

# Nuosavybės vertybinių popierių emisijos Lietuvoje: praktika ir problemos

Vilnius, 1999

## Įvadas

Akcinių bendrovių vertybinių popierių emisijos, besiplečiančios vertybinių popierių rinkos kontekste, tampa viena svarbiausių verslo finansavimo priemonių Lietuvoje. Emisinė bendrovių veikla, turinti galias tradicijas išsivysčiusiose užsienio šalyse, užtikrina optimalų kapitalo srautų pasiskirstymą šalies ekonomikoje. Nors Lietuvoje jau yra sukurta teisinė vertybinių popierių rinkos bazė, veikia reguliuojančios bei tarpininkaujančios institucijos, tačiau ne visada Lietuvos emitentų vykdomos vertybinių popierių emisijos organizuojamos efektyviai. Vertybinių popierių emisijos poveikis bendrovės finansų būklei, valdymui priklauso nuo pasirinktų emisijos parametrų, platinimo metodų, prisiimamos neišplatinimo rizikos bei nuo emitento nepriklausančių sąlygų kapitalo rinkoje. Todėl ruošiantis vertybinių popierių emisijai svarbu ne tik parinkti emisijos parametrus, bet ir siekti jų atitikimo esamai kapitalo rinkos būklei. Emisinio proceso bei jį įtakančių veiksnių svarba tiek vienos įmonės, tiek visos šalies mastu, bei faktas, jog ekonominėje literatūroje lietuvių kalba ši tema beveik nenagrinėjama, ir paskatino pasirinkti tokią magistro darbo temą.

Magistro darbo tikslas – atskleisti vertybinių popierių emisijos organizavimo praktinius aspektus, apibendrinti vertybinių popierių platinimo metodus, išryškinti emisinio proceso metu kylančias problemas bei pateikti atitinkamus pasiūlymus.

Magistro darbe dėmesys koncentruojamas ties nuosavybės vertybinių popierių emisijomis, dėl galimos pernelyg didelės darbo apimties, apie skolos vertybinių popierių emisijas užsimenama tik fragmentiškai. Apibendrinama užsienio šalių emitentų patirtis, kuri lyginama su situacija Lietuvos kapitalo rinkoje. Nagrinėjama pirminė Lietuvos vertybinių popierių rinka, antrinei skiriant tiek dėmesio, kiek tai būtina atskleisti jos poveikį vertybinių popierių emisijos procesui. Magistro darbe nagrinėjami Lietuvos ir JAV duomenys.

Magistro darbą sudaro trys pagrindinės dalys. Pirmojoje dalyje trumpai nagrinėjamas pirminės vertybinių popierių rinkos teisinis reglamentavimas bei jos struktūra. Išskiriami pagrindiniai rinkos dalyviai bei institucijos. Antrojoje dalyje nagrinėjamas emisijos organizavimo procesas. Dėmesys koncentruojamas ties problemomis, kylančiomis formuojant emisiją, apibendrinami vertybinių popierių platinimo metodai, jų privalumai ir trūkumai. Trečioje dalyje apibūdinamos jau įvykusios išvestinių vertybinių popierių bei tarptautinių depozitoriumo sertifikatų emisijos, jų išleidimo mechanizmas, reikšmė bei taikymo perspektyvos. Taip pat šioje dalyje apžvelgiamos tolimesnės pirminės vertybinių popierių rinkos perspektyvos, pagrindiniai veiksniai, įtakojančios jos vystymąsi. Magistro darbo pabaigoje pateikiamos išvados, reziumė anglų kalba bei literatūros sąrašas.

Rašydamas magistro darbą dažniausiai naudojausi teisiniais aktais, esančiais Teisingumo ministerijos duomenų bazėje, taip pat Vertybinių popierių komisijos ataskaitomis, Centrinio vertybinių popierių depozitoriumo interneto puslapiuose esančia informacija bei kitais literatūros sąraše nurodytais šaltiniais.

## 1. Pirminės vertybinių popierių rinkos struktūra ir reglamentavimas

## 1.1. Vertybinių popierių rinkos sukūrimas ir įstatyminė bazė

Lietuvos vertybinių popierių rinkos formavimąsi įtakojo keli pagrindiniai veiksniai: valstybinio turto privatizavimas bei įstatyminės bazės, reglamentuojančios vertybinių popierių rinką, sukūrimas ir raida.

Pagrindas kurtis Lietuvos vertybinių popierių rinkai buvo padėtas 1991 metais, kai vasario mėnesį buvo priimtas „Valstybinio turto pirminio privatizavimo įstatymas“, kuriuo prasidėjo pirmasis privatizavimo etapas, trukęs 1991-1996 metais. Masinės valstybinio turto privatizavimo programos metu akcininkais tapo apie 1,5 mln. Lietuvos piliečių, taip pat susiformavo daug atviro tipo akcinių bendrovių [13,15]. Atsiradę santykiai tarp naujai įsteigtų atviro tipo akcinių bendrovių ir investuotojų (akcininkų) bei tarp pačių akcininkų, sąlygojo pirminės ir antrinės vertybinių popierių rinkų užuomazgų atsiradimą. Lietuvos vertybinių popierių rinkos kūrimosi vienas iš pagrindinių ypatumų buvo tas, kad reikėjo realiai veikiančią nereguliuojamą rinką transformuoti į teisiškai reguliuojamą.

Kurį laiką vertybinių popierių rinka Lietuvoje funkcionavo be įstatyminio pagrindo ir buvo reglamentuojama Vyriausybės nutarimais ir 1990 metais priimtu LR Akcinių bendrovių įstatymu. 1992 m. rugsėjo 3 d. LR Vyriausybės nutarimu Nr.646 „Dėl Vertybinių popierių komisijos ir Nacionalinės vertybinių popierių biržos steigimo“, vertybinių popierių rinkos reglamentavimo ir kontrolės funkcijas perėmė Vertybinių popierių komisija.

1996 metų Sausio 16 d. priimtas LR Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas. Šis įstatymas tapo pagrindiniu dokumentu, reglamentuojančiu Lietuvos vertybinių popierių rinką ir su LR Akcinių bendrovių bei Investicinių bendrovių įstatymais sudaro nuosavybės vertybinių popierių rinkos įstatyminį pagrindą. LR Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatyme susistemintos bei atnaujintos teisinės vertybinių popierių reglamentavimo normos anksčiau pasirodžiusios Vyriausybės bei Vertybinių popierių komisijos nutarimuose bei taisyklėse.

LR Viešosios apyvartos įstatymas reglamentuoja:

- Informacijos atskleidimo reikalavimus vertybinius popierius išleidžiant į apyvartą;
- Nuolatinio informacijos atskleidimo reikalavimus emitentams, kurių vertybiniai popieriai yra viešojoje apyvartoje;
- Pirminę ir antrinę viešąją apyvartą;
- Vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkų veiklą;
- Vertybinių popierių biržų veiklą;
- Vertybinių popierių apskaitos principus;
- Vertybinių popierių rinkos priežiūrą.

Šio įstatymo paskirtis - sudaryti teisinį pagrindą saugiai, atvirai ir efektyviai funkcionuoti vertybinių popierių rinkai, kad būtų maksimaliai apsaugoti visų investitorių interesai bei užtikrinta konkurencija tarp šios rinkos dalyvių.

1994 metų Liepos 5 d. priimta nauja LR Akcinių bendrovių įstatymo redakcija. Šis įstatymas reglamentuoja akcinės bendrovės steigimą, reorganizavimą ir likvidavimą, bendrovės bei akcininkų teises ir pareigas, valdymą, taip pat su bendrovės kapitalu bei su finansais ir pelno skirstymu susijusius klausimus.

Investicinių bendrovių įstatymas, priimtas 1995 metais, reglamentuoja investicinių bendrovių steigimo, reorganizavimo ir likvidavimo, valdymo ir veiklos ypatumus, investicinių bendrovių veiklos valstybinę priežiūrą, akcininkų teises bei pareigas ir teisių apsaugos priemones.

## 1.2. Vertybinių popierių rūšys Lietuvoje

Pagal Lietuvoje galiojančius įstatymus vertybiniai popieriai yra skirstomi į nuosavybės ir skolos vertybinius popierius. Geriausiai vertybinius popierius apibūdina jų suteikiamos teisės. Akcijos jų savininkams suteikia nuosavybės teisę į įmonės turtą ir pajamas, liekančius atsiskaičius su kreditoriais [21,5]. Akcijų suteikiamos teisės gali būti skirstomos į turtines ir neturtines teises. Neturtinės teisės susijusios su akcininko teise dalyvauti akcinės bendrovės valdyme. Todėl kiekvienas akcijos savininkas visuotiniame akcininkų susirinkime balsuodamas už vieną ar kitą kokio nors klausimo sprendimo variantą realizuoja savo teisę dalyvauti įmonės valdyme. Akcininkas, įsigijęs kontrolinį akcijų paketą, gali būti išrinktas į bendrovės stebėtojų tarybą arba valdybą - taip ne tik visuotinio akcininkų susirinkimo metu gali realizuoti savo teises dalyvauti įmonės valdyme.

Akcijų suteikiamos turtinės teisės apima: teisę į bendrovės turto dalį, kuri reiškia, kad kiekvienas akcininkas įgyja teisę į bendrovės turto dalį proporcingai jo turimų akcijų skaičiui; teisę į bendrovės pelno dalį. Pastaroji akcininko teisė realizuojama mokant dividendus. Dividendai paprastai apibrėžiami kaip įmonės pelno dalis, paskirstoma akcininkams proporcingai jų turimam akcijų skaičiui.

LR Akcinių bendrovių įstatyme akcijos yra skirstomos į dvi pagrindines klases:

Paprastosios akcijos užtikrina akcininkui nuolatinę teisę dalyvauti bendrovės valdyme ir teisę į bendrovės turto dalį. Tačiau teisė į bendrovės pelno dalį priklauso nuo bendrovės veiklos rezultatų. Tai yra, dividendai gali būti nemokami, jeigu bendrovės gautas pelnas yra per mažas arba jei pelną nuspręsta panaudoti kitiems tikslams. Paprastųjų akcijų savininkai turi "galutinę" teisę į įmonės pajamas ir turtą (žinoma, turi būti išmokėti dividendai privilegijuotųjų akcijų savininkams, sumokėtos palūkanos ir padengti kiti išsipareigojimai), todėl jų akcijų vertė gali padidėti ir žymiai viršyti kitų savininkų, pavyzdžiui, privilegijuotųjų akcijų turėtojų, akcijų vertę. Anot Michael T.Reddy, ši privilegija "padengia" rinkos riziką, susijusią su paprastųjų akcijų turėjimu [21,10].

Privilegijuotųjų akcijų turėtojai turi pirmumo teisę (lyginant su paprastųjų akcijų turėtojais) į įmonės turtą ir pajamas. Daugeliu atvejų privilegijuotosios akcijos nesuteikia jos turėtojui balsavimo teisės, tai yra teisės dalyvauti įmonės valdyme. Tokių akcijų savininkams užtikrinami nustatyto dydžio dividendai. Privilegijuotosios akcijos gali būti su kaupiamuoju dividendu. Tai reiškia, jog jei kuriais nors metais įmonė nesugeba išmokėti dividendų, šie dividendai kaupiami ir perkeliama į kitus metus. Žinoma, nėra garantijos, kad tie dividendai išvis kada nors bus sumokėti. Vienas iš privilegijuotųjų akcijų porūšių yra konvertuojamosios privilegijuotosios akcijos. Šios akcijos po nustatyto laikotarpio konvertuojamos į paprastasias.

Antrajai vertybinių popierių grupei priklauso vertybiniai popieriai, kurie nedalyvauja emitento įstatiniame kapitale, tačiau patvirtina teises, kylančias iš kreditinių santykių. Tai - skolos vertybiniai popieriai arba obligacijos. Jos išleidžiamos norint suformuoti arba padidinti skolintą kapitalą. Obligacijos savininkas tampa emitento kreditoriumi. Pati obligacija suteikia teisę gauti atlyginimą už paskolą - palūkanas.

Skirtingai nuo akcijų, obligacijų emitentu gali būti ir valstybė. Akcinė bendrovė gali išleisti tiek akcijas, tiek obligacijas.

Populiariausios Lietuvoje obligacijos yra trumpalaikės Vyriausybės obligacijos (Vyriausybės vertybiniai popieriai). Šiuo metu investicijos į Vyriausybės vertybinius popierius sumažėjo. Akcinių bendrovių obligacijos kol kas nėra labai populiarius būdas pritraukti lėšas. Šiuo metu tik AB “Mažeikių nafta” ir AB “Lietuvos energija”, keletas mažesnių bendrovių yra išleidusios obligacijas. Pirmoji įmonė - už 40 mln. JAV dolerių, antroji - už 75 mln. JAV dolerių. Šios emisijos išplatintos užsienyje, uždaruojų būdu. Nei viena Lietuvos įmonė nėra išleidusi obligacijų viešam platinimui.

### 1.3. Vertybinių popierių emisija ir emitentai

Viešosios apyvartos įstatyme emisija apibrėžta kaip vertybinių popierių, suteikiančių jų savininkams vienodas turtines ir neturtines teises, serijos išleidimas. Pagal vertybinių popierių išleidimo periodiškumą skiriamos pirminė ir pakartotinė (sezoninė) emisijos. Pirminė emisija atliekama steigiantis arba reorganizuojantis iš kitos nuosavybės formos atviro tipo akcinei bendrovei. Tokia emisija dažnai vadinama ir neišbandyta emisija, nes ją leidžia bendrovė, nežinoma vertybinių popierių rinkoje, jos metu formuojamas akcinės bendrovės nuosavas kapitalas. Pakartotinės vertybinių popierių emisijos – periodiškai išleidžiamos vertybinių popierių serijos didinant nuosavą kapitalą.

Vertybinių popierių emisijos gali būti atliekamos didinant bendrovės įstatinį kapitalą iš papildomų įnašų – pritraukiant lėšas iš išorinių finansavimo šaltinių: parduodant naujus vertybinius popierius investuotojams ir akcininkams arba didinant įstatinį kapitalą iš nuosavų lėšų: akcionuojant bendrovės nepaskirstytąjį pelną, akcijų priedus, perkainojimo ir kitus paskirstytinus kapitalo rezervus, išdalinant naujas akcijas seniesiems akcininkams.

Emisiją galima traktuoti kaip serija išleistų vertybinių popierių visumą, arba kaip procesą, kurio metu emitentas, arba kitaip fizinis arba juridinis asmuo, savo vardu siūlantis leisti ar leidžiantis vertybinius popierius, kapitalo rinkai pateikia savo investicinę prekę. Rinkai pateiktų vertybinių popierių kokybę lemia emitento statusas, ekonominės – finansinės veiklos rezultatai bei sugebėjimas tenkinti skirtingų kategorijų investuotojų poreikius, kuriuose skirtingu eiliškumu atsispindi likvidumo, saugumo ir pelningumo reikalavimai.

1 Lentelė. Didžiausios emisijos Lietuvoje 1997-1998 metais [17]

Akcinės bendrovės pavadinimas	Pritraukta lėšų mln. Lt
Vilniaus bankas	220.80
Lietuvos taupomasis bankas	114.75
Bankas Snoras	110.12
Klaipėdos nafta	102.00
Hermis	69.00
Litimpeks bankas	60.00
Lietuvos dujos	49.83
Lietuvos taupomasis bankas	44.66

Lietuvos žemės ūkio b.	42.88
Klaipėdos nafta	40.00

Nuosavybės vertybinių popierių pirminėje rinkoje dominuoja atviro tipo akcinės bendrovės, kurios dažniausiai mobilizuoja kapitalą leisdamos pakartotines vertybinių popierių emisijas. Vertinant emitentų, leidžiančių vertybinių popierių emisijas, sudėtį matoma, kad aktyviausiai Lietuvos pirminėje vertybinių popierių kapitalo rinkoje veikia bankai (žr. 1 lentelę). 1997-1998 net 41% procentą nuo visų vertybinių popierių emisijų, didinant įstatinį kapitalą papildomais įnašais, vertės sudarė bankų akcijų emisijos [17]. Taip pat nemažą svorį turi energetikos sektoriaus bei transporto bendrovių emisijos.

Emitento veikla vertybinių popierių rinkoje nesibaigia vien tik išplatinus vertybinius popierius. Emitentas pastoviai susietas su kapitalo rinka informaciniais saitais – vertybinių popierių išplatinimas įpareigoja emitentą pateikti informaciją apie savo būklę kapitalo rinkai. Be to, galvojantis apie ateitį emitentas veikdamas vertybinių popierių rinkoje ruošia dirvą pakartotinėms emisijoms - operuoja savo vertybiniais popieriais palaikydamas kursą.

#### 1.4. Finansinio tarpininkavimo institucijos pasaulyje ir Lietuvoje

Finansiniai tarpininkai sudaro kapitalo rinkos grandį, kuri skatina efektyvų pasiūlos ir paklausos subalansavimą rinkoje (plačiau apie tarpininkų funkcijas 2.3 skyriuje). Kas gi sudaro šią kapitalo rinkos grandį? Pavyzdinėje, labiausiai išvystytoje JAV rinkoje, tai keletas tūkstančių investicinių bankų, taip pat vertybinių popierių dilerių namai bei brokerių kontoros. Komeraciniai bankai nuo tokios veiklos yra atriboti 1933 metų Glass-Steagall aktu, siekiant sumažinti komercinių bankų prisiimamą riziką. Tuo tarpu kontinentinėje Europoje tai dažniausiai komercinių bankų investicinės bankininkystės padaliniai ar dukterinės įmonės. Beje, įdomu ir tai, kad JAV komerciniai bankai, kuriems jau minėtu aktu uždrausta užsiimti investicine bankininkyste tėvynėje, aktyviai veikia už JAV ribų tarpininkaudami skolos ir nuosavybės vertybinių popierių platinime.

#### 2 Lentelė. Stambiausios finansinio tarpininkavimo institucijos [21,411]

Pavadinimas	Šalis kurioje registruota	Stambiausi projektai Lietuvoje
Goldman Sachs	JAV	-
S.G. Warburg Group	Vokietija	-
Credit Suisse / CSFB Group	Šveicarija	-
Lehman Brothers	JAV	-
Merrill Lynch	JAV	Euroobligacijų emisijos organizavimas
Solomon Brothers	JAV	-

Morgan Stanley	JAV	-
Nomura International Group	Japonija	Euroobligacijų emisijos organizavimas, TDS emisijos
Paribas	Prancūzija	Vyriausybės konsultavimas privatizuojant AB Mažeikių nafta
Daiwa Securities	Japonija	-

Tačiau stambių emisijų organizavimo rinkoje dominuoja investicinės bankininkystės gigantai. Šios aukštos reputacijos įstaigos disponuodamos didžiule sukaupta patirtimi bei finansiniais ištekliais išaugo į tarptautinio masto tarpininkus. 2 lentelėje nurodomos 10 didžiausių investicinių bankų.

Šiame dešimtuکه daugiausia stambių JAV vadinamųjų investicinių bankų, išsivysčiusių iš smulkių Volstrito maklerių įmonių, taip pat didžiausių Europos bankų padaliniai, juos veja sparčiai besiplečiančios Japonijos finansinio tarpininkavimo įmonės.

Dauguma šių įstaigų diversifikuoja savo veiklą, siekdamos išnaudoti besivystančių rinkų potencialą. Todėl kuriami specializuoti padaliniai, orientuoti į Rytų ir Vidurio Europos, Lotynų Amerikos, Pietryčių Azijos besivystančias kapitalo rinkas. Čia jos pirmiausia orientuojasi į valstybinio sektoriaus įmonių privatizavimą, tarptautinių skolos vertybinių popierių organizavimą.

Lietuvos vyriausybės leistoms euroobligacijų emisijoms vartus į tarptautinę rinką atvėrė taip pat stambiausios tarpininkavimo institucijos. 1993 metais platinant euroobligacijų emisijas prisidėjo “Merrill Lynch”, 1996 “Nomura”. Taip pat tarptautinės finansinio tarpininkavimo įstaigos organizavo stambiausių lietuviškų emitentų AB “Mažeikių nafta” bei AB “Lietuvos energija” skolos vertybinių popierių emisijas. Prancūzų bankas “Paribas” aktyviai dalyvavo kaip tarpininkas AB “Lietuvos telekomas” ir AB “Mažeikių nafta” privatizavimo konkursuose, “Nomura” dalyvauja LŽŪB privatizavimo konsorciume. Taip pat šių įstaigų padaliniai vis dažniau dalyvauja privataus kapitalo Lietuvos bendrovių rengiamuose vertybinių popierių emisijų projektuose. Paprastai jos padeda rengti Tarptautinių sertifikatų emisijas, ieško strateginių partnerių lietuviškoms bendrovėms užsienyje.

Pagal Viešosios apyvartos įstatymą Lietuvoje šias paslaugas teikia viešosios apyvartos tarpininkai – tai Lietuvos ar užsienio kapitalo finansų maklerių bendrovės, specializuoti bankų finansų maklerio departamentai bei konsultuojančios bendrovės, turinčios Vertybinių popierių komisijos išduotas licencijas. Tarpininkavimo, platinant vertybinius popierius būdai, kuriuos naudoja Lietuvos tarpininkai, plačiau nagrinėjami 2.3.2 skyriuje.

### **1.5. Investuotojų samprata ir reikšmė**

Investuotojai yra viena svarbiausių vertybinių popierių rinkos dalyvių grandžių. Bet kurios bendrovės vertybinių popierių rinkos egzistavimą ir plėtrą lemia investuotojų suinteresuotumas šių vertybinių popierių įsigijimu. Paklausa, kurią vertybinių popierių rinkoje formuoja investuotojų turimos laisvos lėšos, lemia tiek atskiro emitento galimybes išplatinti savo vertybinius popierius, tiek visos kapitalo rinkos plėtrą. Dėl šių priežasčių viena svarbiausių emitento užduočių siekiant

sėkmingai išplatinti vertybinius popierius – žinoti investuotojų, jų grupių interesus bei pateikti geriausiai jų poreikius atspindinčius vertybinius popierius.

