



VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS

VERSLO VADYBOS FAKULTETAS

EKONOMIKOS INŽINERIJOS KATEDRA

Gabrielė Miliauskaitė

**LIETUVOS PRIVAČIŲ PENSIJŲ FONDŲ INVESTAVIMO STRATEGIJŲ
EKONOMINĖS GLOBALIZACIJOS SĄLYGOMIS VERTINIMAS**

**ASSESSMENT OF LITHUANIAN PRIVATE PENSION FUNDS
INVESTMENT STRATEGIES IN THE CONTEXT OF ECONOMIC
GLOBALIZATION**

Baigiamasis magistro darbas

Ekonomikos inžinerijos studijų programa, valstybinis kodas 6211JX068

Globaliosios ekonomikos specializacija

Ekonomikos studijų kryptis

Vilnius, 2021

Vilniaus Gedimino technikos universitetas
Verslo vadybos fakultetas
Ekonomikos inžinerijos katedra

ISBN ISSN
Egz. sk.
Data-.....-.....

Antrosios pakopos studijų **Ekonomikos inžinerijos** programos magistro baigiamasis darbas

Pavadinimas **Lietuvos privačių pensijų fondų investavimo strategijų ekonominės globalizacijos sąlygomis vertinimas**

Autorius **Gabrielė Miliauskaitė**

Vadovas **Daiva Jurevičienė**

Kalba: lietuvių

Anotacija

Magistro baigiamajame darbe analizuojamas III pakopos pensijų fondų investavimo strategijų globalios ekonomikos sąlygomis veikimas. Tyrimo metu išanalizuoti ir susisteminti papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų investavimo strategijų teoriniai aspektai ekonominės globalizacijos kontekste, išskirti pagrindiniai pensijų fondų veiklos vertinimo kriterijai, apibendrinti praktinio vertinimo metu gauti rezultatai. Privačių pensijų fondų efektyvumo pagal investavimo strategijas tyrimas atliktas naudojant daugiakriterinio vertinimo TOPSIS ir SAW metodus, pirmiausia, remiantis ekspertų nuomone, nustatčius pagrindinių vertinimo rodiklių svorį galutiniam efektyvumo rezultate. Išanalizavus teorinius ir praktinius III pakopos pensijų fondų investavimo strategijų vertinimo rezultatus, pateikiamos baigiamojo darbo išvados ir siūlymai.

Darbą sudaro šešios dalys: įvadas, privačių pensijų fondų veikimo globalioje ekonominėje aplinkoje teoriniai aspektai, pensijų fondų investavimo strategijų vertinimo metodika, III pakopos pensijų fondų efektyvumo pagal investavimo strategijas vertinimas, išvados ir siūlymai, literatūros sąrašas.

Darbo apimtis – 69 psl. teksto be priedų, 18 pav., 15 lent., 110 bibliografinių šaltinių.

Atskirai pridedami darbo priedai.

Prasminiai žodžiai: globalizacija, globali ekonomika, investavimo strategijos, privatūs pensijų fondai, III pakopos pensijų fondai, efektyvumas.

Vilnius Gediminas Technical University
Faculty of Business Management
Department of Economics Engineering

ISBN ISSN
Copies No.
Date-.....-.....

Master Degree Studies **Economics Engineering** study programme Master Graduation Thesis

Title **Assessment of Lithuanian Private Pension Funds Investment Strategies in the Context of Economic Globalization**

Author **Gabrielė Miliauskaitė**

Academic supervisor **Daiva Jurevičienė**

Thesis language: Lithuanian

Annotation

The master's thesis analyzes 3rd pillar pension fund investment strategies in the global economy. Theoretical aspects of private pension fund investment strategies in the context of economic globalization and the main criteria for evaluating the performance of pension funds and the results of assessment of pension funds investment strategies are analysed. The evaluation of the efficiency of private pension funds according to investment strategies is performed using the multi-criteria evaluation by the TOPSIS and SAW methods. The influence of the main criteria of pension funds for final efficiency result is determined by experts. After analyzing theoretical and practical results of assessment of investment strategies of 3rd pillar pension funds, the conclusions and suggestions for improvement are presented.

Structure: introduction, theoretical aspects of investment strategies of private pension funds in the global economy, methodology for evaluating the investment strategy of pension funds, assessment of the efficiency of investment strategies of 3rd pillar pension funds, conclusions and suggestions, references.

Thesis consist of: 69 p. text without appendixes, 18 pictures, 15 tables, 110 bibliographical entries.

Appendixes included.

Keywords: globalization, global economy, investment strategies, private pension funds, 3rd pillar pension funds, efficiency.

TURINYS

IVADAS.....	8
1. PRIVAČIŲ PENSIJŲ FONDŲ VEIKLA EKONOMINĖS GLOBALIZACIJOS SĄLYGOMIS.....	10
1.1. Investavimas globalioje rinkoje	10
1.2. Privačių pensijų fondų ypatumai	16
1.3. Privačių pensijų fondų investavimo strategijos	25
2. PRIVAČIŲ PENSIJŲ FONDŲ INVESTAVIMO STRATEGIJŲ VERTINIMO METODIKA	30
2.1. Pensijų fondų vertinimo kriterijų analizė.....	30
2.2. Daugiakriterio vertinimo taikymo galimybės papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų investavimo strategijų analizei	33
3. III PAKOPOS PENSIJŲ FONDŲ INVESTAVIMO STRATEGIJŲ VERTINIMAS GLOBALIOS EKONOMIKOS SĄLYGOMIS	42
3.1. III pakopos pensijų fondų rinkos analizė	42
3.2. III pakopos pensijų fondų investavimo strategijų daugiakriteris vertinimas	48
3.2.1. <i>Papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų efektyvumo vertinimas TOPSIS metodu.....</i>	<i>49</i>
3.2.2. <i>Papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų efektyvumo vertinimas SAW metodu.....</i>	<i>52</i>
IŠVADOS IR SIŪLYMAI	59
LITERATŪROS SĄRAŠAS.....	62
PRIEDAI	72

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Investuotojų grupės.....	14
2 pav. Pensijų fondų veikimo grandinė	19
3 pav. Investavimo strategijų klasifikavimas	26
4 pav. Privačių pensijų fondų investavimo strategijos pagal amžiaus grupes.....	29
5 pav. Pensijų fondų investavimo strategijų efektyvumo daugiakriterio vertinimo etapai	34
6 pav. Lietuvoje veikiantys III pakopos pensijų fondai pagal investavimo strategijas ir akcijų dalį 2020 m. I pusm. duomenimis	43
7 pav. III pakopos pensijų fondų dalyvių skaičiaus (vnt.) ir valdomo turto (mln. Eur) kitimo tendencija 2015–2020 m. laikotarpiu	44
8 pav. „INVL EXTREMO III 16+“ fondo grynujų aktyvų vertės (mln. Eur) ir dalyvių skaičiaus (vnt.) kitimo tendencija 2015–2020 m. laikotarpiu	45
9 pav. Konservatyvių pensijų fondų investicinės grąžos (proc.) dinamika 2015–2020 m. laikotarpiu.....	46
10 pav. Mišraus investavimo pensijų fondų investicinės grąžos (proc.) dinamika 2015–2020 m. laikotarpiu.....	46
11 pav. Akcijų pensijų fondų investicinės grąžos (proc.) dinamika 2015–2020 m. laikotarpiu ...	47
12 pav. Privačių pensijų fondų veiklos vertinimo rodiklių paskirstymas pagal maksimizuojančias ir minimizuojančias reikšmes	49
13 pav. Konservatyvaus investavimo pensijų fondų efektyvumo vertinimo TOPSIS metodu rezultatai	51
14 pav. Mišraus investavimo pensijų fondų efektyvumo vertinimo TOPSIS metodu rezultatai ..	51
15 pav. Akcijų pensijų fondų efektyvumo vertinimo TOPSIS metodu rezultatai.....	52
16 pav. Konservatyvaus investavimo pensijų fondų efektyvumo vertinimo SAW metodu rezultatai	54
17 pav. Mišraus investavimo pensijų fondų efektyvumo vertinimo SAW metodu rezultatai.....	55
18 pav. Akcijų pensijų fondų efektyvumo vertinimo SAW metodu rezultatai	55

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Globalizacijos sąvokos apibrėžtys	11
2 lentelė. Pagrindinių investicinio fondo sąvokų atitikmenys privatiems pensijų fondams.....	15
3 lentelė. Pagrindinės pensijų kaupimo sistemos sąvokos	17
4 lentelė. III pakopos pensijų fondų privalumai ir trūkumai	24
5 lentelė. Privačių pensijų fondų veiklos vertinimo kriterijai	30
6 lentelė. Ekspertinėje apklausoje dalyvavusių respondentų charakteristika	36
7 lentelė. VVP pirkimo–pardavimo parametrai 2020-05-27	37
8 lentelė. VVP pirkimo–pardavimo parametrai 2019-12-31	37
9 lentelė. Privačių pensijų fondų efektyvumo vertinimo rodiklių duomenys 2015–2019 m. laikotarpiu	48
10 lentelė. Svertinė privačių pensijų fondų vertinimo rodiklių reikšmių matrica ir „idealiausio teigiamo“ ir „idealiausio neigiamo“ sprendimų reikšmės	49
11 lentelė. III pakopos pensijų fondų efektyvumo vertinimo TOPSIS metodu rezultatai	50
12 lentelė. Privačių pensijų fondų vertinimo rodiklių maksimuotos reikšmės.....	52
13 lentelė. Privačių pensijų fondų vertinimo rodiklių transformuotos reikšmės.....	53
14 lentelė. III pakopos pensijų fondų efektyvumo vertinimo SAW metodu rezultatai	54
15 lentelė. III pakopos pensijų fondų efektyvumo pagal investavimo strategijas vertinimo rezultatai – pensijų fondų rangai pagal TOPSIS ir SAW metodais gautus rezultatus.....	56

PRIEDŲ SĄRAŠAS

1 PRIEDAS. Ekspertinio vertinimo apklausos anketa	73
2 PRIEDAS. III pakopos pensijų fondų dalyvių skaičiaus ir valdomo turto duomenys 2015–2020 m. laikotarpiu.....	74
3 PRIEDAS. Investicinė grąža, proc. 2015–2020 m. laikotarpiu.....	75

IVADAS

Nors pasaulyje nesustabdomai ryškėja didžiausi ir daugiausiai naudos teikiantys globalizacijos procesų rezultatai, lygiagrečiai auga socialinių, ekonominių, technologinių ar kultūrinių problemų padariniai. Pavyzdžiui, tokios problemos kaip mažėjantis gimstamumas ar visuomenės senėjimas yra pagrindinės šiandieninės Lietuvos socialinės problemos, labiausiai atsiliepiančios vyresnio amžiaus žmonėms. Siekiant užtikrinti geresnę pensinio amžiaus gyventojų padėtį, Lietuvoje nuo 2004 m. pradėta vykdyti pensijų sistemos reforma, kuri sudarė sąlygas formuoti privačiai veikiantiems pensijų fondams. Privačiuose pensijų fonduose pensijos sistemos dalyviai kaupia lėšas būsimai senatvės pensijai. Tokios lėšos investuojamos pagal atitinkamas investavimo strategijas ir patikimos pensijų fondus valdančioms įmonėms, kurios siekia, kad dabartinės pensijų fondų dalyvių investicijos ateityje duotų kaip įmanoma daugiau naudos.

Temos aktualumas. Tobulinant Lietuvos pensijų sistemą, ypač po 2019 m. reformos ir pensijų kaupimo taisyklių pakeitimų, pastebima, kad gyventojų, savanoriškai besirenkančių privačius pensijų kaupimo fondus, skaičius auga. Nors tokie veiksmai leidžia tikėti, jog visuomenė auga ne tik technologinio tobulėjimo, bet ir saviugdos bei žinių mastu, ryškėja ir prieštaringos nuomonės, kurios apibendrinamos kaip Lietuvos ekonominės politikos neefektyvumu, socialinės apsaugos veiksmų neužtikrinimu ar privačių pensijų fondų valdytojų asmeninės naudos siekimu. Svarbu pabrėžti, kad tokių reformų pagrindiniai siekiai turėtų būti ne tik makroekonominiai uždaviniai, bet ir svarbiausiais prioritetais laikomi socialiniai veiksniai, pavyzdžiui, gyventojų gyvenimo gerovė. Pagal šiuos siekius tikslinga įvertinti, kaip, remiantis globaliomis sąlygomis, yra vykdoma pensijų sistema Lietuvoje, kaip veikia privatūs pensijų fondai, kokios ir kaip apibendrinamos papildomo savanoriško pensijų kaupimo galimybės.

Tyrimo problema: privačių pensijų fondų investavimo strategijų efektyvumas ekonominės globalizacijos kontekste.

Tyrimo objektas: III pakopos pensijų fondai.

Tyrimo tikslas – įvertinti III pakopos pensijų fondų investavimo strategijas globalios ekonomikos sąlygomis.

Tyrimo uždaviniai:

- išanalizuoti ir susisteminti papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų investavimo strategijų teorinius aspektus ekonominės globalizacijos aplinkoje;
- pateikti privačių pensijų fondų investavimo strategijų vertinimo metodiką;

- atlikti papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų investavimo strategijų vertinimą ekonominės globalizacijos sąlygomis.

Metodai: mokslinės, metodinės literatūros analizė, statistinių duomenų lyginamoji analizė ir grafinis vaizdavimas, ekspertinis vertinimas, daugiakriteris vertinimas TOPSIS ir SAW metodais.

Darbo struktūra. Baigiamasis darbas susideda iš trijų dalių. Pirmoje dalyje atliekama Lietuvos ir užsienio mokslinės literatūros analizė susisteminant privačių pensijų fondų veikimo ir investavimo globalioje rinkoje teorinius aspektus.

Antroje darbo dalyje išskiriami pagrindiniai pensijų fondus charakterizuojantys vertinimo kriterijai, apibūdinami tyrimui atlikti parinkti metodai. Privačių pensijų fondų vertinimo rodiklių analizei atlikti sudaryta ekspertinio vertinimo apklausa. Siekiant įvertinti papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų investavimo strategijas, tyrimas vykdomas atliekant daugiakriterį vertinimą TOPSIS ir SAW metodais.

Trečioji, tiriamoji darbo dalis prasideda nuo III pakopos pensijų fondų rinkos apžvalgos, jų valdomo turto, dalyvių skaičiaus pokyčių penkerių metų laikotarpiu palyginimo, investicinės grąžos rodiklio analizės. Kitame žingsnyje pagal anksčiau surinktus duomenis ir ekspertinės apklausos rezultatus vykdomas daugiakriteris vertinimas TOPSIS ir SAW metodais. Paskutiniuoju etapu apibendrinami ir palyginami skirtingais metodais gauti tyrimo rezultatai, išskiriamos efektyviausios papildomo savanoriško kaupimo galimybės, taikant skirtingas investavimo strategijas.

Tyrimo apribojimai: tyrime vertinamos 12 iš 16 ilgiau nei penkerius metus Lietuvoje veikiančių III pakopos pensijų fondų investavimo strategijos, tiriamasis laikotarpis – pastarieji penkeri metai, 2015–2019 m., tyrimui atlikti atrinkti 4 pagrindiniai privačių pensijų fondų pelningumą ir rizikos lygį apibūdinantys vertinimo rodikliai.

Praktinė ir mokslinė reikšmė: tyrimo metu išskirti pagrindiniai pensijų fondų veiklą apibūdinantys rodikliai, palyginamos papildomo savanoriško kaupimo galimybės, įvertinamos privačių pensijų fondų investavimo strategijos globalios ekonomikos sąlygomis. Tokie tyrimo metu pasiekti tikslai visuomenei reikalingi kaip finansinio raštingumo ugdymas, informuojant, kokiomis kaupimo galimybėmis galima naudotis, kaip kaupimą pensijai atspindės ateities poreikių patenkinimas, kokios svarbos klausimas yra pensijų sistema, kalbant apie šalies augimą globalios ekonomikos sąlygomis.

1. PRIVAČIŲ PENSIJŲ FONDŲ VEIKLA EKONOMINĖS GLOBALIZACIJOS SĄLYGOMIS

Privačių pensijų fondų formavimas yra viena iš priemonių vykdančių pensijų sistemą, kai, vertinant ateities perspektyvas, matomas didesnių pensijų poreikio augimas ir įmokų į socialinio draudimo biudžetą mažėjimas (Bulotaitė & Slavickienė, 2009). Privačių pensijų fondų galimybėmis siekiama stabilizuoti ir užtikrinti pakankamus finansinius išteklius senatvės amžiaus sulaukusiems asmenims. Išskiriant tai, kad privačių pensijų fondų teorinė reikšmė sujungia tokias pagrindines sąvokas kaip pensija, pensijų sistema, pensijų kaupimas, investicijos, investicinis fondas, investavimo strategijos, investicinė grąža ir kt., svarbu atkreipti dėmesį, kad bendrai jos atspindi ekonomiką veikiančias globalizacijos sąlygas, pavyzdžiui, vis didesnę reikšmę įgaunanti investavimo procesą globalios ekonomikos kontekste.

1.1. Investavimas globalioje rinkoje

Globalizacija suprantama kaip visą pasaulį apimančio daugialypio proceso skverbimasis į atskirų šalių gyvavimą politikos, ekonomikos, kultūros ir socialinėse sferose. Nors mokslininkams vis dar nepavyksta sutarti, ar globalizacija yra šių dienų modernaus pasaulio padarinys, ar tai ne vieną tūkstantmetį egzistuojantis reiškiny, tačiau bendroji tendencija išlieka ta pati – stiprėjanti pasaulio valstybių bendrystė, tarptautiniai ryšiai finansų, prekybos ir kitose rinkose padeda tobulėti ir spręsti problemas ne tik atskirų šalių, bet bendro pasaulio kontekste (Šliburytė & Masteikienė, 2012). Globalizaciją taip pat galima suprasti kaip ekonominiam poveikiui įtakos turintį išorinį veiksnį, kuriuo skatinamas tam tikros teritorijos išitraukimas į pasaulinius ekonominius santykius (Mamedov, Movchan, Ishchenko-Padukova, & Grabowska, 2016). Globalizacijos procesai standartizuoja ir suvienija ekonomines sąlygas plėtrai, lengvina informacijos pasiekimo kelius, todėl įmonių ir kitų subjektų ekonominiai tikslai gali būti didesni ir efektyviau įgyvendinami (Europos Komisija, 2017).

Galima teigti, kad ne be reikalo žodis globalizacija yra kilęs iš žodžio „global“, kuris, išvertus iš anglų kalbos, siejamas su pasauliu, reiškia pasaulinis. Paprasčiausiai globalizaciją galima pradėti aiškinti taip, kad politiniai, ekonominiai ir socialiniai vienos atskiros šalies padariniai „peržengia sienas“ ir tampa reikšmingi kitiems pasaulio regionams, verslo subjektams ar savarankiškiems ūkiams (Orekhovskaya Natalia, Galushkin Alexander, Maleko Elena, Bezenkova Tatyana, & Plugina Natalya, 2018). Visa tai apibendrinama ir dažnai pabrėžiama, kad

šio proceso reikšmė tapo vienu svarbiausių praėjusio amžiaus reiškinių pasaulio politikos, ekonomikos ir socialiniame gyvenime.

1 lentelė. Globalizacijos sąvokos apibrėžtys

Autorius	Globalizacijos apibrėžtys
Schumann (2000)	Globalizacija – pasaulinis rinkų ir įmonių susijungimas, kai rinkos ir įmonės bei vykstantys procesai apibūdinami kaip nauji globalizacijos objektai ir objektų grupės.
Kučinskienė & Jatuliavičienė (2002)	Globalizacija – tai „savotiškas valstybių sienų ištrynimasis, siekiant ekonominių tikslų ir integruojantis į vieną globalią ekonomiką.“
Zedillo (2008)	Globalizacija – tai nuolat auganti atskirų ekonomikų ir visuomenių pasaulinė integracija, peržengianti valstybių sienas, kuriai didžiausią įtaką daro tarptautinė prekyba, kapitalo srautai, žmonių ir idėjų migracijos srautai, kultūriniai ir technologiniai transformacijos padariniai ir tarptautinis reglamentavimas.
Melnikas & Naulickaitė (2016)	Globalizacija apibūdinama kaip gyvenimo bei veiklos raidos sritis, išskirianti naujų tikslų, lūkesčių, stereotipų, kokybės normų ir efektyvumo standartų kūrimą, plėtrą bei įgyvendinimą globaliu mastu.
Burlacu <i>et al.</i> (2018)	Globalizacija yra dažna sąvoka apibūdinti dabartinę pasaulio ekonomikos būklę, pokyčius ir jų tendenciją.
Lechner & Boli (2019)	Globalizacija – pasaulinis ekonominis atskirų valstybių sujungimas į vieną bendrą globalią ekonomiką, kai skatinama laisva prekyba ir kapitalo judėjimas, lengvas tarptautinių įmonių veikimas ir laisva migracija.
Cuevas Garcia-Dorado, Cornelsen, Smith, & Walls (2019)	Globalizacija – tai integracijos į pasaulio ekonomiką procesas, įtraukiantis prekių ir paslaugų, kapitalo, technologijų, darbo jėgos judėjimą, dėl kurio ekonominiams sprendimams vis daugiau įtakos turi pasaulinės sąlygos.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Schumannu (2000), Kučinskiene ir Jatuliavičiene (2002), Zedillo (2008), Melniku ir Naulickaitė (2016), Burlacu *et al.* (2018), Lechneriu & Boli (2019), Cuevu Garcia-Dorado *et al.* (2019)

Globalizacijos procesas sujungia inovatyvias augimo strategijas ir priemones efektyviai integracijai globaliu mastu, kas reiškia, jog formuojasi palankesnės ir platesnės galimybės pasirinkti ir konkuruoti. Apibendrinant tų galimybių gausą, dažniausiai globalizacija vertinama teigiamai ir yra nuolat skatinama kaip būdas gauti didesnės naudos (Grossman & Helpman, 2015). Be to, kad globalumas turi galių veikti ir plisti per atstumą, svarbu suprasti, kad tai ne atsitiktinis ar retas reiškinys, o pastovūs, tobulėjantys procesai, keičiantys nusistovėjusius standartus. Atkreipiant dėmesį į tai, kad globalių santykių vystymasis dažnai apibendrinamas greičio sąvoka, kai sprendimų priėmimui, sandorių atlikimui, ryšių užtikrinimui atstumo ar laiko veiksniai nebeteri didelės įtakos, naudinga išskirti komunikacijos ir kitas sistemas, dėl kurių auga potencialių idėjų ir jų įgyvendinimo produktyvumas tiek šalies, tiek regiono mastu. Pasak Burlacu, Gutu ir Matei (2018), tai svarbu todėl, kad dėl palankių sąlygų įgyvendinami veiksmai dažniausiai gali turėti dideles globalias pasekmes, įtraukti didesnę bendrą aukštesnių tikslų siekiantį dalyvių ratą. Helder,

McGrew, Goldblatto, & Perratono (2002) nuomone, tinkamai apibendrinant globalizacijos procesą, būtina įtraukti tokius elementus kaip ekstensyvumas, intensyvumas, greitis ir įtaka, kurie apima ir padeda kurti tarptautiniams veiklos, susijungimo ir išteklių panaudojimo tikslams.

