

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

VANDA VIŠNEVSKA
FINANSŲ RINKŲ STUDIJŲ PROGRAMA

LIETUVOS KOLEKTYVINIO INVESTAVIMO SUBJEKTŲ (KIS)
GRAŽOS IR RIZIKOS Palyginamoji analizė,

Magistro baigiamasis darbas

Darbo vadovas – Prof. habil. dr. Antanas Buračas

Vilnius, 2007

Turinys:

ĮVADAS.....	3
1. Kolektyvinio investavimo subjektų (KIS) samprata, rūšys, reguliavimas ir problematika	8
1.1. Samprata ir apibrėžimas	9
1.2. Investicinių fondų rūšys	11
1.3. Kolektyvinio investavimo subjektų ir valdymo įmonių veiklos teisinis reguliavimas	17
1.4. Kolektyvinio investavimo subjektų sektoriaus problematika Europos Sąjungoje ir Lietuvoje.....	21
2. Investicijų efektyvumo vertinimas remiantis rizikos ir gražos kriterijais	24
3. Kolektyvinio investavimo subjektų sistemos Lietuvoje charakteristika.....	39
4. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų investicinės rizikos ir gražos palyginamoji analizė	45
Rekomenduojama Lietuvos KIS rizikos ir gražos vertinimo metodika.....	53
Išvados	55
Rekomendacijos.....	56
Literatūros sąrašas.....	59
Santrauka	64
SUMMARY	65
Priedai	66

ĮVADAS

Lietuvos akcijų rinkos istorija nepalyginamai trumpesnė nei JAV ar Vakarų Europos šalių, tad ir investicinis raštingumas nėra pakankamo lygio, idant individai galėtų aiškiai suvokti skirtingų investicinių produktų ar sprendimų teikiamą naudą ir galimas grėsmes.

JAV dar 1893 metais buvo įkurtas investicinis fondas, skirtas Harvardo universiteto personalo ir fakultetų vidinėms reikmėms, o jau 1924 m. kovo 21 įsteigtas ir pirmasis oficialus fondas „Massachusetts Investors Trust“, kai tuo tarpu pirmasis investicinis fondas Lietuvoje atsirado 77 metais vėliau – 2001-aisiais.

Lietuvos vertybinių popierių rinkos istorija prasidėjo Lietuvos Aukščiausiajai Tarybai priėmus pirminio privatizavimo įstatymą ir antroje 1991 m. pusėje pasirodžius dideliame vertybinių popierių kiekiui. Tarp šių vertybinių popierių dominavo paprastosios vardinės akcijos, jų savininkais tapo apie 1,5 mln. Lietuvos gyventojų¹.

Dėl itin didelių infliacijos tempų jau 1992 m. rugsėjį LR Vyriausybės sprendimu buvo įsteigta Vertybinių popierių komisija ir Nacionalinė vertybinių popierių birža. Lietuvos Vertybinių popierių rinkos kūrimo procesas vyko atvirkštinė tvarka ir buvo sudėtingas, mat reikėjo įteisinti realiai jau veikiančią rinką (investiciniai čekiai buvo išdalyti, akcijos išleistos ir pardavinėjamos). Nereguliuojamos vertybinių popierių rinkos pervedimas į teisiškai reguliuojamą buvo pagrindinė Lietuvos vertybinių popierių rinkos įkūrimo ypatybė, apsunkinusi bei iškreipusi vertybinių popierių rinkos egzistavimo Lietuvoje pradžią (NSEL 30 Akcijų rinkos gidas).

Dėl tokios sudėtingos priešistorės, pasitikėjimas vertybinių popierių rinka kaip galima investicijų kryptimi buvo minimalus, homosapiens post-sovieticus mieliau rinkosi taupomuosius indėlius, taupymo lakštus ar investicijas į nekilnojamąjį turtą. Tačiau tūlo vakarų investuotojo žvilgsnis jau krypo į neįprastai pigias augančios Lietuvos akcijų rinkos bendroves.

Vienas jų buvo amerikietis prof. Max Zavanelli, kuris įveikęs biurokratinius sunkumus atvėrė kelią kitiems kolektyvinio investavimo subjektams, 2001 metais įkurdamas NSEL 30 indekso fondą – pirmąjį tokį Lietuvoje. Po to viskas ėmė vykti tarsi savaime, fondų bei besidominčių jais nuolatos daugėjo, biržos apyvarta augo ir pagaliau pasiekė tokį visuotinumą lygį, jog akcijų kainų pokyčiai skelbiami per žinias, rodomi lauko ekranuose, akcijų rinkoje spekuliuojama nuo paauglystės ir iš to neretai išgyvenama, tačiau kaip ir biržos steigimo atveju

¹ IPV. NSEL 30 Index – Lietuvos akcijų rinkos gidas. Vilnius: IPV, 2006 vasaris.

Lietuvoje daug kas vyksta tarytum atvirksčiai ir didelė dalis investicinių sprendimų priimama remiantis nuogirdomis ar intuicija, nesuvokiant galimų to pasekmių. Finansų analitikų asociacijos atliktų pensijų fondų tyrimų² visi rodikliai rodo, kad Lietuvos investuotojų „apetitas rizikai“ yra pakankamai didelis, o noras investuoti į rizikingus fondus ne visai racionalus. (Neringa Mačiūtė „Akcijų rinkoms būdingas šaltas dušas“, Klaipėda.daily.lt 2007.03.10)

Renkantis investavimo priemones, nedera pamiršti, kad rizika ir grąža eina ranka rankon ir net moderniausi, sudėtingiausi ir brangiausi rizikos valdymo metodai, jos visiškai nepanaikina, tad reikia apsispręsti dėl savo individualaus tolerancijos rizikai lygio ir pagal jį derinti investavimo strategiją.

Deja, ligšiol nėra pakankamai publikacijų KIS kompleksiško vertinimo tema ir paprastai sprendimai atliekami remiantis rekomendacijomis, subjektyviomis preferencijomis, regiono ir valdytojo reputacijos pagrindu, grąžos parametrais, nepagrįstai pamirštant riziką.

Užsienio literatūroje yra pateikiama įvairių KIS vertinimo metodų, rizikos ir grąžos vertinimo metodų tačiau bene svarbiausią vaidmenį vaidina nepriklausomos tarptautinės reitingų agentūros: tokios kaip Morningstar, Standard and Poors, Bloomberg, Lipper, Ferryfund, etc., kurios valgo duoną iš investicinių priemonių vertinimo ir reitingavimo.

Šiai dienai Lietuvoje nėra tokių žaidėjų, tačiau kaikurie Lietuvos KIS yra reitinguojami arba stebimi šių agentūrų. Daugiausia informacijos apie KIS rizikos ir grąžos vertinimo specifiką investuotojus pasiekia specialiose konferencijose, Finansų analitikų asociacijos skelbiamoje periodikoje bei iš vertybinių popierių komisijos (bene labiausiai žinoma VPK publikuojama ketvirtinė KIS apžvalga), nemažai prie švietimo prisideda ir šios srities žurnalai: Investuok, Mano Pinigai (VŽ priedas), kiti.

Literatūros apie kolektyvinių investavimo subjektų rizikos ir grąžos vertinimą anglų kalba yra įvairios, tačiau akivaizdžiai dominuoja taikomojo pobūdžio kolektyvinio investavimo subjektų vertinimo gidai: Wallison, Peter J. and Robert E. Litan “Competitive equity: a better way to organize mutual funds”, AEI Press, 2007; 101 Mutual Fund Faqs: Frequently Asked Questions Straight Answers That Help You Make Good Investment Decisions by Dian Vujovich, 1999; The Individual Investor's Guide to the Top Mutual Funds 2007; Mutual Fund Fact Book 1999: A Guide to the Trends and Statistics Observed and Recorded in the Mutual Fund Industry (Mutual Fund Fact Book, 1999) by Investment Company Institute, 1999; Gordon K. Williamson “The 100 Best Mutual Funds You Can Buy”, 2003 ir panašūs. Taip pat yra ir įdomių mokslinių

² Finansų analitikų asociacija www.finansai.lt

darbų (Marco Pagano „The changing microstructure of the European equity markets”, 1998. Judith A. Chevalier & Glenn D. Ellison, 1995. "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives," NBER Working Papers 5234, National Bureau of Economic Research, Inc. Attitudes toward Risk and the Risk-Return Paradox: Prospect Theory Explanations Avi Fiegenbaum, Howard Thomas The Academy of Management Journal, Vol. 31, No. 1).

Akademinių leidinių apie riziką ir grąžą, investicijų valdymą ir vertinimą apstu ir lietuvių kalba, tačiau jie pernelyg platūs, teoriniai ir matematiniai eiliniam KIS investuotojui, be to, pateikia tik bendrus investicijų vertinimo kriterijus (Doc. Valentinavičius S. „Investicijų valdymas” Mokomoji medžiaga studentams, Romanas Urniežius „Rizika” Vilnius : Mintis, [2001], Adams, John Rizika / John Adams ; [iš anglų kalbos vertė Gediminas Mačys] Kaunas : UAB "Poligrafija ir informatika", 2001 (Kaunas : Morkūnas ir Ko), Kancerevyčius Gitanas „Finansai ir investicijos”, V. Aleknevičienė. „Investicijų rizikos valdymas”), bet ne adaptuotus KIS vertinimo metodus, taip pat jie adresuoti labiau specialistų auditorijai, o ne eiliniam investuotojui, todėl šis darbas reikalingas ir svarbus.

Šio magistro baigiamojo tyrimo dalykas – LR kolektyvinio investavimo subjektų sistema, jos teisinė bazė, KIS veiklos efektyvumui vertinti naudojami KIS riziką ir grąžą indikuojantys rodikliai (grąža, standartinis nuokrypis, Beta, Šarpo rodikliai), taip pat apyvartumo bei veiklos mastą indikuojantys rodikliai (grynujų aktyvų vertė, dinamikos rodikliai, etc.).

Darbo tyrimo objektas – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijoje įteisinta KIS sistema, jos veiklos rezultatai, reglamentavimo, klasifikacijos ir vertinimo specifika.

Šio darbo tikslas yra išanalizuoti Lietuvos kolektyvinio investavimo subjektų sistemos veiklos rezultatus, esamą teisinę bazę, jos tobulinimo galimybes bei problemas Europos Sąjungos ir Lietuvos mastu, pateikiant susistemintą ir patikimą LR KIS apžvalgą, jų rizikos ir grąžos vertinimo pagrindą bei pasirinkimo kriterijų rekomendacijas, KIS rizikos-pelningumo reitingą bei reitingavimo metodiką, kuria remiantis būtų galima vertinti fondų rizikos ir grąžos parametrus, lengviau priimti sprendimus bei kurią galima būtų pratęsti, remiantis pateikta teorine medžiaga.

Pagrindinė problema - nepriklausomos reitingavimo institucijos bei Lietuvos Kolektyvinio investavimo subjektų veiklos efektyvumui vertinti pritaikytos reitingavimo metodikos nebuvimas.

Tyrimo tikslui pasiekti iškelti šie darbo uždaviniai:

1. Išnagrinėti kolektyvinio investavimo subjektų sistemos istorinį funkcionavimą, įvertinti jos efektyvumą per rizikos ir grąžos rodiklių analizę.

2. Pristatyti nusistovėjusį teorinį akademinį požiūrį į investicijų riziką ir grąžą bei jų kompleksinį vertinimą remiantis sintetiniais rodikliais, apžvelgti jų apibrėžimų, klasifikacijų ir sampratų įvairovę bei populiariausius rizikos ir grąžos modelius.

3. Išnagrinėti, kokie pagrindai dažniausiai naudojami KIS kategorizavimui, nustatyti, kokia šiuo metu yra KIS įvairovė Lietuvoje ir kokia ji pasaulinėje praktikoje.

4. Nustatyti, kokie rizikos bei grąžos rodikliai yra dažniausiai publikuojami ir naudojami KIS vertinimui.

5. Išanalizuoti viešai prieinamus rizikos ir grąžos rodiklius ir išaiškinti santykinai geriausiais rizikos bei grąžos rodikliais pasižyminčius KIS, pamėginti įvertinti šių rodiklių įtaką jų pozicijai rinkoje, nustatyti, kiek stiprus ryšys tarp rizikos bei grąžos Lietuvos Respublikoje registruotiems KIS.

6. Įdėti indėlį į Lietuvos investuotojų švietimą, prisidėti prie raginimo atidžiau rinktis KIS, išnagrinėti KIS reitingavimo Lietuvoje galimybes ir pasiūlyti Lietuvos KIS rinkai pritaikytą KIS reitingavimo metodiką.

Mokslinio tyrimo dėmesys sutelktas į problemų, kurios atsiranda mėginant visapusiškai įvertinti investicijas į KIS atskleidimą, pasitelkiant įvairius tyrimo metodus. Tyrimo išeities taškas yra Lietuvos KIS investuotojų pasirinkimą lemiančių veiksnių objektyvumo kvestionavimas. Iškeliama hipotezė, jog Lietuvos KIS populiarumui didesnę įtaką turi subjektyvūs ir neretai klaidingi kriterijai ar trumparegiški spekuliaciniai tikslai, o ne objektyvi rizikos bei grąžos analizė, mat nėra nepriklausomos kolektyvinio investavimo subjektų reitingą darančios institucijos.

Faktiniai duomenys tyrimui surinkti iš viešai prieinamų šaltinių, dokumentų analizės, ekspertų vertinimo bei profesinės patirties apibendrinimo empiriniais tyrimo duomenų rinkimo metodais bei apdoroti statistine rezultatų apdorojimo programa (SPSS, v.12.0) bei MS Excel programos pagalba.

Gautiems empiriniams tyrimo duomenims bei faktams surinktiems analizuojant literatūrą apibendrinti bei analizuoti darbe naudojami aprašomasis, analizės, metaanalizės (atskleidžiant KIS istoriniu, sociologiniu bei teisiniu aspektais), apibendrinimo, dedukcinis metodai, tačiau svarbiausią vaidmenį atliko (pa)lyginamasis metodas – lyginami skirtingi KIS parametrai bei remiantis ekspertiniu vertinimu atliekama tolesnė pagrindinių KIS pasirinkimui įtakos turinčių faktorių analizė, pateikiamos konkrečių kategorijų fondų rekomendacijos. Papildomai

ekstrapoliacijos metodu buvo prognozuojami trumpalaikiai kiekybiniai atskirų analizuojamųjų faktorių pokyčiai.

Remiantis teorine finansų ir investicijų literatūra, darbe apžvelgiami bei pristatomi tiesiogiai su problema susiję LR KIS veiklą reglamentuojantys teisės aktai, mokslinė literatūra, KIS finansinėse ataskaitose bei prospektuose pateikiami rizikos bei grąžos vertinimai ir skaičiavimai, VPK sukaupti statistiniai duomenys, VPK nurodymai, ES direktyvos, žaliosios knygos, LR VPK statistikos rinkiniai, periodinės ataskaitos, pristatomos konkrečios baigiamojo darbo išvados, pateikta siūlymų ir rekomendacijų tiek valdytojams bei valdymo įmonėms, tiek mažmeniniams investuotojams bei kontroliuojančioms institucijoms KIS rizikos ir grąžos vertinimo paprastumui, informacijos pateikimo skaidrumui didinti bei teisinei bazei tobulinti.

1. Kolektyvinio investavimo subjektų (KIS) samprata, rūšys, reguliavimas ir problematika

Per pastarąjį dešimtmetį investicinių fondų sektorius gerokai išaugo ir vaidina svarbų vaidmenį Europos kapitalo rinkose³, šios investicinės priemonės pritraukia privačias bei juridinių asmenų santaupas bei jas investuoja. Augant gyventojų pajamoms, bendrajam vidaus produktui, įmonių pelnams ir pragyvenimo lygiui gyventojai ir įmonės pradeda vis labiau domėtis investavimo į kolektyvinio investavimo subjektus (toliau – KIS) galimybėmis.

Šiame skyriuje apžvelgsiu kolektyvinio investavimo subjektų sampratą nacionalinės teisės bei Europos Sąjungos teisės aktų lygiu, pristatysiu svarbiausius galimus kolektyvinio investavimo subjektų kategorizavimo pagrindus supažindinsiu su kolektyvinio investavimo subjektų sektoriaus veiklą reglamentuojančiais teisės aktais ir jų poveikiu bei pristatysiu opiausias KIS sektoriaus problemas Europos Sąjungoje bei Lietuvoje.

Šiuo metu Europos fondų sektoriuje vyksta dideli ilgalaikes pasekmes turėsiantys struktūriniai pokyčiai: nuolat tobulėja investavimo strategijos ir produktai, atsiranda naujos verslo vykdymo formos ir specializuoti paslaugų teikėjai, kinta paskirstymo sistemos, o investuotojai tampa reiklesni. Europa turi užtikrinti, kad KIPVPS reglamentuojanti teisinė sistema suteiktų reikiamą pagrindą sėkmingam fondų sektoriaus vystymuisi ir užtikrintų aukštą investuotojų apsaugos lygį ilgalaikiu laikotarpiu.[61]

Daugelis suinteresuotų šalių mano, kad KIPVPS reglamentuojanti teisinė sistema turi trūkumų ir nesudaro palankių sąlygų optimaliam fondų sektoriaus vystymuisi visos Europos lygmeniu, kad ji (...) nepakankamai lanksti, kad būtų galima geriau spręsti sparčiai besivystančiose finansų rinkose kylančias problemas³, tačiau Lietuva tebėra kiek kitame KIS raidos etape, kai reglamentavimas nėra pakankamo masto, kontroliuojančioms institucijoms trūksta ryžto bei patirties imtis veiksmų prieš manipuliuojančius informacija asmenis.

Reglamentavimo sistemos raida Europos Sąjungoje yra orientuota į labiau išvystytas kapitalo rinkas turinčių šalių poreikius, tad Lietuvos ir Europos Sąjungos KIS sektoriaus problematika skiriasi ir reikalingi adaptuoti sprendimai. Šiame skyriuje aptariami sunkumai su kuriais susiduria KIS sektorius Europos Sąjungoje ir Lietuvoje, o tolimesniuose skyriuose skyriuje aptariami būdai, kaip užkirsti kelią KIS rinkos iškraipymui, skatinti deramą kolektyvinio investavimo subjektų rinkų Lietuvoje ir ES vystymąsi.

³ Žalioji knyga dėl ES investicinių fondų sistemos pagerinimo Europos bendrijų komisija, Briuselis, 12.7.2005, kom(2005) 314 galutinis {sec(2005)947}(pateiktas komisijos)

1.1. Samprata ir apibrėžimas

KIPVPS (kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektai) yra specialūs kolektyvinio investavimo fondai, kurių paskirtis – išskirtinai iš investuotojų pritraukto turto investavimas. Pagal KIPVPS direktyvoje nustatytus specialius reikalavimus KIPVPS investicinės politikos vykdymui KIPVPS valdytojams yra suteikiamas veiklos leidimas. [61]

KIPVPS teisės aktais, kuriuose nustatyti griežti investicijoms taikomi apribojimai, reikalavimai dėl **kapitalo ir informacijos atskleidimo bei reikalavimas dėl turto saugojimo ir fondo priežiūros pavedimo nepriklausomam depozitoriumui**, siekiama užtikrinti nustatyto lygio investuotojų apsaugą.[61]

Vienoje valstybėje narėje gavusiems leidimą KIPVPS išduodamas pasas, kuriuo, po pranešimo, jiems suteikiama teisė siūlyti savo investicinius vienetus mažmeniniams investuotojams bet kurioje valstybėje narėje. (Žalioji knyga dėl ES investicinių fondų sistemos pagerinimo)

Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo aktuali 2003 metų liepos 25 d. redakcija yra išeities taškas, siekiant susivokti KIS įvairovėje Lietuvoje, idant vėliau galima būtų mėginti kompetentingai ir atsakingai palyginti jų investicinės grąžos bei rizikos rodiklius. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas numato dviejų rūšių KIS – investicines kintamojo kapitalo bendroves bei investicinius fondus.

Įstatyme nurodyta, jog kolektyvinio investavimo subjektais gali būti laikomi investicinis fondas arba investicinė kintamojo kapitalo bendrovė, kurių:

1) sudarymo vienintelis tikslas - viešai platinant investicinius vienetus ar akcijas, sukaupti asmenų lėšas ir jas kolektyviai investuoti į vertybinius popierius ir (ar) kitą šiame Įstatyme nurodytą likvidų turta, taip padalijant riziką;

2) vertybiniai popieriai (investiciniai vienetai arba akcijos) patvirtina jų turėtojo teisę bet kada pareikalauti juos išpirkti.

(Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas 2003 m. Liepos 4 d. Nr. IX-1709, Vilnius. Pirmasis skirsnis 13 punktas).

Paprastiau KIS apibrėžtinai kaip investuotojų daugeto bendras investicijų portfelis, į kurį investuojantis asmuo uždirba skirtumą tarp investicijų portfelio akcijų kainų augimo, dividendų, obligacijų kainų augimo, palūkanų, etc. bei transakcijų, investavimo ir valdymo sąnaudų, iš kurių mokamas atlyginimas valdymo įmonei.

Šiame skyriuje apžvelgsiu Lietuvos Respublikos Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo – pagrindinio Lietuvos teisės akto reglamentuojančio kolektyvinio investavimo

subjektų bei jų valdymo įmonių veiklą - pateikiamus kolektyvinio investavimo subjektų apibrėžimus bei kategorizavimo pagrindus ir kitus plačiai praktikoje taikomus KIS porūšius.

IKKB apibrėžimas

Investicinė kintamojo kapitalo bendrovė (IKKB) - akcinė bendrovė, kurios akcininkai turi teisę bet kada pareikalauti išpirkti jų akcijas, o jos kapitalo dydis kinta priklausomai nuo akcijų išleidimo ir išpirkimo.⁴

Investicinio fondo apibrėžimas

Investicinis fondas - bendrosios dalinės nuosavybės teise juridiniams ar fiziniams asmenims priklausantis turtas, kurio valdymas perduotas valdymo įmonei.⁵

Valdymo įmonė - įmonė, kurios pagrindinė veikla yra investicinių fondų ar investicinių kintamojo kapitalo bendrovių valdymas.⁶

Šie du kolektyvinio investavimo subjektų tipai skiriasi tuo, jog investicinis fondas pats nėra atskiras juridinis asmuo, todėl jį privalo valdyti licencijuotas rinkos profesionalas – valdymo įmonė, kai tuo tarpu IKKB yra licencijuotas juridinis asmuo, todėl jos valdymas gali, bet neprivalo būti perduotas valdymo įmonei.

IKKB taip pat yra kiek mažiau mobili KIS forma, mat didžiąją dalį strateginių sprendimų reikia patvirtinti sušaukiant visuotinį akcininkų susirinkimą – tai taip pat ribojantys veiksnys subjekto augimui.

Būtent dėl šių priežasčių, matyt, IKKB yra mažiau paplitusi KIS forma, kurios reorganizavimo į investicinį fondą galimybė įstatymuose kol kas nėra numatyta.

Per visą KIS gyvavimo Lietuvoje istorijoje buvo įsteigtos vos 2 IKKB ir viena jų jau likviduota – išliko tik pirmasis Lietuvos KIS – IKKB NSEL 30 Indekso fondas, kurį steigiant įstatymuose dar nebuvo numatyta galimybė pasirinkti kitokią kolektyvinio investavimo subjekto teisinę formą.

⁴ Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas, 2003 m. liepos 4 d. Nr. IX-1, 2 straipsnis 7 punktas.

⁵ Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas, 2003 m. liepos 4 d. Nr. IX-1, 2 straipsnis 9 punktas.

⁶ Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas, 2003 m. liepos 4 d. Nr. IX-1, 4 straipsnis.