LR Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatyme suformuluotas toks investuotojo apibrėžimas: “investitorius - fizinis arba juridinis asmuo, savo vardu nuosavybės teise įsigijęs arba turintis vertybinių popierių” [9]. Vertinant pagal siekiamus tikslus bei investicijoms skiriamų lėšų apimtį Lietuvoje būtų galima skirti tokias 3 investuotojų grupes:

- strateginiai investuotojai;
- “portfeliniai” investuotojai;
- smulkūs investuotojai.

Strateginiai investuotojai – tai dažniausiai Lietuvos ir užsienio bendrovės siekiančios nuosavybės teise įsigyti stambius emitento vertybinių popierių paketus, leidžiančius įtakoti emitento valdymą. Perėmęs bendrovės kontrolę, strateginis investuotojas tikisi gauti didesnių pajamų nei tos, kurios būtų gautos tik turint bendrovės vertybinius popierius, neįtakojant valdymo. Pastebimas aktyvus užsienio strateginių investuotojų dalyvavimas Lietuvos kapitalo rinkoje. Užsienio bendrovės norėdamos plėsti savo veiklą regione dažnai perka jau veikiančias Lietuvos įmones, jas pertvarko ir įjungia į savo gamybos ir platinimo tinklus. Pavyzdžiui, skandinavų alaus daryklų koncernas “BBH” įsigijo AB “Kalnapilis” ir AB “Utenos gėrimai” kontrolinius paketus. Strateginiai investuotojai taip pat aktyviai dalyvauja valstybinių įmonių privatizavimo procese.

“Portfeliniai” investuotojai, skirtingai negu strateginiai, nesiekia dalyvauti bendrovių valdyme. “Portfelinių” investuotojų siekis – gauti pajamų vien tik iš disponavimo vertybiniais popieriais, neįtakojant bendrovės valdymo. “Portfeliniais” investuotojais paprastai yra bankai, draudimo įstaigos, investiciniai ir pensijiniai fondai – vadinamieji instituciniai investuotojai, o taip pat juridiniai asmenys, įsigyjantys vertybinių portfelių paketus pirminėje ar antrinėje vertybinių popierių rinkoje. Pasulyje tai didžiausia investuotojų grandis, o Lietuvoje ši investuotojų grandis nėra pakankamai išvystyta ir tai yra rimta problema, stabdanti tolimesnį rinkos vystymąsi. Lietuvos kapitalo rinkoje dominuoja užsienio “portfeliniai” investuotojai, besiorientuojantys į besivystančias rinkas, o vietos “portfelinių” investuotojų gretas sudaro keletas bendrovių, turinčių laisvų lėšų finansinėms investicijoms, bankai ir merdinčios investicinės bendrovės. Nėra pensijinių ar efektyviai veikiančių investicinių fondų.

Smulkūs investuotojai – tai Lietuvos ir užsienio fiziniai asmenys investuojantys Lietuvos vertybinių popierių rinkoje. Skirtingose šalyse jų reikšmė pirminėje kapitalo rinkoje nevienoda. Tose šalyse, kur didžioji kapitalo dalis koncentruota institucinių investuotojų rankose, smulkiųjų investuotojų įtaka nedidelė: didelė dalis smulkiųjų investuotojų kapitalo akumuliuota investiciniuose ir pensijiniuose fonduose. Tuo tarpu šalyse su nepakankamai išvystyta institucinių investuotojų baze, leidžiant vertybinių popierių emisijas, svarbu orientuotis ir į smulkius investuotojus – naudotini kitokie rinkodaros metodai, keičiasi vertybinių popierių emisijų parametrai. Smulkiau apie kiekvienos investuotojų grupės įtaką Lietuvos kapitalo rinkai kalbama 3.3 skyrelyje.

## **1.6. Vertybinių popierių rinkos kontrolės institucijos**

Šių institucijų pagrindinis tikslas kontroliuoti, kad rinkos dalyvių veikla atitiktų galiojančius šalies įstatymus. Taip pat tokios institucijos gina visų rinkos dalyvių teises.

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija yra vertybinių popierių rinkos priežiūros institucija, įsteigta 1992 m. rugsėjo 3 d. Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarimu. 1996 m.

sausio 16 d. buvo priimtas Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas, pakeitęs Vertybinių popierių komisijos statusą ir jos narių skyrimo tvarką. 1996 m. birželio 18 d. Komisija iš Vyriausybės įstaigos prie Finansų ministerijos buvo reorganizuota į Lietuvos Respublikos Seimui atskaitingą instituciją ir perėmė iki tol veikusios Vertybinių popierių komisijos teises bei pareigas.

Vertybinių popierių komisija susideda iš pirmininko ir keturių narių. Vertybinių popierių komisijos pirmininką ir narius penkeriems metams skiria Seimas, Respublikos Prezidento teikimu.

Vertybinių popierių komisija atlieka šiuos uždavinius:

- prižiūri, ar laikomasi sąžiningos prekybos ir konkurencijos taisyklių viešojoje vertybinių popierių apyvartoje;
- imasi priemonių, garantuojančių efektyvų vertybinių popierių rinkos funkcionavimą ir investuotojų apsaugą;
- bendradarbiaudama su ministerijomis, kitomis Vyriausybės įstaigomis, Lietuvos banku, vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkais ir dalyviais, formuoja vertybinių popierių rinkos plėtrą skatinančią valstybės ekonominę politiką;
- skleidžia informaciją apie vertybinių popierių rinkos funkcionavimo principus.

Vykdydama LR Viešosios apyvartos įstatyme numatytus uždavinius, Vertybinių popierių komisija vykdo šias funkcijas [9]:

- rengia, tvirtina, keičia ir pripažįsta negaliojančiomis taisykles, reglamentuojančias vertybinių popierių biržų bei viešosios apyvartos tarpininkų licencijavimą, steigimą, reorganizavimą, likvidavimą ir veiklą, vertybinių popierių emisiją ir viešąją apyvartą;
- rengia, tvirtina, keičia ir pripažįsta negaliojančiomis prospektų, metų bei periodinių ataskaitų formas vertybinių popierių emitentams, taip pat nustato šių dokumentų pateikimo ir paskelbimo tvarką;
- teikia oficialius išaiškinimus ir rekomendacijas vertybinių popierių viešosios apyvartos klausimais;
- vertybinių popierių biržoms, finansų maklerio įmonėms, investicijų valdymo ir konsultavimo įmonėms, makleriams bei kitiems vertybinių popierių rinkos dalyviams, kurių licencijavimas numatytas kituose įstatymuose, išduoda ir panaikina leidimus bei licencijas ar sustabdo jų galiojimą;
- stebi, analizuoja, tikrina bei kitaip prižiūri vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkų, jų asociacijos, vertybinių popierių biržų, Centrinio depozitoriumo bei jo narių veiklą;
- taiko šiame bei kituose Lietuvos Respublikos įstatymuose numatytas sankcijas asmenims, pažeidusiems šį įstatymą, taip pat Vertybinių popierių komisijos, Vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkų asociacijos bei vertybinių popierių biržų patvirtintas taisykles ar instrukcijas;
- registruoja vertybinių popierių emisiją;
- turi teisę kreiptis į teismą dėl investitorių pažeistų teisių gynimo, jeigu emitentų, vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkų, kitų ūkio subjektų ar maklerių veiksmais buvo pažeisti daugelio investitorių interesai;
- organizuoja kursus, publikuoja ar dalyvauja publikuojant bendro pobūdžio ir specialius leidinius apie vertybinių popierių rinkos funkcionavimą ir reguliavimą;
- rengia egzaminus ir atestacijas finansų maklerių žinioms ir kompetencijai įvertinti.



Lietuvos bankas ir Draudimo įmonių priežiūros tarnyba šalia Vertybinių popierių komisijos netiesiogiai reguliuoja bankų ir atitinkamai draudimo įmonių veiklą pirminėje vertybinių popierių rinkoje, nors oficialiai jos ir nėra vertybinių popierių viešosios apyvartos kontrolės ir reguliavimo institucijos. Be Lietuvos banko ar Lietuvos draudimo priežiūros tarnybos leidimo, Vertybinių popierių komisija neregistruoja vertybinių popierių emisijų, šios institucijos priima sprendimus dėl bankų arba atitinkamai draudimo įmonių susijungimų, išigijimų.

### **1.7. Aptarnaujančios institucijos**

Bendras aptarnaujančių institucijų tikslas yra tas, kad vertybiniai popieriai greitai, saugiai ir iš anksto nustatytais sąlygomis patektų iš emitento į investuotojo rankas, o vėliau iš vieno investuotojo į kito investuotojo rankas. Lietuvoje galima skirti šias pagrindines vertybinių popierių rinką aptarnaujančias institucijas:

- Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas (LCVPD);
- Kliringo bankas (Lietuvos banko atsiskaitymo centras);
- Nacionalinė vertybinių popierių birža.

Vertinant iš emitento, leidžiančio į apyvartą savo vertybinius popierius, pozicijų svarbiausia institucija, su kuria susiduriama investicinio proceso metu yra Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas. Jame yra registruojama išplatinta vertybinių popierių emisija. Tuo tarpu vertybinių popierių emisija per biržos mechanizmą Lietuvoje dar atliekama nebuvo, o kliringo mechanizmas paprastai tiesioginiai nenaudojamas pritraukiant lėšas už naujai išleidžiamus vertybinius popierius.

1993 metų gegužės 20 d. LR Vyriausybė nutarimu Nr. 352 pavedė Nacionalinei vertybinių popierių biržai, Finansų ministerijai ir Lietuvos bankui įsteigti Lietuvos centrinį vertybinių popierių depozitoriumą. Nuo 1993 metų rugpjūčio mėnesio depozitoriumas ėmė funkcionuoti kaip biržos struktūra, kuri vėliau buvo įregistruota kaip savarankiška ne pelno įmonė. Depozitoriumo akcijų paketas priklauso Lietuvos bankui (60 proc.), Finansų ministerijai (32 proc.) ir Vertybinių popierių biržai (8 proc.). Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatyme yra reikalavimas, jog Lietuvos banko ir Finansų ministerijos akcijos turi suteikti ne mažiau kaip 51 proc. balsavimo teisių Centrinio depozitoriumo akcininkų susirinkime. 1998 metai Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas buvo reorganizuotas į akcinę bendrovę.

Centrinis depozitoriumas - pagrindinė vertybinių popierių saugykla, kurioje saugomi visi Lietuvoje išleisti vertybiniai popieriai. Depozitoriumo tikslas - vykdyti bendrąją vertybinių popierių apskaitą, rengti ir diegti apskaitos sistemas sąskaitų tvarkytojams, jas aptarnauti ir prižiūrėti.

Depozitoriumas atlieka šias funkcijas [9]:

- Rengia ir tvirtina vertybinių popierių apskaitos instrukcijas;
- Atidaro VP sąskaitas depozitoriumo dalyviams;
- Organizuoja ir užtikrina VP perregistravimą tarp sąskaitų;
- Kuria, diegia ir užtikrina VP apskaitos procedūrų bei apskaitos sistemos vientisumą, kontrolę ir saugumą.

Centriniam depozitoriumui, kaip vienai iš vertybinių popierių rinkos kontrolės institucijų yra suteikti nemaži įgaliojimai. Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatyme teigiama, kad Centrinio depozitoriumo instrukcijos bei nurodymai vertybinių popierių apskaitos klausimais yra privalomi visiems sąskaitų tvarkytojams.

## 2. Vertybinių popierių emisijos organizavimas

### 2.1. Vertybinių popierių emisijos ruošimas ir parametru nustatymas

Pagal Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių įstatymo 42 straipsnį, sprendimą dėl vertybinių popierių emisijos išleidimo, didinant įstatinį kapitalą ar reorganizuojant įmonę priima aukščiausias bendrovės valdymo organas – visuotinis akcininkų susirinkimas kvalifikuota (2/3) balsų dauguma. Sprendimo projektą dėl vertybinių popierių emisijos parengia ir pateikia visuotiniam akcininkų susirinkimui bendrovės valdyba remdamasi:

nuodugnia ūkio šakos, kurioje veikia emitentas, analize;

bendrovės veiklos ir perspektyvų toje šakoje tyrimais;

bendrovės finansinės būklės analize.

Jei visuotinis akcininkų susirinkimas patvirtina sprendimo projektą dėl naujos vertybinių popierių emisijos, bendrovės valdyba, toliau naudodamasi aukščiau minėtais tyrimais, rengia detalų vertybinių popierių išleidimo planą. Pirminėje vertybinių popierių emisijos stadijoje svarbu nustatyti jos pagrindinius parametrus:

- Apibrėžti emisijos tikslą;
- Nustatyti emisijos apimtį ir leidžiamų vertybinių popierių tipą;
- Įvertinti galimą emisijos riziką ir apsisaugojimo nuo jos priemones;
- Numatyti platinimo būdą;
- Apskaičiuoti galimus emisijos kaštus;
- Nustatyti naujos emisijos vertybinių popierių kainą.

#### 2.1.1. Vertybinių popierių emisijos tikslai

Vertybinių popierių emisiją galima apibūdinti kaip vieną iš priemonių siekiant patenkinti įmonės, o plačiąja prasme ir jos savininkų – akcininkų, turtinius ir neturtinius poreikius. Priklausomai nuo emitento poreikių galima skirti keletą pagrindinių tikslų, kurių siekiama leidžiant į apyvartą vertybinius popierius.

*Atviro tipo akcinės bendrovės steigiamos* platinant pirminę vertybinių popierių emisiją. Dauguma įmonių pradeda veiklą pasitelkusios pradinį kapitalą iš keleto investuotojų, steigėjų, veikiančios kaip personalinės įmonės, ūkinės bendrijos ar uždaro tipo akcinės bendrovės. Sėkmingai vystantis šioms įmonėms auga nuosavo kapitalo poreikis, kurio patenkinti negali siauras investuotojų, akcininkų ratas. Iš kitos pusės nėra šių bendrovių vertybinių popierių antrinės rinkos – tai tik atviro tipo bendrovių atributas. Taip pat akcininkai ar atitinkamai investuotojai, steigėjai, norėdami parduoti turimas akcijas ar pajus, susiduria su likvidumo trūkumu veikdami siaurame potencialių investuotojų rate. Todėl siekdama pritraukti papildomų lėšų, o tuo pačiu ir suformuoti savo akcijoms antrinę rinką, bendrovė atlieka vadinamąją viešą pirminę vertybinių popierių emisiją, sukurdamą atviro tipo akcinę bendrovę. Bendru atveju šio tikslo siekiama naujai kuriant atviro tipo akcinę bendrovę, steigiant ją arba anksčiau veikusios įmonės kitokios nuosavybės formos (personalinės, ūkinės bendrijos ar uždaro tipo akcinės bendrovės) kapitalą paverčiant akciniu.

*Kapitalo pritraukimas* – tradiciškai pagrindinis vertybinių popierių emisijos tikslas. Šiuo atveju emitentas naudojasi visais klasikiais kapitalo pritraukimo finansų rinkoje privalumais: lengvu

priėjimu prie didelio kapitalo rinkos potencialo, įgalinančio finansuoti net labai stambius projektus santykinai pigia kapitalo forma bei neribotais finansavimo terminais. Šiais privalumais gali pasinaudoti tik vertybinių popierių rinkoje žinomi emitentai, vykdančys jiems keliamus viešumo reikalavimus, turintys likvidžią antrinę savo vertybinių popierių rinką.

*Akcinės nuosavybės rekonstravimas* glaudžiai susijęs su įmonės valdymo perleidimu. Vertybiniai popieriai leidžiami privatizuojant valstybinį turtą, perduodant valdymą strateginiam investuotojui, jungiantis bendrovėms, akcionuojant bendrovės skolas.

Galų gale leidžiant naujus vertybinius popierius pagerinamas bendrovių finansinis planavimas bei piniginių srautų valdymas. Vykdomos darbuotojų skatinimo programos platinant darbuotojų akcijas. Emituojant pasirašymo teises apsaugomi akcininkų interesai. Akcijomis gali būti išmokami dividendai. Vertybinių popierių emisija TDP pavidalu gali būti siekiama padidinti bendrovės vertybinių popierių likvidumą antrinėje rinkoje.

Minėti vertybinių popierių emisijos tikslai nebūtinai vienas kitam prieštarauja, net dažniau tarpusavyje susiję. Pavyzdžiui, siekiant pagrindinio tikslo – atviro tipo bendrovės sukūrimo ar bendrovių susijungimo, tuo pačiu pritraukiamas kapitalas. Taip pat strateginis investuotojas pirkdamas naują vertybinių popierių emisiją ne tik įsigyja perkamos įmonės valdymui reikalingą balsų skaičių, bet ir atlieka finansinę injekciją perkamai įmonei.

### **2.1.2. Vertybinių popierių emisijos rizika ir jos minimizavimas**

Rizikos rūšys tarpusavyje persipina ir pasireiškia konkrečiuose emitento veiksmuose. Galima išskirti pagrindinius emitento platinančio vertybinius popierius, rizikos, kuri bendru atveju vadinama neišplatavimo rizika, elementus:

- Likvidumo;
- Laiko;
- Techninius ;
- Operacinius.

Likvidumo elementai susiję su galimais nuostoliais realizuojant vertybinius popierius. Ši rizika atsiranda tada, kai krinta numatoma akcijų kaina antrinėje rinkoje arba padidėja akcijų pardavimo komisiniai. Neišplatavimo rizikos likvidumo elementas kyla iš pirminės ir antrinės vertybinių popierių rinkų sąryšio. Bendru atveju investuotojas, norėdamas investuoti į emitento akcijas gali rinktis iš kelių alternatyvų – pirkti jau cirkuliuojančias antrinėje rinkoje akcijas arba įsigyti naujai leidžiamų vertybinių popierių pirminėje rinkoje. Kritus vertybinių popierių kainai antrinėje rinkoje, investuotojas veikdamas racionaliai pirs akcijas biržoje pigiau, negu galėtų tai padaryti pirkdamas tiesiogiai iš emitento naujos emisijos akcijas santykinai brangiau. Taigi, kuo mažesnė galimybė realizuoti vertybinius popierius - tuo didesnė likvidumo rizika. Akivaizdu, kad šis rizikos elementas glaudžiai susijęs su padėties pasikeitimu antrinėje vertybinių popierių rinkoje. Likvidumo riziką emitentas gali minimizuoti platindamas vertybinius popierius tvirto įsipareigojimo būdu per viešosios apyvartos tarpininką.

Laiko elementas - tai rizika išleisti vertybinius popierius neoptimaliu laiku, tuo padidinant naujos emisijos sąnaudas ar net neišplatinti emisijos. Akivaizdu, kad krizės finansų rinkose metu, nukritus akcijų kainoms, vertybinių popierių emisijos efektyvumas pastebimai sumažėja. Būtent dėl šios priežasties nemažai Lietuvos bendrovių atsisakė planų pritraukti kapitalo išleisdamas naujas vertybinių popierių emisijas. Pavyzdžiui, smukus akcijų kainoms, NVPB "Vilniaus bankas" ir

keletas kitų stambių emitentų atsisakė planuotų vertybinių popierių emisijų jas pakeisdami alternatyviais finansavimo šaltiniais, tokiais kaip sindikuotos paskolos, obligacijų emisijos. Laiko riziką taip pat padidina ir ilgesnis emisijos platinimo laikotarpis – kuo jis ilgesnis, tuo didesnė rizika, kad pasikeitus rinkos sąlygoms emisija liks neišplatinta. Emitentas turėtų savo jėgomis ar profesionalių tarpininkų pagalba atlikti vertybinių popierių rinkos tyrimus bei bandyti prognozuoti padėtį finansų rinkoje per artimiausius 6 – 12 mėnesių, turėdamas tikslą emisiją išleisti optimaliu laiku bei sumažinti galimą sąnaudų padidėjimą užsitęsus emisijos platinimui.

Techninė rizika šiuo atveju susijusi su vertybinių popierių emisijos aptarnavimu. Emitentui - tai nemokėjimo už išplatintus vertybinius popierius rizika. Pagal LR Akcinių bendrovių įstatymą, akcijos pasirašomos įnešus pradinį ¼ akcijų vertės įnašą, siekdamas išvengti ar sumažinti galimą žalą dėl techninės rizikos, emitentas turėtų numatyti tvirtus apmokėjimo terminus ir sąlygas.

Operacinė rizika susijusi su vertybinių popierių emisija aptarnaujančių darbuotojų neprofesionalumu, o taip pat su tuo susijusiais reglamentuojančių įstatymų pažeidimais, dėl kurių emisija gali būti neįregistruota arba panaikinta. Tuo atveju, jei emisija platinama tarpininkų pagalba, šis rizikos elementas ne toks didelis, nes manoma, kad tarpininkai turi daugiau patirties platinant vertybinius popierius nei emitento darbuotojai, o taip pat gali būti numatomos tarpininko atsakomybės sutartys, jei dėl jo kaltės emisija neįregistruojama.

### **2.1.3. Vertybinių popierių emisijų platinimo metodai**

Vertybinių popierių platinimas skirstomas į viešą ir neviešą, priklausomai nuo įstatymais numatyty kriterijų, apibrėžiančių, kokiam investuotojų ratui skiriama emisija. Įvairiose šalyse šie “viešumo” kriterijai kiek skiriasi vieni nuo kitų, tačiau visi jie atlieka tą pačią funkciją – įvertina emitento – investuotojų santykių viešumą leidžiant vertybinius popierius į apyvartą. Lietuvoje šis skirstymas įtvirtintas Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymu. “Vertybinių popierių viešoji apyvarta - vertybinių popierių siūlymas, platinimas, perleidimas ar siūlymas perleisti tarpininkaujant vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkui ir (arba) per reklamą ar kaip kitaip viešai kreipiantis į visuomenę, ir (arba) kreipiantis į daugiau kaip 100 asmenų” [9]. JAV įstatymai numato, kad vieša apyvarta yra tada, kai šis skaičius yra mažesnis – 35. Tuo tarpu vertybinių popierių platinimas, netenkinantis šių sąlygų, laikomas neviešu, literatūroje dar vadinamas privačiu vertybinių popierių platinimu.