Apibendrinant, visi autoriai (žr. 1 lentelę) globalizaciją supranta kaip šiuolaikinio pasaulio santykių ir ryšių plėtrą, kurioje vyrauja „suintensyvėjimas, gilėjimas ir greitėjimas pasauliniu mastu“ (Urbšienė, 2011), kur inovacijos ir technologiniai sprendimai sudaro sąlygas veikti neįsivaizduojant geografinio nuotolio. Stiglitzas (2017) išskiria tai, kad dėka šio proceso įtakos skatinamas rinkos ekonomikos atvirumas ir aktyvumas, o tai sąlygoja didesnį prekybos mastą, tiesioginių užsienio investicijų pritraukimą, spartesnio ir labiau jaučiamo ekonomikos augimo tempo užtikrinimą. Pasak Cabralo, Garcia-Diazo ir Mollicko (2016), ekonominė globalizacija akcentuojasi į tarptautinę ekonomiką ir jos augimą, kuris taip pat keičia ir nusistovėjusius užimtumo, darbo veiklos pobūdžio ir užmokesčio parametrus. Taigi apima ir pokyčius bei jų įgyvendinimą politinėse, technologinėse, ekonominėse ir socialinėse srityse.

Aiškinant globalizacijos procesus, labiausiai atsižvelgiama į ekonominius pokyčius, kurie prasideda nuo atskirų subjektų veiklos vykdymo. Pasak Długoborskytės, Petraitės ir Buse (2015), būtent atskiri subjektai pradeda ryšių plėtojimą su užsienio partneriais, įgyvendina tarptautiškumu pasižyminčias idėjas, įkuriant ar įsigyjant įmonių kitose valstybėse. Tokia globali ekonomika turi įtakos verslo aplinkai, kadangi atveriamos pasaulinės rinkos, keičiamas bendradarbiavimo ir partnerystės požiūris, atsiranda platesnis išteklių pasirinkimas (Parente, Geleilate, & Rong, 2018). Globalios sąlygos natūraliai kuria strateginės plėtros organizavimo procesus, kurie pasižymi augančiu universalumu (Baubinaitė, 2013). Universalumas šioje srityje turėtų būti suprantamas kaip skirtingų valstybių bendradarbiavimas, naudojantis universaliais veiklos standartais, kurie akcentuojami ir platinami bendrine tikslų, naudos ir pelno siekimo forma. Ši globalios ekonomikos dalis kuria priežastis vykdyti veiklą ir kitaip sąveikauti tarp atskirų žemynų ir regionų, taip užkertant kelią tik tradicinių strategijų priemonių plėtrai. Hillo (2015) sako, kad tokiu būdu ekonominė globalizacija formuoja didžiuosius santykių ir sandorių pokyčius, kurių nauda vertinama atsižvelgiant į jų intensyvumą ir tęstinumą, į greitį ir poveikį esamiems ir būsimiems rezultatams, į galimybes kurti tarpžemyninius ir tarpregioninius veiklos srautus, jų tinklus. Mamedovas *et al.* (2016) visa tai apibendrina kaip strategijų taikymą globalioje rinkoje, kai siekiama maksimizuoti pajamas, minimizuoti išlaidas, užtikrinti didžiausią pelną ir efektyvumą bei palankesnes veiklos sąlygas.

Kalbant apie palankių veiklos sąlygų kūrimąsi ekonominės globalizacijos akivaizdoje, svarbu atkreipti dėmesį į finansų rinkų dalį, kurių prieinamumas ir aktyvumas apibendrinamas jau

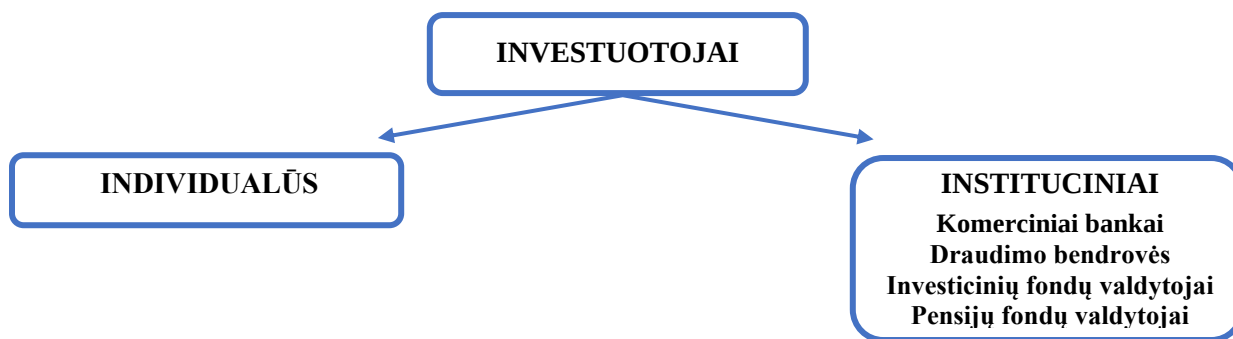
anksčiau minėtu greičiu, t. y., nesustabdomu finansinių ryšių mezgimu ir sandorių vykdymu. Mokslininkai patvirtina, kad tokia globali ekonominė rinka yra sparčiai besiformuojanti, todėl pabrėžiama, kad ši pasaulinė situacija dėl siūlomų galimybių ir su jomis susijusių rizikų yra siejama su nestabilumu (Rodrik, 2018). Tsai (2017) paaiškina, kad atskiros šalys ir jų ekonominė rinka orientuojasi į bendrumą, veikia globaliai, todėl pasaulinės tendencijos vis labiau atskleidžia, kad atskirų finansinių rinkų veikimas tampa sudėtingesnis ir ne toks naudingas tos šalies atžvilgiu, tačiau taip pat neatmeta ir patvirtina tai, kad pernelyg glaudžiai susietos sritys gali iššaukti didelių finansų krizių riziką. Pasak Čepinskio ir Jonyno (2008), įvairių autorių tyrimai rodo, kad tokios efektyviai globalios finansų rinkos formavimasis lemia besikeičiantis konkurencijos tarp finansų įstaigų požiūris, finansų rinkų liberalizavimas, technologinio augimo progresas ir greita informacijos srauto sklaida, be to, išskiriamas ir augantis finansinio raštingumo lygis.

Kadangi autoriai patvirtina, kad šių dienų gyvenime globaliai besikeičiančių finansų rinkų transformacija ir poveikis ekonomikai yra neišvengiamas, svarbu pereiti prie pagrindinio komponento – investicijų ir investavimo galimybių (Lechner & Boli, 2019). Stebint globalizacijos veikiamas finansų rinkas išskiriami tokie veiksniai kaip lengvesnis finansinių ir žmogiškųjų išteklių prieinamumas, platesnė investicinių produktų įvairovė ir didesnės verslo, investavimo ar kitos finansinės veiklos galimybės tiek juridiniams, tik privatiems asmenims (Parente *et al.*, 2018), kurie, beje, kartu asocijuojasi su didesne rizika, jos valdymo sudėtingumu bei diversifikavimo būdų problemomis. Būtent visos šios globalios ekonomikos sąlygos turi didžiausią poveikį aiškinant investavimo įpročių ir grąžos rezultatų pokyčius ir paaiškina mokslininkų darbuose dažnai pabrėžiamą išvadą, kad tarp globalizacijos, makroekonomikos ir grąžos egzistuoja stiprus ryšys (Helpman, 2015). Daugelis autorių, pavyzdžiui Burlacu *et al.* (2018), savo darbuose investavimą globaliose rinkose apibendrina išskirdami tokius teigiamus aspektus kaip didesnis vertybinių popierių likvidumas dėl atviresnės ir gilesnės rinkos, investuotojų lūkesčių patenkinimas pagal jų finansinius poreikius ir tokius finansinius reikalavimus kaip investicijų likvidumas, prisiimamos rizikos pasirinkimas ir valdymas, pelningumo lygis, bet, svarbiausia, pabrėžiamas sinergijos efektą primenantis faktas, kad globali aplinka užtikrina didesnės naudos pasiekimą. Nors globaliai aktyviose finansų rinkose pavojų yra daugiau, kyla didesnės grėsmės finansinėms krizėms įsipiekti ar dėl kitų rizikų nesuvaldyti turimų investicijų, galutiniame rezultate naudos yra daugiau ir uždirbama grąža yra didesnė (Tsai, 2017). Be to, šiai rinkai taikomos reguliavimo priemonės optimizuoja neigiamų padarinių susidarymo tikimybę.

Svarbu suprasti, kad ekonominį atskirų šalių augimą veikia globaliai dirbančios ir nuolat augančios finansų rinkos. Mokslininkai teigia, kad tarp globalios ekonomikos sąlygų ir ekonominio

augimo egzistuoja stiprus ryšys, tačiau vis dar nesutariama, ar ekonominį augimą skatina finansinis globalumas, šios srities technologinės naujovės ir sprendimai, ar, priešingai, ekonominis augimas skatina naujų finansinių produktų kūrimąsi ir paklausą (Čepinskis & Jonynas, 2008). Bet kokių atveju sutariama, kad šis ryšys verčia veikti efektyviai, kad uždirbama nauda būtų apčiuopiama tiek atskirų šalių pasiekimuose, tiek bendru tarpreiginiu mastu. Kalbant apie atskiras šalis, Baubinaite (2013) pažymi, kad besivystančioms rinkoms globalios ekonomikos veiksniai turi mažesnę poveikį nei išsivysčiusioms, t. y., besivystančiose šalyse vidiniai šalies rizikos veiksniai persipina ir ne visada spėja veikti kartu su globaliais išoriniais veiksniais, o išsivysčiusiose rinkose globalūs veiksniai yra pagrindiniai faktoriai, turintys įtakos šalies ekonomikai ir finansų rinkos transformacijai. Apskritai bendra finansų rinka veikia globaliai, todėl investiciniai sprendimai ir jų grąža labiau priklauso nuo globalios ekonomikos sąlygų, globalių makroekonominių rodiklių ir kiekvienos šalies prisitaikymo nei nuo tos šalies vidinių veiksmų (Stiglitz, 2017).

Apibendrinant tai, kad globaliai besivystanti finansų rinka užtikrina naujų finansinių produktų kūrimąsi bei technologines galimybes lengvu būdu pasiekti naujausią reikalingą informaciją investiciniams sprendimams vykdyti, Žilinskij ir Geigal (2020) pastebėjo (žr. 1 pav.), kad mokslininkai savo darbuose pagal investuotojų elgesį išskiria dvi grupes: atskiri individualūs investuotojai bei instituciniai investuotojai. Individualūs investuotojai investicinius veiksmus, analizes, pasirinkimus ir sprendimus priima patys, o instituciniai investuotojai apima tokias finansinių paslaugų institucijas kaip komerciniai bankai, investicinių fondų valdymo bendrovės, draudimo bendrovės, pensijų fondų valdytojai.



1 pav. Investuotojų grupės

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Žilinskij ir Geigal (2020)

Pereinant prie privačių pensijų fondų produkto, reikia prisiminti, kad tai investicinė veikla, laikoma viena svarbiausių šiandieninės ekonomikos sudedamųjų dalių, iš karto suprantama, kaip globalios ekonomikos sąlygų padarinys, formuojantis galimybes ir suteikiantis visišką sprendimo

pasirinkimo laisvę, kur investuoti savo turimas lėšas. Jurevičienė ir Bapkauskaitė (2014) primena, kad fondai išsiskiria tokiomis savybėmis kaip likvidumas ir diversifikacija, kurios užtikrina, kad investuotos lėšos bus atgaunamos paprastai ir greitai, o rizika valdoma padalinant ją tarp investicinių priemonių, kitaip tariant, kadangi investicijos skaidomos į daugelį skirtingų investicinių instrumentų, sumažėja nuostolių įtakos rizika galutiniam fondo pelningumo rezultatui.

2 lentelė. Pagrindinių investicinio fondo sąvokų atitikmenys privatiems pensijų fondams

Autorius	Investicinio fondo savybės	Pensijų fondo atitikmuo
Downes & Goodman (2014)	Investicinių fondų valdytojas – fondus profesionaliai administruojanti įmonė, kuri, taikydama administracinius mokesčius, disponuoja investuotojų lėšomis siekdama uždirbti didžiausią pelną.	Pensijų fondus valdo administruojančios bendrovės, kurios kaupimo dalyvių lėšas investuoja kuo didesnei sumai sukaupti ir už tai taiko administracinius mokesčius.
Pozen & Hamacher (2015)	Į investicinius fondus investuojamos lėšos patikimos prisiimant visą riziką dėl ateityje uždirbamo didesnio pelno.	Pensijų fondų dalyviai prisiimdami visą riziką dėl grąžos ateityje supranta, kad fondas nebūtinai visą laikotarpį dirbs pelningai.
Stalebrink (2014)	Investicinis fondas – iš investuotojų lėšų sudarytas ir profesionaliai valdomas investicinis portfelis.	Pensijų fonde dalyvių kaupiamos lėšos profesionaliai investuojamos į finansinį turtą.
Stowel (2018)	Investiciniai fondai atlieka finansų tarpininko rolę, kurie, pritraukdami investuotojų lėšas, nukreipia jas į finansinių išteklių stokojančius sektorius.	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Downes & Goodmanu (2014), Pozenu & Hamacheriu (2015), Stalebrinku (2014), Stowelu (2018)

Kalbant apie investicinių fondų veikimą, Janda, Rausseris ir Svarovska (2014) pažymi, kad didžioji dalis gautų lėšų yra investuojamos į vertybinius popierius pagal nustatytus fondo investavimo principus. Po tam tikro laikotarpio investuotojams pardavus įsigytas akcijas, atsiimamos investuotos lėšos su sukaupta grąža. Svarbu nepamiršti, kad investicinius fondus valdančių įmonių taikomi administraciniai arba komisiniai mokesčiai mažina investicinės pelno dydį (Hamdani, Kandel, & Mugerman, 2016). Kiekvieno investuotojo asmeniškai sukaupti pinigai fonde jam yra brangūs ir patikimi siekiant kaip įmanoma daugiau pelno ateityje. Nors investiciniai fondai taiko skirtingas investavimo strategijas, administravimo mokesčius ir kitas valdymo politikoje numatytas sąlygas, fondų dalyviams svarbiausia investicinė grąža ir rizikos dydis (Jarašius & Galinienė, 2014). Tai susiję su tokia natūralia sąlyga, kad siekiamas didesnis pelnas koreliuoja su didesne investavimo rizika (Žvinklytė, 2017). Nepaisant sudėtingų terminų galima

suprasti, kad investicinių fondų veikla atveria galimybes atskiriems žmonėms savo lėšas „įdarbinti“ per daug nesidomint investavimu, pavyzdžiui, išvengiant nežinomų finansinių priemonių naudojimų sudėtinguose investiciniuose sprendimuose.

Išskirtos investicinių fondų savybės tinkamai sugretina ir paaiškina privačių pensijų fondų veikimo principą (žr. 2 lentelę). Įvairių autorių nuomonių bendrasis požiūris išlieka toks pats ir apibendrinti galima taip, kad investiciniai fondai yra konkrečias finansines paslaugas globalios ekonomikos sąlygomis teikiantys tarpininkai, o tokių fondų esmė – turimas lėšas profesionaliai investuoti ir ateities perspektyvoje uždirbti kaip įmanoma didesnę pelną. Taigi galima teigti, kad globalios ekonomikos sąlygos formuoja investicines galimybes efektyviai naudoti turimus resursus, kurių įtaka vertinama tiek asmeniniu, tiek globaliu mastu.

1.2. Privačių pensijų fondų ypatumai

Kalbant apie pensijų sistemą, Rabikauskaitė ir Novickytė (2015) pabrėžia, kad pensijų reformos yra nuolatinis procesas įgyvendinamas visose pasaulio valstybėse ir reiškiantis pensijų sistemų nuolatinį tobulinimą ir kūrimą. Caurkubule ir Rubanovskis (2014) pagrindiniais pensijų sistemos aspektais įvardina pensijų organizavimą, sujungiant privalomą ir savanorišką pensijų kaupimą, kurio išsikeltas tikslas turėtų būti pensijų išmokų pakankamumo siekimas ir finansinio stabilumo užtikrinimas.

Cai ir Du (2015) sutinka su kitų autorių mintimis, kad kiekvienos išsivysčiusios valstybės vienas pagrindinių socialinės apsaugos ir ekonomikos prioritetų yra pensijų sistema, kuria perskirstomos gyventojų pajamos ir išlaidos, užtikrinama socialinė ir ekonominė gerovė senatvėje. Tokių tikslų siekimui daugelyje šalių kelių užkerta didelis biudžeto ir pensijoms reikalingų išteklių deficitas, nepalankia linkme besikeičiantys ir globalizacijos veikiami pagrindiniai demografiniai rodikliai, todėl vyriausybės nuolat taiko patobulintų reformų sprendimus ir siekia sureguliuoti visų riziką keliančių veiksnių poveikį tinkamam pensijų sistemos veikimui (Vukorepa, 2015). Šie veiksmai kelia susirūpinimo diskusijas dėl dažnų pensijų sistemos pasikeitimų, ar visi priimami sprendimai yra teisingi, veiksmingi ir užtikrinantys siekiamą pajamų stabilumą, ar tai tik sparčiai besikeičiančio globalaus pasaulio pokyčių tendencija (Stanciu & Mangra, 2014). Pagrindiniu pensijų sistemos tikslu vertėtų išskirti stabilų ir adekvatų pensinių pajamų šaltinio sukūrimą kiekvienam sistemos dalyviui (Katkus & Martinaitytė, 2002). Šis tikslas užtikrina efektyvų pajamų perskirstymą bei prisideda prie sėkmingo gerovės valstybės valdymo (Bradley, Pantzalis, & Yuan, 2015). Stewarto (2014), kaip ir anksčiau cituotų autorių, nuomonė pritaria, kad kiekvienos pensijų

sistemos esmė yra užtikrinti poreikius tenkinančias pajamas senjorams. Pasak Booneno ir de Waegenare (2017), augančios demografinės problemos pensijų skirstymo klausimu išryškino tai, kad nustatytas gautinas išmokas būtų galima keisti į nustatytas įmokas, kurios spręstų ateities pensijų išmokėjimo problemą. Pensijos skirstomos dviem metodais, dar vadinamomis sistemomis: pirmoji – einamųjų išmokų sistema, kai jaunesnioji karta dengia vyresniosios išlaidas, remiamasi solidarumo principu (Caurkubule & Rubanovskis, 2014), antroji – kaupimo sistema, kai dalis dabartinio atlyginimo kaupiama privačiame pensijų fonde ir senatvėje bus panaudojama su uždirbta investicine grąža (Tatulienė, 2012). Nors skirtingose šalyse pensijų kaupimo modeliai skiriasi, visi jie naudojami dėl tų pačių priežasčių, kai dėl besikeičiančios ekonominės ir demografinės situacijos, valstybinės institucijos yra nepajėgios išmokėti poreikius tenkinančių pensijų. Pasak Bradley *et al.* (2015), valstybiniai socialinio aprūpinimo fondai yra ilgiau formuojami ir užtikrina tik minimalias pajamas šalies gyventojams pensiniame amžiuje, todėl vis labiau atveriamos galimybės kiekvienam asmeniškai pasirūpinti savo pensine ateitimi, kaupiant senatvės pensiją. Rubbaniy, van Lelyveldas ir Verschooras (2014) pabrėžia, kad privačius pensijų fondus valdančios įmonės yra profesionaliai pasirengę investuoti tarptautinėje globalioje rinkoje ir siekti efektyvių rezultatų.