1.2. Investicinių fondų rūšys

Nėra baigtinio fondų rūšių ar kategorizavimo pagrindų sąrašo, mat fondai nuolatos evoliucionuoja, keičiasi, prisitaiko prie rinkos reikalavimų, tačiau toliau pateikiami pagrindiniai plačiai priimti klasifikavimo pagrindai.

Bene dažniausiai fondai skirstomi pagal investavimo priemones, regionus, ūkio šakas, investuojamų bendrovių dydį, rizikos lygį, rekomenduojamą investavimo trukmę, investicijų valdymo stilių, įėjimo bei išėjimo galimybes, pelno panaudojimą ir kitus kriterijus.

❖ Pagal investavimo objektus

Pirma aptarsime fondų rūšis pagal investavimo objektus – išskiriamos šios rūšys:

- Pinigų rinkos fondai;
- Obligacijų fondai;
- Mišrūs fondai;
- Akcijų fondai;
- Fondų fondai;
- Hedge fondai;
- Nekilnojamojo turto fondai;
- Kt. specializuoti ir/ar teminiai fondai;

Pinigų rinkos fondai didžiausią dėmesį skiria stabilioms ir artimoms pinigams investicijoms, investuojama į didelio patikimumo trumpalaikius vertybinius popierius, o palūkanos, kurias jie moka, yra palyginamos su trumpalaikėmis palūkanomis pinigų rinkoje. Didžiąją šių fondų investicijų dalį sudaro pinigų rinkos priemonės, t.y. bankų indėlių sertifikatai, komerciniai vekseliai, bankų akceptai, valstybės ar savivaldybės vekseliai, trumpalaikės obligacijos, obligacijos su kintamomis palūkanų normomis ir indėliai, jie visų pirma skirti trumpalaikiam investavimui laikotarpiui iki pusės ar ketvirčio metų, tad jais dažniau naudojasi juridiniai nei fiziniai asmenys. Ši fondų rūšis pasižymi nedidele rizika.

Obligacijų (skolos) fondų didžiąją dalį investicijų portfelio sudaro skolos vertybiniai popieriai: investuojama į fiksuotų palūkanų vertybinius popierius, tačiau ne vien į bankų, bet ir į mažiau saugias ir paplitusias įvairių bendrovių obligacijas, mat pagrindinis šių fondų pajamų

šaltinis ir yra obligacijų generuojamos palūkanos, kurijos, akivaizdu, didesnės prisiimant didesnę riziką susijusią su mažiau patikimu emitentu.

Akcijų fondai atitinkamai investuoja tik arba daugiausiai į akcijas – rizikingus nuosavybės vertybinius popierius bei dalį pinigų laiko grynaisiais pinigais, tad už prisiimamą didesnę riziką paprastai apdovanojama atitinkamai didesne nei kitose fondų rūšyse grąža.

Mišrūs fondai – tai investiciniai fondai, kurių investicijų portfelį įvairiomis proporcijomis sudaro nuosavybės, skolos ir pinigų rinkos priemonės. Taigi rizika labiau diversifikuojama mat didesnė investavimo objektų įvairovė, tačiau reikia vertinti atskirai kiekvieną atvejį, mat fondas fondui nelygus ir investavimo objektų proporcijos ir parinkimas vaidina lemiamą vaidmenį fondo rizikai bei potencialiam pelningumui.

Fondų fondai – fondų rūšis, investuojanti ne tiesiogiai į akcijas ar obligacijas, o į kitus investicinius fondus. Taip netiesiogiai įdarbinami sėkmingiausi valdytojai atskiriems regionams ar verslo šakoms, pagilinama diversifikacija ir sutaupoma mokesčių dėl masto ekonomijos, tačiau neišvengiama keleriopų valdymo mokesčių, gulančių ant smulkiųjų investuotojų pečių.

Apribotos rizikos/rizikos draudimo fondai (anlg. Hedge funds) yra santykinai nauja investicinių fondų rūšis, kurių investavimo strategija yra laisvesnė nei daugumos klasikinių fondų, ant kurių pečių krenta aibės investavimo tvarkos, strategijos ir diversifikacijos apribojimų, kurie neleidžia investuoti į skirtingas investicijų rūšis ir priemones, įvairias būdais ir pagal įvairias strategijas, prekiauti skolintomis investicijų priemonėmis, etc. Tai įmanoma, nes rizikos draudimo fondai nėra reguliuojami ir prižiūrimi vertybinių popierių komisijų. Rizikos draudimo fondai visame pasaulyje labai populiarūs, nes įgalina gauti pelnus ne tik bulių (kylančiose), bet ir meškų (krentančiose) bei pavojingai svyruojančiose kapitalo rinkose.

Dėl gebėjimo generuoti absoliučią grąžą, šie fondai pasaulyje labai sparčiai populiarėja (ypač turint omenyje dabartinę pasaulio padėtį ekonominiame cikle), kai tuo tarpu Lietuvoje nėra net vienareikšmiškai sutarto ir patvirtinto įstatymuose šiems fondams priskirto pavadinimo.

Savo esme rizikos draudimo fondai yra artimi investiciniams fondams, tačiau skirtumas tas, kad šie fondai siūlo absoliučią investicijų grąžą (tai leidžia naudojimasis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis, menkas rizikos arbitražas bei prekyba skolintomis investicijų priemonėmis), kai tuo tarpu tradiciniai fondai paprastai pretenduoja tik į santykinę grąžą. Hedge fondų atveju investicijų valdymas remiasi išimtinai valdytojų profesionalumu, nuo konkretaus fondo strategijos priklauso investicijų skaidrumas ir likvidumas, yra galimybė rinktis “ilgas” ir

“trumpas” pozicijas, papildomai skolintis, investuoti į išvestines finansines priemones, taikomas aktyvus rizikos valdymas sumažina neigiamų vertės pokyčių tikimybę, tad neretai jie priskiriami alternatyvių investicijų grupei. (Marius Čiuželis, Alternatyvių investicijų samprata ir ypatybės, VŽ Konsultacijos vadovui: Investicijų valdymas, 1/Balandis 2007)

Nekilnojamojo turto fondus – REIT fondus įprasta klasifikuoti į: nuosavybės, hipotekos ir hibridinius pagal tai ar nekilnojamas turtas yra jų nuosavybė ar yra skolinama jo savininkams ir investuojama į esamas hipotekas, ar taikomas šių strategijų derinys. Nuosavybės REIT dar skirstomi pagal turto klases ir/ar regioninę specializaciją. (Jurgis Rubaževičius “Nekilnojamojo turto fondai (REIT). Alternatyva tiesioginėms investicijoms į nekilnojamąjį turtą, UAB “Verslo žinios” “Konsultacijos vadovui: Investicijų valdymas”, 1/Balandis 2007)

❖ Pagal investavimo geografiją

Fondai atskleidžia bei apriboja savo investavimo geografiją pagal prospekte bei taisyklėse nurodytus parametrus. Pagal investavimo geografiją fondai gali būti skirstomi labai įvairiai. Žemiau pateikiu pačius populiariausius geografinio kolektyvinio investavimo subjektų klasifikavimo pagrindus.

Pagal investavimo geografiją fondai gali būti skirstomi į:

- **Bendruosius** (Viso pasaulio/globalius fondus)
- **Žemyno ar regiono fondai**: Pietų/Šiaurės Amerikos, Europos, Vidurio ir Rytų Europos (CER), Azijos, Afrikos, Okeanijos (Japonija, Australija, etc.), t.t.
- **Smulkesnius regioninius**: Pabaltijo šalių, Skandinavijos, NVS, Artimųjų Rytų;
- **Geografiniu požymiu nesusijusių valstybių grupių**: Euro zonos, BRIK (Brazilija, Rusija, Indija, Kinija), etc.
- **Išsivysčiusių ir besivystančių rinkų fondai**:
 - Išsivysčiusių rinkų: JAV, Didžiosios Britanijos, Vokietijos, Japonijos, etc.
 - Besivystančių rinkų: Baltijos šalių, Balkanų, Lenkijos, Ukrainos, Brazilijos, Kinijos, etc.
- **Šalies fondai** (pvz., Rusijos, Kinijos, Vietnamo, Lietuvos Respublikos);
- **Vieno ar kelių sektorių ar ūkio šakos** (pvz., Informacinių technologijų, Farmacijos, pramonės, energetikos, telekomunikacijų, Finansų, etc.) – valstybės, regiono ar net viso pasaulio mastu;

❖ Pagal investavimo stilių

Fondų rūšys pagal investavimo stilių: vertės, augimo ir mišrūs.

Vertės - investuojama į akcijas įmonių, kurios, manoma, yra patikimos ir perspektyvios, tačiau nepakankamai įvertintos – dėl antipatijų rinkoje, psichologinių veiksnių ar per neapsižiūrėjimą, tad investuotojai į vertės akcijas žiūri panašiai kaip į nepagrįstai nukainuotas ar akcijines prekes: rinkta nepakankamai įvertino akciją dėl eilės priežasčių ir investuotojas tikisi ją įsigyti prieš įvykstant kainų korekcijai.

Vertės investavimo strategija yra pagrįsta kiekybiniais parametrais, kurie yra objektyvesni – pagrindė skaičiais: aktyvų vertėmis, pinigų srautais, diskontuotom ateities pajamom ir kt. rodikliais.

Augimo investavimo strategija pagrįsta labiau kokybiniais parametrais: nuomonėmis apie verslo vertę, nuomone apie rinką, vadovybę bei to nulemtą įmonės būsimą pajėgumą pritraukti pajamas konkuruojant su kitomis šakos įmonėmis, etc. Augimo akcijos - tai palyginti neseniai įsikūrusių, veikiančių tuo metu madingame ir (kaip tuo metu atrodo) turinčiame puikias perspektyvas augti, plėstis ir nešti didelį pelną, ekonomikos sektoriuje, tačiau dar nepradėjusių gauti pastovių pajamų, bendrovių akcijos.⁷

Į augimo akcijas investuojančių fondų strategijos esmė – investuoti į itin sparčiai augančių bendrovių akcija, tikintis, kad augimas tęsis ir kels akcijų kainą ateityje.

Mišrūs – nepriskiriantys savęs vienam stiliui;

Pastaruoju metu tapo populiarūs ir vertė grįsto augimo, augančios vertės, nevertės ir neoaugimo fondai – tai tie patys mišrūs fondai, mėginantys pasinaudoti geriausiais kiekvienos strategijos aspektais ir juos sinergetiškai suderinti.

❖ Pagal bendrovių akcijų kapitalizaciją

Fondai nertai išskiriami ir pagal, bendrovių, į kurias investuojama dydį:

- Didelės kapitalizacijos
- Vidutinės kapitalizacijos
- Mažos kapitalizacijos
- Mikro kapitalizacijos

⁷ Šaltinis: ZPR investment management Investicijų stilius [interaktyvus] <http://www.zprim.com/index.php?lng=LT>

Šis skirstymas, žinoma, labai reliatyvus, mat kapitalizacijos standartai JAV ir, pvz., Lietuvoje dramatiškai skiriasi. Didžiausios Lietuvos akcijų rinkos dalyvės JAV patektų į mažos kapitalizacijos ar net mikro kapitalizacijos akcijų kategorijas.

❖ Pagal valdymo intensyvumą

Pagal valdymo intensyvumą išskiriami aktyviai ir pasyviai valdomi fondai. Pasyviai valdomieji dar vadinami indeksiniais arba indekso fondais – jie siekia atkartoti pasirinkto rinkos segmento pelningumą, kai tuo tarpu aktyviai valdomų fondų tikslas yra uždirbti daugiau nei pasirinkto rinkos segmento vidurkis, atspindimas akcijų indekso. Šiems tikslams įgyvendinti aktyviai sekama rinka, atliekamos studijos, intensyviai prekiaujama akcijomis, stebimos rinkos tendencijos, žaidžiama įėjimo ir išėjimo į poziciją momentais, tad prekybos ir valdymo mokesčiai lenkia pasyviai valdomų fondų mokesčius.

Yra nuomonių ir jas patvirtinančių studijų ("Mutual Funds can make no claims to superiority over the Market Averages" John Bogle, 1951; "Challenge to Judgment", Paul Samuelson, 1974; "The Loser's Game", Charles Ellis, 1975, Burton G. Malkiel A Random Walk Down Wall Street W. W. Norton, 1996, etc.) jog istoriškai pasyviai valdomi (indeksiniai fondai) lenkia aktyviai valdomus pagal rezultatus, mat net geriausiems valdytojams ne visada pavyksta atspėti rinkos kryptį, o kiekvienas toks neatitikimas aktyviai valdomiems fondams reiškia tiesioginius bei netiesioginius nuostolius, kai tuo tarpu indeksiniai fondai juda su rinka ir ilguoju laikotarpiu pasiekia puikių rezultatų.

❖ Pagal įėjimo ir išėjimo iš/į fondą būdus

Pagal įėjimo ir išėjimo iš/į fondą būdus skiriami atvirojo ir uždarojo tipo fondai:

Atviri fondai – tai fondai, į kuriuos bet kada galima investuoti pinigus ar juos išsiimti: jie įkuriami neribotam laikui.

Riboto platinimo kolektyvinio investavimo subjektas - kolektyvinio investavimo subjektas, kurio investiciniai vienetai ar akcijos viešai platinami Lietuvos Respublikoje ir kurie negali būti viešai platinami Europos Sąjungos valstybėse šio Įstatymo Europos Sąjungos valstybėms nustatyta tvarka.⁸

Į uždarus fondus galima investuoti tik tam tikru apibrėžtu laiko periodu (platinimo laikotarpiu), ribojamos lėšų atsiėmimo galimybės prieš fondo galiojimo pabaigą. Tokie fondai

⁸ Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas, 2003 m. liepos 4 d. Nr. IX-1

paprastai steigiami tikslinėms investicijoms į mažiau likvidų turtą ir steigiami konkrečiam fiksuotam laikotarpiui.

❖ Pagal gautų pajamų kapitalizavimą

Fondai skiriasi ir požiūriu į gautų pajamų kapitalizavimą: vieni išmoka jas fondo dalininkams, o kiti jas kapitalizuoja, t.y., palieka fonde, kad jie ir toliau dirbtų klientui. Pirmieji kiek primena daugiau dividendų mokančias vertės akcijas, o antrieji, priešingai, vertės akcijas: visus resursus panaudoja ateities augimui, negarantuodami periodinių pajamų.

Tipiškas pajamų nekapitalizuojančių fondų pavyzdys yra **Pajamų (*Income*) fondai**. Tokio tipo fondo turtas investuojamas į vyriausybių, įmonių bei valdžios institucijų išleidžiamus skolos vertybinius popierius bei akcijas, iš kurių reguliariai gaunami dividendai ir yra pritaikyti investuotojams, siekiantiems periodinių išmokų (dividendų, palūkanų) bei galinčių bei norinčių prisiimti mažą ar vidutinį rizikos lygį.

❖ Rizikos laipsnis

Pagal rizikos laipsnį fondai neretai skirstomi į mažos, vidutinės, didesnės nei vidutinės ir didelės rizikos fondus. Nors toks klasifikavimas nėra oficialus, neretai investiciniai fondai skirstomi į mažos, vidutinės ir didelės rizikos fondus. Pagal šią klasifikaciją mažos rizikos fondams priskiriami į vyriausybės vertybinius popierius ir pinigų rinkos priemonės investuojantys fondai, vidutinės rizikos kategorijon patenka į įmonių obligacijas investuojantys bei mišraus investavimo fondai, o į akcijas investuojantys fondai priskiriami didelės rizikos grupei.

Taip pat gan populiarius fondų skirstymas remiantis fondo investavimo tikslais, išskiriant 3 pagrindinius:

- kapitalo grąža (uždarbis iš vertybinių popierių prekybos),
- pajamos (palūkanos ir dividendai)
- abiejų tikslų derinimas.

Remiantis šiuo kriterijumi paprastai išskiriami šeši pagrindiniai fondų tipai pagal tai, kuriam iš tikslų teikiama pirmenybė: Pinigų rinkos (*Money market*), Augimo (*Growth*) fondai, Agresyvaus augimo (*Aggressive growth*), Pajamų (*income*), Didelių pajamų (*High income*) fondai, Subalansuoti (*Balanced*) fondai, tačiau ši klasifikacija taip pat nėra iki galo tiksli: kur kas saugiau tikrąją investicinio fondo riziką tikrinti pagal fondo prospektuose, taisyklėse ir kitoje dokumentacijoje pateikiamą fondo investavimo strategiją bei kitą kertinę informaciją apie fondą.

Pinigų rinkos ir balansuotų fondų samprata tokia pati kaip ir aukščiau minėtoje klasifikacijoje (1.3.1.1 *Pinigų rinkos priemonių fondai*; 1.3.1.4. *Mišrūs (subalansuoti) fondai*), o Augimo (*Growth*) fondai ir Agresyvaus augimo (*Aggressive growth*), Pajamų (*income*) ir Didelių pajamų (*High income*) fondai pagrinde skiriasi prisiimamos rizikos mastu: augimo fondai orientuoti į būsimą augimą ilguoju laikotarpiu, tačiau agresyvaus augimo fondų preferencijos atitenka mažų, nepopuliarių, veikiančių naujose pramonės šakose, tuo pačiu ir rizikingesnių įmonių akcijoms, o pajamų fondai investuoja į periodines pajamas garantuojančius vertybinius popierius, didelių pajamų fonduose prisiimant didesnę riziką susijusią su žemesnės kokybės skolos vertybiniais popieriais, didelės rizikos obligacijomis (angl. - *junk bonds*).

(Investment company institute „Mutual Funds: Investing In America’s Future A Guide to Mutual Funds [interaktyvus]). [žiūrėta 2007 m. Liepos 12 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ici.org/funds/inv/bro_g2_mfs.html#P70_11935)

❖ Teminiai ir/ar įsitikinimų fondai

Atskirai paminėtini teminiai arba “įsitikinimų” fondai: etiškieji, socialiai atsakingi, skeptikų ar tam tikros kitos siauros temos.

Šioje kategorijoje bene geriausiai žinomi etiškieji bei jiems priešingi – skeptikų fondai. Etiškieji investuoja į visas ūkio šakas, išskyrus nurodytus neetiškus verslus (alkoholio ir tabako pramonę, ginklų gamybą, lošimų verslą, etc.). Neetiškieji (skeptikų) fondai, priešingai, renkasi etiškųjų ignoruojamas pramonės šakas, tad šios dvi fondų rūšys itin gerai viena kitą papildo.

Siauros specializacijos teminio fondo puikūs pavyzdžiai pateikiami "The Wall Street Journal" straipsnyje: "Tombstone Fund" (laidotuvių pramonės bendrovių akcijų fondas), "Aquinas Fund" (prisiekusių katalikų fondas), "Stockcar Stocks Index" (senovinių automobilių mėgėjų fondas) "Amana Funds" (<http://www.amanafunds.com> - musulmonų fondas).

(ELTA “Įsteigtas investicinis fondas cinikams” [interaktyvus], žiūrėta 2007 m. Rugsėjo 9d]. Prieiga per internetą; <http://verslas.banga.lt/lt/patark.full/3d6a2f3546e78>)

1.3. Kolektyvinio investavimo subjektų ir valdymo įmonių veiklos teisinis reguliavimas

Kolektyvinio investavimo subjektų (toliau – KIS) bei jų valdymo įmonių veikla Lietuvoje reglamentuojama trimis lygiais. Visų pirma KIS teisinis reguliavimas vykdomas Europos Sąjungos lygiu, vėliau, įgyvendinant šiuos viršnacionalinius teisės aktus priimami įstatymai. Tolimesnis bei detalesnis ES teisės aktų įgyvendinimas ir konkretizavimas vykdomas

per KIS kontroliuojančios institucijos – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos atitinkamus nutarimus.

Europos Sąjungos direktyvų lygyje svarbiausioji yra 1985 metų UCITS (1985 m. gruodžio 20 d. KIPVPS Tarybos direktyva 85/611/EEB, OL L 375) direktyva, kurios išsamumas didžiaja dalimi nulėmė tai, jog ligšiol nėra buvę didelių pažeidimų investuotojų teisių apsaugos srityje, mat ši direktyva užtikrino patikimą pagrindą “gerai reglamentuoto fondų sektoriaus veikimui”⁹.

Taip pat svarbi ES direktyva 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų, dar vadinama MIFID, kuri, nors ir tiesiogiai nėra skirta valdymo įmonėms ir kolektyvinio investavimo subjektams - pagrindinis direktyvos reguliavimo objektas yra finansų maklerio įmonės ir kredito įstaigos - tačiau jos reikalavimai valdymo įmonėms taikomi tiek, kiek tai liečia papildomas jų teikiamas paslaugas, tokias kaip portfelių valdymas, rekomendacijų teikimas, etc.

Dauguma Lietuvoje registruotų valdymo įmonių užsiima ne vien kolektyvinio investavimo subjektų valdymu, o ir teikia minėtąsias paslaugas, tad šią direktyvą įgyvendinantys teisės aktai joms taikomi *mutatis mutandis*.

Pagrindinė pareiga tenkanti valdymo įmonėms pagal MIFID reikalavimus yra surinkti informaciją apie investuotojo patirtį bei įvertinti, ar siūlomi investiciniai produktai atitinka investuotojo finansinę padėtį, galimą prisiimti riziką bei lūkesčius, tuo užkertamas kelias galimam valdymo įmonių piktnaudžiavimui potencialaus kliento nepatyrimu bei nepilnu produkto pažinimu, o klientams suteikiama papildoma apsauga.

Europos Sąjungos teisės aktai, reglamentuojantys finansų rinkas (Investment Services Directive (ISD), The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), kt.) eina panašia kryptimi.

Dar 2005 metu Europos bendrijų komisijos Žaliojoje knygoje dėl ES investicinių fondų sistemos pagerinimo (12.7.2005), užsibrėžtas tikslas siekti “paskatinti sėkmingą fondų sektoriaus vystymąsi tuo pačiu užtikrinant aukštą investuotojų apsaugos lygį, (...) skatinti Komisijos rekomendacijų dėl išvestinių finansinių priemonių ir supaprastinto prospekto, kuriais žymiai pagerinami rizikos valdymo standartai ir padidinamas mokesčių skaidrumas, įgyvendinimą”.

Investuotojų apsaugos srityje, nors ligšiol nėra buvę didelių su tuo susijusių skandalų, mat KIPVPS direktyva suteikė tvirtą pagrindą gerai reglamentuojamo fondų sektoriaus veikimui,

⁹ 2005 metų Europos bendrijų komisijos žalioji knyga dėl ES investicinių fondų sistemos pagerinimo {sec(2005)947} Europos bendrijų komisija, Briuselis, 12.7.2005, Kom(2005) 314 galutinis. [interaktyvus] [žiūrėta 2007 liepos 17 d.] prieiga per internetą:

http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/lt/com/2005/com2005_0177lt01.pdf

(...) tačiau naujausios tendencijos šiame sektoriuje rodo, kad keičiasi šio sektoriaus rizikos charakteristikos: veiklos funkcijų perdavimas trečiosioms šalims ir perėjimas prie labiau atviros struktūros gali sąlygoti didesnę veiklos riziką ir interesų konflikto atsiradimą.

Pažymėtina, jog naujų tipų sudėtingomis investavimo strategijomis grindžiamų fondų ypatumai mažmeniniams investuotojams gali būti sunkiai suprantami. Galimos alternatyvių investicijų strategijų pasekmės investuotojų apsaugai ir finansiniam stabilumui dar ne iki galo suvoktos.