Toks skirstymas pirmiausia reiškia skirtingus reikalavimus tiek apyvartos objektui – vertybiniam popieriui, tiek subjektams – vertybinių popierių emitentams, tarpininkams, tiek patiems investuotojams. Viešojoje vertybinių popierių apyvartoje akcentuojama informacijos svarba, nes joje dalyvauja didelis skaičius tarpininkų bei emitentų. Būtent todėl ypatingai svarbus vienodų investavimo sąlygų bei viešumo principų įgyvendinimas šioje sferoje. Be to, vertybinių popierių rinka turi didelį poveikį šalies ekonominei sistemai, čia vyksta didelės dalies kapitalo persilieėjimas tarp ūkio šakų, todėl jos dalyvių santykiai yra labiau reglamentuoti ir kontroliuojami. Čia numatomas ir vertybinių popierių registravimas, tarpininkų licencijavimas, aukštesni reikalavimai emitentams, norintiems viešai platinti savo vertybinius popierius. Veikia patikimos biržinės, kliringo ir depozitoriumų sistemos.

Neviešas vertybinių popierių platinimas – tai platinimas uždareme investuotojų rate, todėl remiamasi principu, kad dėl privataus pobūdžio šios sferos reglamentavimas neturi būti toks griežtas.

### **3 Lentelė. Vertybinių popierių platinimo metodai taikomi Lietuvoje**

Metodas	Rūšis	Apibūdinimas
<b>Viešas platinimas</b>		
Privilegiuotas	Vertybinių popierių emisija platinama išskirtinai akcininkams.	
Su pirmumo teise akcininkams	Pagal LR Akcinių bendrovių įstatymą akcininkams suteikiama pirmumo teisė įsigyti naujos vertybinių popierių emisijos akcijų.	
Neprivilegiuotas	Akcininkų surinkimas priimant sprendimus dėl įstatinio kapitalo didinimo, gali atsisakyti pirmumo teisės realizavimo leidžiant emisiją.	
Įstatinio kapitalo didinimas iš nuosavų lėšų	Leidžiant naują akcijų emisiją, jos nemokamai perduodamos bendrovės akcininkams	
Skolos akcionavimas	LR Akcinių bendrovių įstatymas leidžia emitento skolas kreditoriams konvertuoti į nuosavybės vertybinius popierius	
Tvirto įsipareigojimo	Tarpininkas pasirašo visą vertybinių popierių emisiją, tuo garantuodamas emisijos išplatinimą	
Geriausių pastangų	Tarpininkas deda visas pastangas tam, kad išplatintų vertybinių popierių emisiją iš anksto numatyta kaina. Šiuo atveju nėra išplatinimo garantijos emitentui.	
Netradiciniai	Platinimas su teisių emisija	Kartu su akcijų emisija išleidžiami terminuoti vertybiniai popieriai – pasirašymo teisės, palengvinančios akcininkų pirmumo teisės realizavimą ir subalansuojančios emisijos ir rinkos kainas.
	TDS programos	Tarptautinių depozitoriumo sertifikatų emisija

		– vietinių akcijų perkėlimo į tarptautines kapitalo rinkas mechanizmas.
<b>Neviešas</b>	Tiesioginis pardavimas	Emisija parduodama uždareme investuotojų rate (iki 50). Paprastai tokiu būdu valdymas perduodamas strateginiam investuotojui, valstybei (akcionuojant skolą)

#### 2.1.4. Emisijos sąnaudų problema

Emitentas leisdamas į apyvertą nuosavybės vertybinius popierius susiduria su nemažomis išlaidomis, susijusiomis su naujų vertybinių popierių emisijos formavimu, registravimu ir platinimu. Šios išlaidos, kurios dažniausiai vadinamos emisijos sąnaudomis, įgyja tiek tiesioginę, tiek netiesioginę formą, o jų dydis paprastai priklauso nuo pasirinktų vertybinių popierių emisijos parametrų ir platinimo metodų. Emisijos sąnaudos gali būti skirstomos į kelias grupes pagal patiriamų išlaidų susidarymo pobūdį:

- Tiesioginės;
- Netiesioginės;
- Susijusios su antrinės rinkos reakcija į emisijos kainą;
- Kitos sąnaudos.

Tiesioginių sąnaudų didžiausią dalį sudaro išlaidos tarpininkavimui. Taip pat prie šios sąnaudų grupės priskiriamos tokios administracinės emisijos sąnaudos kaip žyminis mokestis, depozitoriumo paslaugų apmokėjimas. Tiesioginių sąnaudų dydis svyruoja priklausomai nuo emisijos neišplatinimo riziką lemiančių veiksnių. Žinomų, aukštus reitingus turinčių, tarpininkavimo įstaigų paslaugos paprastai yra brangesnės, nei finansinių tarpininkų turinčių, mažesnius kapitalo išteklius, kuklesnes darbo tradicijas pirminėje kapitalo rinkoje. Dar didesnę įtaką tiesioginių emisijos išlaidų dydžiui turi pasirinktas platinimo metodas. Akivaizdu, kad tada, kai tarpininkas visiškai prisiima neišplatinimo riziką, faktiškai įsigydamas tolesniam platinimui visą emisiją, jo atlygis yra didesnis, nei platinant geriausių pastangų būdu. Tuo atveju, kai emitentas nesinaudoja tarpininkų paslaugomis, didžiąją tiesioginių išlaidų dalį sudaro emisijos prospekto sudarymas, reklamos išlaidos ir kitos emisijos organizavimo išlaidos, kurias paprastai patiria tarpininkas, organizuodamas emisijos platinimą. Bet jos gerokai mažesnės, nei dalyvaujant tarpininkui.

Lietuvoje pirminė rinka tebėra vystymosi stadijoje, ir emisijos, organizuotos klasikiniu būdu, t.y. taip, kaip tai daro senų rinkos tradicijų šalių bendrovės pasitelkdamos tarpininkus, aktyviai reklamuojamos yra daugiau išimtis, o ne įprastas reiškinys. Dėl šios priežasties ir taip pat dėl to, kad Lietuvoje nėra oficialios centralizuotos informacijos apie emitentų mokamas sumas tarpininkavimo institucijoms, tolesnei kaštų problemos analizei naudosiu JAV duomenis.

**4 Lentelė. Vertybinių popierių emisijos sąnaudos JAV 1990-1994 [15,20]**

Emisijos vertė, mln.USD	Tarpininkavimo sąnaudos	Kitos tiesioginės sąnaudos	Visos tiesioginės sąnaudos	Netiesioginės sąnaudos	Visos sąnaudos	Emisijų skaičius
2-10	9.05%	7.91%	16.96%	8.20%	25.16%	337
10-20	7.24%	4.39%	11.63%	6.52%	18.15%	389
20-40	7.01%	2.69%	9.70%	8.48%	18.18%	533
40-60	6.96%	1.76%	8.72%	9.23%	17.95%	215
60-80	6.74%	1.46%	8.20%	8.15%	16.35%	79
80-100	6.47%	1.44%	7.91%	6.23%	14.14%	51
100-200	6.03%	1.03%	7.06%	5.72%	12.78%	106
200-500	5.67%	0.86%	6.53%	4.57%	11.10%	47
Virš 500	5.21%	0.51%	5.72%	4.64%	10.36%	10
Iš viso	7.31%	3.69%	11.00%	7.69%	18.69%	1767

4 lentelėje vaizduojamas 1990-1994 metais išleistų JAV atviro tipo akcinių bendrovių sezoninių vertybinių popierių emisijų tiesioginių ir netiesioginių sąnaudų santykis su emisijos verte. Pažvelgus į 4 lentelės duomenis akivaizdu, kad vien jau tiesioginiai emisijos kaštai gali būti dideli, ypač jei vertybinių popierių emisijos vertė nėra didelė. JAV atlikto tyrimo metu paaiškėjo, kad kompanijų siekiančių pritraukti iki 10 mln. USD akcijų emisijos būdu, tiesioginės emisijos išlaidos sudarė vidutiniškai 16,96% nuo emisijos vertės. Didesnių emisijų tiesioginiai kaštai buvo santykinai mažesni. Tai galima būtų paaiškinti tuo, kad emitentai susidūrė su didžia dalimi fiksuotais kaštais. Tarpininkai taikė fiksuotus komisinius absolučia išraiška arba buvo nustatyto kintančio atlyginimo už tarpininkavimo paslaugas “grindys”.

Kitos tiesiogiai susijusios su emisija išlaidos, nepriklausančio nei nuo tarpininkavimo, nei nuo emisijos platinimo metodo - tai administracinės išlaidos, registravimo ir kiti mokesčiai, taip pat prie tiesioginių išlaidų priskiriamas ir nepriklausomo audito apmokėjimas. LR vertybinių popierių registravimo ir platinimo taisyklės numato, kad vertybinių popierių platinimo prospekte būtų nepriklausomo auditoriaus išvada apie bendrovės finansinės atskaitomybės atitikimą apskaitos standartams. Pastebima tendencija, kad didėjant emisijos vertei, santykinai lėčiau mažėja tarpininkavimo sąnaudos.

**5 Lentelė. Žyminio mokesčio tarifai registruojant vertybinių popierių emisiją VPK [10]**

už vertybinių popierių (išskyrus investicinių bendrovių vertybinius popierius) įregistruojamų emisijos, kuria papildomai	0,1 procento vertės, bet ne mažiau kaip
--	---

sukaupiamos vertybinių piniginių lėšos ir kitas turtas emitento popierių bendros veiklai plėtoti, įregistravimą, paskelbimą ir nominalios atitinkamų dokumentų išdavimą	332 litai ir ne daugiau kaip 10000 litų
už investicinės bendrovės vertybinių popierių emisijos, kuria įregistruojamų papildomai sukaupiamos piniginių lėšos ir vertybinių kitas turtas emitento veiklai plėtoti, popierių bendros įregistravimą, paskelbimą ir atitinkamų nominalios dokumentų išdavimą	0,05 procento vertės, bet ne mažiau kaip 332 litai ir ne daugiau kaip 10000 litų
už vertybinių popierių emisijos, kuria kapitalizuojami emitento išsipareigojimai, įregistravimą, paskelbimą ir atitinkamų dokumentų išdavimą	500 litų
už vertybinių popierių emisijos, kuria didinamas įstatinis kapitalas iš bendrovės lėšų, įregistravimą, paskelbimą ir atitinkamų dokumentų išdavimą	332 litai
kitais atvejais	332 litai

Pagal Lietuvos Respublikos Žyminio mokesčio įstatymą, priimtą 1994 Birželio 23d. už vertybinių popierių emisijos įregistravimą imamas žyminis mokestis.

Įvairūs mokesčiai, nors jų dydis tiesioginėse emisijos išlaidose santykinai nežymus, sustiprina jau minėtą masto ekonomijos poveikį emisijos sąnaudoms. Pavyzdžiui, LR žyminis mokestis vertybinių popierių emisijoms, kai kapitalas didinamas iš papildomų įnašų, sudaro tik 0,1% emisijos vertės (5 lentelė). Bet egzistuojančios įmokų 332 litų grindys, o ypač lubos, kurias sudaro 10 000 lt, sustiprina vadinamąjį masto ekonomijos efektą platinant vertybinius popierius. Nes įmonė, leidžianti į apyvartą 200 mln. vertės akcijų emisiją, faktiškai sumokės jau ne 0,1% (200 tūkst. Lt), o tik 0,005% (10 tūkst. Lt).

Platinant vertybinius popierius kartu naudojant ir Tarptautinių depozitoriumo sertifikatų programą, tiesiogines sąnaudas padidina investicinio banko – depozitoriumo paslaugų apmokėjimas.

Tiesioginiai kaštai sudaro nemažą dalį bendrų emisijos kaštų, tačiau šią naštą papildo dar ir netiesioginės išlaidos, dalį kurių dažnai negalima net kiekybiškai įvertinti.

Netiesioginiai vertybinių popierių emisijos kaštai - tai bendrovės darbuotojų ir vadovybės darbo laikas, sugaištas atsitraukiant nuo kitų darbų ruošiant emisiją, ir kitos panašaus pobūdžio sąnaudos. Pastebima tendencija, kad pirminės vertybinių popierių emisijos netiesioginiai kaštai yra gerokai didesni, nei ruošiant pakartotinę emisiją. Pagrindinė to priežastis – patirtis įgyta ruošiant ankstesnes vertybinių popierių emisijas.

Dar viena emisijos sąnaudų rūšis, susijusi su pakartotinių emisijų platinimu – tai daug diskusijų keliantis naujos akcijų emisijos neigiamas poveikis antrinei rinkai. Vyrauja nuomonė, kad nauja



akcijų emisija antrinėje vertybinių popierių rinkoje stipriai padidina analogiškų akcijų pasiūlą ir todėl laikinai sumažina jų kotiruotes. Taip pat manoma, kad didelio masto emisijų spaudimas antrinės rinkos kainoms gali būti toks didelis, kad bendrovė iš viso nepajėgs pritraukti naujų lėšų. Todėl teigiama, kad egzistuoja tam tikri rinkos apribojimai bendrovės kapitalo padidinimui.

Kitas požiūris, susijęs su šia problema, yra tas, kad manoma, jog investuotojai įsigyja akcijas todėl, kad jų manymu akcijos suteikia riziką atitinkantį pelną. Tuo atveju, jei akcijų kursas kristų tik dėl padidėjusios pasiūlos, atitinkamai augtų potencialus pelnas už tą patį rizikos laipsnį ir investuotojai, elgdamiesi racionaliai, aktyviai pirktų tas akcijas tuo kompensuodami padidėjusią pasiūlą. Atlikti tyrimai rodo, kad akcijų paklausa yra jautri mažam jų kainų pokyčiui, o informacija apie akcijų paketų pardavimą sukelia nežymų, bet pastovų akcijų kainų mažėjimą [21,376]. Taip pat pastebėta, kad pradėjus platinti naujas vertybinių popierių emisijas, JAV bendrovių akcijų kursas antrinėje rinkoje smunka vidutiniškai 3% [11, 26], ir tai yra ne maža suma, ypač didesnėms vertybinių popierių emisijoms.

Taip pat pažymėtina, kad vertybinių popierių emisijos išplitinimas užima nemažai laiko. Būtent dėl šios aplinkybės emitentas gali patirti nemažas sąnaudas. Emisijos paruošimo ir platinimo laikotarpį, kuris paprastai trunka nuo 1 iki 6 mėnesių, gali iš esmės pablogėti situacija vertybinių popierių rinkose. Šiuo atveju kritus emitento akcijų kainoms antrinėje rinkoje, kiltų pavojus nepritraukti planuotų lėšų. Skirtumas tarp realiai gautų įmokų iš planuoto pritraukti kapitalo ir atspindėtų šias sąnaudas. Dėl užsitęsusio platinimo nukentčia kiti bendrovės finansiniai planai. Pavyzdžiui, pagal LR Akcinių bendrovių 42 straipsnį draudžiama didinti bendrovės įstatinį kapitalą (taip pat ir leidžiant naują akcijų emisiją), jei nėra visiškai apmokėtas jos įstatinis kapitalas. Šiuo atveju, bendrovei “surištos rankos” įgyvendinti naują akcijų emisiją, kuria būtų siekiama kitokių tikslų, pavyzdžiui, akcininkų nuosavybės rekonstravimo arba dividendų išmokėjimo akcijomis. Tuo tarpu, jei bendrovė išleisdama naują emisiją siekia pereiti prie kito finansavimo šaltinio, pavyzdžiui, finansuoti apyvartinio kapitalo trūkumą ne kreditų, o nuosavo kapitalo pagalba, užsitęsusi naujos emisijos platinimui, įmonė gali nespėti laiku gražinti kreditą ir mokėti delspinigius kreditoriams.

Bendru atveju, vertybinių popierių emisijos sąnaudoms būdingas masto ekonomijos dėsnis. Tai reiškia, kad kuo didesnė leidžiamų vertybinių popierių vertė, tuo santykinai mažesnės jų emisijos sąnaudos. Masto ekonomijos dėsningumai emituojant vertybinius popierius kyla iš didelio tiesioginių sąnaudų svorio bendrose sąnaudose. Tiek tarpininkavimo išlaidos, tiek įvairūs mokesčiai, kaip jau minėta aukščiau, ryškiai atspindi santykinį tiesioginių sąnaudų mažėjimą didėjant emisijos vertei. Todėl Lietuvos emitentams aktualus vertybinių popierių emisijų koncentravimas. Tai reikštų trumpalaikių poreikių finansavimo vertybinių popierių emisijos būdu atsisakymą, orientuojantis į efektyvią didelės vertės emisiją ateityje. Arba emitentai galėtų orientotis į didesnės vertės emisijas, viršijančias jų esamus poreikius, turėdami tikslą sukauptas lėšas panaudoti ateityje. Tokiu būdu emitentai galėtų padidinti vertybinių popierių emisijos, kaip kapitalo pritraukimo priemonės, efektyvumą.

### **2.1.5. Emisijos kainos nustatymo problema ir antrinės rinkos poveikis**

Emisijos kainos nustatymas yra viena iš didžiausių problemų, su kuria susiduria emitentas ar jo įgaliotas tarpininkas platindamas vertybinius popierius pirminėje kapitalo rinkoje. Šioje vietoje susiduria emitento, siekiančio kuo brangiau parduoti savo produktą – akciją ir investuotojo, siekiančio minimizuoti vertybinių popierių įsigijimo kaštus, interesai. Pervertinimo atveju, jei išleidžiamų vertybinių popierių kaina yra aukšta – emisija gali būti nesėkminga, padidėja neišplitinimo rizika bei su tuo susiję galimi nuostoliai investuotojams atsisakant įsigyti jų manymu per aukštai įvertintas akcijas. Jei leidžiant vertybinius popierius į apyvartą jie nuvertinami, t.y. kaina

yra žemesnė nei reali rinkos vertė, nukenčia senieji bendrovės akcininkai, nes jie patiria didelius alternatyvius kaštus naujesiems akcininkams pigiau įsigyjant analogiškus vertybinius popierius. Pirminės viešosios vertybinių popierių emisijos metu, steigiantis atviro tipo akcinei bendrovei arba pirmą kartą leidžiant akcijas į viešą apyvartą, atskaitos taško vaidmenį atlieka hipotetinė akcijos rinkos vertė. Ji apskaičiuojama įvairiais metodais ir paprastai atspindi akcijos buhalterinę vertę. Besikuriančių bendrovių, prieš pirminį akcijų platinimą nevykdžiusių ūkinės veiklos, akcijų emisijos kainos palyginimo matu gali būti jų nominali vertė, tai yra gana populiari Lietuvoje. Tuo tarpu akcijų rinkoje žinomų bendrovių sezoninių emisijų kaina nustatoma atsižvelgiant į rinkoje jau egzistuojančių tų bendrovių akcijų kotiruotes. Tačiau šiuo atveju egzistuoja dvipusis ryšys tarp akcijos emisijos ir rinkos kainų. Iš vienos pusės emisijos kaina priklauso nuo analogiškų tos pačios bendrovės akcijų kainos biržos ar užbiržinėje prekyboje. Tačiau iš kitos pusės egzistuoja ir atvirkštinis ryšys – vertybinių popierių rinkoje pasklidus informacijai apie naujai išleidžiamus kokybiškai panašius vertybinius popierius paprastai tos bendrovės “senųjų” akcijų kursas smunka. Šis efektas jau aptartas nagrinėjant emisijos kaštų problemą.

Platinant sezonines (pakartotines) emisijas labai svarbus bendrovės vertybinių popierių antrinės rinkos egzistavimas. Efektyvi antrinė rinka leidžia išplatinti akcijų emisijas su minimaliu nukrypimu nuo esamų akcijų vidutinės rinkos kainos, žinomų rinkoje emitentų vertybiniai popieriai patrauklesni investuotojams, mažesnės jų emisijos išlaidos. Antrinės kapitalo rinkos efektyvumas šiuo atveju glaudžiai susijęs su vertybinių popierių kurso realumu. Tuo atveju, jei emitento akcijos kotiruojamos jų apyvartai biržoje siekiant tik kelis šimtus litų, tai anaipol neatspindi realios tų akcijų kainos. Nustatant vertybinių popierių emisijos kainą pagal tokias biržos kotiruotes gresia emisijos neišplatimas, nes jos neparodo to, kaip investuotojai vertina bendrovę. Todėl efektyviai vieša vertybinių popierių emisija gali pasinaudoti nedaugelis lietuviškųjų emitentų. Tai – Lietuvos nacionalinės vertybinių popierių biržos oficialaus sąrašo bei einamojo sąrašo stambiausios bendrovės, bankai, turintys Lietuvos masteliais pakankamai likvidžią antrinę savo vertybinių popierių rinką. Kitos įmonės dažniau naudojasi savo senųjų akcininkų finansiniais ištekliais arba ieško strateginio investuotojo, nes viešas platinimas be išplėtos antrinės rinkos Lietuvoje faktiškai pasibaigtų fiasko. Mano manymu, tai ne tik pačių bendrovių solidumo ar reputacijos, bet daugiau visos Lietuvos kapitalo rinkos problema. Nesant pakankamo investicinio potencialo antrinėje rinkoje, stringa ir pirminės kapitalo rinkos mechanizmas.

Pasaulinė praktika rodo, kad ieškodami priimtinos alternatyvos tarp neišplatavimo rizikos ir aukštesnių emisijos kaštų, o tiksliau siekdami kompromiso tarp emitento ir investuotojų norų, emitentai vis dėlto linkę dažniau nusileisti investuotojams ir renkasi verčiau didesnius kaštus, nei didesnę neišplatavimo riziką, t.y. emisijos kaina būna žemesnė už hipotetinę vertę ar rinkos kainą. Žemesnė emisijos kaina taip pat suinteresuoti emisijos platinimo tarpininkai – jiems tai vienas iš apsidraudimo nuo rizikos būdų. Užsienio literatūroje nurodoma, kad vidutiniškai 95% emisijų būna nuvertintos [21,389].