3 lentelė. Pagrindinės pensijų kaupimo sistemos sąvokos

Autorius	Apibrėžtis
Mavlutova, Titova, & Fomins (2016)	Pensijų sistema – tai socialinės apsaugos sistemos dalis, kurianti socialinius ir ekonominius poreikius atitinkančias pensines pajamas dabartiniams ir ateities pensinio amžiaus asmenims užtikrinančius planus.
Borisovna Pochinok <i>et al.</i> (2015)	Pensijų kaupimo sistema skirta savarankiškai prisidėti prie savo pensijos ateityje formavimo, kaupiant lėšas privačiuose pensijų fonduose.
Stalebrink (2014)	Privatūs pensijų fondai – tai investiciniai fondai, skirti pensijai kaupti, formuojami pagal vyriausybės pensijų sistemos planus.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Mavlutova *et al.* (2016), Borisovna Pochinok *et al.* (2015), Stalebrinku (2014)

Pensijų sistema, kai kuriamos galimybės patiems rūpintis ateities pensinėmis pajamomis vadinama pensijų kaupimo sistema (žr. 3 lentelę). Tokio tipo sistema formuota ilgai ir tobulinama iki šių dienų, nes sprendimus ir pokyčius veikia globalios sąlygos, t. y., nuolat vykstantys ekonominiai, politiniai ir kultūriniai pasikeitimai tiek konkrečios šalies, tiek pasaulio mastu (Laurinaitienė, 2014). Pasak Kumaro (2014), pensijų kaupimo sistemos esmė galima įvardinti tai, kad įprasto dydžio pensijos, mokamos iš socialinio draudimo, ateityje padidinamos papildomomis privačiame pensijų fonde sukauptomis ir uždirbtomis pajamomis. Pensijų kaupimo sistema dažniausiai klasifikuojama pensijų lygiais, dažnai vadinamais pakopomis. Pensijų sistemai

kaupimo alternatyva leidžia tarpusavyje derinti skirtingų mokėjimų pensijų modelius, kad privaloma valstybinės pensijos dalis būtų papildoma kaupimo sprendimais didesnėms pajamoms pensijoje užtikrinti (Biondi & Sierra, 2015). Vieną išsamiausių pensijų lygių vaidmens klasifikaciją pateikia Pasaulio bankas (2008):

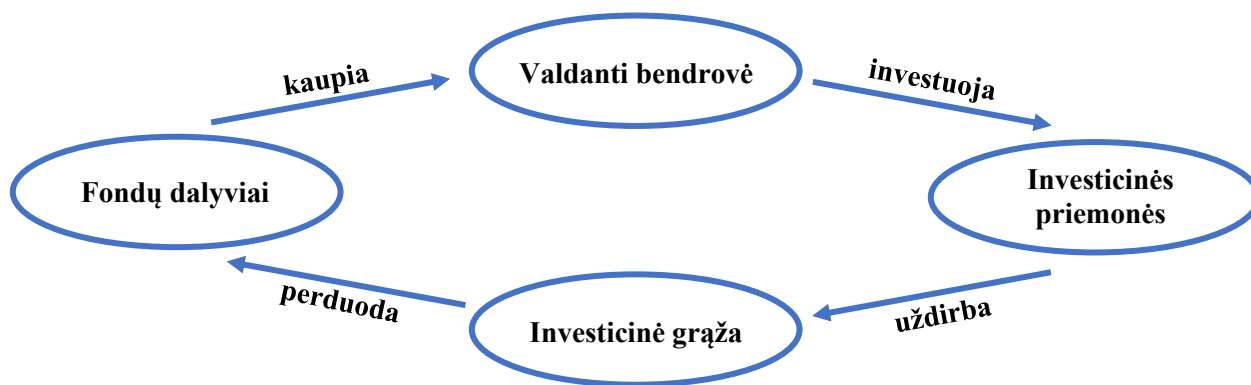
- *pirmasis lygmuo* užtikrina valstybės mokamas pensijas, kurių dydis priklauso nuo demografinės ir politinės šalies situacijos pokyčių;
- *antrasis lygmuo* suteikia galimybę kaupti lėšas privačiame pensijų fonde pagal nustatytą įmokų nuo darbo užmokesčio tarifus, kai kaupiamos lėšos įdarbinamos investuojant į vertybinius popierius globalioje finansų rinkoje;
- *trečiasis lygmuo* vadinamas papildomu savanorišku kaupimu pensijai privačiuose pensijų fonduose, kurie veikia taikant tą patį principą kaip ir antrojo lygmens pensijų fondams;
- *ketvirtasis lygmuo* yra nefinansinis ir dažniausiai apibūdinamas kaip asmeninis turtas arba šeimos ar socialinė parama, pavyzdžiui, socialinis būstas, maistas ir pan.

Pasak Mikulėno (2018), pensijų sistemą klasifikuojant pakopomis efektyviau perskirstomos pensinės pajamos bei auga pensinių išmokų dydis. Kylant diskusijoms, koks pensijų sistemos organizavimas yra efektyviausias, autorių nuomonės sutampa, kad pakopomis skirstoma pensijų sistema labiau atspindi globalios ekonomikos esmę ir tikslus, t. y., sukuriama papildomos pensijų finansavimo alternatyvos, kurių dėka artėjama užsibrėžtų tikslų įgyvendinimo bei šalies gyventojų gerovės stiprinimo link (Mavlutova *et al.*, 2016).

Analizuojant privačius pensijų fondus, reikėtų suprasti, kad dalyvis, senatvės pensiją kaupęs pensijų fonde, ateityje gaus tiek, kiek kaupė ir kiek kaupiamos santaupos, veikiamos globalios ekonomikos sąlygų, „uždirbo“ investicinio pelno (Mikulevič, 2014). Kaip apibrėžia LR Pensijų sistemos reformos įstatymas, „pensijų kaupimo veikla – tai ūkinė ir finansinė pensijų kaupimo bendrovių veikla, kuria siekiama sukaupti senatvei papildomas pensijų fondų dalyvių pajamas, surenkant nustatytas jų įmokas, jas investuojant arba reinvestuojant į diversifikuotą investicijų portfelį ir įstatymų nustatytais sąlygomis dalyviams nuolat mokant pensijų išmokas“ (LR Pensijų... 2002). Bitinas ir Maccioni (2014) primena, kad kaupiamos pensijos dydis ateityje priklauso nuo kaupiančiojo dabartinių pajamų dydžio, kaupimo laikotarpio, investicinės grąžos ir taikomų atskaitymų kaupimo bendrovės naudai. Apibendrinant svarbiausius pensijų kaupimo alternatyvos bruožus, Mavlutova *et al.* (2016) išskiria tai, kad tokia vykdoma sistema turi tendenciją mažiau reaguoti į demografinius pokyčius, pensijos dydžiu rūpinasi ir pats asmuo, ateityje savo sukauptas fonde lėšas pridėdamas prie socialinio draudimo išmokų. Be to, klostantis

palankioms globalių finansų rinkų aplinkybėms investicijų sėkmė atspindi investicinės grąžos dydyje, kuri formuoja didesnę pensiją.

Pasak Kingseppo (2016), privačių pensijų fondų esmė – padėti sukaupti tokią pinigų sumą, kuri užtikrintų stabilias ir poreikius tenkinančias pajamas pensiniame amžiuje. Taip pat pensinių fondų tikslu dažnai įvardijamas siekis iš taupymo uždirbti naudą, todėl savo paslaugų prasme investiciniai pensijų fondai yra vienas perspektyviausių pinigų taupymo su prieaugiu būdų. Šiems tikslams įgyvendinti, pirmiausia, kaupime norintys dalyvauti asmenys turi pasirinkti savo finansinius poreikius atitinkančią pensijų kaupimo schemą ir konkretų pensijų fondą, kad profesionalūs fondo valdytojai galėtų priimti investicinius, globalios rinkos sąlygas atspindinčius sprendimus ir ateityje uždirbtų kuo didesnę pelną (Hamdani *et al.*, 2016). Dubinovičius (2014) paaiškina, kad už kas mėnesį fondui pervedamas įmokas globaliose finansų rinkose įsigijama finansinio turto. Dažniausiai orientuojamasi į nuosavybės, skolos vertybinius popierius ir KIS investicinius vienetus, taip pat ir išvestines finansines priemones.



2 pav. Pensijų fondų veikimo grandinė

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Singhu (2012)

2 paveiksle pavaizduota privačių pensijų fondų veikimo grandinė paaiškina, kaip nedidelės mėnesinės įmokos į pensijų fondą formuoja investicinę grąžą ateityje: fondo dalyvis kaupia lėšas pensijų fonde, kurį administruoja fondą valdanti bendrovė, ir dalyvio kaupiamus pinigus investuoja į finansinį turtą, kuris ilgalaikėje perspektyvoje uždirba pelną. Ši investicinė grąža kaupimo laikotarpio pabaigoje perduodama kartu su investuotomis lėšomis (Singh, 2012). Savo esme privatūs pensijų fondai „yra pelno siekiančios institucijos, tačiau turi pelno nesiekiančios institucijos statusą“ (Jurevičienė, & Samoškaitė, 2012).

Pasak Kvieskienės (2016), investavimą į pensijų fondus reikėtų vertinti dėl kaupimo pensiniam laikotarpiui, kadangi fonde sukaupta suma garantuoja papildomą pajamų šaltinį,

prisidedantį prie finansinio pajamų stabilumo senatvėje. Liutvinavičius ir Sakalauskas (2011) pažymi, jog Adema ir Einerhandas jau 1998 m. konstatavo, kad daugumoje valstybių egzistuoja ryškus valstybinės socialinės pensijų sistemos pajamų ir išlaidų skirtumas, todėl jau seniai ieškoma būdų skatinti papildomo pensijų kaupimo sistemų vykdymą. Chohanas (2017) papildoma, kad ekonominės globalizacijos suteiktos galimybės derinti ir bendradarbiauti valstybinės ir privataus kaupimo pensijų sistemoms gali spręsti didžiąją dalį nusistovėjusiai pensijų sistemos veiklai įtaką darančių problemų. Dubinovičius (2014) cituodamas Gylį (2002) išskiria tokį vieną svarbiausių ir globalizaciją labiausiai atspindinčių privačių pensijų fondų veikimo aspektų, kad privatūs pensijų fondai veikia efektyviau nei valstybiniai – jų tikslas pasiekti kuo didesnę investicinę grąžą, t. y., uždirbti kuo didesnę pelną.

Glinevičius ir Ulbinaitė (2015) pastebi, kad šiandieninės visuomenės finansinio raštingumo lygis auga, tačiau išėjimo į pensiją planavimui vis dar skiriama per mažai laiko ir liekama prie senų įpročių pasitikėti valstybės socialinio draudimo pagrindu gaunamomis pensinėmis išmokomis. Primenant sau tai, kad kaupti ir investuoti senatvės poreikiams yra ganėtinai sunku, tam gali pritrūkti profesinių žinių ar laiko, kuriamos papildomoms galimybėms ir finansinės priemonės (Mečkovski, 2017), t. y., įsivertinus tokias pensijų planų rizikas kaip investavimo ir infliacijos rizikos, siūloma pensijų kaupimą ir investavimą patikėti profesionalams tampant kaupiamosios pensijų sistemos fondų dalyviais (Mavlutova *et al.*, 2016). Stebint tendencijas ir nuolat augančias galimybes globalios ekonomikos kontekste, dažnam pensijų kaupimo sistemos dalyviui neramu dėl patikėtų lėšų saugumo, t. y., kyla daug klausimų, kas nutiks su kaupiamais pinigais, jei fondų valdymo bendrovė bankrutuos ar ją kitaip paveiks besikeičiančios globalios rinkos sąlygos, todėl Laurinaitienė (2014) primena, kad pensijų kaupimo veiklą turi teisę vykdyti tik licencijuotos ir griežtai valstybės reguliuojamos įstaigos. Be to, svarbiausias faktas yra tai, kad pensijų fondų valdymo įmonė nėra fonduose kaupiamų lėšų savininkė (Kabašinskas, Šutienė, Kopa, & Valakevičius, 2017), todėl, įmonei uždarius veiklą, dalyvio fonde sukauptos pinigų sumos valdymas perduodamas kitai pensijų fondų valdymo bendrovei (Glinevičius & Ulbinaitė, 2015). Pasak Bitino ir Maccioni (2014), pensijų fonduose sukaupiama reikšminga suma lėšų, kurios vis labiau atlieka didelį vaidmenį globaliai funkcionuojančiose finansų rinkose kaip vienas svarbiausių investicinio kapitalo šaltinių, o pačių pensijų fondų poreikis yra ne tik kaip socialinė priemonė gerovės visuomenei kurti, bet ir kaip įrankis šalies ekonomikos plėtrai globalizacijos sąlygomis.

Atkreipiant dėmesį į privačių pensijų fondų svarbą – tai viena geriausių priemonių palaipsniui lengvinti valstybės finansinę naštą ir pajamų perskirstymo reguliavimą (Biondi &

Sierra, 2015). Taip pat pabrėžiama, kad pensijų fondai valstybei yra priemonė, padedanti kurti gerovės valstybę, konkrečiai prisidedanti prie stabilių gautinų pajamų pensiniu amžiumi (Constantin, 2017). Pasak Moleko (2014), vienas iš būdų savarankiškam ir didesnę investicinę grąžą žadančiam taupymo būdų yra III pensijų sistemos pakopa – papildomas savanoriškas kaupimas privačiuose pensijų fonduose asmeninėmis pajamomis atsižvelgiant į ateities poreikius ir dabartines galimybes. Be to, pasak Wojtasiewicz (2017), III pakopos fondai kiekvienam gali būti kaip senatvės amžiaus planavimo dalis, padedanti apgalvoti ir numatyti poreikius ateityje. Savanoriškas pensijų kaupimas III pakopoje dažnai prilyginamas taupymui „kojinėje“ ar „kiaulėje taupyklėje“, kadangi šioje pakopoje senatvės pensijai galima kaupti nepriklausomai nuo to, ar asmuo yra draudžiamas privalomuoju valstybiniu socialiniu draudimu (Kavaliauskas, 2017), t. y., III pakopoje gali dalyvauti visi kaupti nusprendę asmenys, nepriklausomai nuo dalyvavimo kitose pensijos sistemos pakopose ar socialinio draudimo mokėjimo. Be to, toks savanoriškas kaupimas vadinamas viena iš efektyviausių priemonių kaupti tokiems asmenims, kurie užsiima individualia veikla, yra emigravę iš šalies ar turi nedidelį darbo stažą (Vaičiulis, 2009).

Kaupimas šios pakopos fonduose gali būti viena iš priemonių adekvačiam pajamų lygio palaikymui išėjus į pensiją, kitaip tariant, pensijų kaupimo III pakopoje tikslas – prisidėti prie bazinės pagal darbo stažą ir tuometinį darbo užmokestį susiformavusios pensijos papildomomis ir didesniais įnašais sukauptomis pajamomis (Urbonaitė, 2018). Pasak Kumaro (2014), savanoriško pensijų kaupimo fondai labiausiai vertinami ir skatinami dėl taikomų mokesčių lengvatų. Savanorišką kaupimą privačiuose pensijų fonduose remia valstybė, suteikdama galimybes šalies gyventojus pasinaudoti taikomomis mokestinėmis lengvatomis ir nuolaidomis (Kingsepp, 2016). Mavlutova ir Titova (2014) nuomone, savanoriškas pensijų kaupimas labiausiai prisideda prie finansinio stabilumo ir efektyvumo užtikrinant adekvatų pensijų dydį bei stiprinant socialinės apsaugos sistemą. Išskiriant kaupimo III pakopoje privalumus ir trūkumus, Moleko (2018) pabrėžia, kad pagrindinis papildomo kaupimo pensijų fondų tikslas ne tik taupyti pinigus pensijai, bet gauti iš tų santaupų didesnės naudos. Pirmiausia svarbu pradėti nuo dabartinių galimybių įsivertinimo, numatyti preliminarinius tolimesnius gyvenimo etapų darbuose, šeimoje, karjere pokyčius ir siekius bei apibūdinti ir paplanuoti poreikius tolimesnėje ateityje, šiuo atveju, sulaukus pensinio amžiaus (Ertugrul, Gebesoglu, & Atasoy, 2017). Pasak Urbonaitės (2018), tokios pagrindinės privataus pensijos kaupimo sąlygos skatina atidžiau pasidomėti būsimos pensijos dydžiu, susidėlioti pensijos kaupimo planą, pasiskaičiuoti įmokų dydžius nuo dabartinio, laukiamo ir tikėtino darbo užmokesčio, o gauti rezultatai ir numatyti tikslai leis priimti sprendimą, kokią naudą galima pasiekti savarankiškai kaupiant pensijai.

III-ąją pakopą lyginant su II pakopos pensijų fondais išryškėja toks esminis skirtumas, kad fondų dalyviams suteikiama galimybė patiems nuspręsti, kokią sumą kaupiti ir koku periodiškumu, kas mėnesį, ketvirtį ar metus, investuoti (Wojtasiewicz, 2017). Pagal galimybes ir poreikius nusistatytos ir su pensijų kaupimo fondus valdančiomis bendrovėmis sutartyje apibrėžtos įmokos į papildomo kaupimo fondus pervedamos iš asmeninių kaupimo dalyvio lėšų tiesioginiu debetu ar kitu pasirinktu periodiškumu. Be to, ne tik pats dalyvis, bet ir jo darbdavys, šeimos nariai ar kiti tretieji asmenys gali pervedti įmokas į papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondą (Vaičiulienė, 2014). Tokią galimybę galima vertinti įvairiapusiškai, pavyzdžiui, didesnes pajamas uždirbantys tėvai ar seneliai gali prisidėti prie taupymo, pervesdami sutarto dydžio įmokas į sūnaus ar dukros III pakopos pensijų fondą, darbdavys, siekiantis palankiai įvertinti darbuotojo pastangas ir rezultatus, kaip motyvuojančią sėkmingo darbo įvertinimo priemonę darbuotojui gali siūlyti kaupimą III pensijų pakopoje ir kiti atvejai. Vienomis patraukliausių galimybių kaupiant III pensijų pakopoje laikomos laisvos sąlygos iš vieno fondo su sukauptą suma pereiti į kitą labiau patinkantį fondą ar apskritai nutraukti kaupimą, taip pat visos kaupiamos lėšos yra paveldimos, o pasirinkti savo fondo paveldėtoją teisę turi pats kaupiantysis (Kavaliauskas, 2017).

Kaupiant III pakopoje, sutarus su pensijų kaupimo bendrove, sukauptas lėšas iš pensijų fondo galima pasiimti anksčiau nei sulaukus pensinio amžiaus, daugiausiai likus penkeriems metams iki pensinio amžiaus, arba apskritai bet kada, nutraukiant kaupimą ir atsiimant sukauptą sumą dalimis, anuiteto būdu ar visą sumą iš karto. Kalbant apie savanoriško pensijų kaupimo nutraukimą, toks sprendimas nebūtų visiškai racionalus ir naudingas (Urbonaitė, 2018) dėl tokių priežasčių, kad kaupimą valdanti įmonė gali pritaikyti finansinę „bausmę“ už pirma laiko sutarties nutraukimą ir imti apie 10 proc. sukauptos sumos mokestį. Taip pat kai kurių fondų taisyklėse gali būti numatyti apribojimai dėl sukauptos sumos atsiėmimo, todėl asmuo, investuodamas savo lėšas į savanoriško kaupimo pensijų fondus, privalo gerai išnagrinėti pasirinkto fondo taisykles ir sąlygas.

Kalbant apie savanoriško pensijų fondo kaupimo nutraukimą, svarbiausia paminėti tai, kad nutraukimas reikėtų, kad prarandama visa kaupimo III pakopoje esmė ir nauda. Vienas didžiausių kaupimo III pakopos pensijų fonduose privalumų yra mokesčių lengvatos (Constantin, 2017). Nors valstybei mokesčių lengvatų taikymas nėra naudingas ir kainuoja brangiai, tačiau tai III pakopos fondus padaro išskirtiniais ir patrauklesniais lyginant su paprastu taupymu ar kitais investavimo į pensijų kaupimą fondais (Ertugrul *et al.*, 2017). Lietuvoje savanoriškas kaupimas III pakopoje skatinamas taikant gyventojų pajamų mokesčio (GPM) lengvatą, t. y., suteikiama galimybė susigrąžinti dalį GPM nuo sumokėtų įmokų. Todėl, jeigu pensijų fondo dalyvis naudojosi

GPM lengvata ir susigrąžino dalį sumokėto GPM, tačiau nusprendė sukauptą sumą išsiimti anksčiau nei sulaukė pensinio amžiaus, jis privalo grąžinti lengvatą, t. y., lengvatų dėka sukaupta suma yra tarsi užkonservuota ir noliečiama iki pat pensijos, todėl atsiimti tą sukauptą sumą pirma laiko būtų brangu. Dėl tokių priežasčių, III pakopos pensijų fondai galėtų būti patrauklesni didesnes pajamas gaunantiems asmenims, kadangi uždirbant mažiau ir atsiradus nenumatytiems ligos, nedarbingumo ar nelaimingų atsitikimų atvejams prireiktų papildomų lėšų, kurios pareikalautų priverstinio savanoriško kaupimo nutraukimo, kas būtų dar vieni papildomi finansiniai sunkumai (Vaičiulienė, 2014). Apskritai tokių mokestinių lengvatų taikymas šalies gyventojams visuomet atrodo patraukliai ir patikimai, kadangi jaučiamas palaikymas ir palankus vyriausybės požiūris kartu kuriant gerovės valstybę (Constantin, 2017).