(2005 metu Europos bendrijų komisijos Žaliojoje knygoje dėl ES investicinių fondų sistemos pagerinimo)

Žalioji knyga dėl finansinių paslaugų politikos (2005–2010 m.) numato priemones geresnio reglamentavimo, perkėlimo, vykdymo užtikrinimui bei nuolatiniam vertinimui, kalbama apie planus konsoliduoti finansinių paslaugų teisės aktus 2005–2010 m., apie veiksmingą priežiūrą, sąlygų tarpvalstybiniam investavimui ir konkurencijai sudarymą.

Vartotojų teisėms ginti ir įvairioms spekuliacijoms bei manipuliacijoms išvengti yra skirta ir nuo 2007 metų lapkričio 1d. taikyti pradėta Finansinių priemonių rinkų direktyva (angl. Directive on Markets in Financial Instruments - MiFID), kurioje numatyta nemažai pasikeitimų į gera: daugiau įpareigojimų valdymo įmonėms ir platintojams, gilesnis investuotojų pažinimas ir daugiau vartotojų teisių apsaugos.

Europos Komisija pageidauja, „jog EII būtų trumpa, glausta, išreikšta aiškiai ir nedviprasmiškai bei pateikta taip, kad investuotojas galėtų palyginti skirtingus produktus bei priimti pagrįstus investicinius sprendimus“.¹⁰

Pagrindiniai pasiūlymai, kuriuos CESR pateikia pradiniame konsultaciniame dokumente liečia esminės investuotojui skirtos informacijos tikslai ir apimtis, forma, turinys ir pateikimas, rizikos ir grąžos santykis, praeities rezultatai, atskaitymų iš fondo turto struktūros atskleidimas – gaila tik, kad tai nebus įgyvendinta be 2009 metų pavasario.

2005 metų Europos bendrijų komisijos Žaliojoje knygoje dėl ES investicinių fondų sistemos pagerinimo deklaruojama, kad ES reguliavimo sistema turėtų sudaryti sąlygas struktūrizuotų ir gerai administruojamų kolektyvinio investavimo priemonių, kurios užtikrintų didžiausią įmanomą investicijų grąžą, atitinkančią investuotojų finansinį pajėgumą ir pasirengimą rizikuoti, ir visos reikiamos informacijos apie riziką ir sąnaudas suteikimą investuotojams, vystymuisi.

¹⁰ LR VPK naujienos: CESR klausia rinkos dalyvių nuomonės dėl Esminės informacijos investuotojui apie suderintus kolektyvinio investavimo subjektus (UCITS) pateikimo, 2007 10 31 [interaktyvus][žiūrėta 2007 10 31] prieiga per internetą: <http://www.lsc.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=3009>

Lietuvos Respublikos įstatymai: kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas, finansinių priemonių rinkų įstatymas, indėlių ir išsipareigojimų investuotojams draudimo įstatymas, pinigų plovimo prevencijos įstatymas – visi šie teisės normas įtvirtinantys dokumentai skirti sklandžiam, Europos Sąjungos teisės aktų numatytas gaires atitinkančiam KIS sektoriaus vystymuisi užtikrinti.

Šių metų lapkričio 25 d. priimta naujoji Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo redakcija yra pagrindinis įstatymas, reguliuojantis valdymo įmonių veiklą, o finansinių priemonių rinkų įstatymas perkelia Europos Sąjungos direktyvą dėl finansinių priemonių rinkų. Šis įstatymas nėra tiesiogiai taikomas valdymo įmonėms: pagrindinis įstatymo reguliavimo objektas yra finansų maklerio įmonės. Šiuo įstatymu siekiama įgyvendinti pagrindinį ES MIFID¹¹ direktyvos tikslą – geresnę investuotojų apsaugą. Siekiant šio tikslo įstatymas valdymo įmonėms nėra taikomas visa apimtimi: taikomi tik tie straipsniai, kurie reglamentuoja šių subjektų vidaus veiklos organizavimą bei informacijos rinkimą iš klientų.

Investuotojų interesų apsaugai užtikrinti skirtas ir indėlių ir išsipareigojimų investuotojams draudimo įstatymas, kuriuo užtikrinama, kad valdymo įmonių išsipareigojimai būtų apdrausti tokia pačia tvarka kaip ir indėliai bankuose: visi indėliai iki 10 000 LTL apdrausti visu 100, o likusieji 50 000 LTL – 90 procentų.

Minėti įstatymai detalizuojami poįstatyminiais aktais, leidžiamais LR vertybinių popierių komisijos. Komisija nutarimais reguliuoja KIS grynųjų aktyvų skaičiavimo principus, tvarką bei investicinio fondo grynųjų aktyvų dydžio reikalavimus. Taip pat svarbios informacijos rengimo bei pateikimo taisyklės dėl valdymo įmonių bei investicinių kintamojo kapitalo bendrovių (toliau – IKKB) informacijos rengimo ir pateikimo. Šiose taisyklėse numatytas reikalavimas minėtoms įmonėms ne rečiau nei kas ketvirtį teikti VPK ataskaitas apie įmonės veiklą bei investicinio fondo rezultatus, kas sąlygoje didesnę valdymo įmonių bei IKKB veiklos skaidrumą.

Investicinių paslaugų teikimo ir klientų pavedimo priėmimo ir vykdymo taisyklės numato reikalavimus, kurie taikomi ne tik finansų maklerio įmonėms, bet ir valdymo įmonėms – tačiau tik ta apimtimi kiek tai yra susiję su informacijos klientui pateikimu bei reikiamos informacijos apie klientą gavimu (MIFID direktyvos įgyvendinimas). Šiomis taisyklėmis detalizuojama informacija, kuria šalys privalo pasikeisti bei galimi tokio pasikeitimo būdai.

¹¹ The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), The Financial Services Authority (FSA)[interaktyvus][žiūrėta 2007m Spalio 16 d.] prieiga per internetą: <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/EU/fsap/mifid/index.shtml>

Investicinių paslaugų teikimo ir klientų pavidimo priėmimo ir vykdymo taisyklėmis VPK siekia dar labiau apsaugoti investuotojų interesus ir užkirsti kelią galimam valdymo įmonių savivaliavimui pateikiant bei reikalaujant informacijos bei manipuliacijoms ja.

Išvestinės finansinės priemonės susijusios su papildoma rizika, todėl VPK nutarimu priėmė kolektyvinio investavimo subjekto išvestinių finansinių priemonių naudojimo ir susijusių rizikų vertinimo tvarką, kurioje numatoma, jog įmonės, kurių investavimo strategija apima investicijas į išvestines finansines priemones, įpareigojamos komisijai pateikti naudojamų rizikos vertinimo metodų, skaičiavimo metodikų bei rizikos valdymo procedūrų aprašus.

Visuomenei pateikiamos informacijos turinį bei formą reglamentuoja kitas poįstatyminis teisės aktas – komisijos nutarimu patvirtintos valdymo įmonių visuomenei skelbiamos informacijos bei prospektų ir sutrumpintų prospektų pateikimo taisyklės.

VPK yra numačiusi ir grynųjų aktyvų dydžio, metinės grynosios investicijų gražos (procentais nuo metinės investicijų sumos bei absoliučiais dydžiais) bei bent vieno sintetinio rizikos rodiklio „pagrįsto portfelio kintamumu ir atspindinčio subjekto gražos pasiskirstymą“¹² skelbimo būtinybę kolektyvinio investavimo subjektams, kurie veikia ilgiau nei metus.

Aukščiau aptartų trijų reguliavimo lygių sąveika užtikrina sklandų kolektyvinio investavimo subjektų sistemos funkcionavimą Lietuvoje: tai patvirtina faktas, jog nuo pat 2001 metų kai buvo įsteigtas pirmasis Lietuvos KIS nebuvo jokių didesnių su KIS susijusių nesusipratimų ar skandalų.

1.4. Kolektyvinio investavimo subjektų sektoriaus problematika Europos Sąjungoje ir Lietuvoje

Šis poskyris skirtas kolektyvinio investavimo subjektų (toliau – KIS) problematikai bei jos skirtumams bei ypatumams Europos Sąjungoje bei Lietuvoje pristatyti.

KIPVPS reglamentavimo sistemai susiduriant su vis daugiau iššūkių, jiems spręsti pasitelkiamos ekspertų grupės: pavyzdžiui, konsultuojantis dėl žaliosios knygos¹³, dvi sektoriaus ekspertų grupės atliko tyrimus ir nustatė, kad pagrindinės su pasiūla susijusios problemos Europos Sąjungoje trukdančios efektyviam integruotam fondų rinkos funkcionavimui yra:

¹² Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas “Dėl kolektyvinio investavimo subjektų prospektų turinio ir pateikimo taisyklių pakeitimo ir papildymo” 2004 m. rugsėjo 30 d. nr. 17, Vilnius [interaktyvus].Prieiga per internetą: <http://www.lsc.lt/lt/index.php?fuseaction=acts.view&id=200>

¹³ Komisijos tarnybų darbo dokumentas pridėdamas prie baltosios knygos “Baltoji knyga dėl investicinių fondų bendrosios rinkos sistemos gerinimo” poveikio vertinimo ataskaitos santrauka {Com (2006) 686 final} {SEC (2006) 1451}.

1. Lankstumo trūkumas organizuojant sektoriaus vertės grandinę: jei KIPVS reglamentavimo sistema nespės žengti kartu su rinkos plėtra, turto valdytojai teiks investicinius pasiūlymus pasitelkdami lankstesnes reglamentavimo formas. Pvz., KIPVPS direktyvos reikalavimas dėl depozitoriumo buvimo toje pačioje valstybėje kaip ir fondas, taip pat praktiškai ribojama valdymo įmonės galimybė siūlyti paslaugas kitose valstybėse.
2. Nesuderintų produktų plėtra: neharmoninga nesuderintų – kitų nei KIPVPS produktų plėtra, sukianti kaikurių alternatyvių produktų tiekėjų nusivylimą dėl negalėjimo teikti paslaugų visos Europos investuotojams (teisinės kliūtys).
3. Vėlavimas pateikti produktus rinkai: nebrangi, tačiau imli laikui ir sudėtinga KIPVPS leidimų išdavimo tvarka, apsunkinanti fondams konkuravimą su kitais investiciniais produktais.
4. Dideli informacijos atskleidimo bei tarpininkavimo reikalavimai, griežti investicijų apribojimai, kurie, manoma, mažina investuotojų bei sektoriaus atstovų investavimo bei verslo galimybes bei apsunkina jų konkuravimą su panašiais produktais.
5. Nestandartizuotas fondo nurodymų apdorojimas: vienetų pirkimas bei išpirkimas paprastai atliekamas įvairių veiksmų atliekamų rankiniu būdu seka – dėl automatizavimo ir standartizavimo trūkumo didėja sąnaudos ir vėlavimas, taip didinant veiklos riziką.
6. Auganti pasaulinė konkurencija: KIPVPS leidimams norint ir toliau išlaikyti patrauklumą bei trečiųjų šalių reguliavimo institucijų pasitikėjimą, reikia atsisakyti nereikalingų išlaidų bei skatinti inovacijas.
7. Neveiksmingas sutrumpintas prospektas: jis nepakankamai trumpas bei sudėtingas, lemia dideles papildomas fondų sektoriaus sąnaudas ir yra abejotinos vertės investuotojui.
8. Augantis poreikis privatiems pensijų kaupimo produktams: visuomenei senstant reikalingi veiksmingi privačiojo sektoriaus sprendimai, tokie kaip KIPVPS, kurie papildytų valstybines bei profesines pensijų sistemas.
9. Didelės platinimo sąnaudos: ribota konkurencija ir atvirumas nulėmė dideles platinimo sąnaudas, kaikur siekiančias iki 75 % visų sąnaudų, taip pat, platinimo tinklams augant ir sudėtingėjant didėja susirūpinimas jų skaidrumu.

Lietuvai dalyvaujant Europos Sąjungos kapitalo rinkose kaip lygiavertei valstybei susiduriama su visai Europos Sąjungai aktualia problematika, nepaisant to Lietuva, kur kolektyvinio investavimo subjektų sektorius tebėra vystymosi fazėje, susiduria ir su specifinėmis lokalaus pobūdžio problemomis. Tarp jų, mano manymu, svarbiausios šios:

1. Menkas rinkodaros, reklamos, konsultavimo, pardavimo ir informavimo paslaugų atskyrimo ir kontrolės laipsnis.
2. Labai dideli priklausomų (daugiausia bankinių) distribucijos kanalų tinklai, kuriuose trūksta skaidrumo ir išsiginimo į individualius kliento poreikius: sistema varoma pardavimo planų.
3. Nedidelis kolektyvinio investavimo subjektų pasirinkimas, konkurencija bei įvairovė.
4. Lėti alternatyvių – nesuderintų, t.y. kitų nei KIPVPS, produktų plėtros tempai: rinkoje dominuoja draudimas, KIPVPS bei privačių portfelių valdymas.
5. Organizacinės struktūros, platinimo kanalų, pridėtinės vertės kūrimo grandinių, mokestinės aplinkos bei skaičiavimo metodikų skaidrumo bei viešos informacijos stoka.
6. Nepriklausomų reitingavimo institucijų nebuvimas bei reitingavimo metodikos trūkumas.
7. Nepriklausomų investavimo konsultantų instituto uždelstas diegimas ir konkurencijos stokojanti papildomo bei alternatyvaus pensijų kaupimo sistema.
8. Nepakankama investuotojams pateikiamos informacijos kontrolė ir menka privalomos pateikti informacijos apimtis bei sankcijų už klaidinimą griežtumo stoka.
9. Nėra nepriklausomų kolektyvinio investavimo subjektų elektroninės prekybos platformų, vis dar neįteisintas fondų listingavimas Vilniaus vertybinių popierių biržoje.

2. Investicijų efektyvumo vertinimas remiantis rizikos ir gražos kriterijais

Šiandienos visuomenėje rizikos sąvoka tikrai nebesvetima. Kasdien susiduriama su vienos ar kitos rūšies rizika investuojant, versle, santykiuose, žaidžiant, einant gatve, miegant, etc. Tačiau rizika - tai gan nauja sąvoka, kuri, Sociologo Antonio Gidensio teigimu, anglų kalboje atsirado septynioliktame amžiuje (*The consequences of modernity / Anthony Giddens 171-176*). Šis žodis esą atėjęs iš ispanų jūrų laivybos terminologijos, kur jis reiškė "atplaukti" arba "užplaukti ant seklumos".

Parastai rizika suvokiama kaip neigiamybė, pavojus, grėsmė, tačiau jos esmę puikiausiai atskleidžia žemiau pavaizduoti kinietiški simboliai, kurių pirmasis reiškia pavojų, o antrasis – galimybę. Taigi iš tiesų rizika yra pavojaus ir galimybės derinys ir ne veltui sakoma “*kas nerizikuoja, negeria šampano*”.

1 Paveikslas: Kinietiški simboliai reiškiantys “rizika”: “pavojaus” ir “galimybės” derinys. Šaltinis: Kenneth H. Marks, Larry E. Robbins, Gonzalo Fernandez, John P. Funkhouser “*The Handbook of Financing Growth: Strategies and Capital Structure*” (Wiley Finance), psl. 381.



Būtent toks rizikos apibrėžimas geriausiai atskleidžia tą pasirinkimą tarp didelės rizikos ir didelių galimybių bei nerizikingo konservatyvaus sprendimo, kurį kiekvienas subjektas turi atlikti.

Taigi pagrindinė dilema yra nustatyti sąlyginai pakankamą rizikos priedą (kompensaciją už priimtą riziką), kurio subjektas nusipelno prisiimdamas papildomą riziką.

Rizika - moderni sąvoka, ateitį įtraukianti į dabartį, mat dabar nežinoma, kas nutiks ateityje.

Rizika (arab. *Rizq*) - nuo Dievo malonės priklausantis pragyvenimas arba apsukrumas) - tam tikro nepageidaujamo įvykio išsipildymo tikimybė.¹⁴

¹⁴ Wikipedia, laisvoji enciklopedija internete.[interaktyvus].Prieiga per internetą: www.wikipedia.org/rizika

Teorijoje rizika apibrėžiama kaip numatomo pelno už investiciją vidutinis kvadratinis nuokrypis. Šis dydis rodo galimą pelno iš investicijos kitimą per tam tikrą laiką. Mokėdami įvertinti riziką, galime kurti modelius, susietus su rizika ir numatomu pelnu bei paaiškinti diversifikavimą arba investicijos paskirstymo procesą [56].

Jau nuo modernaus portfelio teorijos laikų sutariama, kad grąža ir rizika tai tik dvi to paties medalio pusės – jos neatskiriamos. Minėtoji teorija riziką sukeliančius veiksnius skirsto į sistemingos ir nesistemingos rizikos veiksnius. Sisteminės rizikos neįmanoma suskaidyti į dalis, panaikinti, sumažinti ar išvengti. Ji atsiranda dėl makroekonominių veiksnių prognozės neapibrėžtumo.

Sistemingos rizikos veiksniais vadinami: palūkanų normos dydis, investicijų augimas ekonomikoje, paklausos lygis, infliacija, valiutos kursų pasikeitimai, mokesčių tarifai, etc. Nesisteminė rizika labiau priklauso nuo atskirų įmonės veiksnių, ji gali būti pašalinta, suskaidyta arba sumažinta, tinkamai pasirenkant investavimo priemones, diversifikacijos pagalba.

Prie nesistemingos rizikos veiksnių priskiriama bendrovės valdymo ir/ar vadybos kokybė, darbo santykių padėtis, viešieji ryšiai, reklama, konkurencingumas, gamtiniai ir klimatiniai reiškiniai, kt.

Ne mažiau paplitęs ir rizikos skirstymas į **rinkos** riziką bei **specifinę** investavimo riziką – išskiriama: rezultatų rizika; likvidumo rizika; fondo veiklos rizika; infliacijos rizika; valiutos rizika; kredito rizika; sandorio šalies ir atsiskaitymų rizika; užsienio investuotojų įtakos rizika; teisinės aplinkos kitimo rizika.

Investavimo rizikos klasifikacija

Yra galybė rizikos klasifikavimo galimybių, tačiau nagrinėjant investavimo riziką išeities tašku turėtų būti laikomas rizikos skirstymas į grynąją ir spekuliatyvinę. Grynoji rizika apima gamtinės, ekologinės, politinės, transporto ir komercinės rizikos dalis, ji reiškia galimybę gauti neigiamą arba nulinį rezultatą, t.y. nėra pelno tikimybės. Spekuliatyvinė rizika reiškia galimybę gauti tiek teigiamą, tiek neigiamą rezultatą. Ji egzistuoja esant tikimybei tiek laimėti, tiek pralaimėti.

Finansinė rizika priskiriama prie spekuliatyvios rizikos grupės, nes galimas finansinio sprendimo rezultatas yra pajamos arba nuostoliai. Finansinė rizika savo ruožtu dar skirstoma į dvi rūšis: riziką, susijusią su pinigų perkamąja galia, ir investavimo riziką.

Finansinei rizikai, susijusiai su pinigų perkamąja galia priskiriama:

- **infliacinė ir defliacinė rizika:** rizika, kad didėjant infliacijai gaunamos piniginės pajamos nuvertės realios perkamosios galios atžvilgiu greičiau, nei auga, sukeldamos realius nuostolius (tai kainų lygio kritimo rizika, sukianti fizinių bei juridinių asmenų pajamų mažėjimą).
- **valiutinė rizika** - rizika, kad turima pozicija užsienio valiuta (arba tauriaisiais metalais), patirs nuostolių dėl tam tikros užsienio valiutos keitimo kurso ar kursų svyravimo.
- **likvidumo** (galimybės paversti grynaisiais pinigais) **rizika**, kuri gali būti dviejų tipų: rinkos/produkto likvidumo ir pinigų srautų /finansavimo, pasireiškia per kainos nuolaidą lyginant su rinkos kaina, norint kuo greičiau parduoti (investicinį) produktą.
- **rinkos/produkto** likvidumo rizika atsiranda tada, kai sandorio esamomis rinkos kainomis negalima įvykdyti dėl to, kad rinkos veiklos aktyvumas yra nepakankamas - tokios problemos labai būdingos nelikvidziųjų OTC („over the counter“ (engl. - tiesiai investuotojui parduodamų akcijų) kontraktams. Tačiau likvidumo riziką gali būti sunku apskaičiuoti ir įvertinti kiekybiškai. Be to, ji gali kisti - tai priklauso nuo rinkos sąlygų. Rinkos/produkto likvidumo riziką galima valdyti nustatant limitus tam tikroms rinkoms arba produktams ir taikant diversifikaciją.
- **pinigų srautų** (dar vadinama **finansavimo**) rizika reiškia, kad negalima vykdyti einamųjų išpareigojimų. Finansavimo riziką galima kontroliuoti tinkamai planuojant pinigų srautų poreikius, kuriuos galima kontroliuoti nustatant limitus pinigų srautų trūkumams ir diversifikuojant.

Investavimo rizikai priskiriama:

- **prarastos naudos** rizika – tai netiesioginiu finansinių nuostolių arba pelno negavimo, kilusio dėl tam tikros veiklos neįvykdymo;
- **pajamingumo sumažėjimo**, kylanti dėl palūkanų ar dividendų pasikeitimo, skirstoma į:
 - ❖ **palūkanų riziką**, kylančią iš galimybės patirti nuostolių dėl palūkanų normų svyravimų - tai reiškia galimybę, kad mokėtinos palūkanų sumos už pasiskolintas ar pritrauktas lėšas, viršys gautinas palūkanų sumas.