Lietuvos emitentų elgsena kiek kitokia, nei jų kolegų iš JAV ir kitų šalių. 1998 metais buvo tik keli atvejai, kai Lietuvos emitentai nustatė emisijos kainą žemesnę, nei tuo metu buvusios jų akcijų kotiruotės antrinėje rinkoje. Atrodytų, kad tokia situacija palanki augti bendrovėms pritraukiant lėšų iš išorinių finansavimo šaltinių, taip pat išlošia senieji akcininkai, nes emisijos parduodamos brangiau nei jos vertinamos antrinėje rinkoje. Tačiau abejonių vėlgi kelia kainos antrinėje rinkoje realumas. Daugumos bendrovių nurodytų 6 lentelėje, akcijų kainos negali būti vertės matu nustatant emisijos kainą. Todėl emitentai, kaip antai AB “Žemaitijos pienas” ar AB “Litimpeks” bankas emisijos kainą nustatė remdamiesi hipotetine akcijų verte. Tačiau toks pasirinkimas buvo irgi nepakankamai efektyvus: “Žemaitijos pienas” išplatino tik 50%, o LTB – 71% naujos emisijos. Tai, matyt, lėmė ne vien tas faktas, kad emisijos kaina buvo kiek aukštesnė nei antrinėje rinkoje, kas

efektyvioje kapitalo rinkoje turi didelę reikšmę; o ir tai, kad rinkoje neatsirado investuotojų, norinčių prisiimti investicijų į šias bendroves, rizikos.

**6 Lentelė. 1998 metais išleistų vertybinių popierių kainos ir išplatavimo koeficientai [18;20]**

Bendrovė	Nominali vertė, Lt	Emisijos kaina, Lt	Kursas antrinėje rinkoje, Lt	Išplatinta akcijų, %
Lietuvos taupomasis bankas	10	13,50	10,35	71%
Bankas Snoras	10	50,00	18,80	65%
Kėdainių cukrus	1	1,00	1,24	100%
Litimpeks bankas	1	1,10	0,99	19%
Lietuvos žemės ūkio bankas	175	175,00	175,00	86%
Vilniaus duona	18	18,00	15,00	100%
Utenos trikotažas	1	2,50	2,18	100%
Dvarčionių keramika	5	7,00	8,00	100%
Žemaitijos pienas	10	23,80	22,50	50%
Gubernija	10	10,00	5,50	100%

Kita, gal net ryškesnė tendencija Lietuvoje – emisijos kainos atitikimas jos nominalui. 1998 metais net 88% visų emisijų, didinant kapitalą papildomais įnašais, buvo platinamos už nominalą [8]. Galima išskirti keletą priežasčių. Pirmiausia, pagal LR akcijų bendrovių įstatymą, Lietuvos emitentams draudžiama platinti vertybinius popierius kaina, žemesne už nominalą. Šis gana logiškas draudimas nustatytas tam, kad platinant emisiją žemesne už nominalą kaina nuosavas kapitalas netaptų mažesnis už įstatinį kapitalą, nes LR Akcinių bendrovių įstatymas numato, kad bendrovės nuosavas kapitalas negali būti mažesnis nei  $\frac{3}{4}$  įstatinio kapitalo. Taigi, šiuo atveju akcijų nominalas atspindi žemutinę ribą, žemiau kurios emitentai negali nustatyti vertybinių popierių emisijos kainos, jei jų akcijų kursas antrinėje rinkoje kritęs žemiau nominalo ar bendrovės numanoma akcijos vertė taip pat nėra didesnė už nominalą. Norėdama išplatinti naują emisiją, bendrovė turėtų mažinti įstatinį kapitalą turėdama tikslą sumažinti akcijų nominalą tam, kad jis leistų platinti vertybinius popierius, artimus rinkos ar hipotetinei kainai. Bet tai emitento reputacijos nekelia bei užima nemaža laiko. Todėl dauguma bendrovių linkusio rizikuoti ir platinti vertybinius popierius žemiausia įmanoma – nominalo kaina. Taigi dar kartą patvirtinama taisyklė, kad efektyvi vieša vertybinių popierių emisija prieinama solidiems, aukštos reputacijos ir geros finansinės būklės bendrovėms. Kita, mano manymu, ne ką mažiau svarbi priežastis – psichologinis nominalios vertės traktavimas. Daugeliui smulkių akcininkų ar investuotojų, dar tik besimokančių investuoti besikuriančioje Lietuvos kapitalo rinkoje, akcijos nominalas – tai tikra ir teisinga akcijos vertė, atspindinti jos suteikiamas turtines ir neturtines teises. Formaliai jie teisūs – iš tikrųjų akcijų nominalas lemia, kiek balsų jos duoda savininkui (tuo atveju jei bendrovė išleidusi keletą rūšių akcijų skirtingu nominalu), dividendų dydis skaičiuojamas taip pat kaip procentinis santykis nuo jo nominalo. Tačiau realiai tikrąją akcijos vertę atspindi jos kaina, susiformuojanti efektyvioje antrinėje rinkoje, veikiant paklausos ir pasiūlos dėsniams. Nesant efektyvios kapitalo rinkos ją dalinai gali atstoti buhalterinė akcijos vertė, atspindinti tai akcijai atitenkančią bendrovės turto dalį. Todėl vienokio ar kitokio nominalo akcijos suteikiamas teises galima įsigyti rinkoje kaina,

praktiškai nepriklausiančia nuo jos nominalios vertės. Toks smulkiųjų investuotojų nominalios akcijos vertės “garbinimas” dažnai leidžia emitentams pasinaudoti juo ir išplatinti emisiją ir tais atvejais, jei emisijos kaina (tuo pačiu ir nominalas) viršija jos realią vertę – tokiu atveju emitentas patiria mažesnes emisijos sąnaudas.

## 2.2. Vertybinių popierių emisijos registravimo procesas ir jo tikslai

Vertybinių popierių platinimas prasideda nuo jų emisijos įregistravimo Vertybinių popierių komisijoje. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas numato, kad “emitentas privalo įregistruoti savo vertybinius popierius Vertybinių popierių komisijoje, jeigu tenkinama bent viena iš šių sąlygų [9]:

emitentas yra steigama ar veikianti akcinė bendrovė arba reorganizuojama į akcinę bendrovę bet kokios kitos rūšies įmonė;

paskutiniųjų ūkinių metų paskutiniosios dienos pabaigoje emitento išleistų bent vienos klasės vertybinių popierių savininkų buvo daugiau nei 100;

emitentas ar investitorius ketina išleisti vertybinius popierius į viešąją apyvartą.”

Vertybinių popierių registravimas yra viena pagrindinių informacijos atskleidimo sistemos grandžių, kurią sudaro pats registravimas, periodiškasis metinės, pusmetinės ir ketvirtinės informacijos pateikimas investuotojams bei Komisijai, nuolatinis operatyvios informacijos apie emitento esminius įvykius teikimas rinkos dalyviams, privalomas ir operatyvus rinkos dalyvių informavimas apie vertybinių popierių paketų įsigijimą, informacija apie oficialaus pasiūlymo metu siūlomus vertybinius popierius ir jų įsigijimo sąlygas atskleidimas.

Visos šios sistemos tikslas - užtikrinti, kad visiems investuotojams ir rinkos dalyviams būtų viešai ir laiku atskleista teisinga informacija apie emitentus ir jų išleidžiamus vertybinius popierius.

Registruodamas vertybinius popierius emitentas iš anksto atskleidžia informaciją apie išleidžiamus vertybinius popierius. Be to, emitentas, įregistravęs vertybinius popierius Vertybinių popierių komisijoje, tampa atskaitingu emitentu, taip jis įpareigojamas nustatyta tvarka ir terminais rengti ir pateikti Komisijai periodines (metų, pusmečio ir ketvirčio) ataskaitas. Metų finansinės atskaitomybės duomenys turi būti pateikti kartu su nepriklausomo auditoriaus išvada, ar emitento apskaita ir finansinė atskaitomybė atitinka Lietuvos Respublikos įstatymus ir bendruosius apskaitos principus. Tokiu būdu įgyvendinama labai svarbi Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo nuostata, duodanti galimybę investuotojams susidaryti kuo tikslesnę nuomonę apie emitentą.

Norėdamas įregistruoti vertybinių popierių emisiją, emitentas pateikia Vertybinių popierių komisijai vertybinių popierių emisijos prospektą. Prospektas yra investitoriams ir visuomenei skirtas dokumentas, atskleidžiantis pagrindinę informaciją apie emitentą bei jo vertybinius popierius. Platinant vertybinius popierius neviešu būdu, reikalavimai informacijos atskleidimui kiek mažesni, todėl emitentui leidžiama pateikti sutrumpintą prospekto variantą – vertybinių popierių platinimo memorandumą. Tačiau ketindamas išleisti vertybinius popierius neviešai, kai nėra jau minėtų viešosios apyvartos požymių, emitentas gali juos registruoti ir viešai apyvartai, taip pateikdamas ne emisijos memorandumą, o prospektą. Todėl emitentas gali išvengti emisijos perregistravimo, jei nepavyksta vertybinių popierių išplatinti neviešu būdu ir tenka kreiptis į daugiau kaip 100 asmenų ar viešosios apyvartos tarpininką, t.y. pateikti juos viešai apyvartai. Jau įregistruota emisija turi būti perregistruota, jei emitentas ketina pakeisti (konvertuoti) vienos rūšies ar klasės vertybinius

popierius į kitos rūšies ar klasės vertybinius popierius, taip pat jeigu ketina pakeisti vertybinių popierių nominalią vertę ir (arba) neviešai apyvartai įregistruotus vertybinius popierius emitentas arba investitorius ketina išleisti į viešąją apyvartą. Vertybinių popierių perregistravimas reiškia anksčiau įregistruotų vertybinių popierių registracijos panaikinimą ir įregistravimą, pakeičiant tam tikras vertybinių popierių charakteristikas (vertybinių popierių nominalią vertę, rūšį, klasę, taip pat šių vertybinių popierių apyvartos pobūdį (viešojo arba neviešojo apyvarta)) [8,7].

Pasaulinėje praktikoje įprasta, kad prospekte nurodoma:

- Emisijos platinimo būdas bei tarpininkai, jei emisija platinama per tarpininkus;
- Emisijos kaina ir jos nustatymo metodai;
- Numatomos pritraukti lėšos ir būsimas jų panaudojimas;
- Kapitalo struktūra prieš emisiją ir po jos;
- Kiti specifiniai reikalavimai.

Lietuvoje Vertybinių popierių platinimo ir registravimo taisyklės taip pat numato šios informacijos atskleidimą vertybinių popierių emisijos prospekte (memorandume), o be to reikalaujama pateikti informaciją apie emitento veiklą, išleistus ir numatomus išleisti vertybinius popierius, valdymo organus ir jų narių sandorius su emitentu, finansinę atskaitomybę bei pateikt nepriklausomo auditoriaus išvadą, kaip emitento apskaita ir finansinė atskaitomybė atitinka Lietuvos Respublikos įstatymus ir Lietuvos Respublikoje taikomus apskaitos principus.

Priklausomai nuo emitento dydžio, jo veiklos pobūdžio, išleidžiamų vertybinių popierių rūšies bei vertybinių popierių savininkų skaičiaus, Vertybinių popierių komisija reikalauja pateikti prospektus ar memorandumus, paruoštus pagal skirtingas formas. Šiuo metu galioja 8 emisijos prospektų ir 2 memorandumų formos.

Emisijos prospektas pagal formos PRO-A1 nustatytus reikalavimus rengiamas, jeigu viešajai apyvartai siūlomos už pradinis ar papildomas investitorių įnašus emitento išleidžiamos ar išleistos akcijos, kuriomis ketinama prekiauti vertybinių popierių biržoje, įtraukiant jas į biržos oficialųjį prekybos sąrašą. Informacijos atskleidimo reikalavimai šios formos prospekto turiniui yra griežčiausi palyginus su kitomis formomis, nes registruojamą emisiją ketinama įtraukti į prestižinį biržos sąrašą. Prospekto formoje šalia visoms formoms būdingų ūkinės veiklos, valdymo, kapitalo struktūros atskleidimo reikalavimų, akcentuojama tarptautinių audito bendrovių atlikto audito išvados, naujų akcijų platinimo tvarka, esančių antrinėje apyvartoje emitento vertybinių popierių prekybos duomenys.

Prospektas pagal formos PRO-A2 nustatytus reikalavimus rengiamas, jeigu viešajai apyvartai siūlomos už pradinis ar papildomas investitorių įnašus emitento išleidžiamos ar išleistos akcijos, kuriomis ketinama prekiauti vertybinių popierių biržoje, įtraukiant jas į biržos einamąjį prekybos sąrašą, arba jeigu emitento akcininkų skaičius didesnis kaip 1000 ir įstatinis kapitalas yra (ar po šios emisijos taps) 50 mln. litų ar daugiau. Šioje formoje atskleidžiama analogiška informacija kaip ir PRO-A1 formoje, tačiau kiek mažesniame detalizavimo lygyje.

Emisijos prospektas pagal formos PRO-A3 nustatytus reikalavimus ruošiamas, jeigu už pradinis ar papildomas investitorių įnašus emitento išleidžiamos ar išleistos akcijos ketinamos siūlyti viešajai apyvartai kitaip, nei numatyta PRO-A1 ar PRO-A2 formose. Čia nereikalaujama duomenų apie bendrovės vertybinių popierių antrinę apyvartą, o kiti reikalavimai nesiskiria nuo aukščiau minėtų prospektų rengimo formų.

Vertybinių popierių emisijos memorandumas pagal formos MEM-A1 nustatytus reikalavimus, jeigu už pradinių ar papildomų investicijų įnašus emitento išleidžiamos ar išleistos akcijos ketinamos siūlyti neviešajai apyvartai. Memorandumo informacijos atskleidimo reikalavimai yra mažesni negu emisijos prospektų.

PRO-A5 formos prospektas ruošiamas, jeigu emitentas išleidžia akcijas iš paskelbtų dividendų pateikiamas kartu su metų prospektu-ataskaita Komisijos nustatytais terminais. Jame tikrai trumpai apibūdinami pagrindiniai emisijos parametrai. Panašaus turinio prospektas pagal formos PRO-A4 nustatytus reikalavimus rengiamas, jeigu emitentas akcijas išleidžia iš savo lėšų.

Prospektas pagal PRO-SK1 formos nustatytus reikalavimus pateikiamas, jeigu viešajai apyvartai siūlomi emitento išleidžiami ar išleisti skolos vertybiniai popieriai, kuriais ketinama prekiauti vertybinių popierių biržoje, įtraukiant juos į oficialųjį biržos prekybos sąrašą. Jeigu emitento išleidžiamas ar išleistas skolos vertybinius popierius ketinama siūlyti viešajai apyvartai kitaip, nei numatyta PRO-SK1 formos prospekte, prospektas ruošiamas pagal PRO-SK2 nustatytus reikalavimus. Emitentui išleidžiant skolos vertybinius popierius, kuriuos ketinama siūlyti neviešajai apyvartai, ruošiamas memorandumas, pagal MEM-SK1 formos nustatytus reikalavimus. Šiuose dokumentuose atskleidžiama informacija savo turiniu atitinka jau minėtų prospektų ir memorandumų reikalavimus leidžiant į apyvartą nuosavybės vertybinius popierius, skiriasi tik reikalavimai pačių skolos vertybinių popierių charakteristikoms.

Tuo atveju, jeigu akcijų pagrindu išleidžiami depozitoriumo sertifikatai, į Vertybinių popierių komisiją pristatomas prospektas parengtas pagal PRO-AP1 formoje nustatytus reikalavimus.

Kai vertybinių popierių emisiją vykdo bankas arba draudimo įmonė, Komisijai papildomai turi būti pateiktas atitinkamai Lietuvos banko arba Valstybinės draudimo priežiūros tarnybos patvirtinimas, kad prospekte (memorandume) pateikta informacija atitinka jų turimą informaciją apie emitentą ir jo finansinę būklę ir kad jie neprieštarauja šiai emisijai.

Informacijos atskleidimo reikalavimai reiškia, kad prospekte turi būti pateikta kuo įvairiapusiškesnė informacija, susijusi su emitentu, kuri leistų investuotojui priimti optimalų investicinį sprendimą turint objektyvią informaciją. Tiesa, praktika rodo, kad tiek emitentai, tiek jų konsultantai, rengdami emisijos prospektus, didesnę dėmesį kreipia į informacijos, apie išleidžiamus vertybinius popierius, atskleidimą, duomenis apie patį emitentą bei jo ekonominę būklę pateikdami paviršutiniškai. Tai galima paaiškinti tuo, kad registruodama vertybinius popierius Vertybinių popierių komisija pirmiausia tikrina emisijos atitikimą galiojantiems įstatymams, o emitento veiklą atspindinti informacija vertinama pagal jų atitikimą nurodytiems reikalavimams, o ne pagal jų pagrįstumą ir tikslumą. “Vertybinių popierių įregistravimas patvirtina, kad emitento teikiama informacija atitinka Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatyme, kituose teisės aktuose informacijos atskleidimui nustatytus reikalavimus. Įregistravimas nepatvirtina atskleistos informacijos teisingumo ir negali būti suprantamas kaip Komisijos rekomendacija investitoriams, kurie savarankiškai priima sprendimus dėl vertybinių popierių įsigijimo, atsižvelgdami į rizikos veiksnius ir kitą vertybinių popierių prospekte (memorandume) atskleistą informaciją” [3,14].

Todėl emisijos prospektas virsta labiau formaliu dokumentu, tuo sumenkindamas savo pirminę paskirtį – sudaryti investuotojui galimybę pačiam priimti optimalų investicinį sprendimą remiantis pateikta informacija. Tiesa, akcinės nuosavybės formavimosi laikotarpiu, kai dauguma bendrovių laikėsi “informacinio uždarmo” politikos tai buvo bene vienintelis būdas gauti nors truputį informacijos apie įmonės veiklą ir ekonominius – finansinius rezultatus.

Tačiau dabar dauguma bendrovių, norinčių pasiekti platesnį investuotojų ratą, o ypač norėdamos pritraukti užsienio kapitalo, užsako įmonės tyrimus, kuriuos atlieka kompetentingos įstaigos arba vertybinių popierių platinimo konsultantai. Tokių tyrimų kokybę savo reputacija garantuoja juos ruošiančios įstaigos, o patys tyrimai yra tarsi emitento vizitinė kortelė, atliekanti reklamos, ir kas ne mažiau svarbu - informacinę funkciją, tuo pačiu perimanti ir dalį emisijos prospekto funkcijų. Tiesa, tokie tyrimai padidina emisijos kaštus ir jais naudojasi daugiau solidžios, viešumo nebijančios bendrovės.

Emitentui pateikus vertybinių popierių prospektą, Vertybinių popierių komisija per trisdešimt dienų turi jį patikrinti ir pateikti savo atsakymą. Šis laikotarpis literatūroje dažnai vadinamas “registravimo” laikotarpiu ir, pavyzdžiui, JAV jis trunka 20 dienų [16,430]. Per šį laikotarpį emitentas arba jo pasamdytas konsultantas gali atlikti aukščiau minėtus bendrovės tyrimus. Dažnai jie vadinami “paklausos” tyrimais. Tuo atveju, jei emitentas ruošiasi atlikti naujos emisijos paklausos tyrimus, kurių pagrindu vėliau bus nustatyta emisijos kaina, emitentas arba jo konsultantas privalo pateikti Vertybinių popierių komisijai emisijos prospekto projektą (preliminarų projektą) vietoje galutinio vertybinių popierių emisijos projekto. Šie dokumentai faktiškai niekuo nesiskiria, tik preliminariume prospekte nenurodoma galutinė emisijos kaina, nustatomos galimos emisijos kainos ribos arba jos nustatymo būdai bei procedūros ir paliekama galimybė pakeisti kai kuriuos emisijos parametrus “registravimo” laikotarpiu, t.y. kol vertybinių popierių emisijos prospektas svarstomas Komisijoje.

Kai Komisija įregistruoja vertybinius popierius, prospekte (memorandume) nurodyta emisijos kaina, nominali vertė, klasė ir rūšis negali būti pakeista, išskyrus tuos atvejus, kai vertybiniai popieriai yra perregistruojami šių taisyklių nustatyta tvarka. Vertybinių popierių emisijos platinimo tvarka ir terminai gali būti keičiami tik atskiru Komisijos leidimu.

Vertybinių popierių emisijos įregistravimas Vertybinių popierių komisijoje leidžia emitentui pradėti naujų vertybinių popierių reklamą ir platinimą. Išplatinus emisiją, Vertybinių popierių komisijai ir Lietuvos centriniam vertybinių popierių depozitoriumui pateikiama vertybinių popierių išplatinimo ataskaita, kurioje nurodoma, kiek akcijų išplatinta, kokia emisijos dalis apmokėta turтинiais įnašais.

### **2.3. Tarpininkavimas platinant vertybinius popierius**

Tradiciskai išvystytos rinkos ekonomikos šalyse viešos vertybinių popierių emisijos organizuojamos pasitelkiant finansinius tarpininkus. Tarpininkai – tai vertybinių popierių emisijos pagrindas, o dažnai ir sėkmingo emisijos išplatinimo garantas. Galima skirti tokias pagrindines tarpininkų funkcijas:

- Konsultavimas;
- Rinkos formavimas;
- Išplatinimo užtikrinimas (jei vertybiniai popieriai platinami tvirto įsipareigojimo būdu).