Dar vienas svarbus privalumas ir išskirtinis požymis lyginant su kitais pensijų kaupimo fondais yra GPM apmokestinimo taikymas. Uždirbtas investicinis pelnas ir investuota suma į pensijų fondą yra neapmokestinama, jeigu lėšos iš kaupimo fondo atsiimamos ne anksčiau kaip po penkerių metų kaupimo, likus penkeriems metams iki valstybinei pensijai gauti nustatyto pensinio amžiaus arba pensijų fondo dalyviui pripažintam nedarbingu, t. y., nereikės grąžinti jau susigrąžintų mokesčių (Vaičiulis, 2009). Pavyzdžiui, sulaukus pensinio amžiaus, III pakopos pensijų kaupimo dalyvio sukaupta ir išmokama suma nėra apmokestinama GPM, o įprastuose investiciniuose fonduose visa sukaupta suma būtų apmokestinama įprastu pajamų mokesčio tarifu (taikoma tik 500 Eur neapmokestinamų pajamų riba kaip ir visoms investicinėms pajamoms) (Valstybinė mokesčių inspekcija, 2020).

Kalbant apie savanoriško kaupimo pensijų fondų trūkumus, galima pabrėžti tai, kad kiekvienas kaupiantysis prisiima investavimo riziką (Bartošova & Stejskal, 2014). Nėra galimybių garantuoti, kad pensijų fondo vieneto vertė visą kaupimo laikotarpį kils, t. y., pensijų fondo ankstesni ataskaitose pateikti efektyvumo rezultatai negarantuoja pelningumo ateityje, todėl atsiranda rizika, kad investicinė grąža neatneš naudos ir dalyvis, kaupęs III pakopos pensijų fonde, atgaus mažiau nei investavo (Urbonaitė, 2018). Kaupimo dalyvis turėtų įsivertinti tai, kad kaupiamos ir investuojamos lėšos yra asmeninis apsisprendimas ir rizikos prisiėmimas savo pinigus patikėti pensijų fondus formuojančioms ir investicijas atliekančioms bendrovėms (Kumar, 2014).

4 lentelė. III pakopos pensijų fondų privalumai ir trūkumai

Privalumai	Trūkumai
– Savanoriškai kaupiti gali visi asmenys, nepriklausomai nuo dalyvavimo I ir II pensijų sistemos pakopose – Dalyvis pagal savo galimybes ir poreikius pasirenka, kokią sumą ir koku periodiškumu investuoti – Skatinimas gyventojų pajamų mokesčio lengvatos taikymu – Savanoriškai kaupiti gali ne tik pats dalyvis, bet ir kiti susiję asmenys – Sukaupta pinigų suma yra paveldima – Galimybė keisti pensijų fondą, sustabdyti kaupimą ar apskritai nutraukti dalyvavimą savanoriškame kaupime	– Prisiimama visa susijusi rizika, kad fondas nebūtinais dirbs pelningai – Nėra galimybės kontroliuoti pensijų fondo valdytojo investicinius veiksmus – Dideli administraciniai mokesčiai ir papildomų mokesčių taikymas sustabdžius įmokų mokėjimą, pakeitus fondą ar nutraukus dalyvavimą kaupime – GPM lengvatos grąžinimas nutraukus pensijos kaupimą

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Januškevičiūte (2010), Bitinu & Maccioni (2014), Urbonaite (2018)

Nepaisant tokių III pakopos pensijų fondų privalumų kaip pensijos paveldimumas, sukauptos pinigų sumos atsiėmimas neišėjus į pensiją, GPM mokesčio lengva, investicijos į savanoriško kaupimo fondus kol kas yra sąlyginai mažos. Kingseppas (2016) sako, kad nedidelio susidomėjimo investuoti į III pakopos pensijų fondus vienos didžiausių priežasčių yra apskritai mažas noras domėtis ir investuoti bei, žinoma, neigiamas požiūris, paremtas žemais fondų rezultatais, t. y., mažomis investicinėmis grąžomis. Taigi investuojant ir nusprendus pensiją kaupiti III pakopos pensijų fonduose kiekvienam dalyviui atidaroma asmeninė pensijų sąskaita, į kurią savanoriškai pasirinkta suma ir pasirinktu periodiškumu mokamos lėšos, valdomos pensijų kaupimo fondų valdymo bendrovių. Pensijų fondų dalyvis teisę į pensijų išmoką įgyja sulaukęs pensijų fondų sąlygose nurodyto pensinio amžiaus arba likus mažiau nei 5 metams iki valstybinės socialinio draudimo pensijos amžiaus. Labiausiai trečiojo lygio pensijų fondai nuo antrosios pakopos pensijų kaupimo sistemos išsiskiria tuo, kad įmokos gali būti nustatomos ir įtvirtinamos savarankišku pasirinkimu, mokamos pagal pasirinktą periodiškumą, mokamos pačio dalyvio ar darbdavio, šeimos narių lėšomis bei skatinamos mokestinėmis lengvatomis (Kavaliauskas, 2017). Visos šios priežastys veda prie apibendrinimo, kad pensijos kaupimas III pakopoje gali būti laikomas kaip pelningas investicinis taupymas ateičiai, kadangi nuolat taupoma didesnė suma gali uždirbti ir didesnę naudą ateityje.

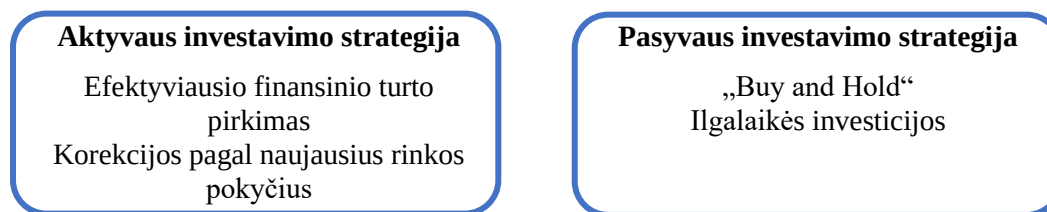
1.3. Privačių pensijų fondų investavimo strategijos

Globalios finansų rinkos pasižymi nuolatinėmis finansinių priemonių naujovėmis, kurios formuoja investavimo galimybes. Toks natūralus investavimo skatinimas vis labiau įvardijamas kaip ekonominio augimo priežastys, turinčios įtakos ekonominiam vystymuisi globaliu mastu. Bekaerastas ir Harvey (2017) pažymi, kad dėl tuo pačiu augančio konkurencingumo, svarbu stebėti tendencijas ir laiku reaguoti į besiformuojančius pokyčius, kad būtų užtikrinamas investavimo idėjų išnaudojimas ir racionalių ir pelningų sprendimų priėmimas. Pasak Riškaus ir Stasytės (2017), šių sprendimų priėmimas labiausiai priklauso nuo vykdomos investavimo strategijos, kurios tikslais iškeliamas investavimo poreikių patenkinimas ir rizikos suvaldymas siekiant geresnių rezultatų ateityje.

Pabrėžiant tai, kad investavimo proceso kertiniai ir svarbiausi taškai yra investicinė grąža ir rizikos lygis, svarbu, susidėlioti poreikius ir norus atitinkantį planą. Toks planas turėtų būti suprantamas kaip investavimo strategija, nusakanti, kokiomis priemonėmis naudotis ir kokius veiksmus ilgoje perspektyvoje atlikti siekiant plane susidėliotų investicinių tikslų, todėl ji yra vienas svarbiausių gerų investicinių rezultatų užtikrinimo aspektų investavimo procese. Investavimo strategija gali būti apibūdinama tokiais žodžiais kaip žingsniai, procedūros, funkcijos, elgesio bruožų išgryninimas, kuris reikalingas investuotojui pasirinkti priimtinausią ir naudą nešantį investicinio portfelio valdymo būdą (Gaigalaitė & Žilinskij, 2017). Investavimo strategiją investuotojas pasirenka vertindamas savo finansinę padėtį, poreikius ir lūkesčius sugretindamas juos su galima prisiimti rizika, todėl tokį pasirinkimą galima įvardinti kaip investavimo tikslo pasiekimą, sujungiant investicinius sprendimus ir prisiimamą riziką. Pasak Žilinskij ir Geigal (2020), būtent investicinės grąžos ir su ja susijusios rizikos rodiklių analizė turėtų būti prioritetu nusprendus investuoti ir renkantis investicinį produktą. Autoriai savo darbuose pažymi, kad investavimo strategijai būdingi trys globaliame investavimo procese labiausiai atsispindintys ir analizuojami bruožai: rizikos lygis, ateities lūkesčiai ir investicinis laikotarpis (Tsai, 2017). Būtent šie bruožai naudojant pasirinktą investavimo strategiją sureguliuoja investicijų efektyvumą, kuris, siekiant optimalaus rezultato, pirmoje vietoje orientuojamas į maksimalų investicinį pelningumą bei minimalų kaštų santykį.

Išryškinti pagrindiniai investavimo strategiją sudarantys aspektai lemia tai, kad kūrimo ir pritaikymo procesas labiausiai analizuoja investuotojų elgesio modelį ir jų veiksmus besikeičiančioje globalioje finansų rinkoje (Dlugoborskytė *et al.*, 2015), o tai padeda išskirti du

aiškų skirtumą parodančius investavimo strategijų tipus: aktyvi ir pasyvi strategija (žr. 3 pav.). Šios dvi sąvokos suskirsto investuotojus į grupes pagal jų portfeliui taikomą valdymo strategiją.



3 pav. Investavimo strategijų klasifikavimas

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Kvietkauskiene (2018)

Pasak Macijausko (2015), aktyvi investavimo strategija pasižymi ypatingu sudėtingumu, kadangi veikia tik nuolat analizuojant globalios finansų rinkos pokyčius, pagal juos keičiant turimo investicinio portfelio įsigytą turtą, vykdant akcijų ir kitų vertybinių popierių pirkimus ir pardavimus. Minėti veiksmai sudaro sąlygas maksimaliai investicinei grąžai generuoti, tačiau, Žilinskij ir Geigal (2020) pabrėžia, kad tuo pačiu patiriamos didelės išlaidos, kadangi jiems įgyvendinti reikalinga naujausia rinkos informacija, o ši dažnai pasiekama tik išskirtinių technologijų ir duomenis sisteminančių analitikų pagalba. Dėl šių priežasčių aktyvus investavimo strategija yra labiau paplitusi tarp didesnius žmogiškuosius ir piniginius išteklius turinčius investicinius portfelius valdančius tarpininkus ir kitas finansines institucijas. Pasyvi investavimo strategija veikia pagal modelį „Buy and Hold“, kuris reiškia, kad investavimo dalyvis, įvertinęs visas rinkos tendencijas bei sudėliojęs poreikius ir lūkesčius, suformuoja savo portfelį įsigydamas akcijų ar kitų vertybinių popierių ir nieko nekeisdamas ilgame laikotarpiu tikisi uždirbti kaip įmanoma daugiau naudos.

Apibendrinant autorių nuomones ir 3 paveiksle išskirtus investavimo strategijų tipus, galima sakyti, kad aktyvus investavimo būdas tinkamas profesionaliesiems ar labiau patyrusiems investuotojams, o pasyvus tipas apibūdina tuos investuotojus, kurie nesitiki gauti greitos finansinės naudos (Kvietkauskienė, 2018). „Aktyvūs investuotojai“, paprastai, turėdami pakankamai išteklių, gali prisiimti daugiau rizikos ir priimti įvairesnius investicinius sprendimus visame investavimo procese, kas galutiniame rezultate dažniausiai duoda didesnę laukiamą grąžą, o pasyvią strategiją vykdantys išvengia didelių laiko ir kaštų sąnaudų, tačiau laikotarpio pabaigoje rezultatas nebūtinai bus didesnis nei rinka. Bet kokių atvejų, pasirinkta investavimo strategija priklausys nuo to, kaip pirminėje proceso stadijoje bus formuojamas investicinis portfelis, atsižvelgiant į nuodugnai

atliktas globalios finansų rinkos tendencijas, t. y., bus užtikrintas optimalus akcijų, obligacijų ir kito finansinio turto įsigijimas ir derinimas.

Pagal 3 paveiksle išskirtas investuotojų tipų grupes, privačius pensijų fondus valdančios bendrovės atitinka institucinio investuotojo bruožus. Galima daryti prielaidą, kad tokių institucijų pareigos ir tikslas – iš dalyvio kaupiamų lėšų suformuoti optimalų investicinį portfelį ir, analizuojant globaliai veikiančios finansų rinkos tendencijas, užtikrinti jo nuolatinę priežiūrą, korekcijas, finansinio turto pirkimo ir pardavimo sandorius, kad ateityje būtų pasiekama maksimali investicinė grąža. Kad šie įsipareigojimai būtų įgyvendinami, kaupiamos lėšos privačiuose pensijų fonduose yra investuojamos fondų valdymo bendrovių pagal pasirinkto fondo investavimo strategiją. Dažniausiai tos pensijų fondų vykdomos strategijos atspindi dvi vertybinių popierių grupes, kai kaupiamos lėšos investuojamos akcijoms arba obligacijoms įsigyti, tačiau, pavyzdžiui, Andonovas, Hochbergas ir Rauhas (2017) pamini, kad privačiuose fonduose saugomos lėšos gali būti investuojamos ir į rizikos kapitalo turto klases, į nekilnojamąjį turtą, gamtinius išteklius ar kitus investicinius fondus. Kadangi nėra galimybės tiksliai nustatyti ar nuspėti, kuria linkme augs ar mažės investicijų nauda, toks įvairiapusis fonduose kaupiamų lėšų investavimas duoda daugiau galimybių užtikrinti pelną ateityje (Raguckas, 2017). Broedersas, Chenas, Minderhoudas ir Schuelis (2016) papildė, kad fondus valdančios bendrovės nuolat analizuoja globalioje rinkoje vykstančius pokyčius, kad investicijomis pasirinktų tuo metu mažiausią kainą siūlančias, bet ateityje tikėtinais didesnę laukiamą grąžą uždirbsiančias akcijas ar kitą investicinį turtą.

Vis dėlto netgi tokie instituciniai investuotojai kaip pensijų fondų valdymo įmonės susiduria su aktyvios investavimo strategijos vykdymo slopinimu, kai pensijų fondų reguliavimas ir taikomi ribojimai laisvai priimti ir vykdyti investicinius veiksmus daro įtaką investicinio portfelio modeliavimui. Taip pat pensijų fondų valdytojų investicinius sprendimus lemia pensijų fondų dydis, t. y., sukauptas turtas ir dalyvių skaičius, kadangi mažesni fondai negali prisiimti pernelyg didelės rizikos, kuri keltų grėsmę laukiamai investicinei grąžai, o didesni fondai, sukaupę pakankamai turto, gali investuoti rizikingiau į įvairiapusiškesnes finansinio turto klases.

Kabašinskas *et al.* (2017) apibendrinęs kitų autorių įžvalgas ir Finansų analitikų asociacijos rekomendacijas, išskiria keletą pagrindinių kategorijų, pagal kurias sudėliojamos investavimo strategijos:

- *konservatyvus investavimas* siejamas su nerizikingais fondais, t. y., investuojama į mažiausiai rizikingus vyriausybės ar centrinio banko išleistus skolos vertybinius popierius – obligacijas. Vyriausybėmis obligacijomis suformuotas fondo portfelis yra viena saugiausių

investavimo formų, todėl gali būti laikoma kaip garantija, kad kaupimo termino pabaigoje sukauptos lėšos nebus paveiktos finansinių pokyčių. Šia strategija rekomenduojama naudotis pensijų kaupimo laikotarpio pabaigoje, kad būtų išsaugota kaupiamų lėšų vertė;

- *mažos akcijų dalies strategija* – mažai rizikingi fondai, kai dažniausiai du trečdaliai investicijų nukreipiami į Vyriausybės obligacijas, likusi dalis investicijų lieka akcijoms. Mažesnės investicijos į akcijas mažina riziką esant nepalankioms sąlygoms, kai akcijų vertė patiria nuosmukį. Tokios investavimo strategijos fondai rekomenduojami asmenims jautresniems rizikai, bet norintiems uždirbti daugiau nei minimalią grąžą;

- *vidutinės akcijų dalies investavimo strategiją* naudoja vidutinę riziką žadantys fondai, kurių investicijos į akcijas sudaro 30-70 proc. sukaupto turto. Tokio fondo pasirinkimas rekomenduojamas tiems kaupimo dalyviams, kurie domisi investicijomis ir supranta prisiimamą investavimo riziką;

- *akcijų fondai* – didelės rizikos fondai, kai investicijos į akcijas sudaro 70-100 proc. investuojamo turto. Didžioji pensijų fondų dalis formuojant portfelį noriai renkasi rizikingų akcijų įsigijimą, kadangi, vertindami kaupimo laikotarpio perspektyvas, yra įsitikinę, kad sugeneruotos pajamos padengs prisiimtą rizikos lygį. Tokie žadamo didelio pelningumo fondai remiasi agresyvia investavimo politika, todėl skirti rizikai atspariems jauniausiems rinkos investuotojams, kurie turi tvirtas finansines pozicijas.

Daugelis autorių atkreipia dėmesį į tai, kad pensijų fondų investavimo strategijos formuojamos atsižvelgiant į kaupimo dalyvių amžių, analizuojant jų elgseną, poreikius ir lūkesčius globalios ekonomikos sąlygomis. Kavaliausko (2017) įžvalgomis, investavimo strategijos pasirinkimas turėtų priklausyti nuo kaupimo dalyvio amžiaus ir likusio laiko kaupti, t. y., dalyviams, kurie investuos ilgiau nei dvidešimt metų, siūloma rinktis strategiją, pagal kurią didžioji dalis investuojama į akcijas ir kuri pasižymi didesnio pelningumo ir rizikos bruožais, mažėjant likusiam kaupimo laikui reikėtų keisti investavimo strategijas, kad pensijų fonde didėtų nerizikingų obligacijų dalis, kurios būtų rizikos mažinimo ir pelningumo užtikrinimo priemonė. Viena iš savanoriško pensijų kaupimo fondus valdančių įmonių išsamiai atvaizduoja ir paaiškina, kokią pensijų fondų investavimo strategiją tinkamiausia kiekvienam pasirinkti (žr. 4 pav.). Suskirsčius asmens gyvenimo ciklą į tokias amžiaus grupes, galima paaiškinti, kokie pagrindiniai aspektai jose atsispindi: iki 47 metų žmogus kuria ir „stato pamatus“, t. y., studijuoja, pradeda dirbti, įsigyja būstą, automobilį, keliauja, kuria šeimą, rūpinasi vaikais, jų švietimu, pradeda verslą ir pan., nuo 48 iki 58 metų paprastai didžiausias dėmesys atitenka vaikų studijoms, verslo plėtrai ir tolimesnėms

kelionėms, nuo 58 metų artėjama prie darbų pabaigos, po kurios dažniausiai palaikomas verslas, užsiimama patinkama kūrybine veikla ar mėgstamu hobiu, daugiau laiko atiduodama anūkams.



4 pav. Privačių pensijų fondų investavimo strategijos pagal amžiaus grupes

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis UAB „INVL Asset Management“ (2020)

Tokia pagrindinė kiekvieno amžiaus veikla siejama su investavimo strategijomis tuo, kad, pavyzdžiui, jaunesni žmonės, yra mažiau jautresni kylančioms investavimo rizikoms ir jiems aktualu per ilgą kaupimo laikotarpį uždirbti kuo didesnę pelną, vyresnio amžiaus žmonėms, sukaupus investicinę grąžą, aktualu apsaugoti sukaupą turtą, todėl aktuali mažiausia investavimo rizika ir kitų veiksnių kontroliavimas, kad kaupimo pabaigoje būtų gaunamas didžiausias pelnas. Tokio tipo investavimas, kai atsižvelgiama į amžiaus grupes, dažnai naudojamas pensijų kaupimo sistemoje ir vadinamas gyvenimo ciklo strategija (Gudaitis, 2012).

Nors teorinėse įvairių autorių darbų išvadose galima rasti rekomendacines įžvalgas pensiniams fondams naudoti saugesnes investicinio portfelio formavimo finansines priemones, praktika rodo, jog tokios priemonės neatneštų laukiamos investicinės grąžos. Šiomis rekomendacijomis labiau linkę naudotis draudimo bendrovės, kurios dėl didelių įsipareigojimų klientams ir atsižvelgdamos į globalios rinkos svyravimus geba prisiimti tik nedidelę riziką. Pensijų fondų valdytojai, keisdami nusistovėjusias tendencijas, prisiima daugiau rizikos ir stengiasi ją valdyti, todėl vis labiau investuoja į nuosavybės vertybinius popierius, o tai daro reikšmingą įtaką globalios finansų rinkos vystymuisi. „Pensijų fondai skiria didelį dėmesį siekiant sudaryti optimalų portfelį, kuriuo būtų užtikrintas nusistatytas pelningumas su tam tikru rizikos lygiu“ (Bulotaitė & Slavickienė, 2009). Tokie investiciniai sprendimai pensijų fondus valdančioms bendrovėms suteikia galimybes įtvirtinti patikimo ir aktyviai investuoti gebančio investuotojo poziciją globalios ekonomikos rinkos sąlygomis, be to, jų vykdomos investavimo strategijos koreguoja finansų rinkas, esamų finansinių priemonių naudojimą ir naujų kūrimą.

2. PRIVAČIŲ PENSIJŲ FONDŲ INVESTAVIMO STRATEGIJŲ VERTINIMO METODIKA

Analizuojant privačių pensijų kaupimo fondus, išskiriami pagrindiniai kriterijai, pagal kuriuos vertinama fondų veikla ir jos efektyvumas. Nors vertinimo rodiklių yra nemažai ir jie plačiai apibendrina fondų veiklos rezultatus, nėra vieno bendrai situaciją atspindinčio dydžio, todėl dažnai privačių pensijų fondų investavimo strategijų efektyvumo tyrimai įgauna didesnę prasmę vykdant juos daugiakriterio vertinimo metodais, kai rezultatai gaunami sujungiant keletą svarbių rodiklių į vieną bendrą dydį.

