartojimo prekės ir paslaugos
Tauragės maistas AB	1.458	14.776	18.057	15.652	12.896	106	133	Vartojimo prekės ir paslaugos
Mažeikių rugelis UAB	1.122	5.482	6.236	n.d.	4.929	259	29	Vartojimo prekės ir paslaugos
Evelkas autostiklų centras (2 bendr.)	902	13.036	17.686	17.313	11.957	n.d.	83	Vartojimo prekės ir paslaugos