Finansinio tarpininkavimo institucijos – investiciniai bankai, maklerių įstaigos, komercinių bankų padaliniai (kontinentinės bankininkystės modelio šalyse), konsultacinės bendrovės, juridinės ir audito kontoros bei kitos įmonės ar įstaigos veikdamos kapitalo rinkoje yra sukaupusios daug daugiau patirties, negu kiti rinkos dalyviai, nes vienas iš pagrindinių jų veiklos sričių yra būtent emisijų organizavimas. Dažnai jų paslaugomis pradėdama naudotis ne tada, kai imamasi platinti emisiją, bet gerokai anksčiau – formuojant naują vertybinių popierių emisiją, nustatant jos parametrus. Žinodami kapitalo rinkos potencialą, teisinius vertybinių popierių emisijos ir kapitalo

formavimo aspektus, finansiniai tarpininkai padeda bendrovių valdymo organams priimti optimalius sprendimus esant vienokiai ar kitokiai situacijai finansų rinkoje.

Bene svarbiausia tarpininkų funkcija – rinkos naujai vertybinių popierių emisijai nustatymas ir jos skatinimas. Paruošiamas jau minėtas bendrovės vertybinių popierių paklausos tyrimas, kuriame pateikiama bendrovės veiklos bei finansinių rodiklių analizė, perspektyvos. Atliekama vertybinių popierių emisijos reklama. Rengiami bendrovės pristatymai potencialiems investuotojams, vedamos preliminarios derybos dėl vertybinių popierių įsigijimo – ieškoma investuotojų. Priklausomai nuo to, į kurį kapitalo rinkos segmentą orientuojama emisija ar orientuojamasi į stambius institucinius investuotojus, siūlant stambesnius akcijų paketus, ar į smulkius investuotojus, parenkama reklamos strategija ir rinkos segmentavimo būdai. Prie rinkos formavimo funkcijos priskiriamos ir tokios tarpininko paslaugos, kaip kainos palaikymas antrinėje rinkoje prieš ir po vertybinių popierių emisijos išleidimo, siekiant išlaikyti kurso stabilumą ir sumažinti neišplatavimo riziką.

Garantuodamas vertybinių popierių emisijos išplatimą tarpininkas visiškai prisiima vertybinių popierių neišplatavimo riziką. Be to, dauguma bendrovių vertybinių popierių emisijas rengia nedažnai, o tarpininkaujanti institucijos finansų rinkoje veikia reguliariai. Solidžios, besirūpinanti savo reputacija tarpininkavimo įstaigos nesiima platinti vertybinių popierių, jei jų manymu bendrovės nėra patikimos, neatskleidžia visos reikiamos informacijos apie savo veiklą, jos veiklos perspektyvos miglotos. Todėl tarpininko sutikimas platinti vertybinius popierius yra savotiška emitento (kartais jam gana brangiai kainuojanti) rekomendacija kitiems rinkos dalyviams.

### **2.3.1. Viešosios apyvartos tarpininko pasirinkimo kriterijai ir būdai**

Tuo atveju, jei emitento valdymo organai nusprendžia pasinaudoti tarpininko paslaugomis platinant vertybinių popierių emisiją, iškyla tarpininko pasirinkimo problema. Pirmiausia reikia apibrėžti, kokiais kriterijais turi vadovautis Lietuvos bendrovė besirinkdama vertybinių popierių emisijos tarpininką. Skirčiau šiuos kriterijus:

*Reputacija.* Aukštą reputaciją turintys tarpininkai lengviau randa investuotojus, ypač ne taip žinomiems rinkoje emitentams. Emitentas išnaudoja tarpininko reputaciją kompensuodamas informacijos apie jį rinkoje trūkumą bei minimizuodamas neišplatavimo riziką.

*Patirtis.* Geras rinkos išmanymas tarpininkui, o tuo pačiu ir emitentui, leidžia optimaliai išplatinti vertybinius popierius – greitai, palankia emisijos kaina ir norimai investuotojų grupei.

*Kapitalo ištekliai.* Jie ypač svarbūs platinant emisiją tvirto įsipareigojimo būdu (jis plačiau aiškinamas 2.3.2 skyriuje). Nepakankami tarpininko kapitalo ištekliai gresia emitentui didele technine (neapmokėjimo už išplatintas akcijas) rizika, ypač jei tarpininkas dar aktyviai veikia kaip vertybinių popierių dileris spekuliuodamas antrinėje rinkoje. Taip pat tik pakankamus kapitalo išteklius turinti tarpininkaujanti įstaiga gali sau leisti atlikti kurso palaikymą antrinėje rinkoje.

*Ryšiai su kitomis finansinėmis institucijomis.* Sugebėjimas bendradarbiauti su kitomis finansinėmis įstaigomis, suburti tiek vietinio, tiek tarptautinio masto sindikatus vertybinių popierių platinimui, padidina emisijos platinimo efektyvumą, ypač jei kalba eina apie tarptautines vertybinių popierių emisijas.

*Galimybė tiesti kompleksiškas paslaugas.* Glaudūs ryšiai su tarpininku tuo atveju, jei jis ne tik platina vertybinių popierių emisiją, bet ir konsultuoja kitais, su kapitalo struktūra susijusiais klausimais, veda vertybinių popierių apskaitą, leidžia emitentui pasiekti kaštų ekonomiją. “Etatinis”



viešosios apyvartos tarpininkas labiau suinteresuotas emitento sėkme leidžiant vertybinius popierius į apyvartą.

*Orientaciniai tarpininkavimo komisiniai.* Kaip minima aukščiau, komisiniai už emisijos platinimą – didžiausia emisijos kaštų dalis, todėl jie yra vienas iš svarbiausių kriterijų renkantis vertybinių popierių emisijos platinimo tarpininką.

Tarpininkavimo pirminėje kapitalo rinkoje patirtis rodo, kad 1-4 kriterijai tiesiogiai konfrontuoja su 6 kriterijumi. Galioja taisyklė – kuo solidesnis tarpininkas, kuo didesnės jo galimybės, tuo brangesnės jo paslaugos. Šią tendenciją galima apibūdinti kaip kainos – rizikos (kokybės) dilemą. Emitentas sėkmingai išplatins vertybinius popierius tik tuo atveju, jei bus priimtas optimalus sprendimas, suderinantis potencialią riziką, su realiomis išlaidomis.

Yra du klasikiniai būdai tarpininkui pasirinkti įvertinant minėtus kriterijus – tai konkurso tarpininkauti vertybinių popierių platinimui paskelbimas arba tiesioginės derybos su potencialiais tarpininkais. Pirmąjį būdą dažniausiai renkasi stambūs emitentai. Vertėtų paminėti tokias bendroves, kaip AB “Lietuvos energija” ar AB “Mažeikių nafta”, surengusias tarpininkavimo vertybinių popierių platinimui konkursus. Tačiau šios įmonės rengė obligacijų emisijas, o akcijų emisijos nebuvo rengiamos dėl specifinės šių bendrovių paskirties. Platindama skolos instrumentus tarptautinėse rinkose LR Vyriausybė taip pat skelbia tarpininkų konkursus. Kadangi, kaip jau minėta, tarpininkų paslaugų apmokėjimas sudaro nemažą dalį visų emisijų kaštų, tai konkurso paskelbimas realiai gali sumažinti tuos kaštus, ypač jei konkurencija tarp tarpininkų yra gana didelė. Tačiau, kita vertus, smulkesnėms emisijoms paskelbti platinimo konkursai rizikuoja nepritraukti didelio skaičiaus tarpininkų dėl mažesnio galimo atlygio, todėl toks konkursas ne visada reiškia emisijos kaštų sumažinimą ir nebūtinai garantuoja pasirinkto tarpininko paslaugų kokybę.

Dauguma bendrovių, jų tarpe ir lietuviškosios, tiesiogiai derasi su tarpininkais dėl galimų vertybinių popierių emisijų platinimo sąlygų. Pastebima ilgalaikio bendradarbiavimo su tuo pačiu finansiniu tarpininku tendencija. Tai yra, bendrovė ne tik platina emisijas per tą patį tarpininką, bet ir naudojami kompleksiškomis jo teikiamomis finansinėmis paslaugomis.

Pasirinkus tarpininką, akcinės bendrovės valdyba pasirašo su tarpininku vertybinių popierių emisijos platinimo arba organizavimo sutartį. Emisijos platinimo (organizavimo) sutartis – pagrindinis dokumentas, reguliuojantis emitento ir tarpininko santykius emisijos platinimo metu. Jame nurodomos visos emisijos platinimo sąlygos: platinimo būdas, tarpininko prisiimami įsipareigojimai, taip pat atlygis už tarpininkavimą bei kiti emitento įsipareigojimai tarpininkui.

### **2.3.2. Tarpininkavimo platinant vertybinių popierių emisijas būdai**

Pagal šalių prisiimamą riziką skiriami du pagrindiniai platinimo per tarpininkus būdai. Lietuvos Respublikos Viešosios apyvartos įstatyme jie atitinkamai vadinami platinimu viešosios apyvartos tarpininko vardu, bet emitento sąskaita, bei platinimu tarpininko vardu ir tarpininko sąskaita. Vertybinių popierių registravimo ir platinimo taisyklėse šie būdai apibūdinami kaip platinimas pagal vertybinių popierių platinimo sutartį, ir platinimas pagal vertybinių popierių emisijos organizavimo sutartį. Pasaulinėje praktikoje šie būdai atitinkamai vadinami geriausių pastangų ir tvirto įsipareigojimo vertybinių popierių platinimu.

Vertybinių popierių emisija platinama tarpininko vardu, bet emitento sąskaita, kai emitentas suteikia viešosios apyvartos tarpininkui arba atitinkamai jų grupei teisę būti emitento atstovu platinant jo vertybinius popierius, tai platintojas įsipareigoja išplatinti emitento vertybinius

popierius iš anksto sutarta emisijos kaina. Šis tarpininko įsipareigojimas negarantuoja vertybinių popierių išplatavimo emitentui, o veikia kaip emitento platinimo agentas, gaunantis komisinį mokestį už savo paslaugas. Vertybiniai popieriai išplatunami tiesiogiai investuotojams, nuosavybė tiesiogiai pereina kryptimi emitentas – investuotojas be tarpinės platintojo grandies. Galimi keli platinimo šiuo būdu variantai, kai tarpininkas įsipareigoja:

- išplatinti visą vertybinių popierių emisiją;
- išplatinti ne mažesnę, negu iš anksto apibrėžta, emitento vertybinių popierių emisijos dalį;
- dėti visas pastangas išplatinti kuo didesnę emitento išleidžiamų vertybinių popierių skaičių.

Pirmieji du variantai palankesni vertybinių popierių emitentui, nes galioja tarpininko įsipareigojimas išplatinti apibrėžtą dalį emisijos. Neįvykdęs numatytų sąlygų tarpininkas netenka dalies arba viso atlygio už tarpininkavimo paslaugas. Jei buvo sutarta išplatinti visą emisiją, paprastai galioja “viskas arba nieko” sąlyga, reiškianti, kad nesėkmės atveju akcijų emisija anuliuojama – emitentas nepritraukia lėšų, tarpininkas negauna komisinių. Atšaukta vertybinių popierių emisija gali būti pakartota pakeitus emisijos kainą arba atidėta vėlesniam laikui, laukiant padėties pagerėjimo kapitalo rinkoje.

Tuo atveju, jei tarpininkas įsipareigoja išplatinti dalį emisijos, jo atlygis yra proporcingas išplatintam vertybinių popierių skaičiui, aišku, jei pavyksta įgyvendinti minimalaus limito sąlygą. Jei visos emisijos nepavyksta išplatinti, emisija paprastai neatšaukiama, o įmonių registre registruojamas mažesnis, negu buvo numatyta, kapitalo padidėjimas.

Platintojui prisiėmus pirmuose dvejuose sutarties variantuose nustatytus įsipareigojimus ir jų neįvykdžius (t.y. neišplatinus sutartyje nustatyto emitento vertybinių popierių skaičiaus), sutartyje dėl vertybinių popierių platinimo gali būti nustatyta platintojo pareiga savo vardu pasirašyti įsipareigotą išplatinti bet neišplatintą emitento vertybinių popierių skaičių, tokiu būdu garantuojant šių vertybinių popierių išplatimą. Tokia kliauzulė platinimo sąlygas priartina prie platinimo “tvirtai įsipareigojant”, tai daro tokią sutartį dar palankesne emitentui.

Žvelgiant iš tarpininko pozicijų neutraliausias platinimo variantas yra “visų pastangų įdėjimas” platinant vertybinius popierius. Čia nėra jokių griežtų įsipareigojimų, liečiančių emisijos ar jų dalies išplatimą. Komisiniai už vertybinių popierių platinimą šiuo būdu paprastai yra fiksuota absoliuti suma, o ne santykis nuo išplatintos emisijos vertės.

Akivaizdu, kad agentinis vertybinių popierių platinimas yra ne toks rizikingas vertybinių popierių tarpininkui, todėl ir kainuoja mažiau. Pasaulinėje praktikoje įprasta, kad agentinis platinimo būdas dažniausiai naudojamas platinant pirminį vertybinių popierių platinimą. Tai galima paaiškinti tuo, kad išeinančios į kapitalo rinką nežinomos bendrovės patikimumas nėra aukštas, todėl nedažnas platintojas ryžtasi tvirtai įsipareigoti išplatinti tokią emisiją. Tokiais atvejais tarpininkai siūlo jų atžvilgiu neutraliausius “visų pastangų” ar dalinio įsipareigojimo platinimo variantus. Taip pat JAV duomenys rodo, kad santykinai mažos emisijos dažniausiai platinamos, kai tarpininkai veikia kaip platinimo agentai (7 lentelė). Čia, mano manymu, galioja santykinų kaštų dydžio dėsnis – kuo mažesnė emisija, tuo didesni santykiniai emisijos kaštai. Platinimo per agentą būdą mažesnėms emisijoms bendrovės renkasi dėl jau minėto jo pigumo.

## **7 Lentelė. Tarpininkavimo būdų pasiskirstymas JAV [16,408]**

Emisijos dydis, mln. USD	Viso emisijų	Iš jų platinamų tarpininko vardu ir tarpininko sąskaita	Platinamų emitento sąskaita, bet tarpininko vardu
0, 1 – 1	243	68 (28%)	175 (72%)
1 – 4	311	165 (53%)	146 (47%)
4 – 6	156	133 (85%)	23 (15%)
6 – 10	137	122 (89%)	15 (11%)
virš 10	180	176 (98%)	4 (2%)
Viso	1 027	664 (65%)	363 (35%)

Kaip rodo 7 lentelės duomenys, JAV vertybinių popierių platinimas dažniausiai įgauna “tvirto įsipareigojimo” formą, taip išplatinama apie 65% pirminių ir apie 95% visų pakartotinių vertybinių popierių emisijų [16,408].

Toks platinimo būdas įteisintas ir Lietuvoje. Sutartimi dėl vertybinių popierių emisijos organizavimo platintojas, garantuodamas išplatinti vertybinių popierių emisiją, pasirašo visą emisiją, o emitentas sutinka, kad teisė pasirašyti jo išleidžiamus vertybinius popierius platintojas perleistų kitiems asmenims už vertybinių popierių emisijos kainą ir laikantis vertybinių popierių emisijos platinimo tvarkos ir terminų. Platintojo teisės pasirašyti emitento vertybinius popierius perleidimui taikomi visi reikalavimai, taikomi pirminei viešajai vertybinių popierių apyvartai. Sutartis dėl vertybinių popierių emisijos organizavimo įsigalioja nuo atitinkamos emisijos vertybinių popierių įregistravimo momento.

Šis platinimo būdas ypatingas tuo, kad platintojas pats prisiima neišplatinimo riziką, ir užtikrina pritraukti iš anksto apibrėžto dydžio lėšas emitentui. Tarpininkas veikia jau ne kaip platinimo agentas, bet kaip dileris – perparduoda vertybinius popierius savo sąskaita.

Ypatingas ir atlygio už tarpininko darbą nustatymo būdas. Nustatoma didmeninė vertybinių popierių kaina, kuria visą vertybinių popierių emisiją išperka platintojas. Vėliau tarpininkas parduoda jau savo nuosavybėje esančius emitento vertybinius popierius emisijos prospekte nurodyta emisijos kaina. Skirtumas tarp vertybinių popierių didmeninės ir emisijos (mažmeninės) kainos ir yra mokestis tarpininkui. Emitentui šis atlygio nustatymo metodas palankus tuo, kad jis neprivalo rūpintis tuo, kaip tarpininkui sekasi platinti emisiją. Emitentas gauna numatytas lėšas, o tarpininko pelnas ar nuostolis priklausys vien tik nuo jo paties pastangų parduodant išpirktą emisiją investuotojams. Kadangi tvirto įsipareigojimo platinimo būdas yra gana rizikingas tarpininkams, jie dažnai buriasi į tarpininkų sindikatus.

Kaip jau minėta, finansinis tarpininkavimas platinant vertybinių popierių emisijas Lietuvoje nėra itin populiarus, o viešosios apyvartos tarpininkai tais retais atvejais, kai imasi tarpininkavimo vaidmens, veikia dažniausiai kaip emisijos platinimo agentai. Tai lemia keletas, mano manymu, svarbiausių priežasčių:

- Neišvystyta antrinė kapitalo rinka;
- Nepakankamas viešosios apyvartos tarpininkų kapitalas;
- Konservatyvumas.

Lietuvos kapitalo rinka dar tik formuojasi. Antrinės rinkos likvidumas nėra didelis, todėl ir pirminė kapitalo rinka negali egzistuoti efektyviai. Viena iš priežasčių - mažas institucinių investuotojų skaičius. Užsienio fondai dažnai nedrįsta investuoti dėl aukštos šalies rizikos, vietos instituciniams investuotojams – pensijų ir investiciniams fondams susikurti trukdo nelankstūs mokesčių įstatymai.

Ne mažiau opi problema – kapitalo trūkumas. Akivaizdu, kad šiuo metu dauguma finansų maklerio įmonių negali savo sąskaita platinti emitento vertybinių popierių jau vien dėl nepakankamo jų kapitalo. Kapitalo problemą būtų galima išspręsti sudarant sindikatus su užsienio tarpininkais, tačiau nedaugelis Lietuvos finansų maklerio įmonių turi tokią galimybę. Prisiimti atsakomybę už vertybinių popierių išplatšinimą viešosios apyvartos tarpininkams taip pat trukdo ir priimti FMĮ kapitalo pakankamumo reikalavimai, apribojantys finansų maklerio įmonių prisiimamą riziką. Šis gana pažangus finansų maklerio įmonių veiklos “saugiklis” tapo dar vienu apribojimu tarpininkams, norintiems savo lėšomis garantuoti vertybinių popierių emisijos išplatšinimą. Ne visai tobulos normatyvų skaičiavimo taisyklės neleidžia maklerio įmonėms didelių vertybinių popierių pozicijų, todėl net ir tuo atveju, kai iš anksto yra numatyti potencialūs naujų vertybinių popierių pirkėjai, tarpininkas negali atlikti garanto vaidmens, nes jam savo vardu įsigijus emisiją esant ribotiems bendrovės finansiniams ištekliams, automatiškai pažeidžiami kapitalo pakankamumo reikalavimai. Tuo tarpu komercinių bankų specializuotiems finansų maklerio departamentams kapitalo pakankamumo taisyklės netaikomos (nes jie jau vykdo Lietuvos banko nustatytus normatyvus), be to, jie disponuoja didesniu kapitalu, ir palyginus su finansų maklerių įmonėmis, turi žymų pranašumą disponuojamų lėšų atžvilgiu, tačiau aktyviai veikti tarpininkavimui platinant vertybinių popierių emisijas trukdo konservatyvumas.

1995 metų bankų krizė, šių metų nuosmukis finansų rinkose, verčia Lietuvos bankus vykdyti konservatyvią investavimo strategiją. Be to, pagal LR Komercinių bankų įstatymą, bankų investicijos į kitas bendroves neturi siekti daugiau kaip 10% banko nuosavo kapitalo. Šis reikalavimas, mano nuomone, Lietuvai žengiant prie kontinentinės universalių bankų sistemos, turėtų būti labiau liberalizuotas. Esant nestabiliai padėčiai vertybinių popierių rinkoje investavimas pirminėje kapitalo rinkoje yra ganėtinai rizikingas, todėl ir komercinių bankų tarpininkavimas platinant vertybinių popierių emisijas kol kas nesiderina su konservatyvia daugelio bankų vykdoma politika.

Nepaisant visų šiai veiklai nepalankių veiksnių, pirmieji bandymai išplatinti tarpininko jėgomis įvyko 1997 metais. “Hermio” bankas įsigijo visą AB “Sema” konvertuojamų obligacijų emisiją, turėdamas tikslą ją išplatinti potencialiems investuotojams. AB “Sema” tai buvo parankus platinimo variantas, nepaisant to, kad emisijos kaštai, ko gero, buvo dideli (informacija apie užmokestį už tarpininkavimo paslaugas nebuvo oficialiai skelbiama). Tačiau tuo metu bendrovės akcijų kaina antrinėje rinkoje buvo smukusi žemiau nominalo, o pagal viešosios apyvartos įstatymą bendrovės naujos emisijos akcijos kaina turi būti ne žemesnė už nominalą. Pasirinkta pusės metų konvertuojamų obligacijų emisija, su sąlyga, kad viena 4,8 Lt vertės diskontuota obligacija bus keičiama į vieną 5 Lt nominalo akciją. Ši emisija buvo organizuota tikintis “Semos” akcijų kainos antrinėje rinkoje kilimo ateityje, todėl emisijos organizatorius bankas Hermis tikėjosi pelningai parduoti obligacijas, akcijų kainai antrinėje rinkoje pakilus virš 5 Litų ribos. Kita vertus, bankas “Hermis” buvo išdavęs kelių milijonų paskolą AB “Sema”, todėl buvo suinteresuotas paremti įmonę turinčią laikinų likvidumo problemų. Tačiau dar labiau smukus akcijų kursui, obligacijų pirkėjų neatsirado, o suėjus pusės metų terminui, “Hermis” turėjo akcijų paketą pigiau nei po 5 Lt

už akciją parduoti strateginiam investuotojui investavusiam į Semą dėl šios operacijos patirdamas nemažus nuostolius.