2.1. Pensijų fondų vertinimo kriterijų analizė

Pradedant nuo pensijų fondų vertinimo kriterijų išskyrimo, galima paminėti, jog tiek III pakopos pensijų fondus, tiek kitų pakopų ar investicinius fondus pirmiausiai apibūdina tokie rodikliai, kurie atspindi bendrą fondo veiklos charakteristiką. Pagal įvairių autorių nuomones, privatūs pensijų fondai kaip ir įprasti investiciniai fondai skirstomi pagal pelningumo, rizikos, bendrų sąlygų, valdymo įmonių kompetencijos kriterijus. Visi šie bruožai autorių apibendrinami vertinimo rodikliais, kurių svarba pabrėžiama renkantis labiausiai poreikius atitinkantį pensijų fondą (žr. 5 lentelę).

5 lentelė. Privačių pensijų fondų veiklos vertinimo kriterijai

Rodiklis	Apibrėžtis	Autorius
Investicinė grąža	Fondo pelningumą apibūdinantis rodiklis, parodantis, galimą laukiamos grąžos dydį.	Stankevičienė & Gavrilova, 2012
Investavimo strategija	Fondo investavimo strateginis planas, apibūdinantis, atsižvelgiant į riziką, investicijų pasirinkimą.	Huisman & Kort, 2015
Standartinis nuokrypis	Fondo rizikos vertinimo dydis, apibūdinantis skirtumą tarp fondo investicinės grąžos ir vidutinės laukiamos grąžos.	Jurevičienė & Samoškaitė, 2012
Šarpo rodiklis	Fondo rizikos vertinimo rodiklis, parodantis, kaip investicinė grąža kompensuoja prisiimtą riziką.	Dzikevičius, 2004 Miečinskienė & Uscinovič, 2020
Alfa	Fondo investicijų valdymo rodiklis, kai rinkos pelningumas yra lygus 0, t. y., nepriklausomai nuo rinkos pelningumo ir rizikos.	Dzikevičius, 2004 Miečinskienė & Uscinovič, 2020
Beta	Fondo sisteminės rizikos vertinimo rodiklis, įvardijantis fondo pelningumo dydį.	Dzikevičius, 2004 Miečinskienė & Uscinovič, 2020
Administravimo mokesčiai	Fondo valdymo įmonės atskaitymai už fondo administravimą, t. y., fondo dalyvio patiriamos išlaidos.	Jurevičienė & Samoškaitė, 2012

5 lentelės tęsinys

Fondo veiklos laikotarpis	Fondo veiklos vykdymo trukmė, pagal kurią galima analizuoti praeities rodiklius.	Mikulėnas (2018)
Dalyvių skaičius	Fonde kaupiančiųjų asmenų skaičius.	Mikulėnas (2018)
Valdomas turtas	Fondo įsigytas ir sukauptas finansinis turtas, investuojant dalyvių kaupimo lėšas.	Mikulėnas (2018)

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Džikevičiumi (2004), Stankevičiene ir Gavrilova (2012), Jurevičiene ir Samoškaite (2012), Huismanu & Kortu (2015), Miečinskiene ir Uscinovič (2020)

Investicinės grąžos rodiklis išskiriamas kaip vienas svarbiausių dydžių, vertinant pensijų fondų pelningumą. Tai toks dydis, apibūdinantis investicinio fondo laukiamo pelno grąžą, kuris, pasak Janda *et al.* (2014), reiškia procentinį fondo apskaitos vieneto vertės pokytį per analizuojamą laikotarpį, kitaip tariant, pensijų fonduose kaupiamų lėšų padidėjimą. Pensijų fondų valdytojų skelbiama metinė informacija, kur išskiriama ir apibendrinama metinė investicinė grąža, leidžia vertinti ir susidaryti bendrą vaizdą apie valdymo įmonės metinius rezultatus, todėl paprastam investuotojui naudingas ir gerai suprantamas grafinis vaizdavimas dažnai apima trejų ar penkerių metų laikotarpio duomenis. Nors paprasčiausia analizė stebint fondo pelningumo pokyčius galėtų leisti priartėti prie išvados, ar fondas veikia efektyviai, ar gali būti vertinamas teigiamai, ar rezultatams pasiekti pasirinkta tinkama strategija, tačiau šis dydis neatspindi pelningumą veikiančios rizikos bei neįtraukia kitų fondo rezultatams svarbių kriterijų.

Vertinant pensijų fondus ir jų veiklos rezultatus, kaip vienas svarbiausių kriterijų išskiriama ir rizika, t. y., investavimo rizikos lygis – galimybė, kad laukiama grąža nebūtinai bus tokia, kokios galima tikėtis vertinant vien investicinės grąžos tendencijas. Analizuojant rizikos reikšmę pensijų fonduose, pirmiausia, ji aiškinama, kaip konkretaus pensijų fondo pasirinkimo rizika, kai dėl sąlyginai žemo finansinio raštingumo, pasyvumo domėtis rinkos pokyčiais dažnai pasirenkamas netinkamas pagal amžių ir galimybes pensijų fondas. Šis pasirinkimas sąlygoja pensijų fonduose kaupiamų lėšų kiekį kaupimo pabaigoje, kai jas galima prarasti dėl prasto fondą valdančios įmonės darbo, žemos kompetencijos ar nesąžiningumo, tačiau didžiausią įtaką ir riziką kelia rinkos svyravimai ir kredito rizika, kai neįmanoma numatyti tam tikrų ekonominių sąlygų pokyčių, naujai priimamų institucinių priežiūros reglamentų, valiutų kursų ir palūkanų normų svyravimų, infliacijos, kuri labiausiai veikia vertybinių popierių vertę. Būtent siekiant sumažinti šių veiksnių keliamą riziką, fondų valdymo bendrovės taiko skirtingas investavimo strategijas, kai turtas, diversifikuojant dalimis, investuojamas į skolos vertybinius popierius – obligacijas, nuosavybės vertybinius popierius ir kitas finansinio turto klases. Croitoru (2015) pažymi, kad taip investuojamos lėšos ne tik diversifikuojamos, tačiau ir paskirstomos įvairiose pasaulio šalyse,

skirtinguose ekonominiuose regionuose, kas lemia efektyvesnį finansinių tikslų siekimą. Rizikos lygis investiciniuose fonduose įvardijamas naudojant kelis skirtingus rodiklius. Pavyzdžiui, vienas iš rizikos vertinimo rodiklių, standartinis nuokrypis, apibūdinamas kaip statistinis rizikos rodiklis, parodantis, kiek faktinė fondo metinė investicinė grąža gali skirtis nuo laukiamos grąžos (Jurevičienė, 2015) ir apibendrinamas paprastai suprantama sąlyga – kuo didesnė standartinio nuokrypio reikšmė, tuo aukštesnė fondo investicinės grąžos svyravimo norma. Kitas santykinis rizikos dydis Šarpo rodiklis yra fondo investicinės grąžos ir jo standartinio nuokrypio santykis (Bodnar & Zabolotsky, 2017). Šiuo dydžiu galima lyginti skirtingus pensijų fondus – kuo Šarpo rodiklis didesnis, tuo geriau veikia pensijų fondas. Dar galima išskirti Alfa ir Beta rodiklius, kurie tinkami analizuojant fondo rezultatus ir lyginant juos su bendra rinkos situacija (Kingsepp, 2016). Pavyzdžiui, Alfa galima vertinti, ar fondo valdymo bendrovė dirbo efektyviau nei rinka lyginant su bendru rinkos pelningumo rodikliu (Gavrilova, 2011), o Beta galima lyginti fondo investicinės grąžos kitimo tendencijas su bendra rinkos grąža.

Kiti tokie pensijų fondų vertinimo rodikliai kaip valdomas turtas, dalyvių skaičius, taikomi administraciniai mokesčiai, valdymo įmonės veikimo laikotarpis, patirtis ir pan., atspindi bendrus pensijų fondų veiklos vykdymo bruožus (Mikulėnas, 2018). Dalyvių skaičius ir valdomo turto rodiklis veiklos ataskaitose apibendrinami kaip pirminiai dydžiai, peržiūrima, kaip jie pasikeitė per analizuojamą laikotarpį, ieškoma priežasčių, kodėl pokyčiai būtent tokie. Administraciniai mokesčiai – tai valdymo bendrovių taikomi mokesčiai už fondo administravimą, kitaip dar suprantami kaip kaupime dalyvaujančių asmenų patiriamos išlaidos (Jurevičienė & Samoškaitė, 2012). Dažniausiai tokie mokesčiai susideda iš įmokos, turto valdymo ar perėjimo į kitą fondą mokesčių, dar gali būti taikomas metinis depozitoriumo mokestis, tarpininkavimo, sėkmės mokesčiai. Tanas ir Camas (2015) pažymi, kad atskiros fondus valdančios įmonės dažnai taiko didesnius mokesčius nei reikėtų, todėl šioje vietoje būtinai rekomenduojamas valstybinis reguliavimas. Pensijų fondo administravimo mokesčius galima įvardinti kaip fondo valdymo bendrovės „uždarbį“. Šis dydis įtraukiamas į vertinimo rodiklių sąrašą, kadangi tiesiogiai veikia kaupiamų lėšų vertės ir prieaugio mažėjimą.

Apibendrinus pagrindinius pensijų fondų veiklą apibūdinančius kriterijus, galima pereiti prie pirmosios tyrimo dalies, kurioje atliekama III pakopos pensijų fondų rinkos pastarųjų penkerių metų lyginamoji analizė. Lyginamoji analizė naudinga lyginti objektų, šiuo atveju pensijų fondų, veiklos rezultatams per tam tikrą laikotarpį ir lyginti tarpusavyje. Tokia analizė padeda dėlioti prioritетines sritis, kurias reikėtų tobulinti, kokių rezultatų galima pasiekti, be to, nustatoma, kokia

situacija vyrauja analizuojamoje aplinkoje, kodėl ir kokie veiksniai veikia pensijų fondų analizuojamus veiklos kriterijus.

Pirmuoju žingsniu, atliekant lyginamąją analizę, galima įvardinti pensijų fondų veiklos rodiklių apibendrinimą, kuriuos kas pusmetį teikia Lietuvos bankas ir fondų valdymo įmonės fondų veiklos ataskaitose. Lyginamajai analizei atlikti parenkami tiriamąjį objektą charakterizuojantys kriterijai, pagal kurių atitinkamus duomenis analizuojami logine schema sudėlioti veiklos pokyčiai. Analizuojamu atveju papildomo kaupimo pensijų fondai peržiūrimi pagal investavimo strategijas, grafiškai pavaizduojami jų dalyvių skaičiaus ir valdomo turto pokyčiai penkerių metų laikotarpiu, o augimo tendencijos apibendrinamos apskaičiuojant faktines ir procentines reikšmes. Šių kriterijų analizė leidžia išskirti daugiausiai turto valdantį ir dalyvių turintį fondą, pereiti prie priežasčių ieškojimo, kodėl tam tikrų fondų rodikliai tendencingai auga arba mažėja. Jurevičienė ir Bapkauskaitė (2014) pabrėžia, kad toks analizės būdas naudingas apibendrinti pagrindinius fondų veiklą charakterizuojančius rodiklius, palyginti fondus su praeities rezultatais bei tarpusavyje, tačiau šio vertinimo rezultatai leis daryti tik abstrakčias išvadas.

2.2. Daugiakriterio vertinimo taikymo galimybės papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų investavimo strategijų analizei

Susisteminus privačių pensijų fondų vertinimo kriterijus ir apibendrinus pagrindinius juos charakterizuojančius rodiklius, daroma išvada, kad atskirų rodiklių analizė neleidžia nustatyti efektyviausiai, taikant konkrečią investavimo strategiją, veikiančio pensijų fondo. Pensijų fondų veiklos analizė jų bendram efektyvumui nustatyti atliekama daugiakriterio vertinimo metodais yra naudinga tuo, kad įtraukiami keli skirtingus kriterijus apibūdinantys rodikliai ir nustatomas jų reikšmingumas galutiniam rezultatui (Brazauskas, 2014). III pakopos pensijų fondų veiklos efektyvumo tyrimui atlikti pasirinkti daugiakriterio vertinimo TOPSIS ir SAW ir metodai. Šie du metodai paprasčiausiai ir aiškiausiai sujungia kelis skirtingus vertinimo kriterijus bendram rezultatui apibendrinti (Miečinskienė & Uscinovič, 2020). Papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų investavimo strategijų efektyvumo vertinimą galima suskirstyti etapais pagal 5 paveiksle esančią loginę schemą.

Atlikus mokslinių šaltinių analizę, išskirti pagrindiniai vertinimo kriterijai (žr. 5 lentelę), kurių reikšmingumas vertinant privačių pensijų fondus nustatomas sudarant ekspertinio vertinimo apklausą. Atitinkami ekspertai apklausoje nurodytus pensijų fondų veiklos vertinimo rodiklius vertina pagal jų reikšmingumą ir priskiria svorius. Visų ekspertų apklausos rezultatus

Stankevičienė ir Bernatavičienė (2012) apibendrina tiesioginio rodiklių svorių nustatymo metodu (1):

$$\omega_i = \bar{c}_i = \frac{\sum_{k=1}^r c_{ik}}{r}, \quad (1)$$

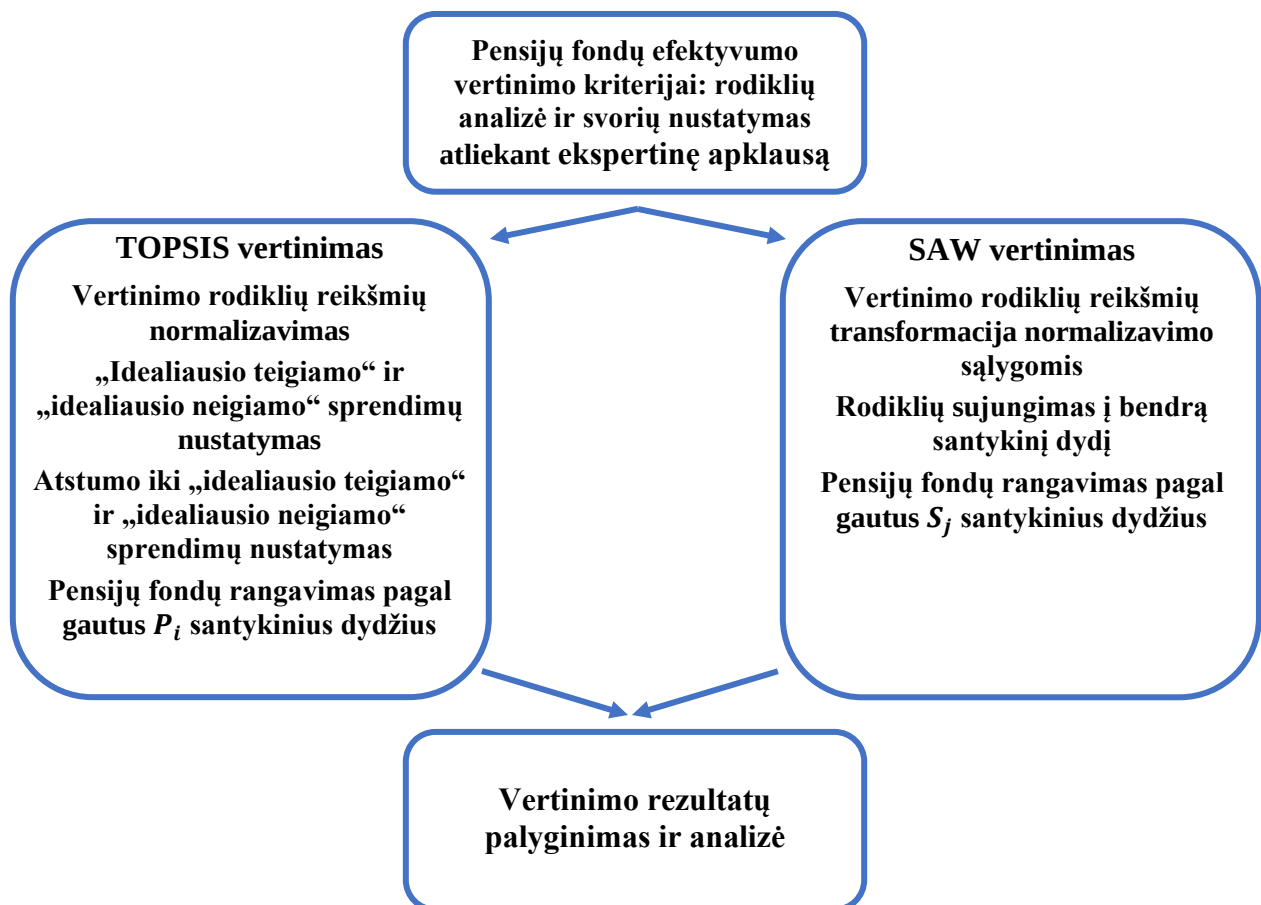
čia:

ω_i – i-ojo rodiklio svoris (lygus visų ekspertų vertinimų vidurkiui, t. y., visų rodiklių suma turi būti lygi vienetui);

$\bar{c}_i$ – visų ekspertų vertinimų vidurkis;

c_{ik} – k-ojo eksperto vertinimas;

r – ekspertų skaičius.



5 pav. Pensijų fondų investavimo strategijų efektyvumo daugiakriterio vertinimo etapai

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Miečinskiene ir Uscinovič (2020)

Nors 5 lentelėje pagal autorių rekomendacijas apibendrinti įvairiapusiai pensijų fondus charakterizuojantys rodikliai, dažniausiai fondų efektyvumui įvertinti naudojami pelningumą ir riziką apibūdinantys dydžiai. Remiantis Jurevičienės ir Samoškaitė (2012), Miečinskienės ir Uscinovič (2020) nuomone bei Lietuvos banko rekomendacijomis, tyrimui atlikti išskirti keturi pagrindiniai vertinimo kriterijai – metinė investicinė grąža, standartinis nuokrypis, Šarpo rodiklis ir Alfa dydis. Šių vertinimo kriterijų reikšmingumas galutiniam rezultatui nustatomas ekspertų pagalba – sudaroma ekspertinė apklausa, kurioje ekspertai, remiantis žiniomis, kompetencijomis ir patirtimi, kiekvienam kriterijui priskiria svorį. Ekspertinė apklausa dažnai turi prieštaraujančių nuomonių dėl subjektyvaus vertinimo, todėl apklausos metu surinkti duomenys ir gauti rezultatai gali būti naudojami tik nustačius, kad ekspertų nuomonės yra suderinamos (Stankevičienė & Bernatavičienė, 2012). Ekspertų nuomonių suderinamumui vertinti naudojamas konkordancijos koeficientas W (2):

$$W = \frac{12S}{r^2m(m^2-1)}, \quad (2)$$

čia:

r – ekspertų skaičius;

m – vertinamų rodiklių skaičius;

S – rodiklių svorių sumų nuokrypių nuo bendro vidurkio kvadratų suma (Podvezko, 2006).

Galima sakyti, kad ekspertų nuomonės suderintos, kai konkordancijos koeficientas W svyruoja tarp 0 ir 1 – kuo gautas dydis arčiau 1, tuo suderinamumas stipresnis.

Ekspertinė apklausa atlikta baigiamojo darbo autorės darbovietėje – naujai įsikūrusioje alternatyvių nebankinių paslaugų įmonių grupėje. Visas svarbiausias finansines paslaugas, finansavimą, investavimą, draudimą, verslo konsultacijas ir turto vertinimą, sujungusi įmonė subūrė profesionalių, ilgametę patirtį finansų srityje sukaupusių specialistų komandą. Be to, gyvybės draudimo tarpininkai turi kompetencijas teikti konsultacijas pensijų kaupimo ir fondų pasirinkimo klausimais, todėl galima daryti prielaidą, kad pasirinktų ekspertų patirtis atitinka atliekamo tyrimo kontekstą. Apklausoje dalyvavo 8 aukščiausias pareigas įmonių grupėje užimantys respondentai – valdybos nariai ir grupės įmonių vadovai. Visi ekspertai yra įgiję aukštąjį universitetinį išsilavinimą, jų darbo patirtis finansų sektoriuje svyruoja nuo 7 iki 15 metų. Prisimindami savo baigiamųjų darbų rengimą, ekspertai domėjosi tyrimo eiga, klausė, kokie iškelti

tyrimo tikslai, kaip bus interpretuojami gauti tyrimo rezultatai, kodėl parinkti būtent tokie pensijų fondų vertinimo kriterijai, kaip jų, ekspertų vertinimas, atsispindės galutiniam rezultate. Apklausoje dalyvavę ekspertai tyrimą įvardijo naudinga visuomenės finansiniam raštingumui skatinti bei prašė pasidalinti galutiniais rezultatais.