- ❖ **kreditinę riziką**, kuri apibrėžiama kaip skolos ir palūkanų, priklausančių kreditoriui, neatgavimo pavojus;
- ❖ **tiesioginių finansinių praradimų rizika**, kuriai priskiriama:
 - ❖ Biržos rizika, apimanti riziką susijusią su biržos sandoriais, pvz. komisiniais brokeriams;
 - ❖ Selektyvinė (pasirinkimo) rizika – indikuojanti neoptimalaus ar net netinkamo investavimo priemonių pasirinkimo riziką;
 - ❖ Bankroto rizika – rizika netekti nuosavo kapitalo ir negalėti vykdyti savo įsipareigojimų;
 - ❖ Kredito rizika – rizika dėl sandorio šalies nesugebėjimo atsiskaityti numatyta tvarka;

KIS atveju taikomas įpareigojimas atskleisti **specifinius** bei **įprastinius** rizikos veiksnius:

Specifinė rizika - atitinkamos finansinės priemonės kainos pasikeitimo rizika dėl veiksmų, susijusių su jos emitentu, arba (išvestinės finansinės priemonės atveju) - rizika, susijusi su pagrindinės (pirminės) finansinės priemonės emitentu.¹⁵

LR Vertybinių Popierių Komisijos nutarimas dėl kolektyvinio investavimo subjektų prospektų turinio ir pateikimo taisyklių numato, kad KIS privalo “glaustai ir suprantamai paaiškinti subjektui būdingus specifinius rizikos veiksnius, tokius kaip žemiau nurodytieji ir kitus, susijusius su tam tikra investavimo politika ar strategija, specifinėmis rinkomis ar turtu”, t.y. tokius įpareigojimus informuoti klientą apie **specifinius rizikos veiksnius**:

(dokumento ištrauka¹⁶)

*a) tikimybė, kad visa tam tikro turto klasės rinka patirs nuosmukį ir tai paveiks turto kainą ir vertę (**rinkos rizika**);*

*b) tikimybė, jog emitentas ar sandorio šalis neįvykdys įsipareigojimų (**kredito rizika**);*

¹⁵ 1993 m. kovo 15 d. Tarybos Direktyva 93/6/EEB dėl investicinių įmonių ir kredito įstaigų kapitalo pakankamumo *Oficialusis leidinys L 141, 11/06/1993 p. 0001 - 0026*

¹⁶ Dėl kolektyvinio investavimo subjektų prospektų turinio ir pateikimo taisyklių: Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas 2003 m. rugsėjo 25 d. Nr.16 Vilnius, Kolektyvinio investavimo subjektų prospektų turinio ir pateikimo taisyklių 2 priedas // www.lsc.lt //

c) tikimybė (tik tuo atveju, kai tikrai reali), jog atsiskaitymas pavedimų sistemoje neįvyks, kaip tikimasi, kadangi sandorio šalis nesumoka ar nepateikia turto laiku ar kaip tikimasi (**atsiskaitymų rizika**);

d) tikimybė, jog pozicija negalės būti likviduota norimu laiku ir už teisingą kainą (**likvidumo rizika**);

e) tikimybė, jog investicijų vertę paveiks valiutų kursų pokyčiai (**valiutos rizika**);

f) tikimybė (tik tuo atveju, kai tikrai reali) prarasti saugomą turtą, galinti atsirasti dėl **depozitoriumo ar subdepozitoriumo nemokumo, nerūpestingumo ar nesąžiningų veiksmų**;

g) rizika, susijusi su **turto ar rinkos koncentracija** (kartais dar vadinama Didelių pozicijų rizika);

Dokumente taip pat išskiriami šie **įprastiniai rizikos veiksniai**:

a) **rezultatų rizika**, įskaitant rizikos lygio kitimą priklausomai nuo individualaus fondo pasirinkimo, trečiųjų šalių teikiamų garantijų buvimo ar nebuvimo, tokių garantijų apribojimų;

b) **kapitalo rizika**, įskaitant potencialią erozijos tikimybę, galinčią atsirasti dėl vienetų išpirkimo ir (ar) anuliovimo bei paskirstymo, viršijančio investicijų grąžą;

c) **paslaugos teikėjo/trečiosios šalies, kaip garanto, rezultatų neužtikrintumas**, tuo atveju, kai produkto investicijas sudaro tiesioginės investicijos į paslaugos teikėją, o ne į jo turimą turtą;

d) **nelankstumas tiek pačio produkto viduje** (įskaitant ankstyvo pasitraukimo riziką), tiek ribojant perėjimą pas kitus paslaugos teikėjus;

e) **infliacijos rizika**;

f) **netikrumas, jog aplinkos veiksniai, tokie kaip mokestinis režimas, išliks nepakitę**;

Taigi, nors skirstymas gan panašus į aukščiau pristatytuosius, tačiau akivaizdu, kad finansinėms investicijoms taikomi kiek griežtesni reikalavimai sukelia didesnę rizikų įvairovę. Maža to, realybėje naudojama dar visa eilė rizikos klasifikacijų, tad aptarėme tik svarbiausias iš jų.

Rizikos rūšis turbūt galima būtų vardinti be galo, tačiau, manau supažindinusi su esminėmis rizikos rūšimis, kurias būtinais reikia žinoti, tad dabar pereisime prie KIS kaip specifinės investavimo priemonės rizikos vertinimo ypatumų.

Investicijų graža

Graža paprastai suprantama kaip investuotos sumos prieaugis. Tai vienas retų atvejų, kai dėl investicijų srities termino pernelyg nesiginčijama. Nesutariama tik konkrečiu atveju ką įtraukti ar ko neįtraukti į grynąją investicijų gražą. Tai, galbūt, iš dalies pateisina aklą bei intuityvų eilinių investuotojų gražos vaikymąsi, tačiau nedera pamiršti, jog „investavimo rizika ir graža koreliuoja tarpusavyje: didesnė graža visada susijusi su didesne rizika ir atvirkščiai. Remiantis finansų rinkose nusistovėjusiu požiūriu, 20 proc. gražą ketverių metų laikotarpiui galima priskirti vidutinės rizikos klasei.“¹⁷

Paprastai išskiriamos tokios investicinės gražos rūšys:

- ❖ Metinė bendroji investicijų graža
- ❖ Metinė grynoji investicijų graža
- ❖ Vidutinė bendroji investicijų graža
- ❖ Vidutinė grynoji investicijų graža
- ❖ Periodinės gražos: mėnesinė, ketvirtinė, metinė, etc.

Žemiau pateikiama ištrauka iš valdymo įmonių ir investicinių kintamojo kapitalo bendrovių, kurių turto valdymas neperduotas valdymo įmonėms, informacijos rengimo ir pateikimo taisyklių (patvirtinta Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2004 m. birželio 23 d. nutarimu nr. 11) bendrųjų nuostatų (I.)

5.3. bendroji investicijų graža - pensijų fondo bei kolektyvinio investavimo subjekto investicijų portfelio investicijų graža, kurią apskaičiuojant atsižvelgiama tik į prekybos išlaidas;

5.4. bendrasis išlaidų koeficientas - procentinis dydis, kuris parodo, kokia vidutinė fondo grynujų aktyvų dalis skiriama jo valdymo išlaidų padengimui;

5.5. grynoji investicijų graža - papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondo bei kolektyvinio investavimo subjekto investicijų portfelio investicijų graža, kurią apskaičiuojant atsižvelgiama į prekybos ir investicijų valdymo išlaidas;

Pasaulinėje praktikoje KIS paprastai publikuoja bei lygina bendrąją investicijų gražą: gražą, atskaičius tik prekybos išlaidas (transaction costs), mat valdymo mokestis (management fee) gali kisti priklausomai nuo investuojamos sumos – yra derybų tarp subjektų objektas.

¹⁷ LR Vertybinių Popierių komisija [interaktyvus] Prieiga per internetą: www.lsc.lt/lt/index.php?fuseaction=faq.view&id=2006 - 15k

Vidutinė investicijų grąža (tiek grynoji, tiek bendroji) apskaičiuojama kaip geometrinis metinių (atitinkamai grynosios arba bendrosios) investicijų grąžų vidurkis (sudauginant metinių investicijų grąžų reikšmes ir ištraukiant tokio laipsnio šaknį, kiek reikšmių buvo sudauginta. a_1, a_2, \dots, a_n vidurkis $(a_1 \cdot a_2 \cdot \dots \cdot a_n)^{1/n}$, t.y. $\sqrt[n]{a_1 \cdot a_2 \cdot \dots \cdot a_n}$.

Investuotų lėšų prieaugis (investicijų grąža) paprastai apskaičiuojama pagal dvi formules, priklausomai nuo grąžos¹⁸:

A) (investuojama suma – tiesioginiai mokesčiai) x (1 + metinė grynoji investicijų grąža)^{investavimo laikotarpis metais}

B) (investuojama suma – tiesioginiai mokesčiai) x (1 + grynoji investicijų grąža per laikotarpį)

Šiose formulėse, deja, neįvertinami laikotarpio pabaigoje (investuotojo turimus investicinius vienetus ar akcijas konvertavus į pinigus) skaičiuojami išėjimo mokesčiai, mat jie kiekvienu atveju skiriasi.

Periodinės grąžos skaičiuojamos pagal žemiau pateiktą pavyzdį.

Ketvirtinė grąža yra paskaičiuojama iš 3-jų mėnesių grąžų:

Ketvirtinė grąža = ((1+[1-o mėn. grąža]) * (1+[2-o mėn. grąža]) * (1+[3-io mėn. grąža])) - 1

Metinė grąža yra paskaičiuojama iš 4-ių ketvirtinių grąžų. Ji yra itin svarbi lyginant panašią investavimo strategiją taikančius bei panašiomis rizikos bei grąžos charakteristikomis pasižyminčius fondus, taip pat skaičiuojama ir vidutinė metinė trijų, penkių, etc. metų grąža:

Metinė grąža = ((1+[1-o ketv. grąža]) * (1+[2-o ketv. grąža]) * (1+[3-io ketv. grąža]) * (1+[4-o ketv. grąža])) - 1

Kolektyvinio investavimo subjektų rizikos ir grąžos kompleksinis vertinimas

¹⁸ LR vertybinių popierių komisijos informacija: klausiate-atsakome [interaktyvus] [žiūrėta 2007 08 15] Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=faq.view&id=2006>

Kadangi riziką nuolatos siekiama suvaldyti, o grąžą maksimizuoti - nuo seno siekiama jas išmatuoti. Pasirenkant vieną iš daugelio investavimo alternatyvų taikomi įvairūs vertinimo metodai.

Visiems metodams bendra tai, kad apskaičiuojamas koks nors investavimo išlaidų ir įplaukų sekos apibendrinantis rodiklis. Šis rodiklis, priklausomai nuo taikomo metodo, gali būti pinigų srauto narių vertė, perskaičiuota tam pačiam laiko momentui, laiko intervalas arba tam tikras santykinis dydis. Vieni metodai universalūs, taikomi įvairių sričių investicijų vertinimui. Kiti skirti tik tam tikrų investicijų palyginimui, pavyzdžiui, paskolų arba investicijų į vertybinius popierius.

Savaime suprantama, vertinimas pagal atskirus parametrus nėra visapusiškas, todėl atsirado šiuos parametrus apjungiantys modeliai.

Kadangi egzistuoja aibė rizikos ir grąžos vertinimo metodų ir nesutariama, kuris jų yra geriausias, teoretikai yra išskyrę gero rizikos ir grąžos modelio požymius:

1. Modelyje naudojamas rizikos matas turėtų būti universalus, būdingas ne tik vienai specifinei turto rūšiai, bet ir pritaikomas skirtingoms turto klasėms.

2. Modelis turėtų aiškiai apibrėžti, kurios rizikos rūšys priskiriamos atlygintinajai rizikai ir kurios ne bei argumentuotai pagrįsti šį atskyrimą.

3. Jo rezultatas turėtų būti standartinio rizikos mato (dydžio) nustatymas taip, kad žinant individualų rizikos matą galima būtų jį palyginti ir įvertinti, ar jis rizikingesnis ar mažiau rizikingas už vidurkį.

4. Modelis turėtų apytiksliai numatyti kokio grąžos padidėjimo galima būtų reikalauti už rizikos padidėjimą sąlyginiu vienetu.

5. Jis turėtų būti pritaikomas ne tik praeties rezultatams paaiškinti, bet ir ateities grąžai numatyti.

(Kenneth H. Marks, Larry E. Robbins, Gonzalo Fernandez, John P. Funkhouser "The Handbook of Financing Growth: Strategies and Capital Structure" (Wiley Finance)

Bene plačiausiai žinomas - kapitalo vertinimo (įkainojimo) modelis (CAPM - The Capital Asset Pricing Model – engl.), kartais vadinamas rinkos modeliu.

CAPM formulė atrodo sekančiai:

$$E(R) = r + ERP * \beta$$

kur $E(R)$ – laukiama pelno norma (diskonto norma) R – nerizikinga pelno norma

ERP – rizikos premija (skirtumas tarp nerizikingos pelno normos ir vidutinio rinkos uždarbio)

Pagrindinė šio modelio prielaida ta, kad nesisteminės rizikos galima išvengti investuojant į gerai diversifikuotą portfelį, todėl investuotojams atlyginama tik už sistemingą riziką (rizikos dalis kurios negalima išvengti).

Variacija (dispersija, standartinis nuokrypis) naudojama kaip rizikos matas, o nediversifikuojamai (sisteminei) rizikai matuoti naudojamas koeficientas Beta, kuris vėliau pritaikytas KIS vertinimui.

Populiarus ir APM - arbitražinio įkainojimo modelis. APT teorijos esmė - kiekvienas investuotojas stengiasi pasinaudoti galimybe padidinti portfelio pelningumą, nepadidinant rizikos, tad dviejų vienodos sisteminės rizikos investavimo objektų reikalaujamas pelningumas yra vienodas.

Remiantis arbitražinio įkainojimo modeliu, kaip ir kapitalo vertinimo modeliu, investuotojams kompensuojama tik už nediversifikuojamos rizikos dalies prisiėmimą. Ši teorija teigia, jog investuotojai naudojami arbitražu: dviems vienodos rizikos portfeliams siūlant skirtingą pelningumą, bus pasirenkami portfeliai žadantys didesnę pelningumą, tad kito portfelio pelningumas automatiškai padidės prisitaikydamas. APT yra vienas iš vienafaktoriinių modelių.

Nerečiau naudojami ir daugiafaktoriiniai bei regresiniai modeliai, tačiau apie juos išsiplėsti neketinu. Multifaktoriiniai modeliai rinkos rizika laiko makroekonominę riziką būdingą specifiniam turtui, o regresiniai remiasi rinkos efektyvumu, dėl kurio ilguoju laikotarpiu grąžos skirtumai turi kilti iš rinkos rizikos skirtumų, tad remiasi ryšių tarp tam tikrų kintamųjų bei grąžos paieška ir nustatymu.

Populiariausi KIS rizikos vertinimo būdai ir išsivystė iš šių modelių – vertinant KIS riziką ir grąžą šiais laikais dažniausiai remiamasi: **faktiniu didžiausiu (fondo) nuosmukiu (proc.), vidutiniu standartiniu nuokrypiu (SD), nerizikinga pelno norma, rizikos premija, koeficientais Beta, Alfa, Šarpo rodikliais, tikėtino metinio pokyčio skaičiavimu (2 SD), etc.**

Šie rodikliai būtini vertinant bei renkantis investicinius instrumentus, mat vertinant kolektyvinio investavimo subjektų rezultatus vien grąža, ar vien rizika beveik nieko nepasako: didelė grąža gali būti pasiekama valdytojų meistriskumo, sėkmės ar prisiimamos rizikos dėka.

Rizika savo ruožtu gali būti nedidelė dėl to, kad yra gerai valdoma, dėl to, kad neefektyviai naudojami jūsų pinigai: didelė dalis laikoma grynaisiais ar ekvivalentais, dėl to, kad bijoma didesnio pelingumo (ir rizikos) instrumentų – kompetencijos rizikingesnėse investicijose stoka, etc.

Nors situacijų gali būti begalė, tačiau sprendimus priimti reikia ir tai daryti reikia stengtis kuo mažesnėmis laiko sąnaudomis, mat infliacijos tempai gerokai lenkia palūkanų normas, jau nekalbant apie pinigų laikymą grynais, tad susiduriama su rizikos ir grąžos operatyvaus vertinimo būtinybe ir vertinti jas reikia ne po vieną, o kompleksiskai, mat jos viena nuo kitos neatskiriamos.

Prieš pradėdant vertinti pasirinktą kolektyvinio investavimo subjektų aibę reikia įsitikinti, jog lyginami palyginami subjektai: nedera lyginti į skirtingas turto klases investuojančių subjektų remiantis tais pačiais kriterijais, mat jie sau kelia skirtingus investicinius bei strateginius tikslus, taiko kitokią kainodarą, etc. Reikia lyginti atitinkamas fondų grupes pagal turto klasę (akcijos, obligacijos, pinigų rinkos fondai), bendrovių kapitalizaciją (rinkos vertę), įvertinti valiutos įtaką galutiniams rezultatams.¹⁹

Tad pirmas žingsnis, vertinant bet kokią KIS aibę yra susipažinti su jų prospektuose ir taisyklėse deklaruojama investavimo strategija, atsižvelgti į subjekto tipą ir suklasifikuoti (suskirstyti į kategorijas) pagal aukščiau išvardintus parametrus. Tas pats atlikta ir empirinėje darbo dalyje (žr. 1 priedą), kur fondai suskirstyti pagal turto klases ir investavimo strategijas bei platinimą į akcijų, obligacijų, pinigų rinkos, mišrius bei fondų fondus, papildomai išskiriant riboto platinimo bei atviro tipo fondus.

Kadangi KIS pelningumas trumpuoju laikotarpiu labai nepastovus, fondų vertinimas remiantis trumpo laikotarpio rezultatais gali būti netikslus: labiau atsitiktinis nei objektyvus, tačiau labai seni fondų rezultatai taip pat nėra pagrindas spręsti apie KIS ateities rezultatus, todėl palyginimui turėtų būti pasirenkami įvairūs prieinami laikotarpiai ir vertinama jų rezultatų visuma, nuoseklumas, dinamika, etc.

Taip pat dera įvertinti ir su investavimu susijusius mokesčius: maksimalūs jų dydžiai atskleidžiami KIS sudarymo dokumentuose ir prospektuose, o konkretūs dydžiai - sutrumpintuose KIS prospektuose – kiekvienas investuotojas turi teisę susipažinti su minėtais dokumentais (remiantis LR Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 7 skirsniu).²⁰

Taigi, apibendrinant, lygiagrečiai su palyginamų KIS grąžos vertinimu turi vykti ir rizikos palyginimas, o fondo pasirinkimą lemti turėtų geriausias grąžos ir rizikos santykis, atsižvelgus ir į fondo mokesstinę aplinką.

¹⁹ M. Plakys žurnalo „Investuok“ konferencija Kaune 2007 metų rugsėjo 27 d. – konferencijos medžiaga

²⁰ LR VPK informacija investuotojui [interaktyvus] [žiūrėta 2007 09 26] prieiga per internetą:
<http://www.lsc.lt/lt/index.php?fuseaction=faq.view&id=2006>

Tinkamai sugrupavus dominančius fondus vertinimo procesą gerai pradėti nuo esminių duomenų apie fondą surinkimo:

1. Gražos (mėn., 3 mėn., 6 mėn., 12 mėn., 24 mėn., 36 mėn., 48 mėn., nuo įsteigimo, etc.)
2. Standartinio nuokrypio (mėn., 3 mėn., 12 mėn., kito dominančio laikotarpio)
3. Šarpo rodiklio
4. Alfa
5. Beta
6. Didžiausio faktinio nuosmukio,
7. Mokesčių
8. Valdytojo
9. Įsteigimo datos, etc.

Vien susirinkti duomenis nepakanka, mat paprastai vieni KIS pasižymės geromis gražos, kiti – rizikos ir kt. charakteristikomis, tad itin svarbu šiuos duomenis tinkamai interpretuoti ir apsispręsti dėl atitinkamų rodiklių svarbos kiekvienu konkrečiu atveju – priklausomai nuo investuotojo prioritetų.

Taip pat būtinas kritiškas surinktos informacijos vertinimas, galimų manipuliacijų reikšmėmis numatymas, trūkumų ir netikslumų užpildymas, idealu, jei yra galimybė pasinaudoti pirminiais duomenimis ir skaičiavimus atlikti pačiam.

Žemiau pateikti svarbiausių KIS vertinimo parametrų skaičiavimo, vertinimo, panaudojimo ir interpretavimo ypatumai, kurie, tikiu, yra pakankamai universalūs ir tinkami bet kurio tipo KIS analizei.

Standartinis nuokrypis

Standartinis nuokrypis (angl. *Standard Deviation*) – tai statistinis rodiklis, parodantis, kaip stipriai per metus svyravo fondo savaitinis pelningumas, palyginti su vidutiniu savaitiniu pelningumu. Kuo aukštesnis rodiklis, tuo didesnė investicijų vertės svyravimo rizika.²¹

Standartinis nuokrypis yra vienas seniausių, klasikiniais laikomų rizikos matų: SD parodo, kaip stipriai fondo pelningumas svyruoja (apie vidurkį – vidutinį pelningumą) tam tikru laikotarpiu: kiek procentų daugiau arba mažiau už vidutinį savo pelningumą svyravo fondo vertė.

Fondas su aukštesniu standartiniu nuokrypiu laikomas rizikingesniu, nes, remiantis istoriniais duomenimis, galima daryti prielaidą, jog toks fondas trumpuoju laikotarpiu rizikuoja

²¹ SEB VB atmintinė investuotojui [interaktyvus]. Prieiga per internetą: www.seb.lt/pdf/lt/NVS_obligaciju_fondas.pdf

patirti didesnių nuostolių (arba, žinoma, uždirbti pelno). Labai svarbu patikrinti, ar fondo standartinis nuokrypis išlieka pastovus kiekvienais metais. Dažnai siektinas standartinis akcijų fono nuokrypis svyruoja tarp 10% ir 25%.

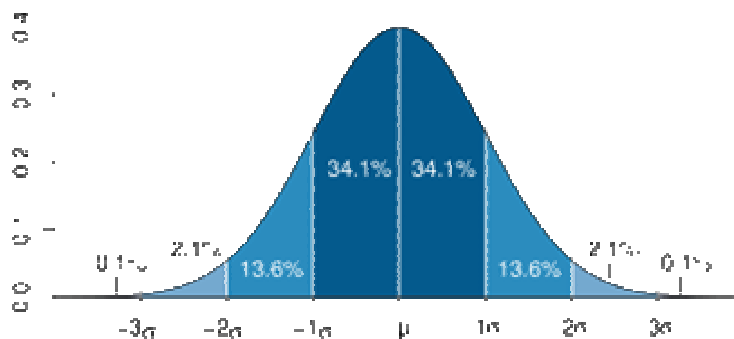
Ekstrapoliuojant praeities tendencijas mėginama prognozuoti fondo ateities verčių pokyčius. Praktikoje paprastai naudojami du tikimybinio statistinio skaičiavimo būdai:

- ❖ 68 procentų tikimybės (vieno standartinio nuokrypio)

Apskaičiuota, kad remiantis normaliuoju skirstiniu, prie fondo vidutinio metinio pelningumo (rekomenduojama naudoti bent trijų praėjusių metų vidutinį pelningumą) pridėjus bei iš vidutinio metinio pelningumo atėmus fondo standartinio nuokrypio dydį, gaunamas intervalas, kuriame su 68 proc. tikimybe svyruos fondo vertė.

- ❖ 95 procentų tikimybės (dviejų standartinių nuokrypių)

Kiek labiau paplitęs tikslesnis prognozavimo būdas: prie fondo vidutinio pelningumo pridėjus dvigubą jo standartinio nuokrypio rodiklio dydį ir iš vidutinio pelningumo atėmus dvigubą rodiklio dydį, gaunama 95 proc. tikslumo statistinė prognozė, kiek artimiausiais metais svyruos fondo vertė. Vizualiai tai atvaizduota žemiau pateikiamoje diagramoje:



1 diagrama Vieno ir dviejų standartinių nuokrypių metodo logika normaliajame skirstinyje Šaltinis: Wikipedia graphics Jeremy Kemp, 2005-02-09 [interaktyvus] [žiūrėta 2007 09 05] Prieiga per internetą: http://en.wikipedia.org/wiki/Image:Standard_deviation_diagram.svg

Šarpo rodiklis

Šarpo rodiklis – parodo papildomos gražos dydį, tenkantį vienam rizikos (standartinio nuokrypio) vienetui.²²

²²SEB VB investicinių fondų apžvalga [interaktyvus] [žiūrėta 2007 09 25] Prieiga per internetą: www.seb.lt/vbfin/funds/investmentFundsTerm.

Šarpo rodiklio dėka įmanoma objektyviau palyginti skirtingus fondus, mat jis įvertina tiek prisiimtą riziką, tiek gautą pelną, tačiau šis rodiklis nenaudotinas laikotarpiams, kai vidutinis fondo pelningumas būna mažesnis už nerizikingų investicijų palūkanų normą.

Šarpo rodiklis = $(R_p - R_f)/SD_f$, kur R_p – tikėtina grąža (pvz. istorinis vidurkis), R_f – nerizikingų investicijų grąža (pvz. Vyriausybės VP palūkanos), SD_f – portfelio standartinis nuokrypis.

Amerikietis William Sharpe 1990 metais buvo apdovanotas Nobelio premija už nuopelnus ekonomikai – už jo indėlį kuriant CAPM²³: finansinių aktyvų įkainojimo modelį, kurio dalis ir yra Šarpo rodiklis. Šis rodiklis yra vienas naudingiausių ir dažniausiai naudojamų rodiklių fondams palyginti. Tai taip pat vienas iš nedaugelio rodiklių leidžiančių vertinti skirtingų fondų rezultatus tarpusavyje bei taip paprastų interpretuoti: kuo rodiklis didesnis, tuo geriau.