### 2.3.3. Tarpininkų sindikatų struktūra ir tikslai

Platinimo sindikatas – tai grupė viešosios apyvartos tarpininkų, tarpusavio susitarimu platinanti emitento vertybinius popierius. Tarpininkų sindikatai sudaromi platinant vertybinius popierius tiek tvirto įsipareigojimo, tiek agentinio platinimo būdais. Jų kūrimą skatina šie veiksniai:

- Didelių emisijų organizavimas;
- Noras diversifikuoti galimą neišplatinimo riziką;
- Spartesnis išplatinimas.

Stambūs vertybinių popierių projektai reikalauja milžiniškų lėšų tuo atveju, jei tarpininkas garantuoja emisijos pasirašymą. Sindikato sudarymas leidžia panaudoti žymiai didesnius kapitalo išteklius platinant emisiją. Drąsiai galima teigti, kad didelė dalis stambiausių projektų liktų neįgyvendinta, jei tektų naudotis tik vieno tarpininko paslaugomis.

Kita vertus, vietoj vienos didelės emisijos finansavimo tarpininkas gali dalyvauti keliuose emisijų platinimo sindikatuose, panaudodamas tas pačias lėšas, bet gerokai sumažindamas savo prisiimamą riziką.

Sindikato dalyviai užtikrina efektyvų ir spartų vertybinių popierių išplatinimą, nes aprėpia didesnę rinkos dalį. Ne vieno, o keleto, ar kelių dešimčių tarpininkų ryšiai kapitalo rinkoje, pastovūs klientai bei patirtis leidžia emitentui sutrumpinti išplatinimo laiką, tai savo ruožtu mažina riziką, nes apsaugo nuo bendrovės akcijų kurso nestabilumo antrinėje rinkoje ilgesniam laikotarpiui.

Klasikinę vertybinių popierių emisijos platinimo struktūrą sudaro keleto lygių tarpininkai, priklausomai nuo prisiimamų funkcijų ir atsakomybės. Šią hierarchiją sudaro:

*Tarpininkai, organizuojantys emisiją.* Ši tarpininkų grandis, kurią sudaro paprastai viena, rečiau kelios įstaigos, turinčios nepriekaištingą reputaciją, yra emisijos “siela”. Jie konsultuoja emitentus prieš ir po vertybinių popierių įregistravimo, ruošia emisijos prospektą, suburia sindikatą, paskirsto funkcijas jo dalyviams, rūpinasi tyrimais, reklama ir visais kitais įmanomais organizaciniais klausimais. Emisijos organizatoriai taip pat derasi su dideliais potencialiais instituciniais investuotojais, ypatingai domėdamiesi investuotojų norimais įsigyti akcijų kiekiais ir galima jų pardavimo kaina. Paprastai tarpininkui organizatoriui atitenka apie 20% viso tarpininko atlygio, kuris yra skirtumas tarp emisijos ir didmeninės vertybinių popierių kainos.

*Platintojai, pasirašantys emisiją (dileriai).* Šie sindikato dalyviai išperka emitento vertybinių popierių emisiją tam panaudodami savo kapitalą. Tai paprastai stambesnės finansinės institucijos, disponuojančios laisvomis lėšomis. Ši tarpininkų grandis taip pat rūpinasi akcijų kurso svyravimo stabilizavimu antrinėje rinkoje. Priklausomai nuo šios grandies tarpininkų skaičiaus jie tarpusavyje pasidalina 20-30% bendro atlygio tarpininkams.

*Emisijos platinimo agentai.* Tai gausiausia sindikato tarpininkų grandis, kurią paprastai sudaro keletas dešimčių, o ypatingais atvejais jų gali būti ir virš šimto, nedidelių brokerinių įstaigų. Jos atlieka pasirašiusių emisiją platintojų agentų funkcijas, užsiima vadinamuoju “mažmeniniu platinimu”. Dėl didelio šios grandies tarpininkų skaičiaus, bendrai jie gauna net 50-60% nuo viso gaunamo tarpininkavimo atlygio.

Sindikato struktūra nebūtinai turi būti tokia kaip nurodyta aukščiau. Kiekvienu konkrečiu atveju ji priklauso nuo emitento poreikių ir tarpininko organizatoriaus galimybių. Pavyzdžiui, nusprendus platinti emisiją “visų pastangų” būdu, sindikate galima neformuoti antrosios grandies. Šiuo atveju organizatorius derasi tiesiogiai su mažmeniniais tarpininkais dėl platinimo sąlygų. Gali būti, kad platintojai, pasirašantys emisiją, turi stambių klientų, suinteresuotų emitento akcijų įsigijimu, tokiu atveju nereikalingas mažmeninis platinimas.

## **2.4. Vertybinių popierių platinimas emitento pastangomis**

Per neilgą Lietuvos kapitalo rinkos egzistavimo laikotarpį išryškėjo tokia praktika: vertybinius popierius platinti “savo jėgomis”, nesinaudojant tarpininkų paslaugomis. Pirmiausia tai reiškia, kad emitentai pasitiki savo sugebėjimais išplatinti naują emisiją tuo pačiu sumažindami emisijos kaštus. Kita problema – jau minėtas vietos tarpininkų nesugebėjimas efektyviai išplatinti vertybinius popierius esant neefektyviai antrinei vertybinių popierių rinkai.

Emitentas savo jėgomis platindamas vertybinius popierius patiria gerokai didesnę neišplatavimo riziką veikdamas pirminėje rinkoje vienas, be tarpininkų pagalbos. Tokiu atveju, visą emisijos paruošiamąjį darbą ir platinimą atlieka vien emisiją leidžiančios bendrovės darbuotojai. Akivaizdu, kad šiuo atveju keičiasi emisijos kaštų struktūra – sumažėja tiesioginiai kaštai padidėjus netiesioginiams, nors bendru atveju gaunama kaštų ekonomija palyginus su platinimu, padedant tarpininkaujantiems institucijai. Egzistuoja ir kitos objektyvios priežastys, susijusios su platinimo ar kapitalo didinimo ypatumais, lemiančios tai, kad emitentas imasi platinti vertybinių popierių emisiją savo jėgomis. Emitentas nesuinteresuotas naudotis tarpininko paslaugomis, jeigu:

emisija platinama tik bendrovės akcininkams;

kapitalas didinamas iš bendrovės lėšų;

akcionuojamos bendrovės skolos.

### **2.4.1. Vertybinių popierių platinimas akcininkams (privilegiuotas platinimas)**

Privilegiuotas emisijos platinimas – tai vertybinių popierių išleidimas juos dalinai ar išskirtinai parduodant emitento akcininkams. Skiriamos dvi privilegiuoto platinimo rūšys – grynas privilegiuotas platinimas, kai vertybiniai popieriai platinami vien tik akcininkų rate, arba paprastas privilegiuotas platinimas, kai seniesiems akcininkams suteikiama pirmumo teisė įsigyti naujos emisijos akcijų.

Tuo atveju, jei emitentas turi galimybę padidinti nuosavą kapitalą pritraukdamas papildomas lėšas iš akcininkų, jis gali efektyviai – su mažais kaštais ir greitai mobilizuoti lėšas, reikalingas tolimesnei jo veiklai. Tuo pačiu bendrovės valdymas išlieka senųjų akcininkų rankose. Šiuo atveju sėkmingas vertybinių popierių išplatavimas priklauso nuo esamos akcininkų sudėties. Jeigu bendrovę valdo vienas ar keli stambūs bei disponuojantys laisvomis lėšomis akcininkai, suinteresuoti savo įtakos bendrovės valdyje išlaikymu ir jos veiklos perspektyvomis, tai toks platinimo būdas yra lengvai prieinamas. Lietuvoje šiuo metu veikia nemažai kontinentinio modelio akcinių bendrovių, kurių 70% ir daugiau akcinio kapitalo koncentruotos vienose rankose.

Jei bendrovės didžioji akcinio kapitalo dalis valdoma smulkių ir “portfelinių” investuotojų, naujos emisijos platinimas tik akcininkų rate gali būti problemiškas. Pirmiausia dėl to, kad akcininkai nėra suinteresuoti savo turimų balsų skaičiaus išsaugojimu, daugelis jų nenorėtų didinti emitento

vertybinių popierių pozicijos, nes tai neatitiktų jų portfelio diversifikavimo tikslų. Be to, šie akcininkai reikalautų didelių emisijos kainos nuolaidų, lyginant su esama vertybinių popierių rinkos verte, kad lemtų emisijos kaštų padidėjimą.

#### 8 Lentelė. Emisijų didinant įstatinį kapitalą iš papildomų lėšų platinimo būdai 1998m.

Platinimo tvarka	Emitentų skaičius	Išplatintų akcijų emisinė vertė, mln. Lt	Pirminės rinkos dalis, %
Tiktai akcininkams	15	22.7	3
Su pirmumo teise akcininkams	11	323.1	38
Be pirmumo teisės akcininkams	10	37.9	4
Vienam investuotojui	16	340.5	40
Pirmumo teise akcininkams	14	21.6	3
Tiktai valstybei	15	105.6	12
		81	851.5
			100

Nepriklausomai nuo akcininkų sudėties, bendrovė, platindama vertybinius popierius tik savo akcininkų rate, prieina tik prie riboto finansinių išteklių šaltinio lyginant su platinimu atviroje vertybinių popierių rinkoje. Iš 8 lentelės duomenų matome, kad net 15 emitentų iš 36 platinusių emisijas viešai, platino naujas akcijas tik savo akcininkų rate. Tačiau vertine išraiška tokios emisijos pritraukė tik 7% viso viešai investuoto kapitalo.

Remiantis aukščiau minėtais duomenimis, matoma, kad didžioji dalis lėšų pritraukiama platinant vertybinius popierius paprastu privilegijuotu būdu, tai yra akcininkams suteikiama pirmumo teisė įsigyti naujos emisijos akcijų. Ši akcininkų teisė įtvirtinta Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatyme, kuris akcininkų pirmumo teisės realizavimui numato ne mažiau kaip 30 dienų. Iš vienos pusės toks platinimas leidžia užtikrinti vieną svarbiausių akcininkų turtinių teisių bei priėti prie kapitalo rinkos išteklių. Iš kitos pusės akcininkų pirmumo teisės realizavimas užtrunka jau minėtą laiko tarpą, dėl ko kyla rizika nesėkmingai išplatinti vertybinius popierius.

Pastaruoju metu ryškėja nauja tendencija – emitentai renkasi neprivilegijuotą akcijų platinimą. Akcininkai, priimdami sprendimus dėl įstatinio kapitalo didinimo ir naujų akcijų išleidimo, atsisako minėtos pirmumo teisės. Tuo siekiama pritraukti daugiau lėšų iš stambių investuotojų, sutrumpinti akcijų platinimo terminus bei išvengti akcijų kainų svyravimo rizikos rinkoje. Ypač tai būdinga tiems atvejams, kai atliekama nevieša vertybinių popierių emisija.

#### 2.4.2. Vertybinių popierių emisijos didinant bendrovės įstatinį kapitalą iš nuosavų lėšų

1998 metais net 33% [8] vertybinių popierių emisijų buvo susijusios su įstatinio kapitalo didinimu iš bendrovės lėšų. Tai yra, visi šie atvejai nebuvo susiję su lėšų pritraukimu iš išorinių šaltinių, todėl

vertybinių popierių emisija buvo naudojama kaip instrumentas vidinei restruktūrizacijai atlikti. Visų šiuo būdu leidžiamų vertybinių popierių būsimieji savininkai yra iš anksto žinomi, todėl tokių emisijų platinimas yra daugiau formalumas ir apsiriboja vertybinių popierių emisijos įregistravimu Vertybinių popierių komisijoje ir bendrovės įstatų pakeitimais. Panagrinėkime keletą atvejų, kai vertybinių popierių emisija naudojama šiais tikslais, ekonomės prasmės ir techniniais aspektais.

Pagal LR Akcinių bendrovių įstatymo 44 straipsnį, “bendrovės įstatinis kapitalas gali būti didinamas visuotinio susirinkimo nutarimu iš nepaskirstytojo rezultato, akcijų priedų ar rezervų išleidžiant naujas akcijas, kurios nemokamai perduodamos akcininkams, arba padidinant anksčiau išleistų akcijų nominalias vertes”. Naujosios akcijos turi tas pačias turtines ir neturtines teises kaip ir senosios akcijos. Vertybinių popierių emisijos, didinančios įstatinį kapitalą kapitalizuojant nuosavas lėšas pakeičia išorines ekonomines bendrovės – emitento charakteristikas, bet tuo pat metu bendrovės valdomų finansinių išteklių dydis nepasikeičia. Vadinamas “atskiedimo” efektas pasireiškia tuo, kad akcininkų nuosavybė bendrovės balanse bendra suma nepasikeičia, tačiau padidėja įstatinis kapitalas ir rinkoje atsiranda atitinkamai didesnis skaičius akcijų, suteikiančių turtines teises į nepakitusių nuosavą bendrovės kapitalą. Akivaizdu, kad šiuo atveju individualūs akcijos vertės rodikliai – kainos ir pelno akcijai santykis, buhalterinė akcijos vertė – pakinta. Efektyvioje kapitalo rinkoje akcijos kaina netrukus po informacijos apie akcijų “atskiedimą” turėtų sumažėti santykinai tiek, kiek padidėjo akcijų, nes faktiškai nepakitusios kiekybės ir kokybės aktyvus atspindi tik didesnis skaičius vienodų akcijų.

Pagrindinis saugiklis, apsaugantis nuo senųjų ir naujųjų akcijų savininkų disbalanso tas, kad esami akcininkai gauna visas naujas akcijas nemokamai. Tai reiškia, kad jie faktiškai išlaiko vienodas turtines ir neturtines teises, turėtas prieš naująją emisiją. Tačiau čia taip pat slypi ir pavojus. Tarp informacijos paskleidimo, antrinės rinkos reakcijos į ją bei naujųjų akcijų patekimo į rinką egzistuoja laiko lagas, kuris gali tęstis net 6 mėnesius. Tuo laikotarpiu reali rinkos bendrovės vertė (jos įregistruotų akcijų skaičiaus ir rinkos kurso sandauga) yra dirbtinai sumažinta, nes naujosios akcijos dar nebūna įregistruotos depozitoriume, o įstatinio kapitalo padidėjimas neužfiksuotas įmonių registre.

Galima teigti, kad pasyviems bendrovės akcininkams toks sprendimas padidinti įstatinį kapitalą iš nuosavų lėšų nėra naudingas, o geriausiu atveju neutralus. Tuo tarpu, bent jau Lietuvoje, tuo sėkmingai pasipelno akcijų rinkos spekuliantai pasinaudodami neefektyvios rinkos lėta reakcija į akcijų ekonominių parametru pasikeitimą. Įstatinio kapitalo dydžio ekonominė reikšmė nėra didelė, daug svarbesni bendrovės nuosavybės dydžio rodikliai (kurie beje į save įtraukia ir įstatinį kapitalą), tačiau teisiniu aspektu jo reikšmė yra gerokai didesnė. Mat dauguma įstatymuose taikomų bendrovių veiklos apribojimų remiasi į bendrovių dydį, kuris savo ruožtu diferencijuojamas pagal įstatinio kapitalo dydį. Pavyzdžiui, bankas norėdamas vykdyti pasikeitusį minimalaus kapitalo reikalavimą, gali kapitalizuoti savo rezervus.

Kai kurios Lietuvos bendrovės pradėjo vykdyti darbuotojų skatinimo politiką, tam tikslui naudodami bendrovės vertybinių popierių emisijų platinimą darbuotojams. Tai gana plačiai pasaulyje paplitęs darbuotojų motyvavimo būdas, perleidžiant jiems dalį įmonės valdymo. Lietuvos akcinių bendrovių įstatymas numato specialias darbuotojų akcijas, kurias apibrėžia kaip bendrovės darbuotojams lengvatinėmis sąlygomis parduotas ar kitaip perduotas vardines akcijas. Siekiant, kad šios akcijos išliktų darbuotojų nuosavybe, gali būti numatoma, kad jų cirkuliacijos sferą bendrovės įstatai gali apriboti, bet ne ilgesniam kaip 3 metų terminui nuo jų išleidimo į apyvartą dienos. Kartu nustatoma, jog akcijos savininkas neturi teisės parduoti ar kitaip perleisti akciją kito asmens, neturinčio teisės įsigyti tokią akciją, nuosavybėn. Pasibaigus cirkuliacijos sferos apribojimo laikui, akcija netenka darbuotojų akcijos statuso. Tais atvejais, kai bendrovės valdymo organai labiau



suinteresuoti darbuotojų akcijas panaudoti vietoj piniginio paskatinimo, tokie apribojimai netaikomi. Tada darbuotojai gali parduoti savo akcijas rinkoje ir pasipelnyti iš skirtumo kainų, kuriomis bendrovė perleido jiems savo akcijas, ir jų kurso antrinėje rinkoje.

Jeigu akcininkas neprieštaruoja, dividendas jam gali būti išmokėtas bendrovės akcijomis ar kitais vertybiniais popieriais. Bendrovei šis būdas yra priimtinas tuo, kad nenaudojamas apyvartinis kapitalas piniginiams išmokoms akcininkams, bet nominaliai jie yra skatinami. Tuo tikslu bendrovė išleidžia gali išleisti naują vertybinių popierių emisiją, kuri savo charakteristikom ir poveikiu rinkai nesiskiria nuo jau aprašyto kapitalo didinimo iš nuosavų lėšų arba perleisti kaip dividendus jos turimus kitus vertybinius popierius ar savo supirktas akcijas.

### **2.4.3. Skolos akcionavimas**

1998 metais kovo mėnesio LR Akcinių bendrovių įstatymo 43 straipsnio papildymas leido aukcionuoti bendrovių skolą valstybei – “bendrovei didinant kapitalą papildomais įnašais, valstybė, savivaldybė ar valstybinis socialinis draudimas gali įsigyti jos akcijų už emisijos kainą, lygią akcijos nominaliai vertei, Vyriausybės nustatyta tvarka įskaitant bendrovės įsiskolinimus valstybės, savivaldybės ar valstybinio socialinio draudimo fondo biudžetams, jeigu bendrovės nuosavas kapitalas nėra mažesnis už jos įstatinį kapitalą ir bendrovės balanse nėra apskaityti nuostoliai. Jei bendrovė iš valstybės ar savivaldybės biudžeto gavo lėšų bendrovės investiciniams programoms finansuoti, bendrovės įstatinis kapitalas turi būti padidintas išleidžiant naujas akcijas, kurios perduodamos valstybei ar savivaldybei” [5]. Skolą privačioms bendrovėms akcionuoti įmonės galėjo ir anksčiau, tačiau tai nebuvo labai populiaru, nes ne visada kreditoriai buvo suinteresuoti sunkumus patiriančios bendrovės (sprendžiant iš jos noro atsikratyti skola, dalies valdymo perleidimo sąskaita) akcijų paketų įsigijimu.

Teoriškai vertybinių popierių emitentui skolos akcionavimas reiškia įsipareigojimo termino pratęsimą neribotam laikui bei nuosavybės padidėjimą įsiskolinimų sumažėjimo sąskaita. Pagrindinis šio proceso privalumas bendrovei yra tas, kad jis pagerina įmonės finansinę būklę – nereikia padengti skolos naudojant apyvartinį kapitalą, pagerėja bendrovės pasyvų subalansavimas – padidėjus akcininkų nuosavybei atsiveria palankesnės skolinimosi sąlygos. Tačiau palankesnės finansinės sąlygos konvertuojant skolą į nuosavą kapitalą seniesiems akcininkams reiškia dalies valdymo praradimą, ypač jei vertybinių popierių emisijos tikslas vien tik skolos akcionavimas. Dažnai kreditoriai būna suinteresuoti perimti bendrovės valdymą, ypač jei jis atrodo neefektyvus, kreditą bendrovei paverčiant akcijų paketu.

Skolos vertybinių popierių platinimas akcionuojant skolas taip pat yra daugiau formalumas, nes emisijas yra orientuota į vieną ar kelis kreditorius. Tokiu atveju reikalaujama pateikti tik specialios formos emisijos prospektą.

### **2.5. Neviešas vertybinių popierių platinimas**

Pagal Viešosios apyvartos įstatymą, neviešas vertybinių popierių platinimas – tai platininiam, kai nesikreipama į viešosios apyvartos tarpininką, nėra viešai siūloma jų įsigyti arba asmenų skaičius, kuriam yra platinama emisija, yra mažesnis negu 100. Tarp Lietuvos emitentų gana populiaru platinti vertybinius popierius neviešu būdu. Pavyzdžiui, 1998 metais taip buvo išplatintos 45 vertybinių popierių emisijos iš 81 atvejo, kai buvo didinamas įstatinis kapitalas papildomais įnašais [20]. Kas lemia tokį dažną naudojimąsi šiuo būdu?

Ne kiekviena atviro tipo bendrovė yra patraukli investuotojams, savo ruožtu tai reiškia, kad jos galimybės sėkmingai išplatinti savo vertybinių popierių emisiją viešai patrauklia kaina yra ribotos. Šį efektą dar labiau sustiprina neefektyvi Lietuvos pirminė kapitalo rinka, savo palyginti skurdžiu potencialu negalinti suteikti finansavimo skirtingos rizikos lygių projektams, būdama prieinama tik solidžiausių bendrovių emisijoms. Viena iš išeičių pritraukti kapitalo iš išorinio finansavimo šaltinio, o dažnai ir vienintelė, yra būtent privatus platinimas uždarei investuotojų grupei. Lietuvoje bendrovės, negalinčios sudominti investuotojų savo vieša vertybinių popierių emisija, ieško vadinamojo strateginio investuotojo. Tokiu būdu pritraukiamas papildomas kapitalas, bet tai neišvengiamai susiję su daliniu valdymo perleidimu. Šį teiginį patvirtina 8 lentelė (40 pusl.), kuri parodo, kad net 40% visų 1998 metais leistų vertybinių popierių, vertinant emisine kaina, buvo išplatinta neviešu būdu vienam investuotojui. Nevieša vertybinių popierių emisija taip atliekamas bendrovės skolos akcionavimas, įsiskolinimus kreditoriams paverčiant balso teisę turinčių akcijų emisijomis.