6 lentelė. Ekspertinėje apklausoje dalyvavusių respondentų charakteristika

Eil. Nr.	Aukštasis išsilavinimas	Darbo patirtis	Finansavimas	Investavimas	Draudimas	Turto vertinimas
1	Universitetinis – bakalauro laipsnis	10 m.		Taip		
2	Universitetinis – bakalauro laipsnis	13 m.			Taip	
3	Universitetinis – bakalauro laipsnis	7 m.		Taip		
4	Universitetinis – magistro laipsnis	15 m.	Taip			
5	Universitetinis – magistro laipsnis	15 m.	Taip			
6	Universitetinis – magistro laipsnis	14 m.			Taip	
7	Universitetinis – magistro laipsnis	10 m.				Taip
8	Universitetinis – magistro laipsnis	11 m.	Taip			

Šaltinis: sudaryta autorės pagal ekspertinėje apklausoje surinktus duomenis

Susisteminus ekspertinės apklausos metu gautus duomenis, pirmiausia, atliktas nuomonių suderinamumo tikrinimas. Konkordancijos koeficientas apskaičiuotas naudojant SPSS programos funkciją. Gautas koeficiento W dydis lygus 0,72, todėl ekspertinės apklausos rezultatai gali būti naudojami tolimesnėje tyrimo eigoje, t. y., ekspertų nuomonių suderinamumo dydis atitinka sąlygą $0 < 0,72 < 1$. Apklausos metu nustatyti tokie vertinimo rodiklių svoriai:

- investicinė grąža – 0,31;
- Šarpo rodiklis – 0,28;
- Alfa koeficientas – 0,24;
- standartinis nuokrypis – 0,17.

Kalbant apie pensijų fondų analizuojamų rodiklių duomenis, beveik visi jie skelbiami Lietuvos banko ir pensijų fondų valdymo bendrovių veiklos ataskaitose, tačiau vieno pagrindinių ir tinkamiausiai pensijų fondus apibūdinančio Šarpo rodiklio reikšmės nėra skelbiamos. Šarpo rodiklį galima apskaičiuoti naudojant kitus tyrimo rodiklius (3):

$$S_i = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i}, \quad (3)$$

čia:

R_i – fondo vidutinė metinė grąža;

R_f – nerizikingos investicijos grąža;

σ_i – vidutinis standartinis nuokrypis.

Šarpo rodikliui apskaičiuoti reikalingas nerizikingos investicijos palūkanų normos dydis atitinkamai apskaičiuotas pagal Lietuvos banko VVP aukcionų ir Nasdaq biržoje skelbiamus duomenis. Daroma prielaida, kad 2015 m. gegužės 27 d. įsigyti vertybiniai popieriai (žr. 7 lentelę). Kadangi įsigytų obligacijų išpirkimas vyksta ilgiau nei tyrimui parinktas laikotarpis, daroma prielaida, 2019 m. gruodžio 31 d. vertybiniai popieriai parduodami anksčiau laiko likus 148 dienoms (žr. 8 lentelę).

7 lentelė. VVP pirkimo–pardavimo parametrai 2020-05-27

ISIN	Išpirkimo data	Dienų skaičius	Pirkimo kaina	Pardavimo kaina	Atkarpos dydis	Atkarpos mokėjimo data
LT0000650012	2020-05-27	1827	100,34	101,497	0,70%	05 27

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis www.nasdaqcsd.com duomenimis (2020)

8 lentelė. VVP pirkimo–pardavimo parametrai 2019-12-31

ISIN	Išpirkimo data	Dienų skaičius	Pirkimo kaina	Pardavimo kaina	Atkarpos dydis	Atkarpos mokėjimo data
LT0000650012	2020-05-27	148	101,39	101,5	0,70%	05 27

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis www.nasdaqcsd.com duomenimis (2020)

Pasak Jurevičienės ir Samoškaitės (2012), pagal obligacijų pirkimo ir pardavimo parametrus, galima nustatyti vyriausybės vertybinių popierių pelningumą (4), kuris yra nerizikingos investicijos grąža skaičiuojant Šarpo rodiklio reikšmes.

$$P = \frac{c_1}{(1+i)^1} + \frac{c_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{c_n + F_n}{(1+i)^n}, \quad (4)$$

čia:

c_n – palūkanos n laikotarpiu ($n = 1, 2, \dots, n$);

F_n – obligacijos išpirkimo vertė;

n – laikotarpių iki išpirkimo skaičius.

MS Excel Solver funkcijos pagalba išspręstos lygties sprendinys parodė, kad nerizikingos investicijos norma yra lygi 5,45 proc. Gautas dydis bus panaudotas pensijų fondų Šarpo rodiklio reikšmėms nustatyti.

TOPSIS ir SAW metodai pasižymi tuo, kad vertinant tam tikrą objektą galutiniame rezultate atsispindi kelių kriterijų įtaka. Tiek TOPSIS, tiek SAW metodas įtraukia objekto vertinimo rodiklių analizės kaip vieną esminių tyrimo žingsnių. Pirmiausia, išskirtiems pagrindiniams pensijų fondų efektyvumo vertinimo kriterijams nustatomas jų tipas, t. y., jei vertinimo kriterijaus rodiklio reikšmė padidinti pensijų fondų efektyvumą turi būti kaip įmanoma didesnė, tai rodiklis vadinamas maksimizuojančiu, jei rodiklio reikšmė fondo rezultatams turi būti kuo mažesnė, jis vadinamas minimizuojančiu (Jurevičienė & Bapkauskaitė, 2014). Nustačius tyrime naudojamų vertinimo kriterijų svorius ir priskyrus jiems atitinkamą tipą, atliekamas vertinimo rodiklių reikšmių normalizavimo sąlygų vykdymo etapas. Šios sąlygos kiekvienam metodui apibendrinamos ir taikomos skirtingai.

Vertinant TOPSIS metodu papildomo savanoriško kaupimo fondams bus suteiktas atitinkamas rangas pagal jų efektyvumą. Pagrindinių vertinimo kriterijų reikšmės normalizuojamos pagal vektorinę metodo sąlygą (5) (Ginevičius & Podvezko, 2008):

$$n_{ij} = \frac{x_{ij}}{\sqrt{\sum_{i=1}^m x_{ij}^2}}, \quad (5)$$

čia:

n_{ij} – i-ojo rodiklio normalizuota j-ojo objekto reikšmė;

x_{ij} – i-ojo rodiklio j-ojo objekto reikšmė.

Normalizavus vertinimo rodiklių reikšmes, apskaičiuojama svertinė matrica (6):

$$v_{ij} = w_j n_{ij}, \quad (6)$$

čia:

w_j – j-ojo kriterijaus svoris;

n_{ij} – i-ojo rodiklio normalizuota j-ojo objekto reikšmė.

Nustačius svertinės matricos dydžius, skaičiuojamas „idealiausias teigiamas“ V^+ ir „idealiausias neigiamas“ V^- sprendimai (7 ir 8) (Miečinskienė & Uscinovič, 2020):

$$V^+ = (v_1^+, v_2^+, \dots, v_n^+) = ((\max_i v_{ij} | j \in I), (\min_i v_{ij} | j \in J)), \quad (7)$$

$$V^- = (v_1^-, v_2^-, \dots, v_n^-) = ((\min_i v_{ij} | j \in I), (\max_i v_{ij} | j \in J)), \quad (8)$$

čia:

V^+ – „idealiausias teigiamas“ sprendimas;

V^- – „idealiausias neigiamas“ sprendimas;

I – maksimizuojančių rodiklių indeksų aibė;

J – minimizuojančių rodiklių indeksų aibė.

Kitu žingsniu skaičiuojamas atstumas iki „idealaus teigiamo“ S_i^+ ir „idealaus neigiamo“ S_i^- sprendimo (9 ir 10) (Miečinskienė & Uscinovič, 2020):

$$S_i^+ = \sqrt{\sum_{j=1}^n (v_{ij} - V_i^+)^2}, \quad (9)$$

$$S_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^n (v_{ij} - V_i^-)^2}, \quad (10)$$

čia:

S_i^+ – atstumas iki „idealaus teigiamo“ sprendimo;

S_i^- – atstumas iki „idealaus neigiamo“ sprendimo.

Apskaičiuoti atstumai iki „idealaus teigiamo“ ir „idealaus neigiamo“ sprendimų sujungiami santykiname „idealaus teigiamo“ sprendimo dydyje P_i (11) (Simanavičienė, 2016). Pagal gautas santykinio dydžio reikšmes suranguojami pensijų fondai – efektyviausiai veikiantis fondas tas, kurio P_i dydžio reikšmė didžiausia.

$$P_i = \frac{S_i^-}{S_i^- + S_i^+}, \quad (11)$$

čia:

P_i – santykinis „idealaus teigiamo“ sprendimas;
 S_i^+ – atstumas iki „idealaus teigiamo“ sprendimo;
 S_i^- – atstumas iki „idealaus neigiamo“ sprendimo.

Pereinant prie SAW metodo, Anggraeni *et al.* (2018) jį apibendrina kaip svertinį sumų metodą, kai nustatoma atskiro vertinimo kriterijaus įtaka galutiniam rezultatui bendroje kriterijų sumoje. Apibendrinus pensijų fondų rodiklių tipus, prieš galutinio dydžio skaičiavimą jų reikšmės turi būti transformuojamos pagal normalizavimo sąlygas. Stankevičienė ir Bernatavičienė (2012) šį žingsnį apibūdina kaip privalomas SAW metodo sąlygas: neigiamos reikšmės pertvarkomo į teigiamas, maksimizuojančių ir minimizuojančių rodiklių reikšmių pertvarkymas į maksimizuojančias (12-14):

$$\tilde{r}_{ij} = r_{ij} + \left| \min r_{ij} \right| + 1, \quad (12)$$

čia:

r_{ij} – j-osios alternatyvos i-ojo rodiklio reikšmė;

$\min r_{ij}$ – mažiausia j-osios alternatyvos i-ojo rodiklio reikšmė.

$$\tilde{r}_{ij} = \frac{\min r_{ij}}{r_{ij}}, \quad (13)$$

čia:

r_{ij} – j-osios alternatyvos i-ojo rodiklio reikšmė;

$\min r_{ij}$ – mažiausia j-osios alternatyvos i-ojo rodiklio reikšmė.

$$\tilde{r}_{ij} = \frac{r_{ij}}{\max r_{ij}}, \quad (14)$$

čia:

r_{ij} – j-osios alternatyvos i-ojo rodiklio reikšmė;

$\max r_{ij}$ – didžiausia j-osios alternatyvos i-ojo rodiklio reikšmė.

Paskutinis vertinimo rodiklių analizės žingsnis, normalizuoti visus vertinimo rodiklių duomenis (15):

$$\tilde{r}_{ij} = \frac{r_{ij}}{\sum_{i=1}^n r_{ij}}, \quad (15)$$

čia:

r_{ij} – j-osios alternatyvos i-tojo rodiklio reikšmė.

Nustačius pensijų fondų vertinimo rodiklių svorius ir transformavus jų reikšmes pagal SAW metodo sąlygas, galima apskaičiuoti galutinį dydį S_j (16). Šis dydis sujungia pagrindinių vertinimo kriterijų normalizuotas reikšmes pagal jų svorį ir tokiu būdu leidžia nustatyti analizuojamų pensijų fondų efektyvumą.

$$S_j = \sum_{i=1}^m \omega_i \tilde{r}_{ij}, \quad (16)$$

čia:

S_j – j-osios alternatyvos daugiakriterio vertinimo reikšmė;

ω_i – i-ojo rodiklio svoris (lygus visų ekspertų vertinimų vidurkiui, t. y., visų rodiklių suma turi būti lygi vienetui);

$\tilde{r}_{ij}$ – i-ojo rodiklio normalizuota reikšmė j-ajai alternatyvai.

Atlikus privačių pensijų fondų daugiakriterį vertinimą TOPSIS ir SAW metodais, analizuojami gauti tyrimo rezultatai, lyginami tarpusavyje, apibendrinami efektyviausiai pagal investavimo strategijas veikiantys pensijų fondai.

3. III PAKOPOS PENSIJŲ FONDŲ INVESTAVIMO STRATEGIJŲ VERTINIMAS GLOBALIOS EKONOMIKOS SĄLYGOMIS

Vertinti III pakopos pensijų fondų investavimo strategijų veikimą globalios ekonomikos sąlygomis atliekamas dviejų etapų tyrimas, kurio tikslas analizuoti skirtingų investavimo strategijų pensijų fondų veiklą ir nustatyti efektyviausiai veikiančią fondą. Pirmame etape atliekama lyginamoji papildomo savanoriško pensijų kaupimo rinkos analizė, apibendrinami pensijų fondų veiklą charakterizuojantys rodikliai ir jų pokyčiai pastarųjų penkerių metų laikotarpiu. Antrajame etape, atliekamas daugiakriteris vertinimas TOPSIS ir SAW metodais įvertinti III pakopos pensijų fondų investavimo strategijas ir veiklos efektyvumą.

3.1. III pakopos pensijų fondų rinkos analizė

Lietuvos banko skelbiamais duomenimis 2020 m. birželio 30 d. Lietuvoje veikė šešiolika papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų, kuriuos valdė keturios įmonės (žr. 6 pav.):

- UAB „SEB investicijų valdymas“ prie savo dviejų rinkos senbuvų pensijų fondų 2020 m. balandžio mėn. atidarė dar vieną fondą, kuriam valdyti parinkta mišraus investavimo strategija, o senieji fondai atitinkamai valdomi pagal konservatyvaus ir akcijų investavimo strategijas;
- UAB „Swedbank investicijų valdymas“ 2019 m. pabaigoje atidarė tris pensijų fondus, iš kurių du priskiriami prie mišraus investavimo fondų, o likęs prie akcijų fondų;
- UAB „Luminor investicijų valdymas“ naujų fondų per analizuojamus penkerius metus neatidarė, dirbo su tais pačiais penkiais papildomo kaupimo pensijų fondais, iš kurių vienam taikoma konservatyvi investavimo strategija, trims – mišraus investavimo strategija, kur akcijos investicijose užima mažą arba vidutinę dalį, ir paskutiniajam – akcijų dalies strategija;
- UAB „INVIL Asset Management“ taip pat administravo tuos pačius penkis pensijų fondus: vienas iš jų konservatyvus obligacijų fondas, du – vidutinės akcijų dalies ir likę du akcijų fondai.

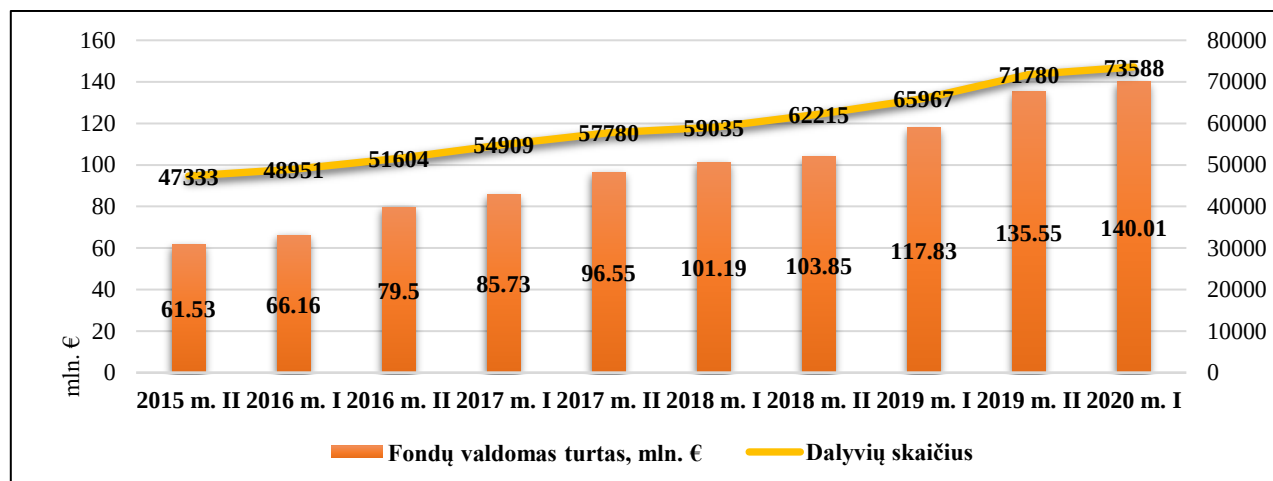
Konservatyvūs fondai		Mišraus investavimo fondai		Akcijų fondai	
SEB pensija 58+	iki 8 proc.	SEB pensija 50+	40-60 proc.	SEB pensija 18+	iki 100 proc.
Luminor pensija 1 plus	-	Pensijų fondas 30 (apriboto nutraukimo)	iki 30 proc.	Pensijų fondas 100 (apriboto nutraukimo)	iki 100 proc.
INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus	-	Pensijų fondas 60 (apriboto nutraukimo)	iki 60 proc.	Luminor pensija 3 plus	iki 100 proc.
		Luminor pensija 2 plus	iki 50 proc.	INVL Drąsus	iki 100 proc.
		Luminor pensija darbuotojui 1 plus	iki 25 proc.	INVL EXTREMO III 16+	iki 100 proc.
		Luminor pensija darbuotojui 2 plus	iki 50 proc.		
		INVL MEDIO III 47+	iki 70 proc.		
		INVL Apdairus	iki 70 proc.		

6 pav. Lietuvoje veikiantys III pakopos pensijų fondai pagal investavimo strategijas ir akcijų dalį 2020 m. I pusm. duomenimis

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko II ir III pakopos pensijų fondų rinkos apžvalga 2020 m. I pusm. (2020)

Analizuojant penkerių metų pensijų fondų valdomo turto ir dalyvių skaičiaus duomenis, galima matyti tendencingą augimą (žr. 7 pav.). 2020 m. įpusėjus, III pakopoje kaupė daugiau nei 73 tūkst. asmenų ir fondai buvo sukaupę turto už 140 mln. Eur. Galima paminėti ryškiai išaugusį dalyvių skaičių lyginant 2018 m. ir 2019 m., kai kaupiančiųjų skaičius paaugo daugiau nei 15 proc., t. y., papildomame savanoriškame kaupime naujai dalyvauti pradėjo beveik 10 tūkst. asmenų. Atitinkamai išaugo ir valdomas turtas – III pakopos pensijų fondų grynujų aktyvų vertė padidėjo daugiau nei 30 proc. ir siekė 135 mln. Eur. Analizuojant penkerių metų duomenis išskirtinai atrodo 2018 m., kai akivaizdžiai pastebimas sulėtėjęs tiek dalyvių skaičiaus, tiek valdomo turto augimo tempas – dalyvių skaičius nuo 2017 m. paaugo tik kiek daugiau nei 7 proc., o turto vertė padidėjo vos 7,3 mln. Eur, kas atitinkamai reiškė 7,5 proc. Galima manyti, kad tokiam augimo tempo pasikeitimui didelės įtakos turėjo keletas tais metais vykusių reiškinių: papildomo pensijų kaupimo dalyvius veikė didelės diskusijos ir keliama sumaištis dėl nuo 2019 m. įvedamos pensijų reformos, kai į kaupimą įtraukiami visi gyventojai, o fondų valdomo turto vertės lėtam augimui įtaką darė ryškūs finansų rinkų svyravimai, kai nuosavybės vertybinių popierių, kriptovaliutų, kito finansinio turto kainų augimas buvo pasiekęs aukštumas ir jau kelių mėnesių bėgyje staigiai smuko žemyn, kas lėmė didelių akcijų išpardavimus ir suirutę rinkoje. Žinant tai, kad šiandieninę ekonominę

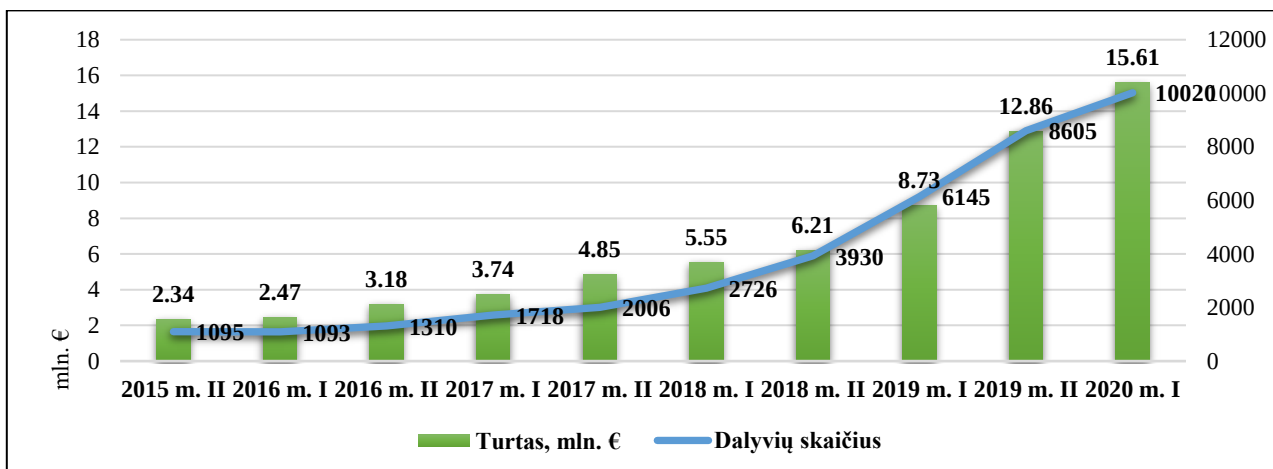
rinką veikia įsismarkavusi Covid-19 pandemija, vertinant 2019 m. pabaigos ir 2020 m. pirmojo pusmečio III pakopos pensijų fondų dalyvių skaičiaus ir turto pasikeitimus, galima pastebėti vėlgi sulėtėjusį augimo tempą, kai kaupiančiųjų skaičius paaugo vos 2,5 proc., o valdomo turto vertė padidėjo tik kiek daugiau nei 3 proc.