Šarpo rodiklis skaičiuojamas iš vidutinės fondo grąžos (optimalu - 3 metų) atėmus nerizikingų investicijų palūkanų normą (pvz., valstybinių obligacijų ar apdrausto indėlio banke. 10 metų Vyriausybės obligacijų palūkanas) ir padalijus iš standartinio nuokrypio rodiklio dydžio.

Taigi, šis rodiklis parodo, kiek fondo papildomos grąžos (virš nerizikingos palūkanų normos) tenka vienam rizikos vienetui. Iš šio apibrėžimo matyti, jog rodiklio reikšmė labai priklausys nuo nerizikingos palūkanų normos prielaidos – tai ypač svarbu išsiaiškinti iš skirtingų šaltinių renkamos informacijos atveju.

Pagal Šarpo rodiklį vertinti tikslinga jau atlikus paruošiamąjį darbą: išsirinkus keletą konkrečių KIS, kurių strategija, investavimo kryptis ar objektai, valdytojas ir kiti kriterijai investuotojui priimtini bei palygintini. Tokiu atveju didesnė rodiklio reikšmė indikuos geresnį fondo valdymą: rizikos veiksniams esant skirtingiems Šarpo rodiklis parodys, kuris fondas už prisiimtą riziką sugeba gauti daugiau pelno.

Rekomenduojama, kad Šarpo rodiklis būtų didesnis už vienetą, kai tuo tarpu neigiama šio rodiklio reikšmė reiškia, jog nerizikingos investicijos uždirba daugiau ir kitoms sąlygoms esant standartinėms neverta rinktis tokios investicijos, o teigiamas įrodo, jog valdytojais sugebėjo uždirbti daugiau nei nerizikinga palūkanų norma.

²³ Encyklopedia Britannica William F. Sharpe [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <http://www.britannica.com/eb/article-90šųąšš/william-F-Sharpe>

Beta

Beta – tai akcijų, investicinio fondo ar portfelio kintamumo kiekybinis įvertinimas visos rinkos atžvilgiu. Beta skaičius, didesnis negu vienetą, pažymi, kad kintamumo laipsnis yra didesnis už visos rinkos kintamumo laipsnį. Beta skaičius, mažesnis už vienetą, rodo, jog kintamumas yra mažesnis.²⁴

Taigi daroma prielaida, kad investicijos pelningumas priklauso nuo veiksmų kurie įtakoja visų rinkoje esančių investicijų pelningumą: pelningumas gali būti išreikštas kaip šio veiksmo (ar veiksmų) funkcija.

Beta (i) = kovariacija (i) su rinkos portfelium/rinkos portfelio variacija

Paprastiau kalbant Beta nusako, kiek agresyviai palyginamojo indekso ar kito etalono atžvilgiu valdomas fondas: kai $\beta = 1$, fondo grąža juda kartu su etalono grąža, jei $\beta < 1$, fondo grąža kinta (kyla ir krenta) mažiau, negu etalono vertė, jei $\beta > 1$ fondo pokyčiai viršija rinkos, etalono ar palyginamojo indekso vertės pokyčius.

Alfa

Alfa indikuoja, kokia KIS grąžos dalis kyla ne iš rinkos, etalono ar palyginamojo indekso pelningumo – kiek papildomos grąžos fondas sugeneravo investuotojams.

Papildomai gauta grąža, kurią indikuoja alfa gali rodyti valdytojo ypatingus gebėjimus, sėkmingą įėjimo ir išėjimo iš/į pozicijas laiką (market timing) ar elementarią sėkmę – bet kuriuo atveju alfa yra labai geidžiama tiek valdytojų, tiek investuotojų ir keliems fondams veikiant toje pačioje rinkoje jų *alfa* rodiklių suma turėtų būti nulinė – alfa uždirbama kitų rinkos dalyvių sąskaita.

Galimybė uždirbti *alfa* neišvengiamai mažėja didėjant fondo aktyvų dydžiui, ypač, tokiose mažose rinkose kaip Lietuva, mat tenka investuoti į didelį priemonių kiekį ir nukenčia kokybė, taip didelių žaidėjų veiksmai nelieka nepastebėti ir jų pozicijų formavimu naudojasi smulkūs investuotojai. Tai ypač aktualu mažoms rinkoms, taigi pageidaujama, kad Alfa reikšmė būtų bent didesnė už nulį – kuo didesnė, tuo, žinoma, geriau.

²⁴ www.omxv.lt

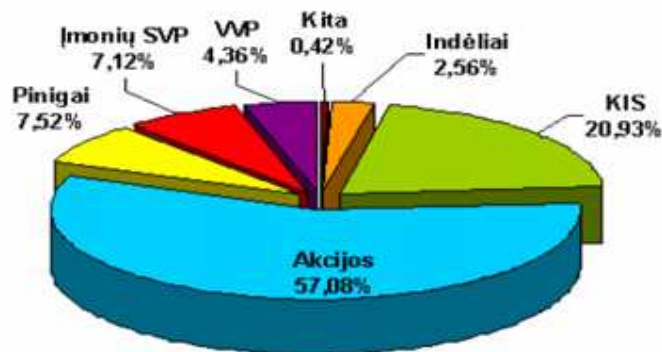
Didžiausias faktinis nuosmukis – tai didžiausias procentinis fondo vieneto vertės kritimas praeityje. Šio rodiklio privalumas tas, kad jį suprasti gali ir pradedantieji investuotojai. Tačiau šio rodiklio prasmė neseniai tegyvuojantiems fondams ginčytina, be to, kiekvieną kartą gali būti pasiekta nauja viršūnė ir naujas dugnas, tad tai tik papildomas informacijos apie riziką vienetas. (Finansų analitikų asociacijos pensijų fondų apžvalga)

3. Kolektyvinio investavimo subjektų sistemos Lietuvoje charakteristika

2007 m. rugsėjo 30 d. Lietuvoje veikė 33 Lietuvoje registruotų ir Vertybinių popierių komisijos prižiūrimų valdymo įmonių valdomi kolektyvinio investavimo subjektai (toliau – KIS), kurių bendra investicinių portfelių vertė sudarė 1,27 milijardo Lt, o dalyvių skaičius pasiekė 33 tūkst.²⁵

Šioje darbo dalyje pristatysiu realiai Lietuvos rinkoje veikiančių kolektyvinio investavimo subjektų įvairovę bei suklasifikuosiu juos pagal pirmajame darbo skyriuje pristatytus pagrindus.

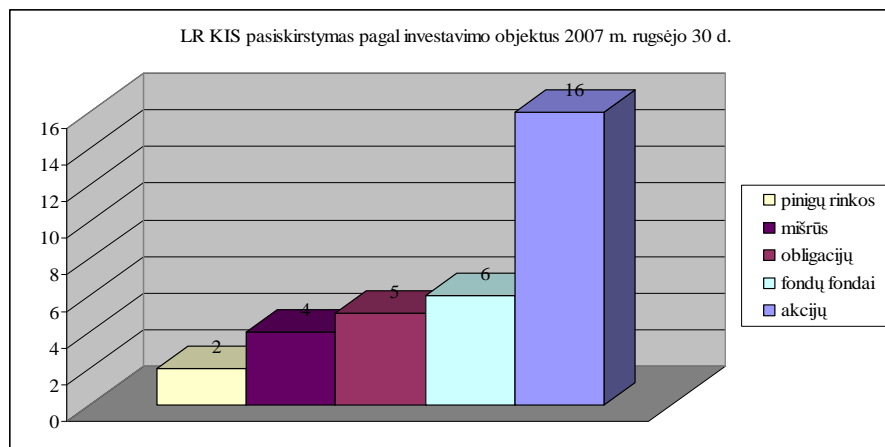
Lietuvos KIS įvairovę vertinant pagal investavimo objektus pažymėtina, jog 2007 m. III ketvirčio pabaigoje didžiąją dalį (57 proc.) bendro KIS portfelio sudarė investicijos į akcijas (LR Vertybinių popierių komisijos 2007 m. rugsėjo 30 d. Lietuvos KIS apžvalga).



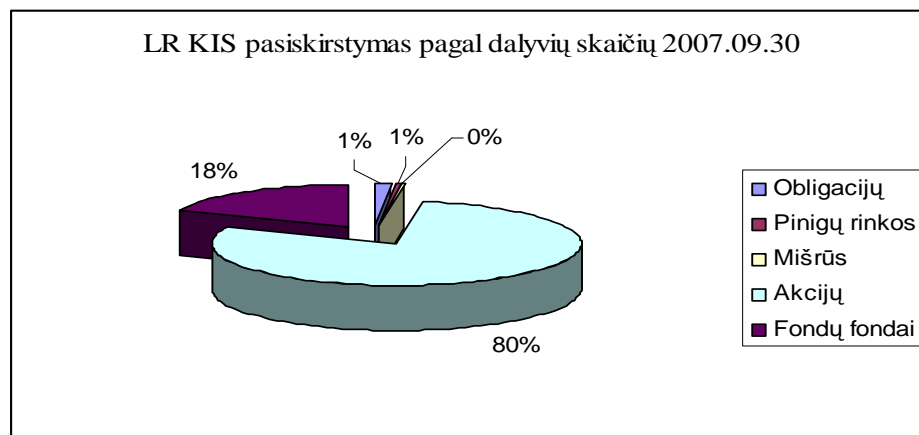
2 diagrama LR KIS investicijų pasiskirstymas pagal investavimo objektus 2007 m. Rugsėjo 30 d. Šaltinis: LR VPK 2007 m. III ketvirčio Lietuvos KIS apžvalga.

Didžioji KIS dalis (16 vnt. – žr. grafiką žemiau) buvo akcijų fondai, atitinkamai antri bei treči pagal gausumą buvo fondų fondai (6 vnt.) bei obligacijų (5 vnt.) fondai. Tendencija išlieka identiška ir vertinant pagal KIS dalyvių skaičių: net 80% rinkos užima akcijų fondai, antroje vietoje su 18% rinkos lieka fondų fondai (3 diagrama).

²⁵ LR Vertybinių popierių komisijos 2007 10 18 2007 m. rugsėjo 30 d. Lietuvos KIS apžvalga [interaktyvus],[žiūrėta 2007-10-18]. Prieiga per internetą: <http://www.lsc.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2989>



3 diagrama LR KIS pasiskirstymas pagal investavimo objektus 2007 m. Rugsėjo 30 d. Sudarė autorė. Šaltinis: LR VPK 2007 m. III ketvirčio Lietuvos KIS apžvalga.

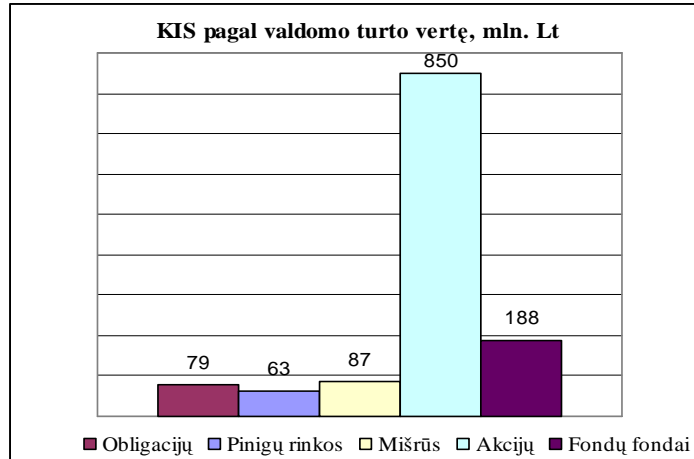


4 diagrama LR KIS pasiskirstymas pagal dalyvių skaičių. Sudarė autorė. Šaltinis: LR VPK 2007 m. III ketvirčio Lietuvos KIS apžvalga.

Akcijų KIS dominavo tarp kitų ir pagal valdomą turtą: net 67,12% turto buvo sukoncentruota šio tipo KIS, antroje vietoje tradiciškai atsidūrė fondų fondai su 14,82% turto, palikdami obligacijų bei mišrius fondus atitinkamai ketvirtoje ir trečioje vietose su 6,89 ir 6,24 procento viso KIS valdomo turto.

Skirtumai prasideda lyginant vidutinę KIS dalyvio turto vertę: čia akivaizdžiai pirmauja mišrūs KIS, tačiau taip, matyt, yra pagrinde dėl dviejų uždarojo tipo fondų – HBS II ir HBS III, kurie priskirti šiai kategorijai (žr. 1 priedą) specifikos: šie fondai skirti tik AB banko „Hansabankas“ grupei priklausančioms bendrovėms – profesionaliems investuotojams²⁶, tad ir figūruojančios sumos čia ženkliai didesnės.

²⁶ LR VPK informacija „2005 10 13 Nauji UAB „Hansa investicijų valdymas“ riboto platinimo investiciniai fondai „HBS fondas I“, „HBS fondas II“ ir „HBS fondas III“ [interaktyvus]. Prieiga per internetą:

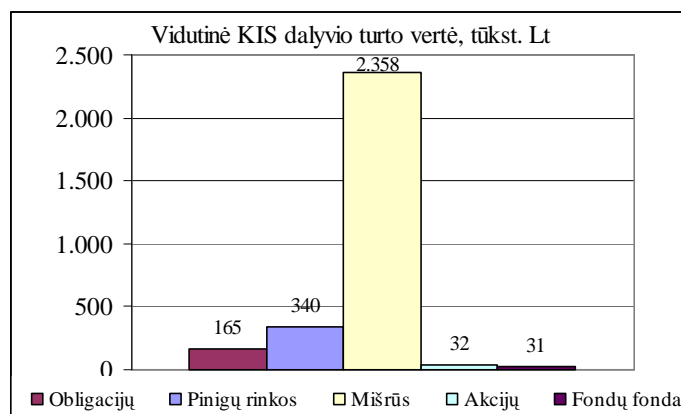


5 diagrama LR KIS pasiskirstymas pagal valdomo turto vertę. Sudarė autorė.

Šaltinis: LR VPK 2007 m. III ketvirčio Lietuvos KIS apžvalga.

Akcijų fondai šio skirstymo atveju yra tikri autsaideriai ir tai normalu, mat investavimas į nuosavybės vertybinius popierius yra susijęs su didesne rizika ir tokioms investicijoms galima skirti mažesnę turto dalį.

Pinigų rinkos fondai šioje klasifikacijoje yra antri pagal vidutinį portfelio dydį, mat jie populiariausi tarp juridinių asmenų ir paprastai naudojami trumpalaikiam įmonės lėšų alokavimui, yra labai likvidūs bei pakankamai nerizikingi. Obligacijų fondai pasižymi panašiomis rizikos-grąžos savybėmis ir nenuostabu, jog norinčių investuoti didesnes sumas ilgesniam laikui į pakankamai kuklią grąžą generuojančią turto klasę norinčių nėra itin daug.



6 diagrama LR KIS pasiskirstymas pagal vidutinę dalyvio turto vertę. Sudarė autorė.

Šaltinis: LR VPK 2007 m. III ketvirčio Lietuvos KIS apžvalga.

Pagal investavimo geografią LR KIS nėra labai nutolę nuo Lietuvos ir tai pagirtina: keista būtų, jei nemaža dalis investuotų toli nuo namų regiono, mat geografinė kompetencija ir yra pagrindinis konkurencinis pranašumas aršioje kovoje už klientą KIS pasaulyje, ypač tokiai nesena vertybinių popierių rinkų istoriją turinčiai šaliai kaip Lietuva.

Finansų rinkos yra efektyvios kaip jokios kitos, tad tikėtis sukelti furorą vien plačia geografine pasiūla būtų naivu, todėl pagrinde investuojama į pažįstamus aplinkinius, nesunkiai pasiekiamus regionus, o tolimesniems regionams pasiekti naudojamosi tų regionų KIS ir kitomis finansinėmis priemonėmis.

2007 m. rugsėjo 30 d. beveik trečdalis KIS turto buvo investuota į Baltijos valstybių rinkas, o daugiau nei po penktadalį – į Vakarų Europos ir NVS valstybes (atitinkamai 405,8 mln. Lt, 296 mln. Lt ir 245 mln. Lt). Baltijos šalių dalis per 2007 m. III ketv. padidėjo 2 proc., Vakarų Europos – 4 proc., o NVS – sumažėjo 4 proc. Investicijų dalis į Balkanų regiono ir Skandinavijos valstybes beveik nepasikeitė.²⁷

Įdomu tai, jog nepaisant didelio Baltijos šalių akcijų rinkų populiarumo, vien į Lietuvos, Latvijos ir Estijos akcijas investuojančių fondų tarp LR KIS tėra vienas – Prudentis Baltic Fund. Kiti į ta pačią turto klasę bei regioną investuojantys fondai (East Capital Baltic Fund, Danske Baltic Fund, Evli Baltic Fund, Sampo Baltic Fund, WIOF Baltic Opportunities Fund) registruoti už Lietuvos ribų.



7 diagrama LR KIS investicijų geografinis pasiskirstymas. Šaltinis: LR VPK 2007 m. III ketvirčio Lietuvos KIS apžvalga.

²⁷ LR Vertybinių popierių komisijos 2007 10 18 2007 m. rugsėjo 30 d. Lietuvos KIS apžvalga [interaktyvus],[žiūrėta 2007-10-18]. Prieiga per internetą: <http://www.lsc.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2989>

Dėl jauno Lietuvos akcijų rinkos amžiaus bei neilgos LR KIS istorijos neturime didelės fondų įvairovės remiantis visais kriterijais, tad dabar pristatysiu fondus, kurie gali pretenduoti į klasifikaciją pagal investavimo stilių, akcijų kapitalizaciją, valdymo intensyvumą, įėjimo ir išėjimo iš/į fondą būdus, gautų pajamų kapitalizavimą, rizikos laipsnį, temas ir/ar įsitikinimus.

Investavimo stilius ir akcijų kapitalizacija

Aiškliai apibrėžto investavimo stiliaus ir bendrovių dydžio pasirinkimo KIS Lietuvoje pavyzdys yra amerikiečio profesoriaus M. Zavanelli įsteigtas ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos vertės akcijų fondas (ZPR US Small Cap Value).

Kapitalizacija:

Šis fondas investicijoms renkasi 2000 mažesnių negu 1000 didžiausios kapitalizacijos JAV bendrovių akcijas – ši kriterijų atitinka į fondo palyginamojo indekso Russell 2000 sudėtį įeinančios bendrovės. Jų kapitalizacija svyruoja tarp 491 mln. ir 1,7 mlrd. JAV dolerių²⁸.

Investavimo stilius:

ZPR Amerikos fondas renkasi investicijas į vertės akcijas, nes “jų kainą formuoja ne biržos nuotaikos ir mados tendencijos, o realūs įmonių veiklos rezultatai.”²⁹

Valdymo intensyvumas

Kaip jau minėta, išskiriami aktyviai valdomi ir pasyviai valdomi (indekso) fondai. Šiai dienai vienintelis ir pirmasis Lietuvoje investicinis fondas, kuris seka indeksu – tai to paties M. Zavanelli NSEL 30 indekso fondas, kuris seka to paties vardo indeksu, sudarytu iš 30 didžiausias laisvų akcijų kapitalizacijos bendrovių, kurių akcijos listinguojamos Vilniaus vertybinių popierių biržoje akcijų, likę 32 LR KIS registruoti VPK iki 2007 metų rugsėjo 30 d. buvo valdomi daugiau ar mažiau aktyviai – dauguma valdytojų pasirenka jų investavimo strategiją atitinkantį ir atspindintį indeksą, kad turėtų su kuo lygintis ir dalis jų kreipia dėmesį į tai, kokių santykiu tam tikros bendrovės įeina į indeksą, kiti atvirkščiai deklaruoja visiškai nepaisantys indekso sudėties proporcijų.

Įėjimo ir išėjimo iš/į fondą būdai

2007 metų rugsėjo 30 d. Lietuvoje veikė 33 KIS, iš jų 9 – riboto platinimo. Riboto platinimo KIS nebuvo tik tarp fondų fondų ir pinigų rinkos fondų, į kitus objektus investuojantys

²⁸ ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atviras investicinis fondas prospektas

²⁹ “Apie ZPR investicinį fondą” [interaktyvus]. Prieiga per internetą: www.zprussmallcap.com/lt/pages.id.43

KIS turėjo bent po vieną uždarojo tipo fondų atstovą. Obligacijų fondų gretose buvo riboto platinimo fondas HBS I, kartu su pastaruoju registruoti HBS II ir HBS III priskirtini mišrių fondų kategorijai, o iš 16 akcijų fondų net 6 buvo uždarojo tipo, tad šis fondų organizavimo būdas Lietuvoje pakankamai populiarus.

Atvirojo tipo bei uždarojo tipo KIS pilnas sąrašas pateikiamas 1 priede.

Rizikos laipsnis

Tarp Lietuvos KIS akivaizdžiai (2, 3, 4 diagrama) dominuoja didesnės rizikos akcijų fondai, mat retas investuotojas Lietuvoje yra patyręs stiprų investicijų vertės sumažėjimą ir nepakankamai vertina investicijų riziką. Taip pat dažnai vaikomasi vien didesnės grąžos nesusimastant apie prisiimamą riziką, investavimo horizontą, tolerancijos rizikai laipsnį, investuojamos sumos dalį turimame turte, diversifikavimo būtinybę, etc.

Nepaisant to, augant investiciniam raštingumui bei investicinių instrumentų pasiūlai auga ir mažesnės rizikos, stabilesnių, konservatyvesnių produktų paklausa (LR VPK KIS apžvalgos).

Gautų pajamų kapitalizavimas, temos, įsitikinimai

Šiai dienai Lietuvoje nėra KIS, kurie užtikrintų periodines pajamas: absoliuti dauguma jas kapitalizuoja ir panaudoja tolimesnėms investicijoms, taip pat nėra ir teminių ar įsitikinimų fondų, nebent tema laikytume dominuojančio sektoriaus išskyrimą pavadinime (JT bankų fondas) arba mišrios strategijos taikymą ir savęs pozicionavimą kaip fondą, itin tinkantį vaikų ateičiai užtikrinti (Finasta ateities fondas).

Tikrųjų įsitikinimų bei teminių fondų era Lietuvoje dar neatėjo, tačiau, augant pilietiškumui, socialinei atsakomybei, sąmoningumui bei investiciniam raštingumui netrukus ji neabejotinai ateis.

4. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų investicinės rizikos ir grąžos palyginamoji analizė

Šiame skyriuje atliksiu praktinę realiai 2007 metų rugsėjo 30 dienai Lietuvoje registruotų kolektyvinio investavimo subjektų rizikos ir grąžos palyginamąją analizę, remiantis 3 darbo skyriuje pristatyta KIS rizikos ir grąžos kompleksinio vertinimo metodika.

Kaip jau minėjau tyrimo imtis susiveda į Lietuvoje registruotus Kolektyvinio investavimo subjektus, kurių 2007 m. rugsėjo 30 dienai buvo 33 - 32 investiciniai fondai bei viena investicinė kintamojo kapitalo bendrovė (NSEL 30 indekso fondas).

Surinkau duomenis, kuriuos apie šiuos rinkos dalyvius duotajai datai skelbė OMX fondų centras, praturtinau juos kitais man reikalingais parametrais, parsisiunčiau, kur tik buvo įmanoma, autentiškas vienetų vertės pokyčio istorijos failus iš KIS tinklalapių bei atlikau sekančius skaičiavimus:

Prieduose pateikiamoje 1 lentelėje fondai yra sugrupuoti į penkias kategorijas pagal jų investavimo objektus:

I. Akcijų

II. Obligacijų

III. Pinigų rinkos

IV. Fondų fondai

V. Mišrūs fondai

Papildomai išskyriau VI. kategorija, į kuria įeina visų tipų riboto platinimo kolektyvinio investavimo subjektai: ryžausi juos visus lyginti tarpusavyje dėl jų platinimo specifikos bei laisvesnės investavimo strategijos, be to, tai pagrinde akcijų ar tam tikros akcijų dalies fondai (žr. 1 priedą).