Neviešas vertybinių popierių platinimas yra priimtinas smulkiems ar nežinomiems rinkoje emitentas ne vien tik dėl to, kad leidžia pritraukti lėšų kapitalo rinkoje, bet dar ir todėl, kad leidžia tai padaryti santykinai pigiai. Pirmiausia čia nėra tarpininkavimo institucijos – jos buvimas prieštarautų neviešosios apyvartos apibrėžimui, o ir nėra poreikio tarpininkavimui, nes tiesiogiai deramasi su investuotoju. Taip pat registravimo procedūros paprastesnės, nereikia reklamos. Kita vertus, šiuo atveju ryšys tarp bendrovės vertybinių popierių kurso antrinėje rinkoje ir emisijos kainos nėra toks stiprus, kaip viešojo platinimo atveju. Todėl emisijos kaina daugiau priklauso nuo to, kaip potencialus investuotojas vertina bendrovės perspektyvas. Apskritai bendrovių tarpusavio įsigijimų, skolos akcionavimo atvejais nėra labai svarbi bendrovės akcijų kaina, nes orientuojamasi į ilgesnį laikotarpį. Pavyzdžiui, 1998 pabaigoje SEB įsigijo AB Vilniaus bankas akcijų emisiją, suteikiančią 32% balsų mokėdamas 46Lt už vieną 10Lt nominalo akciją, nors antrinėje rinkoje tuo metu šių akcijų kaina ilgesnį laikotarpį cirkuliavo 25-28 Lt už akciją ribose.

### **3. Kapitalo rinkos naujovės ir perspektyvos Lietuvoje**

#### **3.1. Pasirašymo teisių emisijos**

Plečiantis Lietuvos kapitalo rinkai joje atsiranda nauji finansiniai produktai. Vienas jų – akcijų pasirašymo teises – pirmieji viešai išleisti vertybiniai popieriai, turintys išvestinių vertybinių popierių požymius. Vertybinių popierių komisija, siekdama sudaryti emitentams sąlygas panaikinti priežastis, dėl kurių atsisakoma taikyti akcininkų pirmumo teisę ir užtikrinti smulkiųjų akcininkų pirmumo teisę pasirašyti naujai išleidžiamas akcijas, įteisino naują rinkos instrumentą - pasirašymo teises. 1997 metais patvirtintos Pasirašymo teisių išleidimo ir platinimo taisyklės, (VPK nutarimas Nr.27, 1997 12 04) reglamentuojančios pasirašymo teisių emisijos platinimo ir realizavimo tvarką. 1997 metais Vertybinių popierių komisijoje pirmą kartą įregistruota AB “Lietuvos taupomais bankas” 6 mln. pasirašymo teisių emisija. Taip pat 1998 vasario mėnesį LTB išplatino dar vieną 12 mln. teisių emisiją.

Kaip jau minėta aukščiau, Akcinių bendrovių įstatymas, gindamas akcininkų interesus, numato jų pirmumo teisę įsigyti naujos emisijos vertybinius popierius. Ši įstatymu ginama nuostata gali būti įtvirtinta ir atskiru vertybinių popierių tipu - pasirašymo teisėmis. Jos apibrėžiamos taip: “pasirašymo teisės - tai terminuoti vertybiniai popieriai, suteikiantys teisę įsigyti (pasirašyti) to paties atskaitingo emitento (pasirašymo teisių atskaitingo emitento) išleidžiamų vertybinių popierių pirmumo teise” [3,4]. Pasirašymo teisės, išreikštos vertybiniu popieriumi, suteikia daugiau galimybių seniesiems bendrovės akcininkams. Tarkime, bendrovė skelbia naujų vertybinių popierių emisiją kartu nurodydama, kad senieji akcininkai turi pirmumo teisę per 30 dienų pasirašyti dalį

naujos emisijos, proporcingą jų turimų akcijų skaičiui. Tačiau per tą laikotarpį akcininkas negali skirti papildomų akcijų įsigijimui ir taip įgyvendinti savo turimas teises, todėl jos pereina bet kokiam investuotojui, tuo pačiu senajam akcininkui negaunant jokios kompensacijos dėl šio praradimo. Esant lygiagrečiai teisių emisijai, akcininkas gali realizuoti savo teises ir įsigyti dalį naujo emisijos pirmumo teise, parduoti teises, tuo kompensuodamas minėtos teisės praradimą arba nusipirkti papildomą pasirašymo teisių kiekį – norėdamas padidinti savo poziciją bei nesiimti jokių veiksmų ir taip prarasti pirmumo teisę į naujos emisijos akcijas.

Panagrinėkime teisių emisijos ypatumus AB “Lietuvos taupomasis bankas” (LTB) pavyzdžiu (žr. 1 paveikslą). 1998 Sausio 19 dieną įvykęs akcininkų susirinkimas nusprendė bendrovės įstatinį kapitalą, kuris buvo lygus 60 mln. litų, padidinti papildomais 120 mln. litų išleidžiant 12,000,000 akcijų ir tiek pat pasirašymo teisių nemokamai perleidžiamų asmenims 1998 Vasario 2 dienos pabaigoje buvusiems LTB akcininkais. Ši data vadinama eks-diena, po kurios perleidžiamos akcijos jau neturi teisės įsigyti naujos emisijos akcijų. Taip pat akivaizdu, kad teisių ir akcijų santykis 1:1, t.y. vienos Teisės savininkas gauna teisę įsigyti vieną akciją emisijos kaina. Kiekvienas akcininkas už turimą LTB akciją gavo po 2 pasirašymo teises. Vienos akcijos emisijos kaina 13,5 Lt [1,5].

Pasirašymo teisių platinimą galima skirti į kelis etapus. Pirmajame etape, kuris prasideda sprendimo dėl kapitalo didinimo priėmimo dieną, Vertybinių popierių komisijoje registruojamos akcijų bei teisių emisijos. Šio periodo metu, kuris trunka paprastai 30 dienų, antrinėje rinkoje cirkuliuoja akcijos, kurias įsigijęs investuotojas jau negauna teises pasirašyti naujos emisijos akcijų. Tuo tarpu prieš eks-dieną įsigijusieji akcijas gali sudaryti terminuotus sandorius teisėms parduoti, kai vyks jų prekyba antrinėje rinkoje.

Atrojo etapo metu – įregistravus vertybinių popierių emisijas ir atidarius kaupiamąją pasirašymo teisių sąskaitą Lietuvos centriniame vertybinių popierių depozitoriume, prasideda akcijų pasirašymas teisių savininkams, o taip pat prasideda pasirašymo teisių apyvarta antrinėje rinkoje. Paprastai teisių antrinė apyvarta trunka trumpiau, negu akcijų pasirašymas. LTB atveju pasirašymo teisių terminas 30 dienų, o akcijų pasirašymo terminas trunka 5 dienomis ilgiau. Pasirašymo teisės turi teorinę kainą, kuri lygi akcijos emisijos ir rinkos kainų skirtumui, įvertinus santykį, kuriuo teisės keičiamos į akcijas. LTB atveju ši teorine kaina lygi (eks-dieną akcijos rinkoje kainavo 15 Lt):

$$15,00\text{Lt} - 13,50\text{Lt} / 1 = 1.50\text{Lt}$$

Kaina, kuria prekiaujama teisėmis antrinėje rinkoje, ne visada sutampa su jų teorine kaina. Tai atsitinka dėl akcijų kurso svyravimo rinkoje teisių prekybos laikotarpiu bei prekybos sąnaudų ir rinkos pasiūlos ir paklausos nesubalansavimo. LTB pasirašymo teisės antrinėje rinkoje pradžioje buvo parduodamos 0,7 Lt, o vėliau jų kaina smuko iki 0,01 Lt, smukus akcijų kainai antrinėje rinkoje.

Trečias platinimo etapas prasideda tuomet, kai nauja emisija pradedama platinti visiems investuotojams.

Pasaulinėje praktikoje teisių emisijos, nors ir laikomos santykinai pigiu ir palankiu akcininkams emisijų platinimo būdu, nėra labai paplitusios. Nėra vieningos nuomonės, kodėl emitentai dažniau renkasi viešą vertybinių popierių platinimą tarpininkaujant finansinėms institucijoms, o ne teisių emisiją. Pateikiami argumentai, kad tarpininkai užtikrina vertybinių popierių kainos palaikymą antrinėje rinkoje bei garantuoja emisijos išplatinimą platindami tvirto įsipareigojimo būdu. Taip pat

išskiriami tokie teisių emisijos trūkumai, kaip ilgesnis platinimo laikotarpis, siauresnis naujų investuotojų ratas.

Ruošiant teisinę bazę pasirašymo teisių platinimui, buvo tikimasi, kad tai bus efektyvi investuotojų nuosavybės apsaugos priemonė, padedanti sureguliuoti esamų akcijų rinkos kainos ir naujos emisijos akcijų kainos skirtumą, bei užtikrinti akcijų kurso stabilumą akcijų platinimo metu. Praktika parodė, kad lietuviškasis teisių cirkuliacijos mechanizmas veikia, kontroliuojančios ir aptarnaujančios vertybinių popierių rinkos institucijos yra pasirengusios teisių apyvartai. Tačiau taip pat tapo akivaizdu, kad kol kas nėra emitentų ir investuotojų suinteresuotumo teisių emisijomis. Tik dvi vieno emitento bandomosios teisių emisijos įvykdytos per 2 pastaruosius metus leidžia matyti, kad kol kas Lietuvos bendrovės neįaučia poreikio išvestinių popierių emisijoms, jų teikiami privalumai kol kas neatitinka piniginių ir laiko sąnaudų, patiriamų leidžiant tokio pobūdžio priemones. Kita vertus, žemas likvidumas rinkoje, pasiūlos ir paklausos nesubalansuotumas neskatina ir pačių investuotojų domėtis išvestiniais instrumentais.

### 3.2. Depozitoriumo pakvitavimų programos Lietuvoje

Vienas iš būdų, kuriuos pradėjo taikyti žinomi Lietuvos emitentai norėdami padidinti savo vertybinių popierių likvidumą, pritraukti užsienio kapitalo - tarptautinio depozitoriumo sertifikato platinimo programos. Depozitoriumo sertifikatas – tai liudijimas apie akcijos deponavimą kurioje nors iš tarptautinių finansinių institucijų, leidžiantis tomis akcijomis, tiksliau liudijimais, prekiauti užsienio rinkose. Pasaulyje šiuo metu paplitusios dvi depozitoriumo sertifikatų atmainos – tai Amerikietiškieji depozitoriumo sertifikatai ADS (angliškai – ADR) ir Tarptautiniai depozitoriumo sertifikatai TDS (angliškai – GDR). Jų pagrindinis skirtumas yra tas, kad pirmieji skirti daugiau Amerikos investuotojams, paprastai depozitoriumo funkciją atlieka JAV registruoti investiciniai bankai, dažniausiai tai būna “Citybank”, “The Bank of New York”, “Bankers Trust”. Šis instrumentas yra ypač paplitęs Rusijoje. Tuo tarpu kituose besivystančiuose Rytų ir Centrinės Europos rinkose emitentai labiau vertina Tarptautinius depozitoriumo sertifikatus, įgalinančius vienu metu išleisti tų pačių charakteristikų vertybinius popierius skirtingose tarptautinėse rinkose, tuo pačiu pasiekiant platesnį investuotojų ratą. GDR gali būti tuo pačiu metu prekiaujama ir JAV, ir kitose tarptautinėse rinkose, o ADR apsiriboja tik JAV rinka.

1996-1998 metais kelios solidžiausios Lietuvos bendrovės įgyvendino Tarptautinių depozitoriumo sertifikatų emisijos programas. Pirmasis buvo “Vilniaus bankas”, išleidęs 13,12 mln. USD vertės TDS emisiją.

**9 Lentelė. Lietuvos emitentų leistų TDS emisijų parametrai [17]**

Emitentas	TDS emisijos data	PVA	PVA nominalas Lt	TDS emisijos dydis, (vnt.)	TDS nominalas USD	Depozitoriume įregistruotų PVA skaičius.	Tarptautinis depozitoriumas
"Vilniaus bankas"	96 Liepos m.	105,000	500	1,050,000	12.5	5,281,660	Bankers Trust
"Biržų akcinė pieno"	96 Gruodžio m.	4,800,000	5	480,000	12.5	5,403,950	Bankers Trust

bendrovė							
"Bankas Hermis"	97 Liepos m.	255,034	50	1,275,170	2.5	93,111	Bank of New York
"Rokiškio sūris"	97 Lapkričio m.	150,000	10	300,000		190,686	Bankers Trust

Emitentui nusprendus platinti vertybinius popierius su konvertavimu į TDS suburiamas tarpininkų konsorciumas. Šiame konsorciame paprastai dalyvauja Lietuvos viešosios apyvartos tarpininkas ir tarptautinių operacijų patirtį turintis užsienio partneris. Štai "Vilniaus banko" ir "Biržų akcinės pieno bendrovės" tarptautinius depozitoriumo sertifikatus emisiją organizavo "Vilniaus banko" specializuotas finansų maklerio departamentas ir investicinis bankas "Nomura International". "Hermio" ir "Rokiško sūrio" TDS emisijas ruošė "FMĮ Vilfima" ir "Williams de Broe" konsorciumas.

Pirmais žingsnis – paprastųjų vardinių akcijų emisija. Tai įprastinė jau aprašyta vertybinių popierių emisijos procedūra turinti tokį skirtumą, kad registruojant Vertybinių popierių komisijai pateikiamas platesnis prospekto variantas. Emisija gali būti platinama viešai arba neviešai priklausomai nuo to, ar visi vertybiniai popieriai bus konvertuoti į TDS ar tik dalis emisijos. Pavyzdžiui, tik pusė 1997 metais išleistos "Rokiškio sūrio" emisijos buvo konvertuojama į TDS. Įregistravus bendrovės kapitalo padidinimą įmonių rejestre, bendrovės vertybiniai popieriai įtraukiami LCVPD apskaitą. Formaliai PVA pasirašo ir valdo pasirinktas tarptautinis depozitoriumas.

Kita procedūra – dalies ar visos akcijų emisijos pervedimas į tarptautinio depozitoriumo (mūsų atveju "Bankers Trust") sąskaitą, atidarytą LCVPD. Tuo pat metu tarptautinio depozitoriumo apskaitoje taip pat atidaroma sąskaita emitento akcijoms, kuri yra pagrindas pradėti tarptautinių depozitoriumo

sertifikatų emisiją.

Tarptautinis depozitoriumas pradeda paprastųjų vardinių lietuviškų akcijų konversiją į tarptautinius depozitoriumo sertifikatus. TDS tampa faktiškai savarankiškais vertybiniais popieriais, cirkuliuojančiais užsienio rinkoje. Leidžiamų TDS nominalas, išreikštas užsienio valiuta, o dėl to ir išleidžiamas kiekis gali skirtis nuo akcijų, kurių pagrindu jie leidžiami, nominalo. Pastebima tendencija susmulkinti TDS nominalus, tuo siekiama padidinti jų likvidumą antrinėje rinkoje. Štai

“Vilniaus banko” ir “Biržų akcinės pieno bendrovės” 10 TDS atitinka vieną PVA, “Rokiškio sūrio” atveju šis santykis lygus 2:1.

Tarptautiniai depozitoriumo sertifikatai platinami pagal užsienio rinkoje galiojančius reikalavimus. Antrinė TDS apyvarta gali vykti tiek organizuotoje rinkoje “Vilniaus banko” ir Biržų bendrovės TDS listinguoti Liuksemburgo biržoje, o kitų Lietuviškųjų TDS apyvarta vyksta užbiržinėje rinkoje.

Tarptautiniai depozitoriumo sertifikatai leidžia emitentui:

*Prieiti prie tarptautinių finansavimo išteklių.* Esant nedideliame vietinės rinkos potencialui, tarptautinės vertybinių popierių emisijos leidžia finansuoti stambesnius projektus, daryti tai efektyviau.

*Pagerinti bendrovės reputaciją.* Sėkminga tarptautinių depozitoriumo sertifikatų emisija atspindi finansinių institucijų bei investuotojų užsienyje pasitikėjimą bendrove. Tarptautinis bendrovės pripažinimas taip pat veikia ir vietos investuotojus sudarydamas geresnes pakartotinių vertybinių popierių emisijų platinimui.

*Išplėsti akcininkų bazę.* Tarptautiniai depozitoriumo sertifikatai puiki priemonė užsienio investuotojams diversifikuoti savo vertybinių popierių portfelius mažais kaštais, nes kitos šalies bendrovių akcijos perkamos tokiomis sąlygomis ir už tą valiutą, kurios galioja investuotojo šalyje. Paprastai užsienio investuotojai, įsigiję TDS, nėra aktyviai suinteresuoti dalyvauti bendrovės valdyme, todėl TDS gera priemonė pritraukti kapitalą išlaikant valdymą senųjų akcininkų rankose.

*Padidinti savo vertybinių popierių likvidumą ir kainas vietinėje rinkoje.* Jei vietos rinka nėra likvidi, o užsienyje tos bendrovės TDS aktyvia prekiaujama, atsiranda reali arbitražo galimybė (nes dažnai yra numatoma galimybė PVA konvertuoti į TDS ir atvirkščiai). Būtent arbitražinės situacijos realizavimas, padidina bendrovės akcijų likvidumą ir kotiruotes vietinėje rinkoje.

Nepaisant išvardintų privalumų, tarptautinių depozitoriumų sertifikatų emisijos nėra ypač populiarios tarp Lietuvos emitentų. Tiesa “Litimpeks” bankas žadėjo naują ADR emisiją, bet kiti emitentai kol kas ir nuo pažadų susilaiko. Iš dalies galbūt tai lemia nestabili padėtis finansų rinkose, nepalanki bent kokių vertybinių popierių tipų emisijoms. Tačiau, mano manymu, svarbiausia priežastis, dėl kurios Lietuvos emitentai neskuba skelbti TDS emisijų – jų brangumas. Nors nėra oficialios informacijos apie bendrovių patirtas išlaidas leidžiant TDS emisijas, akivaizdu, kad būtina tarpininkų, o ypač užsienio įstaigų samdymas. Pirminės įmokos tarptautiniam depozitoriumui sudaro nemažą sumą palyginus su vertybinių popierių platinimu vietinėje rinkoje. Tačiau be didelių emisijos kaštų emitentas taip pat patiria ir nemažus einamuosius kaštus – reguliariai mokama už vertybinių popierių deponavimą tarptautiniame depozitoriume bei kitas jo paslaugas. Be to, egzistuoja ir laiko lago problema. Paprastai tarptautinių depozitoriumo sertifikatų emisijos programa užtrunka gana ilgai.

Mano manymu, ateityje vystantis ir plečiantis Lietuvos kapitalo rinkai tarptautinių depozitoriumo sertifikatų emisijų svarba sumažės. Esant galimybei efektyviai išplatinti vietinėje rinkoje brangūs TDS emisijų projektai neatrodys tokie priimtini, jų teikiamus privalomus prieš emisiją vietinėje rinkoje užgoš santykinai didesni kaštai. Praktika rodo, kad depozitoriumo sertifikatai yra daugiau besivystančių valstybių bendrovių ėjimo į išsivysčiusias kapitalo rinkas instrumentas. Tarptautinių finansų rinkų globalizavimas bei galima Lietuvos narystė Europos Sąjungoje taip pat sąlygos tokių instrumentų nykimą.

### 3.3. Pirminės kapitalo rinkos vystymosi perspektyvos

Mano manymu, galima skirti kelis pagrindinius veiksnius, lėmusius Lietuvos pirminės vertybinių popierių rinkos plėtrą, kurie, ko gero, ir ateityje turės esminės įtakos šio sektoriaus vystymuisi.

Pirmiausia, pastaraisiais metais pastebimą išplatinamų vertybinių popierių emisinės vertės didėjimo tendenciją, ryškiai matomą 10 lentelėje, siečiau su didėjančiu ekonominiu šalies aktyvumu, išreikštą didėjančiomis prekybos apimtims šalyje, bei bendro nacionalinio produkto augimu. Augančios šalies ir užsienio rinkos verčia Lietuvos bendroves, kurios technologiniu požiūriu dar atsilieka nuo išsivysčiusių valstybių įmonių, ieškoti alternatyvių šaltinių įrangai, technologijoms bei "know-how" įsigijimui finansuoti. Dažnai komerciniai bankai nenoriai finansuoja stambius ar rizikingus bendrovių projektus. Tuo tarpu vertybinių popierių rinkoje pritrauktos lėšos yra santykinai pigesnės, gerokai didesni jų išteklių. Šį argumentą sustiprina ir tas faktas, kad auga pramoninių bendrovių leidžiamų emisijų lyginamasis svoris pirminėje rinkoje. Štai 1996 metais daugiau nei pusė lėšų pritrauktų pirminėje kapitalo rinkoje, atiteko bankų sektoriui. Tuo tarpu jau 1998 metais akcinės bendrovės pritraukė dvigubai daugiau lėšų, nei bankai. Tai įrodo, kad daugumos bendrovių valdytojai perpranta finansų rinkos veikimo principus ir jau sugeba efektyviai jais pasinaudoti.

**10 Lentelė. Išplatintų vertybinių popierių emisinė vertė, mln. Lt [7;20]**

	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>
<b>Akcinės bendrovės</b>	315,7	586,2	1 029,8
<b>Bankai</b>	328,7	293,5	495,4
<b>Iš viso</b>	644,4	879,7	1 525,2

Šis su ekonominiu aktyvumu susijęs lėšų poreikis turėtų ir toliau didėti, nepaisant 1998 metais prasidėjusio tam tikro sąstingio. Tačiau ar pirminė vertybinių popierių rinka ir toliau išliks pasiūlos rinka, didėjant bendrovių siūlomų vertybinių popierių apimtims, priklausys ir nuo to, kaip augs laisvo kapitalo, cirkuliuojančio rinkoje, apimtys.