7 pav. III pakopos pensijų fondų dalyvių skaičiaus (vnt.) ir valdomo turto (mln. Eur) kitimo tendencija 2015–2020 m. laikotarpiu

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko skelbiamais pensijų fondų veiklos rezultatais (2015–2020)

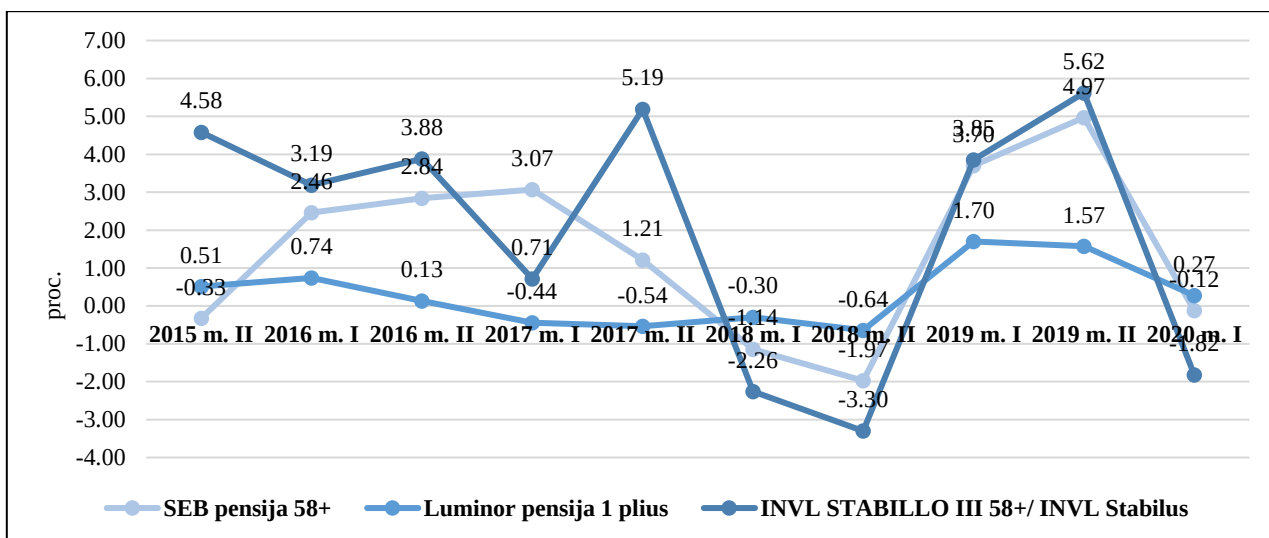
Apibendrinant papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų veiklą atskirai, didžiausiu dalyvių skaičiumi ir grynųjų aktyvų verte išsiskiria UAB „Luminor investicijų valdymas“ administruojamas jau beveik 16 metų dirbantis „Luminor pensija 2 plus“ fondas, veikiantis pagal mišrią vidutinės akcijų dalies investavimo strategiją. 2020 m. pirmajam pusmečiui baigiantis fondas turėjo daugiau nei 27 tūkst. dalyvių ir valdė beveik 37,5 mln. Eur. Didesniu dalyvių skaičiaus ir turto rodikliu kitų pensijų fondų kontekste išsiskiria ir UAB „SEB investicijų valdymas“ valdomas vidutinės akcijų dalies fondas „SEB pensija 50+“, kuriame kaupia daugiau nei 10 tūkst. dalyvių, o turtas siekia beveik 27 mln. Eur. Be šių dviejų tvirtą poziciją rinkoje jau ilgą laiką užsitikrinusių papildomo kaupimo pensijų fondų, reikėtų išskirti UAB „INVL Asset Management“ valdomą aukščiausios rizikos vadinamą akcijų fondą „INVL EXTREMO III 16+“ fondą (žr. 8 pav.). Analizuojamu 2015–2020 m. laikotarpiu šį fondą charakterizuojantys rodikliai įgavo didelį augimo tempą ir per penkerius fondo dalyvių skaičius siekia 10 tūkst. ir valdoma daugiau nei 15 mln. Eur grynųjų aktyvų. Išaugusį fondo dalyvių skaičių geriausiai aiškintų tai, kad fondas skirtas jauniausiajai asmenų klasei, pasižyminčiai galėjimu prisiimti daugiausiai rizikos, noru „įdarbinti“ savo pajamas ir ruoštis pensiniam gyvenimo laikotarpiui, labiau ugdomu finansiniu raštingumu. Būtent šie veiksniai atspindi investuotojo aktyvumą ir sudaro tinkamas sąlygas siekti aukščiausių rezultatų fondo valdymo įmonei bendrame kontekste.



8 pav. „INVL EXTREMO III 16+“ fondo grynųjų aktyvų vertės (mln. Eur) ir dalyvių skaičiaus (vnt.) kitimo tendencija 2015–2020 m. laikotarpiu

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko skelbiamais pensijų fondų veiklos rezultatais (2015–2020)

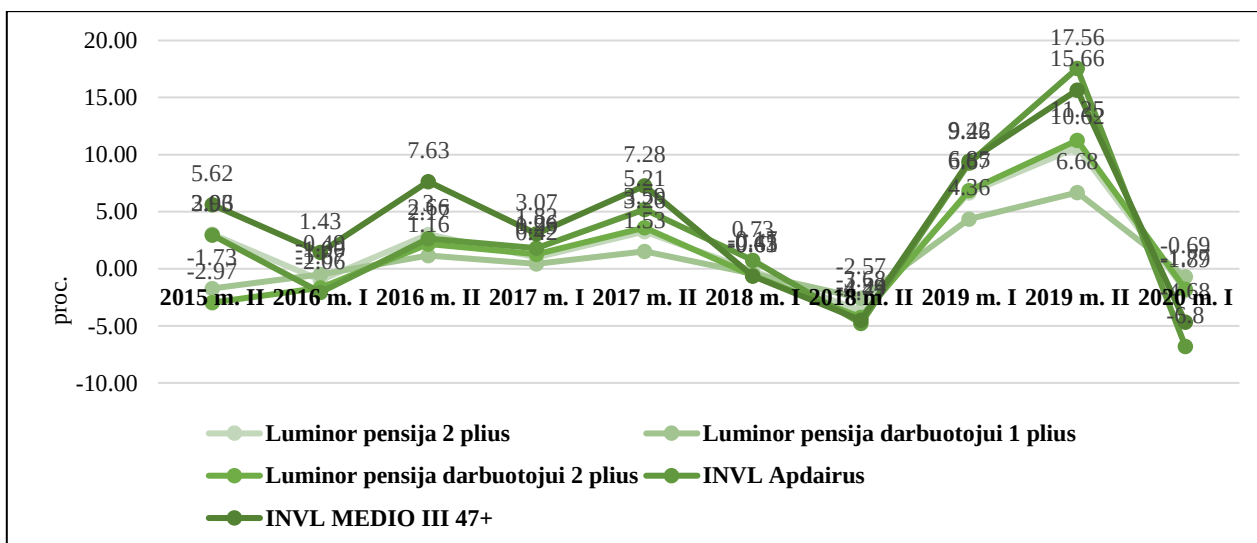
Vertinant papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų investavimo strategijas, naudinga apibendrinti vieno pagrindiniu laikomų fondų pelningumą apibūdinančių rodiklių – investicinės grąžos – kitimo tendenciją per praėjusius penkerius metus. Skirtingos investavimo strategijos dažniausiai reiškia ir skirtingą investicinės grąžos lygį. Pavyzdžiui, III pakopoje veikiančių konservatyvių pensijų fondų (žr. 9 pav.) aukščiausią investicinę grąžą per penkerius metus buvo pasiekęs „INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus“ fondas 2019 m. pabaigoje. Šio fondo pelningumo lygis per visą laikotarpį buvo didžiausias, tačiau 2018 m., kai visi fondai veikė nuostolingai, būtent šio fondo rezultatai taip pat buvo labiausiai nuostolingi. Lyginant trijų konservatyvių pensijų fondų investicinės grąžos rodiklį matoma, kad „Luminor pensija 1 plus“ fondo pelningumo rodiklis beveik visu analizuojamu laikotarpiu buvo neigiamas, išskyrus ekonomiškai stiprius 2019 m. Atkreipiant dėmesį į šiuo metu labai aktualius 2020 m. duomenis galima matyti, kad privatūs pensijų fondai jaučia Covid-19 padarinius – po spartaus 2019 m. pelningumo augimo visi pensijų fondai vėl dirbo nuostolingai, t. y., investicinės grąžos rodiklis – neigiamas.



9 pav. Konservatyvių pensijų fondų investicinės grąžos (proc.) dinamika 2015–2020 m. laikotarpiu

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko skelbiamais pensijų fondų veiklos rezultatais (2015–2020)

Analizuojant mišraus investavimo pensijų fondų investicinės grąžos dinamiką (žr. 10 pav.), matyti, kad šių fondų pelningumo dydis ženkliai didesnis nei konservatyviai veikiančių fondų, tačiau lygiagrečiai ir nuostolio dydis 2020 m. pirmojo pusmečio pabaigoje buvo gerokai didesnis – beveik -5 proc.



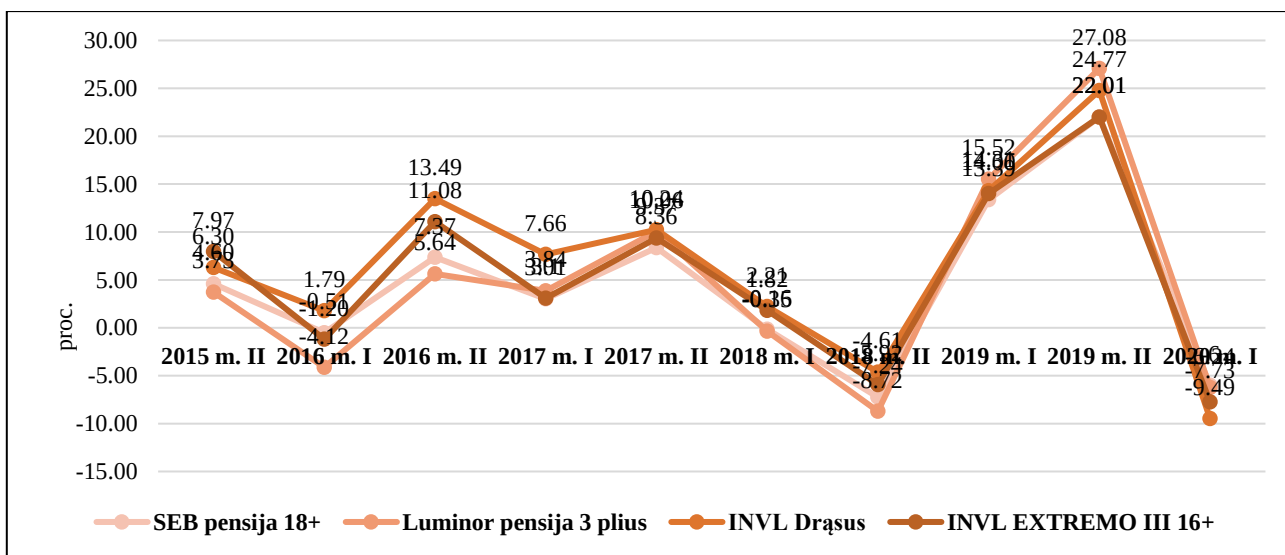
10 pav. Mišraus investavimo pensijų fondų investicinės grąžos (proc.) dinamika 2015–2020 m. laikotarpiu

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko skelbiamais pensijų fondų veiklos rezultatais (2015–2020)

Per penkerius metus didžiausius pelningumo rodiklius mišraus investavimo pensijų fondų kontekste palaikė UAB „INVL Asset Management“ valdomi fondai „INVL MEDIO III 47+“ ir „INVL Apdairus“. Pastarojo investicinė grąža 2019 m. pabaigoje siekė 17,56 proc., kai dar 2018

m. buvo lygi -4,77 proc. Žemiausia investicine grąža per visą penkerių metų laikotarpį išsiskiria „Luminor pensija darbuotojui 1 plus“ fondas, kurio investicinė grąža netgi geruoju laikotarpiu buvo pakilusi tik iki 6,68 proc. lyginant su kitais fondais.

Iki 100 proc. į akcijas investuojantys fondai dažnai vadinami pelningiausiais, bet kartu ir rizikingiausiais fondais. Šių fondų investicinės grąžos rodiklio dydis pasižymi aukšta reikšme ekonomikos augimo laikotarpiu ir dideliu nuostoliu nuosmukio metu. Per analizuojamą penkerių metų laikotarpį labiausiai dėmesį atkreipia 2018 m., kai visi investiciniai fondai dirbo nuostolingai (žr. 11 pav.). Tais metais didžiausią neigiamą grąžą buvo pasiekęs „Luminor pensija 3 plus“ fondas, tačiau 2019 m. jo investicinė grąža nuo beveik -9 proc. pakilo ir siekė 27 proc. Visu analizuojamu laikotarpiu stabiliausiai investicinės grąžos lygį išlaikė „INVL Drąsus“ fondas, tačiau būtent šį fondą labiausiai paveikė 2020 m. pirmojo pusmečio ekonominiai pokyčiai ir investicinė grąža smuko iki -9,49 proc. Analizuojant pastarųjų penkerių metų laikotarpio pelningumo duomenis galima daryti prielaidą, kad ekonomistų daroma išvada, jog kaupiant privačiuose akcijų pensijų fonduose galima pasiekti didžiausią pelningumą, bet kartu patirti ir didžiausius nuostolius, kitų fondų kontekste yra teisinga.



11 pav. Akcijų pensijų fondų investicinės grąžos (proc.) dinamika 2015–2020 m. laikotarpiu

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko skelbiamais pensijų fondų veiklos rezultatais (2015–2020)

Lyginamoji III pakopos pensijų fondų rinkos analizė leido apibendrinti papildomo savanoriško kaupimo galimybes ir veikiančių pensijų fondų bendrus charakteristikos bruožus, tačiau reikėtų įvertinti, kaip taikoma investavimo strategija veikia konkretaus pensijų fondo rezultatus, nustatyti, ar tikrai daugiausiai dalyvių turintis ir turto valdantis fondas veikia

efektyviausiai, kokie pagrindiniai veiksniai galutiniame rezultate veikia fondo pelningumą, ar atskirai vertinamas investicinės grąžos rodiklis tikrai atspindi geriausiai dirbantį pensijų fondą.

3.2. III pakopos pensijų fondų investavimo strategijų daugiakriteris vertinimas

Išanalizavus papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų veiklos vertinimo kriterijų kitimo tendencijas pastarųjų penkerių metų laikotarpiu, pereinama prie pagrindinio tyrimo etapo – daugiakriterio vertinimo. Mokslinės literatūros analizės metu nustatčius, kad pensijų fondų efektyvumo lygiui nustatyti dažniausiai naudojami tokie pelningumą ir riziką apibūdinantys rodikliai kaip metinė investicinė grąža, standartinis nuokrypis, Šarpo rodiklis ir Alfa koeficientas, jų reikšmės pagal reikšmingumą į vieną bendrą dydį sujungiamos TOPSIS ir SAW metodais, kurie leis suranguoti efektyviausiai pagal konkrečią investavimo strategiją veikiančius fondus ir palyginti gautus rezultatus.

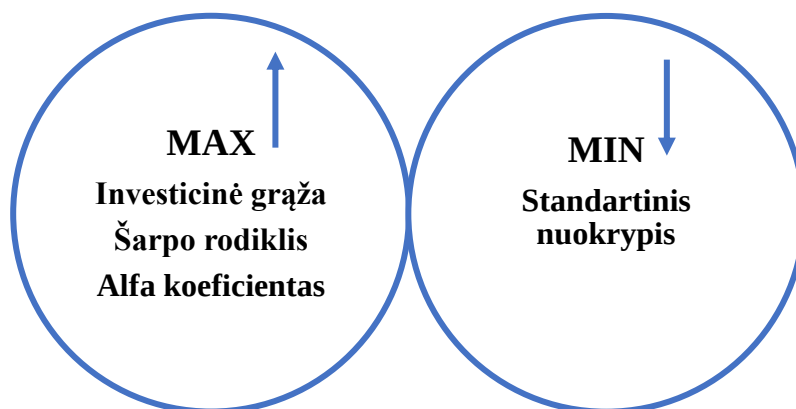
Daugiakriteriam pensijų fondų vertinimui atlikti 2015–2019 m. metiniai duomenys surinkti iš Lietuvos banko ir pensijų fondus valdančių įmonių veiklos ataskaitų (žr. 9 lentelę).

9 lentelė. Privačių pensijų fondų efektyvumo vertinimo rodiklių duomenys 2015–2019 m. laikotarpiu

Pensijų fondas	Vid. metinė grąža per 5 m., proc	Vid. metinis stand. nuokrypis per 5 m., proc.	Šarpo rodiklis	Alfa koeficientas
SEB pensija 58+	1.31	2.10	-1.97	-0.8
Luminor pensija 1 plus	0.20	1.02	-5.15	-1.45
INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus	3.14	2.19	-1.05	-32.88
Luminor pensija 2 plus	3.15	5.06	-0.45	-5.61
Luminor pensija darbuotojui 1 plus	0.96	2.77	-1.62	-6.73
Luminor pensija darbuotojui 2 plus	1.81	5.08	-0.72	-10.47
INVL Apdairus	4.48	6.59	-0.15	-7.3
INVL MEDIO III 47+	6.14	6.39	0.11	-3.35
SEB pensija 18+	6.61	10.29	0.11	-0.18
Luminor pensija 3 plus	6.95	11.59	0.13	-6.96
INVL Drąsus	8.86	9.11	0.37	20.93
INVL EXTREMO III 16+	9.02	11.19	0.32	-1.43

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko skelbiama pensijų fondų veiklos rezultatais (2015–2019), UAB „SEB investicijų valdymas“ veiklos ataskaitomis (2015–2019), UAB „Luminor investicijų valdymas“ veiklos ataskaitomis (2015–2019), UAB „INVL Asset Management“ veiklos ataskaitomis (2015–2019)

Prisimenant tai, kad pirmasis žingsnis nustatyti pagrindinių vertinimo kriterijų reikšmingumui atliktas sudarius ekspertinę apklausą, galima pereiti prie tolimesnio žingsnio – rodiklių suskirstymo pagal tipus.



12 pav. Privačių pensijų fondų veiklos vertinimo rodiklių paskirstymas pagal maksimizuojančias ir minimizuojančias reikšmes

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Džikevičiumi (2004)

Tyrime naudojamus vertinimo rodiklius atitinkamai priskyrus prie maksimizuojančio ir minimizuojančio tipo galima aiškinti taip (žr. 12 pav.):

- kuo didesnis metinės investicinės grąžos rodiklis, tuo fondas yra pelningesnis;
- kuo didesnė Šarpo rodiklio reikšmė, tuo fondas geriau valdo riziką;
- teigiamas Alfa koeficientas => pelninga fondo veikla;
- kuo didesnis standartinio nuokrypio rodiklis, tuo fondas rizikingesnis.

3.2.1. Papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų efektyvumo vertinimas TOPSIS metodu

Atlikus pirminį daugiakriterio vertinimo etapą, galima vykdyti TOPSIS metodo sąlygas galutiniam dydžiui gauti. Pagal (5) ir (6) sąlygas sudaryta svertinė matrica, reikalinga „idealiausiam teigiamam“ V^+ ir „idealiausiam neigiamam“ V^- sprendimui nustatyti naudojant (7) ir (8) formules (žr. 10 lentelę).

10 lentelė. Svertinė privačių pensijų fondų vertinimo rodiklių reikšmių matrica ir „idealiausio teigiamo“ ir „idealiausio neigiamo“ sprendimų reikšmės

Pensijų fondas	Investicinė grąža per 5 m., %	Stand. nuokrypis per 5 m., %	Šarpo rodiklis	Alfa koeficientas
SEB pensija 58+	0.022	0.015	-0.093	-0.004
Luminor pensija 1 plus	0.003	0.007	-0.243	-0.008

10 lentelės tęsinys

INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus	0.053	0.015	-0.050	-0.185
Luminor pensija 2 plus	0.053	0.035	-0.021	-0.032
Luminor pensija darbuotojui 1 plus	0.016	0.019	-0.077	-0.038
Luminor pensija darbuotojui 2 plus	0.031	0.035	-0.034	-0.059
INVL Apdairus	0.076	0.046	-0.007	-0.041
INVL MEDIO III 47+	0.104	0.044	0.005	-0.019
SEB pensija 18+	0.112	0.071	0.005	-0.001
Luminor pensija 3 plus	0.118	0.080	0.006	-0.039
INVL Drąsus	0.150	0.063	0.018	0.118
INVL EXTREMO III 16+	0.153	0.078	0.015	-0.008
„Idealiausias teigiamas“	0.153	0.007	0.018	0.118
„Idealiausias neigiamas“	0.003	0.080	-0.243	-0.185

Šaltinis: sudaryta autorės pagal atliktus skaičiavimus

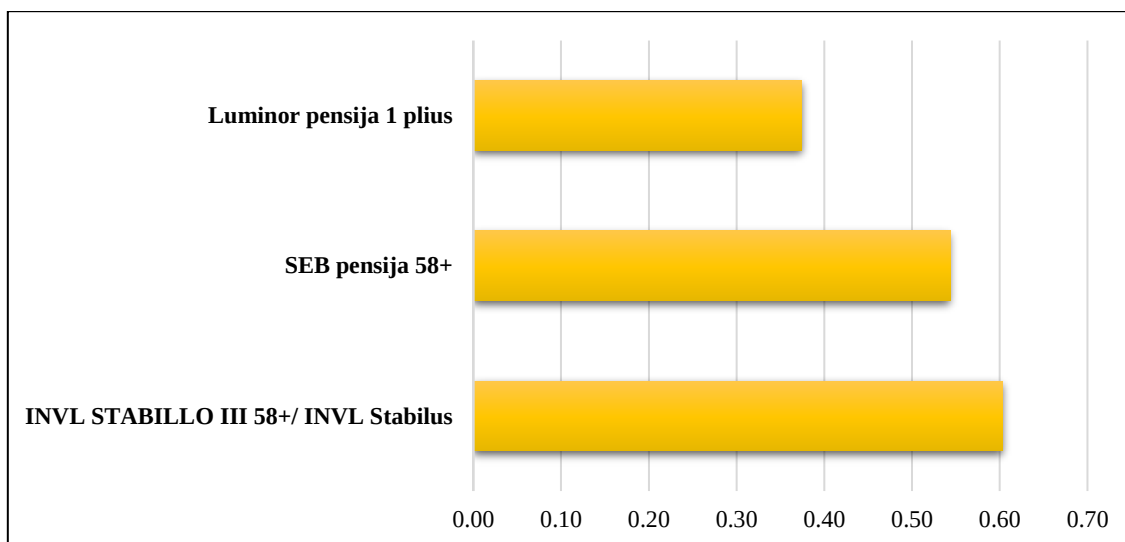
Naudojantis (9) ir (10) formulėmis, apskaičiuoti atstumai iki „idealaus teigiamo“ S_i^+ ir „idealaus neigiamo“ S_i^- sprendimo, kurie pagal (11) sąlygą sujungiami bendrame dydyje P_i (žr. 11 lentelę).