Šis palyginimas atliktas siekiant įvertinti ar skiriasi vidutinė generuojama grąža, Šarpo rodikliai, SD priklausomai nuo platinimo tipo, mat pastebėjau, jog šie fondai figūruoja tarp geriausiųjų kone kiekvienoje kategorijoje.

Kiekvienos kategorijos viduje fondus reitingavau pagal:

1) Šarpo rodiklį

2) Standartinį nuokrypį

3) Metinę grąžą

Taip pat, reikalui esant, vertinant buvo atsižvelgiama į tikėtiną fondo metinį pokytį: neigiamas tikėtinas pokytis buvo priežastis nesirinkti KIS ir atvirkščiai: kuo didesnis minimalus tikėtinas pokytis, tuo fondas laikytas patrauklesniu.

Pažymėtina, jog pasirinktojoje imtyje tik vienas – pats seniausias KIS turi 60 ir 48 mėn. istoriją bei vos 16 KIS gali pasigirti bent 36 mėn. istorija. Taigi pagal pasaulinius standartus, kur 3 metų grąža yra minimali reikalaujama, kad vertinti fondą (tokios minimalios istorijos reikalauja ir reitingų agentūra Morningstar siekiant gauti vertinimą), vertinti galėtume tik šiuos 9 KIS.

Visiškai naujai įsteigti Finastos Vitality, Infinity bei Ateities fondai nebuvo analizuojami dėl pernelyg trumpos jų istorijos, tačiau su jų duomenimis galima susipažinti darbo prieduose. Taigi, atmetus fondus, kurie neturi net minimalios gyvavimo istorijos – juos analizuoti dar anksti, likusius lyginau pagal eilę parametrų: 12 mėn. Šarpo rodiklio, taikant 4% nerizikingos palūkanų normos prielaidą, 12 mėn. standartinį nuokrypį, tikėtiną metinę grąžą, trumpalaikę grąžą (12, 6 ir 3 mėn.).

Taip pat kategorijų viduje bei visoje imtyje buvo skaičiuojamos pagrindines aprašomosios kiekybinių kintamųjų charakteristikos: minimumas, maksimumas, atvejų skaičius, vidurkis, mediana, ekscesas, asimetrija, standartinė paklaida, standartinis nuokrypis, etc. (2 priedas) bei išskirti ryškiausi (labiausiai nestandartiniai) atvejai.

Didžiausias dėmesys skirtas vidurkiui ir palyginimui su juo, tačiau, nors ir sunkiai įvertinama iš mažų imčių, skaičiuota ir asimetrija (*skewness*) bei ekscesas (*kurtosis*). Asimetrija parodo pasiskirstymo simetriją: kai asimetrija nelygi nuliui, vidurkis ir mediana nesutampa, asimetrijai esant teigiamai viršūnė pasvirusi kairėn, nuolaidusis šlaitas dešinėn, kai asimetrija neigiama - viršūnė dešinėn, o nuolaidusis šlaitas kairėn. Ekscesas (*kurtosis*) parodo kaip atvejai pasiskirstę pečių ir centro atžvilgiu. Teigiamas ekscesas reiškia, kad kreivė turi daugiau atvejų centre ir uodegose, mažiau – pečiuose, neigiamas ekscesas – kad mažiau atvejų centre ir uodegoje, daugiau - pečiuose. (SPSS paaiškinimai)

Asimetrija visais atvejais nelygi nuliui, tad vidurkiai skirsis nuo medianos visais atvejais, tačiau artimiausia nuliui reikšmė aptinkama visų akcijų fondų kategorijoje (didžiausias atvejų skaičius bei labiausiai reprezentatyvi imtis) vertinant standartinį nuokrypį, tad galima teigti kad šios kategorijos pasiskirstymas artimiausias normaliajam. Didžiausia teigiama bei neigiama asimetrijos reikšmė randama obligacijų KIS subkategorijoje: Standartinis nuokrypis labiausiai iš lygintų kintamųjų yra teigiamai asimetriškas, o Šarpo rodiklio reikšmių viršūnė

palinkusi dešinėn, o nuolaidusis šlaitas kairėn (viena labai neigiama reikšmė, o kitos artimos nuliui).

Vertinant ekscesą aibės mastu matyti, jog reikšmių pasiskirstymo netolygumai atsveria vieni kitus: iš dvylikos tirtų atvejų 6 eksceso reikšmės teigiamos ir tiek pat neigiamų. maksimali neigiama eksceso reikšmė pasiekama vertinant akcijų riboto platinimo Šarpo (-4,56) bei SN (-3,72) rodiklius – taigi šioje kategorijoje mažiau atvejų centre ir uodegoje ir daugiau pečiuose: reikšmės pasiskirstę tolygiau ir arčiau vidurkio. Didžiausias teigiamas ekscesas užfiksuotas vertinant obligacijų fondų Šarpo rodiklį (3,69) – taigi obligacijų fondų Šarpo rodiklio atveju pastebima tendencija rodyti vidutinę arba kraštutinę Šarpo rodiklio reikšmę.

I. Akcijų

Akcijų KIS kategorijoje pirmasis vertinimo parametras – Šarpo rodiklis įgyja reikšmes nuo -0,58 iki 4,48 (žr. 2 priedą). Vidutinė Šarpo rodiklio reikšmė šioje kategorijoje 1,87.

Standartinis nuokrypis (požymio įgyjamų reikšmių ir vidurkio skirtumų kvadratų sumos vidurkis) svyruoja tarp 6,93 ir 22,26 – vidurkis 14,11.

Lyginant atvirojo tipo ir uždarojo tipo akcijų KIS rodiklius su abiejų rūšių akcijų KIS aprašomąja statistika (vidutinė Šarpo rodiklio reikšmė 1,92; vidutinis standartinis nuokrypis 14,15). Taigi galima teigti, kad analizuojamieji akcijų KIS, kurių SD didesnis nei 14,15 yra didesnės nei vidutinės rizikos kategorijos atžvilgiu ir atvirkščiai, tačiau, kaip matyti, tiek atviro, tiek uždaro tipo fondų standartinio nuokrypio vidutinės reikšmės mažesnės, tad perkant tiek riboto platinimo, tiek atviro tipo akcijų fondų ne diversifikuosite portfelio, o tik labiau sukonztruosite riziką.

Riboto platinimo akcijų KIS vidutinė standartinio nuokrypio reikšmė 13,66 – mažesnė nei atviro tipo fondų ir svyruoja mažesniame intervale: nuo 12,70 iki 15,00.

Riboto platinimo akcijų KIS vidutinė Šarpo rodiklio reikšmė savo ruožtu yra 1,92 – kiek didesnė nei atviro tipo akcijų fonduose ir tokia pati kaip visos kategorijos, taip pat šioje kategorijoje nėra neigiamų Šarpo rodiklio reikšmių: jos svyruoja tarp 0,37 ir 3,22, tačiau šioje imtyje didesnis reikšmių standartinis nuokrypis: 4,37 palyginus su 1,35.

Lyginant atviro tipo akcijų KIS pagal Šarpo rodiklį (4,48) nebeįdomiai geriausiai atrodo Finastos Naujosios Europos fondas, šis fondas atrodo patraukliausiai lyginant ir pagal likusius parametrus: ilga istorija, gera istorine grąža, patikimas valdytojas, santykinai nedidelis standartinis nuokrypis (vos 11,34) ir atitinkamai viliojantis tikėtinas metinis pokytis (14-54).

Ilgalaikėje perspektyvoje gerai atrodo ir Prudentis Baltic Fund, tačiau labai bijantiems galimo neigiamos investicijų grąžos verčiau rinktis Parex Baltic Sea Equity Fund, kuris, nors ir pralaimi lyginant pagal Šarpo rodiklį, bei standartinį nuokrypį, tačiau taikant 2 SD metodą

tikimybė, jog jo vienetų reikšmės pokytis yra vos 5 iš 100. Iš atvirojo tipo akcijų fondų taip pat gerai atrodo JT Baltijos akcijų fondas I su kiek mažiau viliojančiu tikėtinu metiniu pokyčiu (1-61), mažesniu, tačiau visvien labai geru Šarpo rodikliu (2,13).

Atitinkamai tarp riboto platinimo akcijų KIS vėl lyderių pozicijose atsidūrė tų pačių valdymo įmonių fondai: Finasta CRE bei JT Baltijos akcijų fondas II su išskirtiniais Šarpo rodikliais ir tikėtiniais metiniais pokyčiais bei protingais standartiniais nuokrypiais.

JT Bankų fondas šioje kategorijoje atrodo prasčiausiai, tačiau tai nesunkiai paaiškinama: kaip ir sako šio KIS pavadinimas, jis labai susijęs su finansų įstaigomis ir bankiniu sektoriumi, tad pastarieji metai jam buvo išties sudėtingi, atitinkamai keletas prieš tai buvusių metų buvo itin palankūs.

Kadangi lyderiaujantys fondai gan artimi rizikos ir grąžos charakteristikomis, verta atkreipti dėmesį į jų mokesstinės aplinkos skirtumus: Finastos kainodara kitokia negu vyraujanti rinkoje: 15 proc. sėkmės mokestis derinamas su nedideliu (0,5 proc.) valdymo mokesčiu bei 2 proc. platinimo mokesčiu, kai tuo tarpu JT taiko 5 proc. platinimo bei 2 proc. valdymo mokestį (atvirojo tipo fondo atveju 2 proc. platinimo mokesčio derinami su 2 proc. valdymo, išpirkimo mokestis netaikomas).

Atvirojo tipo fondų kategorijoje antrą bei trečią vietas besidalinantys Prudentis Baltic Fund taiko 2% įėjimo ir 2% valdymo mokesčius, o Parex maksimalus valdymo mokesčio dydis 5 %, platinimo mokestis 2 %, išpirkimo mokestis netaikomas.

Finasta Vitality ir Infinity fondai dėl itin trumpos gyvavimo istorijos nebuvo analizuojami, tačiau ateityje jie gali puikiai papildyti riboto platinimo gerai valdomų akcijų fondų gretas.

II. Obligacijų

Iš penkių rinkoje esančių ir keturių viešai siūlomų obligacijų fondų pasirinkti sunku: šios kategorijos lietuviški fondai ne itin gerai valdomi: daugumos jų pelningumas neviršija indėlio banke Jums siūlomų palūkanų, tačiau tokia jau šių fondų prigimtis: obligacijų kainos bei į jas investuojančių fondų pelningumas labai tamptariai susijęs su palūkanų normomis bei jų pokyčiais: palūkanų normoms krentant, obligacijų kainos kyla ir atvirkščiai.

Nepaisant visko, šioje kategorijoje išskirti galima SEB NVS obligacijų fondą, kuris, galbūt dėl kiek rizikingesnio regiono, geba generuoti vidutinę metinę grąžą apie 3,54 proc. ir vienintelis, išskyrus riboto platinimo HBS I fondą gali pasigirti teigiamu Šarpo rodikliu – uždirba daugiau nei nerizikinga palūkanų norma. Jo prognozuojamas metinis pokytis turėtų būti tarp 0 ir 7 procentų.

Riboto platinimo daugiausia į obligacijas investuojantis HBS I fondas vidutiniškai uždirba 6 proc. savo investuotojams, tačiau toks ženklus grąžos skirtumas gaunamas ne tik prisiimant atitinkamai daugiau rizikos (3,59 palyginus su 2,6), bet ir geriau ja pasinaudojant (Šarpo rodiklis 0,49 palyginus su 0,38).

III. Pinigų rinkos fondai

Lietuvoje registruotų pinigų rinkos fondų teturime du - DnB Nord ir Hansa varžosi dėl šio specifinio rinkos segmento. Paprastai ši priemonė siūloma trumpalaikiam aktyvų alokavimui neprarandant likvidumo, tad šia prasme abu jau beveik tris su puse metų veikiantys fondai savo funkciją puikiai atlieka.

Lyginant šiuos du fondus, atsižvelgiant į jų pirminę paskirtį, patraukliau atrodo DnB NORD produktas, mat dirba su labai mažu standartiniu nuokrypiu (0,2 palyginus su 1,4) ir istoriškai uždirba geresnę vidutinę metinę grąžą (2,56 palyginus su 1,82).

IV. Fondų fondai

Tarp fondų fondų vėl geriausiai atrodo DnB NORD produktas, palikdamas JT Baltijos fondų fondą I ir SEB akcijų fondų fondą užnugaryje, mat šioje kategorijoje DnB NORD akcijų fondų fondas pirmauja pagal visus parametrus: nors įsteigtas rinkoje jau esant JT ir SEB fondams, šis KIS sugebėjo su standartiniu nuokrypiu mažesniu nei pinigų rinkos fondų kategorijoje uždirbti didžiausią vidutinę metinę grąžą (21,98), nepadarysiančią gėdos ir tūlam akcijų fondui. Šį valdytojų gebėjimą atspindi ir šio KIS Šarpo rodiklis – 2,32, taip pat didžiausias kategorijoje.

Vidutinė fondų fondų Šarpo rodiklio reikšmė lygi 1,59377. Jos svyruoja tarp 0,94 ir 2,32. Vidutine šios kategorijos standartinio nuokrypio reikšmė 8,69 (nuo 0,10 iki 14,9).

SEB akcijų fondų fondas bei JT Baltijos fondų fondas taip pat lenkia kategorijos vidurkį Šarpo rodiklio bei vidutinės metinės grąžos, bet ne standartinio nuokrypio prasme.

V. Mišrūs fondai

Mišrių fondų viso analizavau keturis, du iš jų – riboto platinimo, skirti tik Hansa grupės įmonėms, o vienas – Finasta Ateities fondas įsteigtas tik rugsėjį, tad kategoriją atstovauti liko Victoire Global equity fund, kurio neįspūdinga grąža ir neigiamas Šarpo rodiklis teigė teigė tą patį – fondas nėra patrauklus investavimo objektas remiantis kiekybiniais parametrais. Tai, kad jis vis dar veikia, matyt, yra dėl gerbiamo valdytojo – Sindicatum Capital reputacijos ir ilgalaikio potencialo. Šiai dienai šio fondo rekomenduoti pagrindo nėra, nors jo tikėtina grąža nėra

neigiama: nuo 0 iki 9 – tad, galbūt, verta šį S. Racevičiaus „kūdikį“ įtraukti į stebimų fondų visatą ir, pasirinkus tinkamą momentą, pasinaudoti jo teikiamais diversifikavimo privalumais.

Iš dviejų mišraus tipo riboto platinimo fondų HBS II ir HBS III, šiai dienai patraukliau atrodo didesnę Šarpo rodiklį ir didesnę tikėtiną pelningumą bei neženkliai didesnę standartinį nuokrypį turintis HBS III, kuris yra investavimo fondas, kurio lėšos (iki 100%) gali būti investuojamos į akcijas ir pinigų rinkos priemonės bei kitų akcijų KIS vienetus, kai tuo tarpu HBS II investuoja iki 60 % savo lėšų į akcijas, kita dalis investuojama į skolos vertybinius popierius.

VI. Riboto platinimo

Kadangi visi riboto platinimo KIS (HBS I patenka į obligacijų KIS dėl proporcijų, kuriomis investuoja į obligacijas - realiai tai mišrios strategijos fondas, kurio investicijų pasiskirstymą kiekvienu konkrečiu atveju nulemia konkrečios turto klasės patrauklumas duotuoju momentu) investuoja tam tikrą dalį į akcijas, nusprendžiau tyrimo tikslais paanalizuoti ir šios subkategorijos parametrus.

Vidutinis Šarpo rodiklis šioje kategorijoje (1,68) atsilieka nuo atitinkamų atviro tipo bei riboto platinimo akcijų KIS rodiklių, taigi jų išskirtinis valdymas už akcijų KIS kategorijos ribų pasidaro nebe toks ryškus ir dalį savo santykinio pranašumo riboto platinimo KIS išbarsto, tačiau pažvelgus į vidutinį riboto platinimo KIS standartinį nuokrypį (10,28) išryškėja svarbi riboto platinimo KIS kaip atskiros subkategorijos savybė – mažesnė netekčių dėl sudėtinių palūkanų prigimties tikimybė.

Norėdama patikrinti vertinimo pagal Šarpo rodiklį, standartinį nuokrypį bei vidutinę metinę grąžą objektyvumą palyginau kategorijose geriausių fondų rezultatus vertinant pagal trumpalaikę paskutinių metų, 6 mėn. ir 3 mėn. rezultatus.

Atviro tipo akcijų KIS lyderio pozicija nepasikeitė: Finasta naujosios Europos fondas atrodė geriausiai ir vertinant šio aspektu, Prudentis Baltic Fund ir Parex Baltic Sea Equity Fund pasislinko žemys užleisdami vietas UAB “Investicijų portfelių valdymas“ valdomam NSEL 30 indekso fondui, tačiau pastarajam nusileido visai nedaug (žr. 3 Priedą).

Vertinant šiuo aspektu riboto platinimo akcijų KIS kategorijoje JT Baltijos akcijų fondas II užima aukščiausią poziciją, o Finasta CRE lieka antras, o JT Bankų fondas ir šiuo aspektu nusileidžia likusiems – taigi didelių permainų šioje kategorijoje vertinant pagal trumpalaikę grąžą taip pat nėra.

Atviro tipo obligacijų fondų kategorijoje ir vėl pirmauja SEB NVS obligacijų fondas, o DnB NORD obligacijų fondas lieka antras.

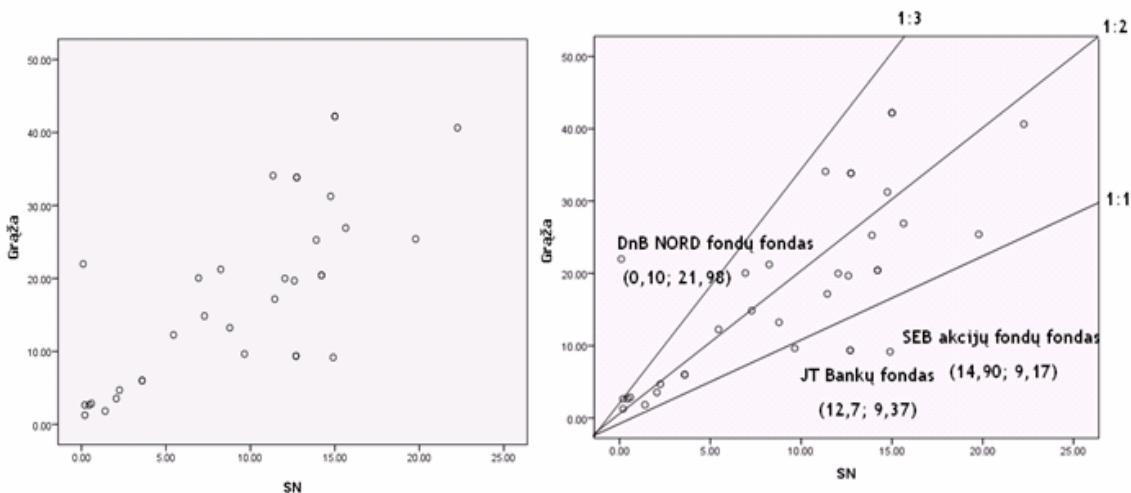
Pinigų rinkos fondų kategorijoje fondai apsikeitė vietomis: pirmas būtų Hansa pinigų rinkos fondas, palikdamas užnugaryje geresniu Šarpo rodikliu pasigirti galintį DnB NORD pinigų rinkos fondą.

Fondų fondų kategorijoje vertinant trumpalaikės gražos aspektu sumaištis taipogi nekyla: DnB NORD akcijų fondų fondas užleidžia lyderio poziciją JT Baltijos fondų fondui I – likusieji pasiskirsto panašiai kaip ir vertinant pagal rizikos ir gražos santykį

Mišrių fondų vertinti šiuo aspektu dėl informacijos stokos keblu, užtat pereinu tiesiai prie riboto platinimo KIS kaip kategorijos rezultatų. Šioje kategorijoje pokyčiai nežymūs: lyderiais išlieka Finasta CRE bei JT Baltijos akcijų fondai II ir III.

Tai, jog vertinimo pagal trumpalaikę gražą rezultatai labai nedaug tesiskiria nuo reitingo gauto vertinant pagal rizikos ir gražos santykį yra geras rodiklis: tai rodo, jog vertinimas pakankamai patikimas, o fondų rezultatai nuoseklūs.

Atlikau dar vieno tipo analizę visos LR KIS imties mastu: pamėginau SPSS pagalba įvertinti rizikos ir gražos ryšį Lietuvos KIS atveju, jo kryptį ir stiprumą. Tuo tikslu suvedžiau visų fondų, kuriuos vertinau, standartinę nuokrypį bei vidutinę metinę gražą ir nubrėžiau jų sklaidos diagramą. Visų analizuotų KIS rizikos ir gražos charakteristikas atspindintys taškai atsidūrė grafike, čia matyti ir autsaideriai bei lyderiai: labai ryškus DnB NORD fondų fondas (0,10; 21,98), kuris su labai nedideliu SN uždirba didelę gražą, matyti ir iš konteksto blogąja prasme iškrentantys SEB akcijų fondų fondas (14,90; 9,17) ir JT Bankų fondas (12,7; 9,37), likusieji daugiau ar mažiau atitinka tendą.



8 Diagrama SN ir gražos priklausomybė grafiškai: visi analizuotieji KIS, ryškiausiai KIS, KIS pasiskirstymas rizikos ir gražos santykio (1:1;1:2;1:3) atžvilgiu. Sudarė autorė (SPSS v. 12). Šaltiniai: OMX fondų centro informacija, KIS periodinės ataskaitos, LR VPK, investuotojų portalas www.traders.lt.

Vizualiai matyti, jog ryšys egzistuoja, yra tiesioginis ir gan stiprus, tačiau norint jį įvertinti kiekybiškai nusprendžiau pasinaudoti XXI amžiaus rezultatus apdorojančių programų teikiamomis funkcijomis: paskaičiavau Pirsono regresijos koeficientus abiemis kintamiesiems – SN ir vidutinei metinei grąžai (žr. lentelę apačioje).

1 lentelė SD ir grąžos koreliacija įvertinus kiekybiškai pagal Pirsono koeficientą

		Koreliacija	
		SN	Graża
SN	Pirsono koreliacijos koeficientas	1	.744**
	Kriterijaus p reikšmė (dvipusis kriterijus)		.000
	N	34	34
Graża	Pirsono koreliacijos koeficientas	.744**	1
	Kriterijaus p reikšmė (dvipusis kriterijus)	.000	
	N – atvejų skaičius	33	33

**Koreliacija statistiškai reikšminga esant 0.01 reikšmingumo lygiui.

Tad, nors atvejų skaičius nedidelis, tačiau užčiuopti ryšį galima - koreliacijos koeficiento reikšmė 0.774 vertintina kaip statistiškai reikšminga, reikšmingumo lygmeniui esant 0.01. Kadangi $0,5 < 0.392 \leq 1,00$, ryšys vertintinas kaip gan stiprus ir tiesioginis. Koreliacijos koeficientas yra pati paprasčiausia kiekybinė ryšio charakteristika ir įgyja reikšmes iš intervalo $[-1; 1]$. Jei koreliacijos koeficientas lygus nuliui, tai reiškia, kad nėra jokio ryšio tarp nagrinėjamų požymių. Jeigu koreliacijos koeficientas yra lygus ± 1 , tai reiškia kad nagrinėjamų požymių egzistuoja teigiama (neigiama) tiesinė funkcinė priklausomybė.