Svarbiausia dabartinės Lietuvos kapitalo rinkos tiek pirminės, tiek antrinės problema – žemas likvidumas, sąlygojamas lėšų trūkumu, kurias gali ar/ir nori investuoti potencialūs investuotojai Lietuvos kapitalo rinkoje. Nagrinėjant investicinį potencialią Lietuvos kapitalo rinkoje, reikėtų įvertinti atskiras investuotojų grupes, veikiančias rinkoje.

**11 Lentelė. Investuotojų Lietuvos vertybinių popierių rinkoje sudėtis [17]**

<b>98 12 31</b>		<b>97 12 31</b>		<b>96 12 31</b>		
<b>mln. LT</b>	<b>%</b>	<b>mln. Lt</b>	<b>%</b>	<b>mln. Lt</b>	<b>%</b>	
Privačios bendrovės	509.9	27.4	541.2	28.8	378.7	45.8
Fiziniai asmenys	278.3	15	254.1	13.5	85.6	10.4
Komerciniai bankai	79.1	4.3	80	4.3	2.5	0.3

Valstybinės įmonės ir instituc.	54.3	2.9	18.6	1	6.7	0.8
Kiti	33.3	1.8	58.2	3.1	71.5	8.6
<b>Viso (rezidentai)</b>	<b>955</b>	<b>51.4</b>	<b>952.1</b>	<b>50.7</b>	<b>545</b>	<b>65.9</b>
JAV	230.2	12.4	353.5	18.8	98.9	12
Danija	164.7	8.9	32	1.7	7.9	1
Didžioji Britanija	95.1	5.1	125.3	6.7	66.2	8
Kitos valstybės	413.5	22.2	313.1	22.0	108.9	13.1
<b>Viso (nerezidentai)</b>	<b>903.5</b>	<b>48.6</b>	<b>923.9</b>	<b>49.2</b>	<b>281.9</b>	<b>34.1</b>

Pirmiausia reikėtų išskirti užsienio kapitalą. Šio kapitalo judėjimas Lietuvoje nevaržomas. Tačiau pasaulinė patirtis rodo, kad užsienio kapitalas ateina į vietines rinkas tik tuo atveju, jeigu pastarosios suteikia investuotojams neabejotiną privalumą lyginant su kitomis analogiškėmis rinkomis. Kai tokie privalumai išnyksta, užsienio kapitalas išeina iš šalies.

Gana didelę užsienio kapitalo reikšmę sąlygoja vykstantis valstybinio turto privatizavimas, kuriuo metu jau privatizuotos dauguma stambių valstybinių bendrovių. Kita vertus užsienio investuotojai, ypač tarptautines kompanijas, aktyviai dalyvauja Lietuvos vertybinių popierių rinkoje kaip strateginiai investuotojai, įsigyjantys perspektyvių bendrovių akcijas. 11 lentelės duomenys rodo, jog 1997-1998 metais užsienio kapitalo investicijos Lietuvos kapitalo rinkoje sudarė apie pusę visų investuotų lėšų. Tačiau galima teigti, jog ateityje užsienio kapitalo srutai, atsižvelgiant į besibaigiantį privatizavimą bei į faktą, kad dauguma sėkmingai dirbančių bendrovių jau bendradarbiauja su strateginiais investuotojais, turėtų išlikti esamame lygyje arba net sumažėti. Dėl šios priežasties vis didesnę įtaką vertybinių popierių rinkos plėtrai turės vietinis kapitalas.

Savo ruožtu vertinant vietinį kapitalą svarbu išskirti pagrindinius jo susidarymo šaltinius. Yra trys pagrindiniai vietinio kapitalo šaltiniai:

- gyventojų santaupos;
- finansinių institucijų ir verslo įmonių lėšos;
- valstybės lėšos.

Fizinių asmenų lėšos sudaro palyginus nemažą dalį visų investicijų kapitalo rinkoje. 11 lentelės duomenimis, 1998 metais gyventojų investicijos į nuosavybės vertybinius popierius sudarė 15% nuo bendro investuoto kapitalo. Akivaizdu, kad artimiausioje ateityje gyventojų investicijų lygį Lietuvos kapitalo rinkoje sąlygos santaupų apimtys pokyčiai, kurie, savo ruožtu, tiesiogiai priklausomi nuo gyventojų ekonominio pajėgumo. Augant gyventojų taupymui, vis labiau aktuali tampa turimų laisvų lėšų panaudojimo problema. Priklausomai nuo prisiimamos rizikos ir laukiamo investicijų pelningumo, kapitalo srutai bus nukreipti į depozitus komerciniuose bankuose, finansinių institucijų – draudimo bendrovių, investicinių bei pensijinių fondų sąskaitas bei bus tiesiogiai panaudotos investicijoms į pinigų ir kapitalo rinkos vertybiniams popieriams įsigyti. Todėl galima išskirti dvejopą – tiesioginę ir netiesioginę – taupymo poveikį pirminės kapitalo rinkos raidai. Tiesioginis poveikis reikš individualių investicijų padidėjimą kapitalo rinkoje, o netiesioginis poveikis pasireikš per kapitalo padidėjimą finansinių tarpininkų sąskaitose, kuris sąlygos institucinių investuotojų investicijų augimą. Taip pat aktualus Lietuvos piliečių kapitalo, laikomo užsienyje, pritraukimas. Nuo kelių iki keliasdešimt milijardų litų vertinamas turtas, po Lietuvos nepriklausomybės atgavimo “išplaukęs” į užsienį, leistų sėkmingiau spręsti vietos kapitalo trūkumo



problemas. Tačiau tam būtinos atitinkamos sąlygos, o būtent, šalies politinis - ekonominis stabilumas, tvirta valiuta, lanksti mokesčių sistema, kiek galima tobulesnis finansų rinkų reglamentavimas, galų gale tam tikra "amnestija" išplaukusiam kapitalui, palengvinanti grįžtančių lėšų deklaravimą. Galbūt valstybės taupymo lakštai, be biudžeto deficito finansavimo ir konkurencijos su indėliais komerciniuose bankuose, "išjudins" dalį šių lėšų ir pritrauks jas į skolos, o vėliau ir nuosavybės vertybinių popierių rinkas.

Vis dažniau tiek spaudoje, tiek ekonomistų viešuose pasisakymuose vietos institucinių investuotojų stoka įvardijama kaip vienas iš kapitalo rinkos stabdžių. Pasaulinė praktika rodo, jog išsivysčiusiose valstybėse institucinių investuotojų vaidmuo yra didžiulis. Pavyzdžiui JAV vertybinių popierių biržose institucinių investuotojų lėšos sudaro 2/3 investuojamo kapitalo [21,369]. Akivaizdu, kad Lietuvoje vietos institucinių investuotojų investuojančių kapitalo rinkoje nėra: investicinės akcinės bendrovės nesugebėjo tapti investiciniais fondais, veikiančiais pagal investicinių bendrovių įstatymą, pensijiniams fondams taip pat nesudarytos sąlygos kurtis, draudimo bendrovės ir bankai investuoja tik skolos vertybinių popierių rinkose. Dažnai pateikiami argumentai, jog kurtis vietos institucinius investuotojus trukdo ir pats rinkos neišsivystymas – esą sukurti fondai negalės pakankamai diversifikuoti sukauptų lėšų, patirs didesnę riziką dėl žemo rinkos likvidumo. Tačiau šias problemas galima būtų palaipsniui spręsti sudarant sąlygas kurtis užsienio kapitalo fondams, dalį lėšų investuojantiems užsienyje, taip pat kuriant mišrius investicinius ar pensijinius fondus investuojančius ne vien nuosavybės bet ir skolos vertybinių popierių rinkose. Vis dėlto pagrindinės vietos institucinių investuotojų steigimosi problemos slypi mokesčių sistemoje, kuri daro šių institucijų steigimą ekonomiškai nepatraukliu.

Kalbant apie valstybės institucijų vaidmenį kapitalo rinkos plėtrai, reiktų pažymėti, jog jų įtaka pasireiškė ne konkrečiomis lėšomis, kurios galbūt galėtų būti skirtos valstybinių įmonių finansavimui ar kitokioms finansinėms injekcijoms, o būtent tų institucijų sprendimai liečiančiais vertybinių popierių rinkos funkcionavimo sąlygas: apmokestinimo problemas, rinkos dalyvių struktūros įstatyminių reglamentavimą. Kapitalo prieaugio prekiaujant vertybiniais popieriais apmokestinimas, be abejo, neskatina gyventojų investuoti vertybinių popierių rinkoje potencialius kapitalo srautus nukreipdamas į neapmokestinamų bankų indėlių, o dažniausiai valstybės skolos instrumentų rinkas, tuo neskatinant likvidumo augimo nuosavybės vertybinių popierių rinkose. Tuo pačiu dvigubos apmokestinimas trukdo steigti vietos instituciniams investuotojams. Ryškėja valstybės orientavimasis į dažnai trumpalaikius ekonominius tikslus. Dėmesys koncentruojamas ties biudžeto subalansavimu ir jo vykdymu, dažnai ignoruojant anaipol ne antraeilis socialinio draudimo mechanizmo restruktūrizavimo, mokesčių sistemos tobulinimo ir kitus klausimus.

Apibendrinant galima teigti, jog tolesnę tiek pirminės, tiek antrinės kapitalo rinkos plėtra priklausys nuo makroekonominių veiksnių. Ekonominio šalies potencialo augimas, kartu su taupymo lygio padidėjimu šalyje, turės lemiamą reikšmę vertybinių popierių rinkoje likvidumui, vietinio kapitalo formavimuisi. Tačiau šiame procese neantraeilis vaidmuo teks ir valstybės vykdomai fiskalinei ir monetarinei politikai, nuo kurios priklausys tiek kapitalo rinkos, tiek visos šalies ekonomikos vystymasis.

## **Išvados**

Kapitalo rinkos užuomazgos Lietuvoje atsirado prasidėjus pirminiam valstybinio turto privatizavimo etapui 1991 metais. Kurį laiką vertybinių popierių rinka funkcionavo be įstatyminio reglamentavimo, iš dalies reguliuojama LR Vyriausybės nutarimais, todėl Lietuvos vertybinių

popierių rinkos kūrimosi vienas iš pagrindinių ypatumų buvo tas, kad reikėjo realiai veikiančią nereguliuojamą rinką transformuoti į teisiškai reguliuojamą.

LR Vertybinių popierių viešosios apyvartos, LR Akcinių bendrovių ir LR Investicinių bendrovių įstatymai sudaro teisinį vertybinių popierių rinkos funkcionavimo pagrindą. Šie įstatymai reglamentuoja pirminės ir antrinės kapitalo rinkų dalyvių, t.y. emitentų, investuotojų bei viešosios apyvartos tarpininkų teises, pareigas bei tarpusavio santykius, taip pat kontrolės ir aptarnaujančių institucijų funkcijas bei kompetenciją.

Pirminė vertybinių popierių rinka – vienas svarbiausių kapitalo rinkos segmentų, kuriame emitentai tiesiogiai formuoja savo vertybinių popierių pasiūlą, mobilizuodami laisvus kapitalo išteklius. Emisiją galima traktuoti kaip seriją išleistų vertybinių popierių visumą arba kaip procesą, kurio metu emitentas savo vardu leidžia vertybinius popierius į pirminę apyvartą.

Pasirinkti vertybinių popierių emisijos parametrai – emisijos dydis, platinimo būdai, kaina bei išleidimo laikas – turi didelę įtaką patiriamai emisijos rizikai, išleidimo sąnaudų dydžiui bei emisijos proceso trukmei. Nuo jų taip pat priklauso tai kaip emitento vertybinius popierius įvertins potencialūs investuotojai. Emisijos parametru parinkimas remiasi nuodugnia tiek bendrovės veiklos, tiek kapitalo rinkos būklės analize.

Vertybinių popierių emisijos kaštams galioja masto ekonomijos efektas. Kuo didesnė vertybinių popierių emisijos vertė, tuo mažesnės jos išleidimo sąnaudos. Didžiausią dalį sąnaudų sudaro tiesioginės išlaidos tarpininkams bei mokesčiai. Lietuvos emitentams aktualus vertybinių popierių emisijų koncentravimas, leidžiantis efektyviai sumažinti emisijos sąnaudas. Tai reikštų trumpalaikių poreikių finansavimo vertybinių popierių emisijos būdu atsisakymą, orientuojantis į efektyviai didelės vertės emisiją ateityje. Arba emitentai galėtų orientotis į didesnės vertės emisijas, viršijančias jų esamus poreikius, tikslu sukauptas lėšas panaudoti ateityje.

Vienas svarbiausių emisinio proceso etapų – emisijos kainos nustatymas. Žema emisijos kaina reiškia paslėptus emisijos kaštus, kurie perkeliama emitento akcininkams, tuo tarpu užaukštinta kaina padidina emisijos likvidumo riziką. Be to, nauja akcijų emisija neigiamai veikia bendrovės akcijų kainas antrinėje rinkoje. Pastebima tendencija, kad dauguma Lietuvos emitentų leidžia vertybinius popierius nominalia kaina. Taip atsitinka dėl to, jog akcijos nominalas yra akcinių bendrovių įstatyme numatyta žemutinė emisijos kainos riba, kuria leidžiama platinti naują emisiją, bei dėl to, kad daugumos bendrovių vertybinių popierių kotiruotės antrinėje rinkoje neatspindi realios akcijų vertės.

Pasaulinėje praktikoje įprasta, jog didelę dalį vertybinių popierių emisijų padeda platinti finansiniai tarpininkai. Tuo tarpu Lietuvos emitentai viešosios apyvartos tarpininkų paslaugomis naudojami retai, dėl pačių tarpininkų nenoro imtis aktyvios tarpininkavimo veiklos pirminėje kapitalo rinkoje. Dažniausiai tarpininkaujama "geriausių pastangų" sąlygomis, priimtinausiomis pačiam tarpininkui. Tai lemia nepakankamas rinkos likvidumas, ribojantis efektyvų investicijų pritraukimą, nepakankamas tarpininkaujančių institucijų kapitalas bei daugelio šių institucijų, ypač komercinių bankų padalinių, vykdoma konservatyvi investavimo strategija.

Klasikinė vieša vertybinių popierių emisija, orientuota į daugelį investuotojų, dėl nedidelio rinkos potencialo prieinama tik solidžiausioms Lietuvos bendrovėms, turinčioms santykinai likvidžią antrinę vertybinių popierių rinką ir darbo toje rinkoje patirtį. Didesnė dalis Lietuvos emitentų platindami savo vertybinius orientuojasi į siaurą savo akcininkų ar strateginių investuotojų ratą, vykdo neviešą vertybinių popierių emisiją.

Pirminė ir antrinė vertybinių popierių rinkos tarpusavyje glaudžiais susijusios. Iš vienos pusės, esant nelikvidžiai antrinei kapitalo rinkai, viešas emisijos platinimas gali būti neefektyvus dėl nedidelio vietinės rinkos potencialo bei investuotojų nenoro įsigyti akcijų, kurios neturės realios antrinės rinkos. Iš kitos pusės, antrinėje rinkoje maža pasiūla finansinių instrumentų bei vertybinių popierių emitentų, kurie nesiryžta išleisti vertybinių popierių viešai.

Lietuvos kapitalo rinkoje atsiranda naujos vertybinių popierių rūšys. 1995 metais buvo išplatinta pirmoji tarptautinio depozitoriumo pakvitavimų emisija. TDS emisijų praktika parodė, kad jos gali sėkmingai prekybą Lietuvos emitentų vertybiniais popieriais "eksportuoti" į tarptautines rinkas, padidinant jų likvidumą ir reputaciją. Tačiau išaiškėjo ir trūkumai – didelės emisijos sąnaudos, padidėję reikalavimai informacijos atskleidimui, kurie lemia šios priemonės populiarumo mažėjimą Lietuvos emitentų tarpe. 1997 metais Lietuvos taupomasis bankas pirmą kartą Lietuvos vertybinių popierių rinkos istorijoje išplatino išvestinių vertybinių popierių – pasirašymo teisių emisiją. Tačiau tik dvi vieno emitento bandomosios teisių emisijos, įvykdytos per 2 pastaruosius metus, leidžia matyti, kad kol kas Lietuvos bendrovės nejaučia poreikio šių išvestinių popierių emisijoms, jų teikiami privalumai, kol kas neatitinka piniginių ir laiko sąnaudų, patiriamų leidžiant tokio pobūdžio priemones.

Lietuvos pirminės vertybinių popierių rinkos vystymąsi įtakos šalies ekonominis augimas, sąlygojantis laisvo kapitalo rinkoje didėjimą, kurio apimtis dalinai lems ir tai, kaip bus sprendžiami vietos institucinių investuotojų kūrimo, investicinės aplinkos gerinimo – dvigubo bei kapitalo apmokestinimo, klausimai valstybiniu mastu.

## **Resume**

The master paper deals with a subject quite new and not much examined yet - "Equity issues in Lithuania: problems and practice"

This work gives the review of the main primary securities market participants and institutions and the examination of the procedures related to equity issues. It also covers the subject of the financial intermediary with the examination of advantages and disadvantages of the different methods of intermediary to the issuer. There are new types of securities in Lithuania – offering rights and depository receipts introduced together with the prognosis of the further Lithuanian capital market development in the future.

The data and the experience of issuing equity issues by corporate companies and also legal environment of primary capital market in Western Europe countries and USA were used as the analysis basis for studies of Lithuanian primary securities market.

Each company organising the equity issue faces risk related with the selling of new stocks, which should be minimised choosing the right issue conditions, distribution methods and type of the securities. The master paper also describes specific equity issue problems – issue cost and pricing problems, secondary market reaction to the new issue.

Economy of scale is also common to equity issuing costs. Equity issue cost could be minimised while increasing the value of securities issued. New issue pricing problem faces almost all Lithuania issuers. The low liquidity at the secondary market thus unreal stock prices forces

companies to set issue price at nominal price level as it reflects the lowest price allowed by Lithuanian legislation.

Financial intermediary on Lithuanian primary market is not highly developed, as financial companies are concentrated on brokerage activities. However first steps were made in this field. Lithuanian brokerage companies act mainly on "best efforts" basis selling the new securities issues. Such a way of the intermediary is influenced by the above mentioned secondary market inliquidity, capital shortage faced by brokerage companies and conservative investment policy adopted by subsidiaries of commercial banks acting as intermediaries.

Future development of Lithuanian primary capital market will be affected by overall Lithuanian economy performance and government decisions considering conditions of the activity in securities markets. Tax and social security reforms should be made in accordance not only with budget or social needs, but also paying attention to the market liberalisation and creation of strong domestic capital base in Lithuania.

### **Literatūros sąrašas:**

Akcijų ir teisių emisijos prospektas / AB Lietuvos taupomasis bankas, - Vilnius, 1998.

Dėl pasirašymo teisių išleidimo ir platinimo taisyklių / Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos nutarimas. - 1997 m. gruodžio 4 d. Nr. 27, Vilnius

Dėl vertybinių popierių registravimo ir platinimo taisyklių / Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos nutarimas. – 1998 m. Gruodžio 22d. Nr. 35, Vilnius

Jenkinson, T. Ljungqvist A. Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance. - Oxford: Clarendon Press, 1996

Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių įstatymas. – Vilnius, 1994 07 05 Nr. I-528.

Lietuvos Respublikos Investicinių bendrovių įstatymas. – Vilnius, 1995 07 05 Nr. I-1018.

Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos veiklos apžvalga / Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija. – Vilnius, 1997 – 52 p.

Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos veiklos apžvalga 1998 / Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija. – Vilnius, 1999.

Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas. – Vilnius, 1996 01 16 Nr. I-1169.

Lietuvos Respublikos Žyminio mokesčio įstatymas. – Vilnius, 1994 m. Birželio 23 d. Nr. I-508

Masulis R.W., Korwar. Seasoned Equity offerings: An Empyrcal investigation // Journal of Financial Economics.15: 61-90. January-February. 1986.

Mikkelson W.H., Partch Valuation Effects of Securities offerings and the Issuance Process // Journal of Financial Economics. 15: 31-60. January-February, 1986.

- Rastauskienė A. Vertybinių popierių rinka. – Lietuvos informacijos institutas. – Vilnius 1998.
- Reddy M.T. Securities Operations: A Guide to Operations and Information Systems in the Securities Industry. New York Institute of Finance, 1995. P. 5.
- Ritter, J. R. The costs of going public // Journal of Financial Economics No.19, 1997, 269-281p.
- Ross A. Fundamentals of corporate finance. – Chicago: Irwin, 3<sup>rd</sup> Edition, - 1997.
- Statistinė ir analitinė informacija / Lietuvos centinis vertybinių popierių depozitoriumas. – <http://www.csdl.lt/Akcijos/investuotojai.htm>.
- Statistinė NVPB informacija / Lietuvos nacionalinė vertybinių popierių birža. –<http://www.nse.lt>.
- Strečkij V. Teisės gina nuosavybę //Verslo žinios. – 1997, Kovo 21, 8p.
- Teisiniai Vertybinių popierių komisijos dokumentai / LR Vertybinių popierių komisija. – <http://www.lsc.lt>.
- Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. - “Олимп-Бизнес”, Москва, - 1997.
- Гарнер Д., Оуэн Р. Привлечение капитала / Пер. с англ. – Москва: “Джон Уали энд Санз”, 1995 г., 464с.
- Галанова В.А., Басова А.И. Рынок ценных бумаг.- Москва: Финансы и Статистика.- 1998.- 352 с.
- Мобиус М. Руководство для инвестора по развивающимся рынкам. –1995, 123 - 126р.
- Семенова Е.В. Операции с ценными бумагами. – “Перспектива”, Москва, - 1997.
- Фондовый портфель / Отв. ред. Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. – Москва: “Соминтек”, 1992