Kad tiesioginis ryšys tarp standartinio nuokrypio ir vidutinės metinės grąžos egzistuoja matyti ir iš aukščiau pateikto grafiko, tad padėtis Lietuvos KIS rinkoje nėra bloga: už papildomai prisiimamą riziką (standartinio nuokrypio pavidalu) bendruoju atveju atlyginama didesne vidutine metine grąža. Taigi, teorinis rizikos ir grąžos santykis yra realybė ir Lietuvos KIS atveju ir, reikia tikėtis, vartotojų reiklumo ir rinkos skaidrumo dėka šis ryšys tik stiprės.

Nuoseklus fondų darbo bei tiesioginio ryšio tarp rizikos ir grąžos buvimas lemia, kad vertinant tiek pagal rizikos grąžos santykį, tiek pagal trumpalaikės grąžos rezultatus pirmauja tie patys fondai, tad norint išsirinkti geriausią KIS visai nebūtina remtis visais įmanomais vertinimo būdais, užtenka atsirinkti keletą konkrečių atvejų didžiausią svarbą turinčių parametrų bei pagal juos sureitinguoti dominančius KIS, papildomas vertinimas reikalingas tik jei priemonės labai panašios savo rodikliais.

Rekomenduojama Lietuvos KIS rizikos ir grąžos vertinimo metodika

Šiame skyrelyje glaustai pristatysiu mano rekomenduojamą kolektyvinio investavimo subjektams Lietuvoje vertinti skirtą metodiką. Kadangi brandžiose kapitalo rinkose yra stiprūs investavimo konsultantų institutai, veikia nepriklausomos reitingavimo agentūros, griežtai reglamentuota ir formalizuota informavimo apie KIS specifiką tvarka, didesnis investicinis raštingumas, gilesnis finansų rinkų pažinimas visuomenėje, yra didesnė tikimybė, jog investuotojai labiau supranta tai, kokį produktą įsigyja ir kokią potencialią riziką prisiima tai darydami – tam pasiekti reikia skirti paramos švietimui, skatinti švietėjiškas iniciatyvas, įsteigti instituciją arba jau egzistuojančiai primesti prievolę reguliariai, apžvelgti, reitinguoti bei publikuoti susistemintus fondų rizikos ir grąžos rodiklius bei grąžos rezultatus: remiantis rizikos ir grąžos sintetiniais rodikliais bei trumpalaikę grąžą (paskutinių 12, 6, 3 mėn.).

Trumpalaikę grąžai vertinti rekomenduojamas toks trumpas laikotarpis, mat Lietuvoje kolektyvinio investavimo subjektų istorija tebėra ganėtinai trumpa: laikui bėgant ir ilgėjant fondų istoriniams rezultatams šis laikotarpis turėtų ilgėti.

I. Klasifikavimas pagal rizikos ir grąžos santykį:

1. Suklasifikuoti fondus pagal jų investavimo objektus;
2. Kategorijų viduje atskirti fondus pagal jų platinimo tipą: išskiriami atviri ir riboto platinimo KIS;
3. Kategorijų viduje sureitinguoti kolektyvinio investavimo subjektus pagal jų rizikos ir grąžos rodiklius: Šarpo rodiklį (mažėjančia tvarka), Standartinį nuokrypį (didėjančia tvarka), vidutinę metinę grąžą (mažėjančia tvarka) bei tikėtiną fondo vertės pokytį (remiantis dviejų standartinių nuokrypių metodu)(žr. 1 priedą);
4. Šitaip surūšiuotus fondus, papildomai reikia atsižvelgti į fondo gyvavimo trukmę, valdytojo patirtį bei reputaciją ir fondo mokesčius;
5. Išskirti geriausias kiekvienos kategorijos fondus.

Rizikos ir grąžos santykio įvertinimas atspindi valdymo kokybę, tačiau norint išskirti ne tik geriausiai valdomus, bet ir patraukliausią grąžą kategorijų viduje generuojančius kolektyvinio investavimo subjektus atliekamas vertinimas pagal trumpalaikę grąžą, kuris atskleidžia pastaruosiu metu sėkmingiausiai veikusius kolektyvinio investavimo subjektus. Dėl trumpos Lietuvos KIS veiklos istorijos ilgiausiu pasirinktas 12 mėn. laikotarpis, kurį rekomenduočiau atitinkamai pailginti 6 mėn. kas pusmetį

II. Klasifikavimas pagal trumpalaikę grąžą:

1. Suklasifikuoti fondus pagal jų investavimo objektus;
2. Kategorijų viduje atskirti fondus pagal jų platinimo tipą: išskiriami atviri ir riboto platinimo KIS;
3. Kategorijų viduje sureitinguoti kolektyvinio investavimo subjektus pagal jų trumpalaikės grąžos rodiklius - rizikos ir grąžos rodiklius: (paskutinių 12, 6, 3 mėn.investicinio vieneto vertės pokytį) - žr. 3 priedą;
4. Išskirti geriausius fondus, atsižvelgiant į rezultatų pastovumą, gyvavimo trukmę, valdytojo patirtį bei reputaciją ir fondo mokesčius.

III. Kategorijų viduje bei visoje imtyje suskaičiuoti pagrindines aprašomasias kiekybinių kintamųjų charakteristikas: minimumą, maksimumą, atvejų skaičių, vidurkį, medianą, ekscesą, asimetriją, standartinę paklaidą, standartinį nuokrypį, etc. (pavyzdys 2 priede) bei išskirti ryškiausias anomalijas, didžiausias dėmesį skiriant vidurkiui ir palyginimui su juo, tačiau, nors ir sunkiai įvertinama iš mažų imčių, galima paskaičiuoti ir asimetriją bei ekscesą.

Atmetus kraštutines reikšmes, remiantis atlikta palyginamąją rizikos bei grąžos analize bei trumpalaikės grąžos rodiklių vertinimu, taip pat fondo valdymo istorija bei valdytojo charakteristikomis, įvertinus mokesčių skirtumus išrinkti geriausius fondus kiekvienoje kategorijoje ir iš jų formuoti diversifikuotą investicinį portfelį.

Išvados

1. Kolektyvinio investavimo subjektais Lietuvoje laikomi juridinio asmens statuso neturintys investiciniai fondai, kuriuos valdo valdymo įmonės, bei investicinės kintamojo kapitalo bendrovės - licencijuoti juridiniai asmenys.
2. Kolektyvinio investavimo subjektai pasaulinėje praktikoje paprastai klasifikuojami remiantis šiais pagrindais: investavimo objektais, investavimo geografija, stiliumi, akcijų kapitalizacija (bendrovių dydžiu), valdymo intensyvumu, įėjimo ir išėjimo iš/į fondą būdais, gautų pajamų kapitalizavimu, taip pat išskiriami teminiai ar įsitikinimų fondai.
3. Kolektyvinio investavimo subjektų valdymo įmonių interesai skiriasi nuo investuotojų interesų, todėl teisės aktų reguliavimas reikalingas investuotojų interesų deramai apsaugai užtikrinti.
4. Valdymo įmonių pareigos investuotojams Europos Sąjungos ir nacionaliniu lygiu nėra iki galo sureguliuotos.
5. Lietuvai būdinga ne tik Europos Sąjungos kolektyvinio investavimo subjektų problematika, bet ir specifinės lokalaus pobūdžio problemos.
6. Kolektyvinio investavimo subjektų efektyvumo vertinimas remiantis rizikos ir grąžos kriterijais: rizikos ir grąžos sintetiniais rodikliais bei grąžos parametrais yra vienas efektyviausių būdų vertinant KIS, tačiau papildomai reikia atsižvelgti į fondo gyvavimo istoriją, valdytojo patirtį bei reputaciją ir, žinoma, mokesčius, mat jie tiesiogiai mažina investicijų pelningumą.
7. Apibūdinant kolektyvinio investavimo subjektų sistemą Lietuvoje, pažymėtina, jog rinkoje tiek kiekybiniais, tiek kokybiniais parametrais dominuoja atvirojo tipo akcijų fondai.
8. Dauguma fondų apibrėždami savo investavimo strategiją apsiriboja turto klasės (investavimo objekto) ir geografijos apibūdinimu, kiti KIS klasifikavimo pagrindai Lietuvoje nėra paplitę.
9. Dauguma valdymo įmonių savo noru nepublikuoja papildomų rizikos rodiklių, išskyrus vieną privalomą sintetinį rizikos rodiklį (paprastai vertybinių popierių komisijos rekomenduojamą standartinį nuokrypį) periodinėse ataskaitose.
10. Lietuvoje nėra nepriklausomos kolektyvinio investavimo subjektus reitinguojančios institucijos, todėl renkantis investicinius fondus Lietuvoje be galo svarbus yra nuolatinis rinkos produktų pasiūlos stebėjimas ir dominančių parametru analizė siekiant išsiaiškinti individualiam investicijų portfeliui optimaliai tinkantį investicinį instrumentą.
11. Kolektyvinio investavimo subjektų klasifikavimo bei vertinimo pagrindų gausu ir nėra labai svarbu, kuriuo metodu vertinami pasirinktieji KIS: paprastai visi objektyvūs reitingavimo

metodai išskiria tuos pačius fondus tik kita eilės tvarka, o turint omenyje, kad „investicijų istorinis pajamingumas negarantuoja panašaus pajamingumo ateityje“ vertinimo metodo pasirinkimo įtaka galutinei investicijos vertei yra minimali.

12. Rizika ir grąža eina ranka rankon ir net moderniausi, sudėtingiausi ir brangiausi rizikos valdymo metodai, jos visiškai nepanaikina, tad reikia apsispręsti dėl savo individualaus tolerancijos rizikai lygio ir pagal jį derinti investavimo strategiją bei laukiamą grąžą.

13. Svarbu savarankiškai lyginti ir kritiškai vertinti pateikiamą informaciją, mat skirtingais metodais ar skirtingų laikotarpių tie patys rodikliai indikuoja visiškai kitokius valdytojų rezultatus: galimas manipuliavimas informacija, jos pateikimas konkrečiam KIS naudingiausiu būdu.

14. Vartotojų teisėms ginti ir įvairioms spekuliacijoms bei manipuliacijoms išvengti skirta ir nuo 2007 metų lapkričio 1d. taikyti pradėta Finansinių priemonių rinkų direktyva (angl. Directive on Markets in Financial Instruments - MiFID), kurioje numatyta nemažai pasikeitimų į gera: daugiau įpareigojimų valdymo įmonėms ir platintojams, gilesnis investuotojų pažinimas ir daugiau vartotojų teisių apsaugos.

15. Investuoti dera disciplinuotai: apsibrėžus strategiją, atsirinkus potencialiai dominančius investavimo objektus, juos suklasifikuoti, kategorijų viduje išsirinkti geriausius bei suformuoti savo individualų portfelį, kurį skirtingų turto klasių svoriams jame pasikeitus peržvelgiant ir perbalansuojant reiktų laikyti bent užsibrėžtą investavimo laikotarpį, o, pageidautina, ir ilgiau, mat sudėtinės palūkanos, dar Alberto Einšteino vadintos didžiausiu matematikos pasaulio stebuklu, apdovanoja kantruosius ir pradėjusius investuoti anksčiau, o geriausių investicinių instrumentų pasirinkimas nėra iki galo įgyvendinimas – pakaks, kad išsirinksite gerus.

Rekomendacijos

❖ Siektina, kad kolektyvinio investavimo subjektų įvairovė Lietuvoje artėtų prie pasaulinėje praktikoje paplitusių KIS rūšių: kad KIS klasifikacija vyktų ne tik pagal investavimo objektus bei investavimo geografiją, bet ir daugiau būtų siūloma investavimo stiliumi, bendrovių dydžiu, valdymo intensyvumu, gautų pajamų kapitalizavimo skirtybėmis grįstų fondų bei teminių ir įsitikinimų fondų.

❖ Rekomenduojama, kad būtų eliminuota nepageidautina interpretavimo laisvė, kuri paliekama tarp ES teisės aktų (KIPVPS direktyvos, direktyvos dėl finansinių priemonių rinkos, kitų), jų antro lygmens priemonių bei VPK nutarimų sąveikos rezultate ir reikalauja papildomo aiškinimo bei konsolidacijos.

- ❖ Siūloma pašalinti KIPVPS ir kitų investavimo produktų reglamentavimo skirtumus ir užtikrinti aukšto lygio skaidrumą, investuotojų interesų apsaugą, produktų gausą, didesnę konkurencingumo lygį globaliu mastu, interesų konfliktų valdymą, atskaitomybę ir vienodą konkuruojančių produktų traktavimą, užtikrinant korektiškas konkurencijos sąlygas rinkos dalyviams.
- ❖ Suvienodinti supaprastintus informacinius pranešimus, jų turinį pateikti eiliniam vartotojui suprantama forma, vengiant dviprasmybių bei profesinio žargono: jis turėtų būti trumpas, standartizuotas, suprantamas, nedidelės apimties, turėtų būti parengta remiantis vienodomis rodiklių skaičiavimo metodikomis bei užtikrinti, kad šis dokumentas būtų pateikiamas investuotojui prieš sudarant sutartį.
- ❖ Kiek įmanoma greičiau reglamentuoti informacijos skelbiamos kas mėnesinėse apžvalgose pateikimą, įgyvendinti skirtingose valstybėse narėse taikomus informacijos investuotojui atskleidimo reikalavimų suvienodinimą: visų pirma sutrumpintą prospektą pakeičiant kitu dokumentu – Esmine informacija investuotojui (EII), įpareigoti KIS skelbti ne tik gražos bet ir kuo daugiau rizikos (šiuo metu retas KIS publikuoja daugiau nei standartini nuokrypi) rodiklių: Šarpo, Alfa, Beta, tikėtina graža, etc., aiškiau pateikti informaciją bei atskleisti rodiklių skaičiavimo metodologiją ir paskatinti KIS vertinančių organizacijų (tos pačios FAA) iniciatyvas finansiškai, idant vartotojams būtų prieinamos reguliarios nepriklausomų šios srities ekspertų atliktos KIS apžvalgos bei reitingai.
- ❖ Tobulinti privalomos pateikti informacijos apie kolektyvinio investavimo subjektus bei jų valdymo įmones turinį: būtinas platesnis rizikos rodiklių spektras, griežtesnė skaičiavimo metodika, laikotarpių suvienodinimas, informacijos pateikimo ir skaičiavimo pavyzdžių pateikimas valdymo įmonėms, etc.
- ❖ Atidžiai stebėti, kaip interpretuojamos ir į nacionalinę teisę perkeliamos Europos Sąjungos direktyvos siekiant išvengti atskirose valstybėse narėse aptinkamų trūkumų.
- ❖ Skatinti KIS sektorių pasinaudoti masto ekonomijos teikiamais privalumais, skatinti tarptautinių įmonių jungimąsi ir lėšų koncentravimą.
- ❖ Užtikrinti tinkamą investuotojų interesų apsaugą įgyvendinant kliento pažinimo principą, idant būtų suteikta tinkama konsultacija kliento finansinės padėties, investavimo tikslų bei tolerancijos rizikai klausimais.
- ❖ Gilinti investuotojų žinias apie esamus, ypač naujus, investavimo produktus, užtikrinti, kad finansų sektoriuje dirbančių žmonių kvalifikacija ir profesionalumas nuolat būtų tikrinami bei keliami.
- ❖ Užtikrinti efektyviai funkcionuojančios bendrosios ES rinkos veikimą supaprastinant produkto paso pripažinimo procedūras bei sumažinant jų kaštus ir trukmę.

- ❖ Europos Sąjungos lygiu harmonizuoti teisės aktus reglamentuojančius reklamą ir vartotojų apsaugos reikalavimus, kad būtų užtikrinta sąžininga konkurencija bei visapusiška investuotojų interesų apsauga.
- ❖ Skatinti valdymo įmones bei IKKB savo iniciatyva parengti ir įgyvendinti geros praktikos kodeksą, atitinkantį Finansinių priemonių rinkų (MiFID) direktyvos nuostatas bei kitų Europos Sąjungos teisės aktų reglamentuojančių kapitalo rinkų veikimą numatytas gaires.
- ❖ Siektinas standartizacijos fondų prekyboje ir fondų atsiskaitymuose įdiegimas siekiu sumažinti kaštus bei padidinti sektoriaus veiklos efektyvumą ir skaidrumą turėtų būti laikomas viena iš prioritetinių sričių.
- ❖ Skatintina pardavimo kanalų konkurencija ir atvira srities architektūra, taip pat diegti ir plėsti tiesioginį pardavimą internetu taip didinant konkurenciją su savus platinimo kanalus turinčiomis valdymo įmonėmis.
- ❖ Sukurti vienodas smulkių investuotojų konsultavimo taisykles, informuoti pirkėją apie vertės kūrimo grandinės sąnaudas, fondų turto valdymo, rinkodaros, teisinių, apskaitos ir kitų paslaugų sąnaudas ir jas atskleisti klientui.
- ❖ Įpareigoti valdymo įmones informuoti investuotoją pasikeitus investicijų portfelio struktūrai jei ji neatitinka anksčiau numatytos fondo investavimo strategijos, taip pat pateikti informaciją apie bet kokius rizikos, kurią patiria investuotojas dėl fondo struktūros pokyčių, pasikeitimus.
- ❖ Skatinti nepriklausomų investicijų konsultantų instituto atsiradimą ir sėkmingą plėtrą, mat jis itin svarbus investuotojų apsaugojimui nuo galimų interesų konfliktų.

Literatūros sąrašas

1. Attitudes toward Risk and the Risk-Return Paradox: Prospect Theory Explanations
Avi Fiegenbaum, Howard Thomas The Academy of Management Journal, Vol. 31, No. 1
2. "Fixed versus variable reference points in the risk-return relationship," Journal of Economic Behavior & Organization, Elsevier, vol. 29(2).
3. "Keliai efektyviau padidinti investuotojų susidomėjimą Lietuvos kapitalo rinką", Studija, MAS Consult, USAID, (1999).
4. 101 Mutual Fund Faqs: Frequently Asked Questions Straight Answers That Help You Make Good Investment Decisions by Dian Vujovich, 1999.
5. Balžekienė, L. Rinkevičius „Rizikos suvokimas Lietuvos visuomenėje: teorinės perspektyvos ir empirinės išvalgos“ Santrauka, Baltijos šalių sociologinių tyrimų kryptys: atgarsiai iš 4 – osios baltijos skaitymų konferencijos, Socialiniai mokslai Nr. 2 (52), 2006 [interaktyvus]. interaktyvus]. [žiūrėta 2007 m. rugpjūčio 17 d.] Prieiga per internetą: [http://info.smf.ktu.lt/Edukin/zurnalas/lt/2006-2_\(52\)/summary.html](http://info.smf.ktu.lt/Edukin/zurnalas/lt/2006-2_(52)/summary.html)
6. Garškienė. Verslo rizika. Vilnius: Lietuvos informacijos institutas. 1997.
7. Baltoji knyga dėl investicinių fondų bendrosios rinkos sistemos gerinimo. [interaktyvus] prieiga per internetą: eur-lex.europa.eu/lexUriServ/Site/lt/2005/com2005_0629lt01.pdf
8. CON/2006/57 ES Tarybos incijuotas Komisijos direktyvos, įgyvendinančios Tarybos direktyvą 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo dokumento, patikslinant tam tikrus apibrėžimus, projektas [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006lt.pdf>
9. Bowman's risk-return paradox Gooding, Richard Z. & Goel, Sanjay & Wiseman, Robert M., 1996.
10. Committee of European Securities Regulators (CESR) Consultation Paper on content and form of Key Investor Information disclosures for UCITS/ Ref: CESR/07-669 [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. lapkričio 1d.] Prieiga per internetą: <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=4814>
11. Consultation Paper on content and form of Key Investor Information disclosures for UCITS [interaktyvus]. [žiūrėta 2007 m. Spalio 31 d.]. Prieiga per internetą: http://www.cesr.eu/index.php?page=consultation_details&id=102
12. Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) [interaktyvus]. [žiūrėta 2007 m. Spalio 13 d.]. Prieiga per internetą:

<http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/l24036a.htm>

13. David L. Scott "Guide to Investing In Mutual Funds", May 5, 2004.

14. Dėl kolektyvinio investavimo subjektų prospektų turinio ir pateikimo taisyklių: Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas 2003 m. rugsėjo 25 d. Nr.16 Vilnius, Kolektyvinio investavimo subjektų prospektų turinio ir pateikimo taisyklių 2 priedas // [interaktyvus]. [žiūrėta 2007 m. rugpjūčio 30 d.]. Prieiga per internetą:

<http://www.litlex.lt/scripts/sarasas2.dll?Tekstas=1&Id=68524>

15. ELTA "[steigtas investicinis fondas cinikams]" 2005.09.23 [interaktyvus], žiūrėta 2007 m. Rugsėjo 9d]. Prieiga per internetą: <http://verslas.banga.lt/lt/patark.full/3d6a2f3546e78>

16. Europos bendrijų komisijos tarnybų darbo dokumentas pridamas prie baltosios knygos „baltoji knyga dėl investicinių fondų bendrosios rinkos sistemos gerinimo“ poveikio vertinimo ataskaitos santrauka {COM(2006) 686 Final}{SEC(2006)1451} Briuselis, 15.11.2006 SEK(2006) 1452.

17. Financial services: industry reports recommend improvements to EU investment fund framework Reference: IP/06/915, 04/07/2006.

18. Finansinė paslaugos: komisija pateikia ES investicinių fondų rinkos modernizavimo viziją. IP/06/1569. Briuselis, 2006 m. lapkričio 16 d.

19. Frank J. Fabozzi, Harry M. Markowitz, Peter I. Bernstein, Fama, Eugene F. Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments. Journal of Finance Vol. 23, No. 1, 1968.

20. Gordon K. Williamson "The 100 Best Mutual Funds You Can Buy", 2003.

21. Haslem, John A. Mutual Funds: Risk and Performance Analysis for Decision Making, Blackwell Publishing Ltd., 2003.

22. How Risky is your Mutual Fund? [interaktyvus]. [žiūrėta 2007 m. Rugsėjo 9d.]. prieiga per internetą: <http://in.rediff.com/getahead/2005/jun/21fund.htm>

23. Initial orientations of Commission services outlining future possible adjustments to the EU single market framework for investment funds – the UCITS Directive, Brussels 22.03.2007.

24. Investment company institute „Mutual Funds: Investing In America’s Future A Guide to Mutual Funds [interaktyvus]. [žiūrėta 2007 m. Liepos 12 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ici.org/funds/inv/bro_g2_mfs.html#P70_11935

25. Investment Services Directive (ISD). The Financial Services Authority (FSA) [interaktyvus] [žiūrėta 2007m Spalio 16 d.] prieiga per internetą: <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/EU/fsap/mifid/index.shtml>

26. IPV. NSEL 30 Index – Lietuvos akcijų rinkos gidas. Vilnius: IPV, 2006 vasaris.

27. J. Adams. Rizika. Vilnius: Poligrafija ir informatika. 2001.

28. Judith A. Chevalier & Glenn D. Ellison, 1995. "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives," NBER Working Papers 5234, National Bureau of Economic Research, Inc.
29. Jurgis Rubaževičius "Nekilnojamojo turto fondai (REIT). Alternatyva tiesioginiems investicijoms į nekilnojamąjį turtą, UAB "Verslo žinios" "Konsultacijos vadovui: Investicijų valdymas", 1/Balandis 2007
30. Kenneth H. Marks, Larry E. Robbins, Gonzalo Fernandez, John P. Funkhouser "The Handbook of Financing Growth: Strategies and Capital Structure" - Wiley Finance, 2006.
31. "Lietuvos gyventojai apie vertybinius popierius", Nacionalinis tyrimas, The Gallup Organization, Baltijos Tyrimai, (1999).
32. "Lietuvos kapitalo rinkos analizė", Studija, MAS Consult, USAID, (1999).
33. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas 2003 m. liepos 4 d. Nr. IX-1709, Vilnius. PIRMASIS SKIRSNIS 13 skirsnis.
34. LR Finansų ministerijos mokymų centras (LR FMMC) – valstybės skolos valdymas [interaktyvus]. [žiūrėta 2007 m. rugpjūčio 2d.] Prieiga per internetą: <http://www.fmmc.lt/skola/p5-1.htm>
35. LR vertybinių popierių komisijos tinklalapis/ investuotojų švietimas "Investiciniai fondai" [interaktyvus]. [žiūrėta 2007 m. rugsėjo 9d.]. prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/svietimas/index.php?fuseaction=products.view&mid=17&cid=141&id=18>
36. LR VPK Metų ataskaita 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006.
37. Malcolm Knight "Developing countries and the globalization of financial markets", 1998.
38. Marco Pagano „The changing microstructure of the European equity markets”, 1998.
39. Mossin, Jan. Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica*, Vol. 34, No. 4., 1966.
40. Mutual Fund [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. liepos 3d.] Prieiga per internetą: http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_fund
41. Mutual Fund Fact Book 1999: A Guide to the Trends and Statistics Observed and Recorded in the Mutual Fund Industry (Mutual Fund Fact Book, 1999) by Investment Company Institute, 1999.
42. Mutual Funds: An Introduction to the Core Concepts (Mark Mobius Masterclass) by Mark Mobius, 2007
43. Pagrindinių kapitalo rinkos plėtros kliūčių apžvalga Analitinė medžiaga 2000 kovas. Lietuvos Laisvosios Rinkos Institutas. Prieiga per internetą: <http://www.lrinka.lt>
44. R. Martinkutė. Verslo rizika. Konspektas. Vilnius: VGTU. 2005.
45. R. Urniežius. Rizika. Vilnius: Mintis. 2001.

46. Rizika [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. rugpjūčio 3d.] Prieiga per internetą: <http://lt.wikipedia.org/wiki/Rizika>
47. S. Pečiulis. Įvadas į vertybinių popierių rinką. Vilnius: Lietuvos bankininkystės, draudimo ir finansų institutas, 1998, Vilnius: Biznio mašinų kompanijos spaustuvė.
48. Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19 (3),
49. The Individual Investor's Guide to the Top Mutual Funds 2007.
50. The International Encyclopedia of Mutual Funds, Closed-End Funds, and REITs by Peter W. Madlem, Peter W. Madlem, and Thomas K. Sykes, 2000.
51. The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), The Financial Services Authority (FSA)[interaktyvus][žiūrėta 2007m Spalio 16 d.] prieiga per internetą: <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/EU/fsap/mifid/index.shtml>
52. Trends In Mutual Fund Investing September 2007, Investment company institute October 30, 2007 [interaktyvus] Prieiga per internetą: <http://www.ici.org/stats/mf/index.html>
53. UCITS directive of December 20, 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (85/611/EEC)
54. V. Aleknevičienė. Investicijų rizikos valdymas. Kaunas: LŽŪU leidybos centras, 1997.
55. V. Bagdonas. Verslo rizika. Vilnius: Saulės vėjas. 1996.
56. Valakevičius Eimutis. Investicijų mokslas. Kaunas: Technologija, 2002.
57. VVPB statistika, 1993- 2007 spalio/ Statistiniai prekybos rezultatai [interaktyvus] prieiga per internetą: www.omxgroup.com/f/leidiniai/pdf/monthly_statistics_omx_exchanges_Oct_2007-LT.pdf
58. Wallison, Peter J. and Robert E. Litan “Competitive equity: a better way to organize mutual funds”, AEI Press, 2007.
59. What You Should Know About Mutual Funds, The Role of Risk in Mutual Fund Strategies [interaktyvus] Massachusetts securities division William Francis Galvin Secretary of the Commonwealth tinklalapio informacija [interaktyvus] . [žiūrėta 2007 m. rugpjūčio 3d.] prieiga per internetą: <http://www.sec.state.ma.us/sct/sctprs/prsamf/amfidx.htm>

60. White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds, 15 November 2006 [COM(2006)686 final] [interaktyvus] Prieiga per internetą: www.europa.eu/rapid/IP/06/

61. Žalioji knyga dėl ES investicinių fondų sistemos pagerinimo{sec(2005)947} Europos bendrijų komisija, Briuselis, 12.7.2005, Kom(2005) 314 galutinis. [interaktyvus] [žiūrėta 2007 liepos17d.] prieiga per internetą:

http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/lt/com/2005/com2005_0314lt01.pdf

62. Žalioji knyga dėl finansinių paslaugų politikos (2005–2010 m.) Europos bendrijų komisija, Briuselis, 3.5.2005 KOM (2005) 177 galutinis. [interaktyvus] [žiūrėta 2007 liepos17d.] prieiga per internetą:

http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/lt/com/2005/com2005_0177lt01.pdf

Santrauka

Višnevskā V., Lietuvos KIS rizikos ir grāžos palyginamoji analizė: Finansų rinkų studijų programos magistro baigiamasis darbas / vadovas Prof. habil. dr. A. Buračas; Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos fakultetas, bankininkystės ir investicijų katedra. Vilnius, 2007. 69 psl.

Raktiniai žodžiai: kolektyvinio investavimo subjektai, investicijų rizika ir grāža, investicinių fondų rūšys, rizikos ir grāžos kompleksinis vertinimas.

Šiame darbe pristatomos plačiausiai paplitusios kolektyvinio investavimo subjektų (KIS) rūšys bei galimi jų klasifikavimo bei kategorizavimo pagrindai, apžvelgiami žinotini investicinės grāžos bei investicijų rizikos teoriniai bei praktiniai aspektai, apžvelgiami KIS sektoriaus veiklą reglamentuojantys ES ir nacionaliniai teisės aktai, pristatoma KIS sektoriaus problematika Europos Sąjungoje bei Lietuvoje, pateikiama KIS rizikos bei grāžos kompleksinio vertinimo specifika, pristatomas universalus bet kokio tipo KIS vertinimo algoritmas, įvairiais pjūviais analizuojama jauna LR KIS rinka.

Pirmojoje darbo dalyje pristatomas tyrimo objektas, antrojoje bei trečiojoje – tyrimo dalykas, o darbo empirinėje dalyje nagrinėjama reali 2007 metų rugsėjo 30 d. LR egzistavusi KIS įvairovė, sudaromas jų reitingas remiantis atlikta rizikos ir grāžos palyginamąja analize bei trumpalaikės grāžos palyginimu.

Remiantis išsamiai pristatytais pasaulinėje praktikoje nusistovėjusiais metodais suklasifikuoti fondai buvo vertinami pagal individualius jų rizikos ir grāžos parametrus naudojantis matematiniais bei analitiniais metodais bei MS Excel duomenų analizės funkcijomis ir rezultatų apdorojimo programa SPSS. Pirmia išrinkti geriausi fondai remiantis jų rizikos ir grāžos parametrais, vėliau gauti rezultatai patikrinti fondus lyginant pagal trumpalaikės grāžos rezultatus (metų, 6 mėn. ir 3 mėn.). Kadangi lyginant fondus šiais dviem būdais gauti kone identiški rezultatai, paskaičiuotas LR KIS rizikos ir grāžos ryšys naudojant Pirsono koeficientą, tuo būdu nustatant analizuotosios LR KIS aibės rizikos ir grāžos ryšį, jo kryptį ir stiprumą, siekiant atskleisti tendą bei jį atitinkančius bei neatitinkančius KIS, paskaičiuotos aprašomosios dviejų kiekybinių kintamųjų – Šarpo rodiklio bei standartinio nuokrypio charakteristikos kiekvienos analizuojamos kategorijos viduje.

Darbo pabaigoje pristatyti tyrimo rezultatai, išsakytos LR KIS rinkos problemos, aptarti duotuoju momentu LR KIS rinką reglamentuojantys nacionalinės ir ES teisės aktai bei numatomi jų pakeitimai ir galima jų įtaka LR KIS funkcionavimui bei rinkos dalyviams, pateiktos rekomendacijos esamoms problemoms spręsti.

Darbą sudaro 69 puslapiai su priedais, pateikiamos 8 diagramos, 1 lentelė ir 3 priedai. Rašant buvo naudojamosi mokslinė literatūra bei straipsniais lietuvių ir anglų kalbomis, pasitelkti tradiciniai bei interaktyvūs informacijos šaltiniai, įvairi statistika, nacionaliniai bei ES teisės aktai, reglamentuojantys LR KIS veiklą.

SUMMARY

Višnevskā V., Comparative Analysis of Risk and Return of The Lithuanian Collective Investment Undertakings: Financial Markets Study Programme Final Master Thesis / supervisor Prof. Habil. Dr. A. Buračas, Banking and Investment Department, Faculty of Economics, Mykolas Romeris University. Vilnius, 2007. 69 p.

Keywords: collective investment undertakings, investment risk and return, investment fund types, risk and return complex evaluation.

This master thesis reviews the most widespread types and classifications of mutual funds, overlooks the most important theoretical and practical aspects of investment return and investment risks in Lithuania. The work overlooks the collective investment undertakings (CIU) sector problems within the European Union and Lithuania, present legal acts regulating CIU activity at the EU and national level, provides specific mutual fund risk and return complex evaluation methods, suggests universal algorithm for analyzing any type of mutual fund and analysis of the young Lithuanian mutual fund market using different cross-sections.

The first part of the paper presents the object of the study – mutual fund concept, their variety and possible classifications. In the second and third parts the theoretical and practical aspects of investment risks and return are disclosed, whilst the empirical part is composed of analysis of the variety of mutual funds that existed as of September 30, 2007, provides Lithuania based mutual funds rating in accordance with the performed risk- return and short term return analysis.

Funds were classified based on the thoughtfully presented methods and were evaluated in accordance with their individual risk and return parameters using mathematical and analytical methods (MS Excel data analysis functions and result processing program SPSS). Firstly best funds were selected based on their risk and return profile, secondly the results were double checked comparing the funds using their short term (12 months, 6 months and 3 months) returns data. Since the results achieved comparing funds using the two methods were nearly identical, a quite strong positive correlation between Lithuanian CIU risk and return was determined calculating Pearson coefficient and a trend was set, pointing out the funds that do not comply with it. The descriptive statistics inside each category were calculated for two quantitative variables – Sharpe ratio and standard deviation. At the end of the work results of the study and problems of the Lithuanian CIU market were presented, national and EU legal acts currently regulating the mutual fund business in Lithuania were discussed, the projected legal changes were presented and their influence towards CIU system was determined, recommendations for improving the current situation were provided.

The thesis consists of 69 pages with appendixes, 7 diagrams, 1 picture, 1 table and 3 appendixes. Lithuanian and English finance and investment literature, traditional and interactive information sources, various statistics, national and EU legal acts regulating the Lithuanian mutual funds were used writing the paper.

Priedai

1 Priedas Visų kategorijų Lietuvos KIS rizikos ir gražos palyginamoji lentelė. Sudarė autorė.

Šaltiniai: OMX fondų centro informacija, KIS periodinės ataskaitos, LR VPK, investuotojų

portalas www.traders.lt.

Skaičiavimai 2007 metų rugsėjo 28 dienai

I. Akcijų fondai (16)							
	Pavadinimas	Isteigtas	SN	Šarpo	tikėtinas metinis pokytis		vid. met. graža
1	Finasta Naujosios Europos fondas	2005.03.17	11,34	4,48	14	54	34,09
2	Prudentis Baltic Fund	2005.12.15	12,60	3,16	-10	50	19,68
3	Parex Baltic Sea Eq. Fund	2004.08.24	13,9	2,28	0	51	25,27
4	JT Baltijos akcijų fondas I	2004.09.02	14,75	2,13	1	61	31,25
5	NSEL 30 indekso fondas	2001.04.06	19,78	2,11	-8	59	25,4
6	Finasta Rusijos fondas	2006.02.24	15,64	1,46	8	50	26,91
7	ZPR Amerikos fondas	2004.03.31	12,04	1,09	-8	48	19,99
8	SEB NVS akcijų fondas	2005.05.18	22,26	1,08	-1	83	40,64
9	Ūkio banko racionalaus investavimo	2007.01.23	6,93	-0,56	7	34	20,05
10	Finasta Infrastruktūros fondas	2007.07.27	-	-	-	-	-
	Riboto platinimo (6)	Isteigtas	SN	Šarpo	tikėtinas metinis pokytis		vid. met. graža
1	Finasta CRE fondas	2004.01.19	12,74	3,22	10	58	33,84
2	JT Baltijos akcijų fondas II	2004.09.02	15,00	2,98	12	73	42,2
3	JT Baltijos akcijų fondas III	2004.09.02	14,21	1,1	-8	49	20,43
4	JT Bankų fondas	2004.08.15	12,7	0,37	-16	35	9,37
5	Finasta Vitality fondas	2007.07.27	-	-	-	-	-
6	Finasta infinity fondas	2007.07.27	-	-	-	-	-

II. Obligacijų fondai (5)							
	Pavadinimas	Isteigtas	SN	Šarpo	tikėtinas metinis pokytis		vid. met. graža
1	SEB NVS obligacijų fondas	2005.05.18	2,06	0,38	0	7	3,54
2	DnB NORD obligacijų fondas	2005.11.28	0,59	-1,95	4	3	2,85
3	Finasta Obligacijų fondas	2004.01.19	0,45	-3,04	1	5	2,69
4	Ūkio banko obligacijų fondas	2006.07.21	0,20	-13,70	2	1	1,26
	Riboto platinimo (1)	Isteigtas	SN	Šarpo	tikėtinas metinis pokytis		vid. met. graža
1	HBS I	2005.10.13	3,59	0,49	13	-1	6

III. Pinigų rinkos fondai (2)							
	Pavadinimas	Isteigtas	SN	Šarpo	tikėtinas metinis pokytis		vid. met. graža
1	DnB NORD pinigų rinkos fondas	2004.04.22	0,2	-4,80			
2	Hansa pinigų rinkos fondas	2004.05.04	1,40	-0,61			0

IV. Fondų fondai (6)							
	Pavadinimas	Isteigtas	SN	Šarpo	tikėtinas metinis pokytis		vid. met. graža
1	DnB NORD akcijų fondų fondas	2006.09.01	0,10	2,32	7	37	21,98
2	JT Baltijos fondų fondas I	2005.10.27	11,44	2,31	-6	40	17,17
3	SEB akcijų fondų fondas	2007.05.02	14,90	0,97	-13	31	9,17
4	SEB pasaulio rinkų fondų fondas	2005.05.18	8,78	0,94	-4	31	13,23
5	SNORO subalansuotas fondų fondas	2006.10.02	7,28	1,38	0	29	14,85
6	SNORO pasaulio akcijų fondų fondas	2007.05.01	9,65	1,64	1	40	9,65

V. Mišrūs fondai (4)							
	Pavadinimas	Įsteigtas	SN	Šarpo	tikėtinas metinis pokytis		vid. met. grąža
1	Victoire Absolute return fund	2006.05.19	2,25	-0,50	0	9	4,69
2	Finasta Ateities fondas	2007.09.21	-	-	-	-	-
Riboto platinimo (2)							
	Pavadinimas	Įsteigtas	SN	Šarpo	tikėtinas metinis pokytis		vid. met. grąža
1	HBS III	2005.10.13		2,09	5	37	21,23
2	HBS II	2005.10.13		1,52	1	23	12,26

VI.* Riboto platinimo (7)							
	Pavadinimas	Įsteigtas	SN	Šarpo	tikėtinas metinis pokytis		vid. met. grąža
1	Finasta CRE fondas	2004.01.19	12,74	3,22	10	58	33,84
2	JT Baltijos akcijų fondas II	2004.09.02	15,00	2,98	12	73	42,2
3	HBS III	2005.10.13	8,24	2,09	5	37	21,23
4	HBS II	2005.10.13	5,45	1,52	1	23	12,26
5	JT Baltijos akcijų fondas III	2004.09.02	14,21	1,1	-8	49	20,43
6	HBS I	2005.10.13	3,59	0,49	13	-1	6
7	JT Bankų fondas	2004.08.15	12,7	0,37	-16	35	9,37

2 Priedas Pagrindinės aprašomosios kiekybinių kintamųjų charakteristikos kiekvienos analizuojamos kategorijos viduje. Sudarė autorė. Šaltiniai: OMX fondų centro informacija, KIS periodinės ataskaitos, LR VPK, investuotojų portalas www.traders.lt.

Kategorija	Akcijų atviro tipo		Akcijų riboto platinimo		Akcijų visi	
	Šarpo	SN	Šarpo	SN	Šarpo	SN
Vidurkis	1,872879	14,114	1,91616	13,6625	1,915273	14,1454
Standartinė paklaida	0,425319	1,382591	0,699731	0,567603	0,374794	1,04944
Mediana	1,813175	13,25	2,039	13,475	2,111223	13,9
SD	1,344976	4,372137	1,399462	1,135206	1,35134	3,78382
Imties variacija	1,80896	19,11558	1,958494	1,288692	1,82612	14,3173
Ekscesas	1,384644	0,564543	-4,55741	-3,72018	-0,02766	1,55835
Asimetrija	0,236728	0,516647	-0,20511	0,401049	0,0673	0,54691
Minimumas	-0,5772	6,93	0,37	12,7	-0,55695	6,93
Maksimumas	4,479718	22,26	3,216641	15	4,479718	22,26
Suma	18,72879	141,14	7,664641	54,65	24,89855	183,89
Atvejų skaičius	10	10	4	4	14	14

Kategorija	Obligacijų fondai		Fondų fondai		Riboto platinimo visų kategorijų	
	Šarpo	SN	Šarpo	SN	Šarpo	SN
Vidurkis	-3,56341	1,378	1,59377	8,69185	1,681429	10,27571
Standartinė paklaida	2,623532	0,6414	0,251024	2,023311	0,428838	1,703482
Mediana	-1,94915	0,59	1,51	9,215	1,52	12,7
SD	5,866396	1,434214	0,61488	4,956079	1,134599	4,50699
Imties variacija	34,41461	2,05697	0,378077	24,56272	1,287314	20,31296
Ekscesas	3,691858	0,038676	-2,0163	1,864505	-1,58065	-1,59239
Asimetrija	-1,87594	1,160573	0,28475	-0,9264	0,279988	-0,57118
Minimumas	-13,7	0,2	0,944191	0,1011	0,37	3,59
Maksimumas	0,493036	3,59	2,32	14,9	3,22	15
Suma	-17,8171	6,89	9,562619	52,1511	11,77	71,93
Atvejų skaičius	5	5	6	6	7	7

3 Priedas LR KIS palyginimas remiantis trumpalaike graža. Sudarė autorė. Šaltiniai: OMX fondų centro informacija, KIS periodinės ataskaitos, LR VPK, investuotojų portalas www.traders.lt.

Skaičiavimai 2007 metų rugsėjo 28 dienai

I. Akcijų fondai (16)							
	Pavadinimas	1 Sav.	1 Mėn.	3 Mėn.	6 Mėn.	NMP	12 Mėn.
1	Finasta Naujosios Europos fondas	0,57	1,78	1,55	16,16	32,03	54,8
2	NSEL 30 indekso fondas	1,44	5,12	10,58	17,96	20,68	45,76
3	Prudentis Baltic Fund	0,68	2,9	5,71	13,5	18,58	43,83
4	Parex Baltic Sea Eq. Fund	-0,23	3,53	0,1	11,2	17,27	35,63
5	JT Baltijos akcijų fondas I	1,56	3,21	1,41	9,84	16,32	35,41
6	SEB NVS akcijų fondas	2,52	6,24	1,13	2,69	5,48	27,95
7	Finasta Rusijos fondas	0,58	6,71	2,77	3,71	10,31	26,91
8	ZPR Amerikos fondas	0,77	1,82	1,36	1,12	11,35	17,16
9	Finasta Infrastruktūros fondas	0,18	0,77	-	-	-	-
10	Ūkio banko racionalaus investavimo	1,27	3,8	-	0,14	10,94	-
Riboto platinimo (6)							
1	JT Baltijos akcijų fondas II	1,59	3,79	5,10	8,95	22,63	48,67
2	Finasta CRE fondas	1,49	3,79	5,07	29,18	36,93	44,98
3	JT Baltijos akcijų fondas III	2,16	3,96	6,70	10,28	14,85	18,43
4	JT Bankų fondas	0,27	1,02	-2,39	3,65	10,44	8,30
5	Finasta Vitality fondas	-	-	-	-	-	-
6	Finasta infinity fondas	-	-	-	-	-	-
II. Obligacijų fondai (5)							
	Pavadinimas	1 Sav.	1 Mėn.	3 Mėn.	6 Mėn.	NMP	12 Mėn.
1	SEB NVS obligacijų fondas	-0,28	0,12	-0,04	1,76	3,18	4,79
2	DnB NORD obligacijų fondas	0,09	0,31	0,99	1,73	2,35	2,85
3	Finasta Obligacijų fondas	0,03	0,14	1,02	1,47	2,07	2,63
4	Ūkio banko obligacijų fondas	-0,04	0,12	-	-0,57	0,44	1,26
Riboto platinimo (1)							
1	HBS I	5,77	3,59	2,06	0,80	-	-
III. Pinigų rinkos fondai (2)							
	Pavadinimas	1 Sav.	1 Mėn.	3 Mėn.	6 Mėn.	NMP	12 Mėn.
1	Hansa pinigų rinkos fondas	-	0,31	0,01	1,72		3,15
2	DnB NORD pinigų rinkos fondas	0,08	0,35	0,96	1,68	2,41	3,04
IV. Fondų fondai (6)							
	Pavadinimas	1 Sav.	1 Mėn.	3 Mėn.	6 Mėn.	NMP	12 Mėn.
1	JT Baltijos fondų fondas I	1,61	5,28	4,47	13,37	15,16	30,38
2	DnB NORD akcijų fondų fondas	1,39	5,04	1,24	9,99	11,44	20,19
3	SEB akcijų fondų fondas	1,75	6,07	1,24	7,91	8,89	18,49
4	SEB pasaulio rinkų fondų fondas	1,37	4,76	1,19	5,62	5,72	12,29
5	SNORO pasaulio akcijų fondų fondas	1,68	6,55	2,4	12	11,58	-
6	SNORO subalansuotas fondų fondas	0,97	4,21	1,01	6,67	7,25	-
V. Mišrūs fondai (4)							
	Pavadinimas	1 Sav.	1 Mėn.	3 Mėn.	6 Mėn.	NMP	12 Mėn.
1	Victoire Absolute return fund	0,0024	0,43	0,88	1,3	2,46	2,63
2	Finasta Ateities fondas	0,06	-	-	-	-	-
Riboto platinimo (2)							
		2006	SD	2005*	SD*		
1	HBS III	-	21,23	8,24	0,09	1,74	-
2	HBS II	-	12,26	5,45	3,58	1,17	-

VI.*	Riboto platinimo (5)	*Šiai kategorijai vertinti vietoj 12 mėn. gražos buvo naudojama graža NMP					
	Pavadinimas	1 Sav.	1 Mėn.	3 Mėn.	6 Mėn.	NMP*	12 Mėn.
1	Finasta CRE fondas	1,49	3,79	5,07	29,18	36,93	44,98
3	JT Baltijos akcijų fondas III	2,16	3,96	6,7	10,28	14,85	48,67
2	JT Baltijos akcijų fondas II	1,59	3,79	5,1	8,95	22,63	-
4	JT Bankų fondas	0,27	1,02	-2,39	3,65	10,44	-
6	HBS II	-	12,26	5,45	3,58	1,17	-
7	HBS I	5,77	3,59	2,06	0,80		-
5	HBS III	-	21,23	8,24	0,09	1,74	-