11 lentelė. III pakopos pensijų fondų efektyvumo vertinimo TOPSIS metodu rezultatai

Pensijų fondas	S_i^+	S_i^-	P_i	Rangas
SEB pensija 58+	0.205	0.244	0.543	2
Luminor pensija 1 plus	0.320	0.191	0.374	3
INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus	0.138	0.210	0.603	1
Luminor pensija 2 plus	0.140	0.278	0.665	3
Luminor pensija darbuotojui 1 plus	0.184	0.231	0.556	5
Luminor pensija darbuotojui 2 plus	0.148	0.250	0.629	4
INVL Apdairus	0.118	0.288	0.710	2
INVL MEDIO III 47+	0.117	0.317	0.731	1
SEB pensija 18+	0.140	0.328	0.701	3
Luminor pensija 3 plus	0.114	0.310	0.732	1
INVL Drąsus	0.242	0.426	0.638	4
INVL EXTREMO III 16+	0.130	0.347	0.727	2

Šaltinis: sudaryta autorės pagal atliktus skaičiavimus

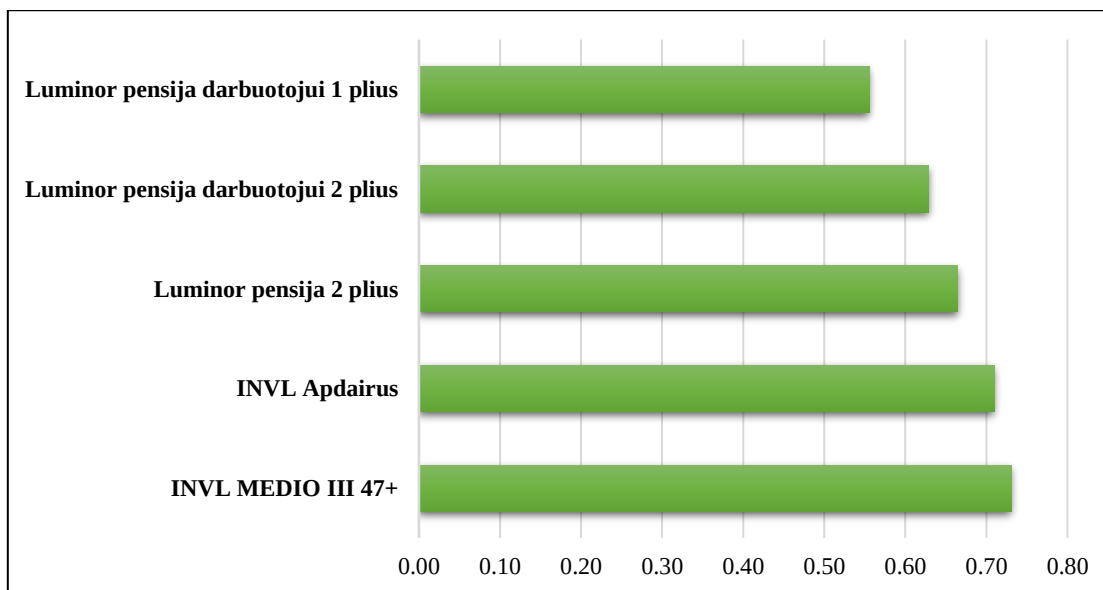
Tęsiant papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų vertinimą pagal investavimo strategijas, rezultatai pateikiami rangus priskiriant konkrečiai investavimo strategijos pensijų fondų grupei. Pagal TOPSIS metodo taikytas sąlygas nustatyta, kad konservatyvių pensijų fondų grupėje per praėjusius penkerius metus geriausiai dirbo „INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus“ fondas (žr. 13 pav.). Analizuojant investicinės grąžos rodiklio dinamiką 2015–2020 m. šis fondas taip pat išsiskyrė aukščiausiu pelningumo lygiu.



13 pav. Konservatyvaus investavimo pensijų fondų efektyvumo vertinimo TOPSIS metodu rezultatai

Šaltinis: sudaryta autorės pagal gautus tyrimo rezultatus

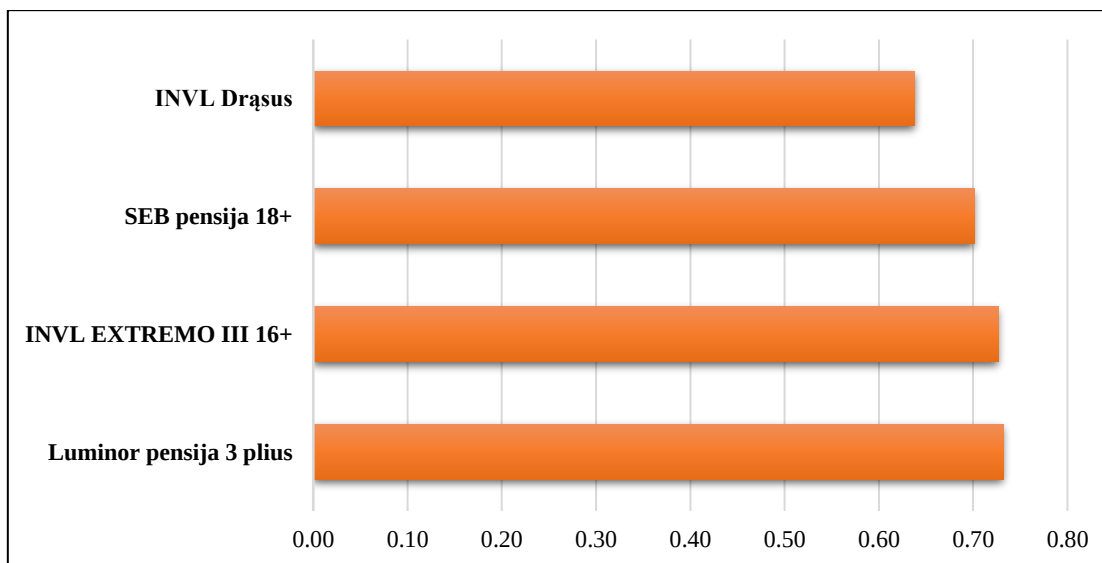
Tarp mišraus investavimo pensijų fondų efektyvaus veikimo lyderių pozicijas užima UAB „INVL Asset Management“ administruojami fondai „INVL MEDIO III 47+“ ir „INVL Apdairus“ fondai (žr. 14 pav.) Būtent šių fondų investicinė grąža analizuojamu laikotarpiu buvo aukščiausia lyginant su kitais vidutinės akcijų dalies pensijų fondais. Mažiausiai efektyvų galima laikyti „Luminor pensija darbuotojui 1 plus“ fondą, kurio pelningumas 2015–2020 m. laikotarpiu taip pat buvo žemiausias.



14 pav. Mišraus investavimo pensijų fondų efektyvumo vertinimo TOPSIS metodu rezultatai

Šaltinis: sudaryta autorės pagal gautus tyrimo rezultatus

15 paveiksle apibendrinti akcijų pensijų fondų rezultatai rodo, kad didžiausiu efektyvumu per analizuojamą praėjusių penkerių metų laikotarpį išsiskiria du fondai: „Luminor pensija 3 plus“ ir „INVL EXTREMO III 16+“. Jau anksčiau aptartas „Luminor pensija 3 plus“ fondas per penkerius metus pasižymėjo aukščiausiu investicinės grąžos rodikliu, tačiau „INVL EXTREMO III 16+“ fondo pelningumas 2015–2020 m. buvo stabilesnis ir kiti rodikliai buvo sparčiai augantys.



15 pav. Akcijų pensijų fondų efektyvumo vertinimo TOPSIS metodu rezultatai

Šaltinis: sudaryta autorės pagal gautus tyrimo rezultatus

Pagal TOPSIS metodu gautus vertinimo rezultatus galima daryti prielaidą, kad investicinės grąžos rodiklis atspindi sąlyginai realią pensijų fondų veiklos situaciją.

3.2.2. Papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų efektyvumo vertinimas SAW metodu

Grįžtant prie pradinių vertinimo rodiklių analizės etapų, galima pereiti prie pensijų fondų investavimo strategijų efektyvumo vertinimo SAW metodu sąlygų vykdymo. Pirmiausia, užtikrinama sąlyga (12), kad nėra neigiamų rodiklių reikšmių, o tada visų rodiklių reikšmės normalizuojamos pagal maksimizavimo sąlygas (13-14) (žr. 12 lentelę).

12 lentelė. Privačių pensijų fondų vertinimo rodiklių maksimizuotos reikšmės

Pensijų fondas	Investicinė grąža per 5 m., %	Stand. nuokrypis per 5 m., %	Šarpo rodiklis	Alfa koeficientas
SEB pensija 58+	0.1452	0.4857	0.6960	0.9816
Luminor pensija 1 plus	0.0222	1.0000	0.1667	0.9623

12 lentelės tęsinys

INVL Stabilus	0.3481	0.4658	0.8487	0.0297
Luminor pensija 2 plus	0.3492	0.2016	0.9488	0.8389
Luminor pensija darbuotojui 1 plus	0.1064	0.3682	0.7544	0.8056
Luminor pensija darbuotojui 2 plus	0.2007	0.2008	0.9051	0.6947
INVL Apdairus	0.4967	0.1548	1.0000	0.7887
INVL MEDIO III 47+	0.6807	0.1596	0.0180	0.9059
SEB pensija 18+	0.7328	0.0991	0.0188	1.0000
Luminor pensija 3 plus	0.7705	0.0880	0.0216	0.7988
INVL Drąsus	0.9823	0.1120	0.0624	0.6211
INVL EXTREMO III 16+	1.0000	0.0912	0.0532	0.9629

Šaltinis: sudaryta autorės pagal atliktus skaičiavimus

Normalizavus pagrindinių vertinimo rodiklių dydžius, gautos reikšmės transformuojamos pagal (15) sąlygą, kad būtų galima apskaičiuoti galutinį dydį S_j (žr. 13 lentelę).

13 lentelė. Privačių pensijų fondų vertinimo rodiklių transformuotos reikšmės

Pensijų fondas	Investicinė grąža per 5 m., %	Stand. nuokrypis per 5 m., %	Šarpo rodiklis	Alfa koeficientas
SEB pensija 58+	0.025	0.142	0.127	0.105
Luminor pensija 1 plus	0.004	0.292	0.030	0.102
INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus	0.060	0.136	0.154	0.003
Luminor pensija 2 plus	0.060	0.059	0.173	0.089
Luminor pensija darbuotojui 1 plus	0.018	0.107	0.137	0.086
Luminor pensija darbuotojui 2 plus	0.034	0.059	0.165	0.074
INVL Apdairus	0.085	0.045	0.182	0.084
INVL MEDIO III 47+	0.117	0.047	0.003	0.096
SEB pensija 18+	0.126	0.029	0.003	0.106
Luminor pensija 3 plus	0.132	0.026	0.004	0.085
INVL Drąsus	0.168	0.033	0.011	0.066
INVL EXTREMO III 16+	0.171	0.027	0.010	0.103

Šaltinis: sudaryta autorės pagal atliktus skaičiavimus

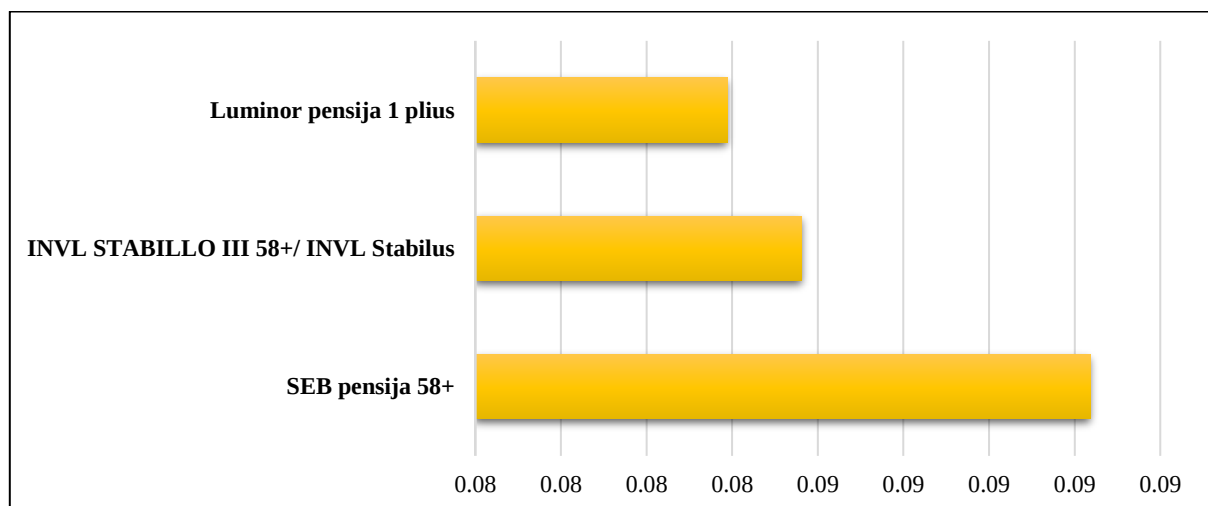
Kai efektyvumui nustatyti naudojamų vertinimo rodiklių reikšmės išanalizuotos pagal SAW metodo sąlygas, galima apskaičiuoti pagrindinį dydį S_j , pagal kurį bus nustatyti efektyviausiai dirbantys III pakopos pensijų fondai (žr. 14 lentelę).

14 lentelė. III pakopos pensijų fondų efektyvumo vertinimo SAW metodu rezultatai

Pensijų fondas	Investicinė grąža per 5 m., %	Stand. nuokrypis per 5 m., %	Šarpo rodiklis	Alfa koeficientas	S_j	Rangas
SEB pensija 58+	0.008	0.024	0.035	0.025	0.0924	1
Luminor pensija 1 plus	0.001	0.050	0.008	0.025	0.0839	3
INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus	0.018	0.023	0.043	0.001	0.0856	2
Luminor pensija 2 plus	0.019	0.010	0.048	0.021	0.0845	3
Luminor pensija darbuotojui 1 plus	0.011	0.010	0.046	0.018	0.0681	5
Luminor pensija darbuotojui 2 plus	0.036	0.008	0.001	0.023	0.0830	4
INVL Apdairus	0.026	0.008	0.051	0.020	0.1052	1
INVL MEDIO III 47+	0.019	0.010	0.048	0.021	0.0984	2
SEB pensija 18+	0.039	0.005	0.001	0.026	0.0704	3
Luminor pensija 3 plus	0.041	0.004	0.001	0.020	0.0668	4
INVL Drąsus	0.052	0.006	0.003	0.016	0.0768	2
INVL EXTREMO III 16+	0.053	0.005	0.003	0.025	0.0850	1

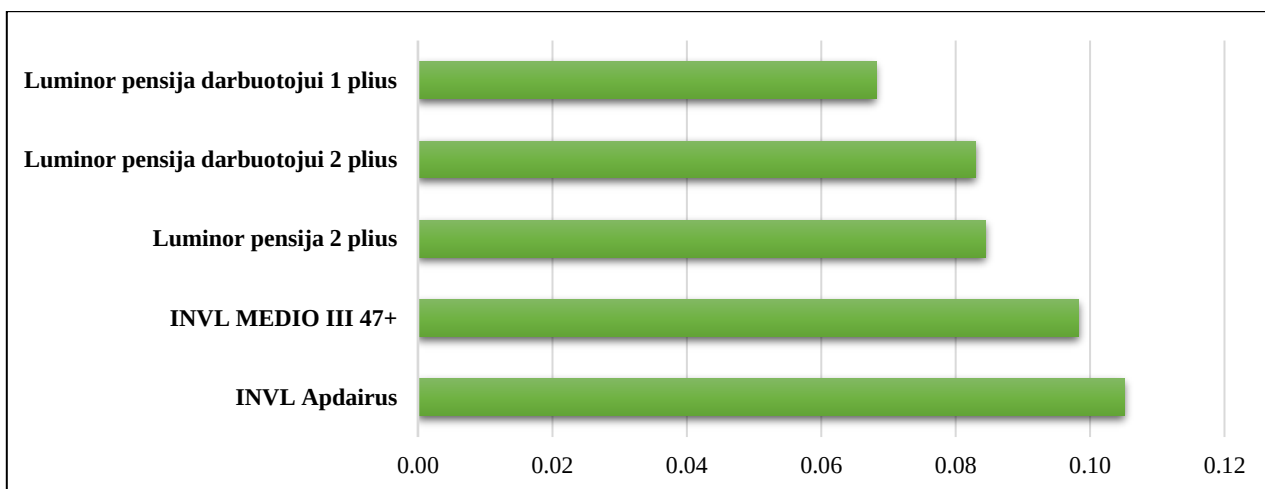
Šaltinis: sudaryta autorės pagal atliktus skaičiavimus

SAW metodu atlikto vertinimo metu nustatyta, kad konservatyvaus investavimo III pakopos pensijų fondų grupėje efektyviausia veikla per 2015–2019 m. analizuojamą laikotarpį išsiskiria „SEB pensija 58+“ fondas, o prasčiausiai veikė „Luminor pensija 1 plus“ fondas (žr. 16 pav.). Sugretinant šiuos rezultatus su investicinės grąžos rodikliu, galima matyti, „Luminor pensija 1 plus“ fondo pelningumas buvo žemiausias, o „SEB pensija 58+“ stabiliausias.



16 pav. Konservatyvaus investavimo pensijų fondų efektyvumo vertinimo SAW metodu rezultatai

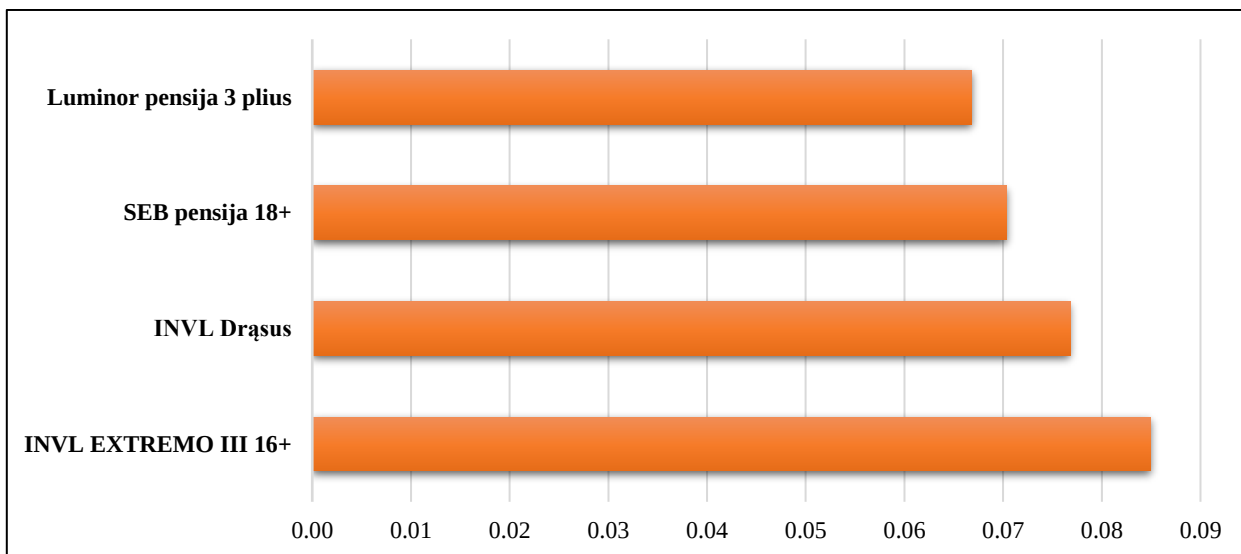
Šaltinis: sudaryta autorės pagal gautus tyrimo rezultatus



17 pav. Mišraus investavimo pensijų fondų efektyvumo vertinimo SAW metodu rezultatai

Šaltinis: sudaryta autorės pagal gautus tyrimo rezultatus

Tarp mišrią investavimo strategiją taikančių pensijų fondų (žr. 17 pav.) efektyviausiai veikė „INVL Apdairus fondas“, pasižymėjęs jau anksčiau aptartais didžiausiais investicinės grąžos šuoliais ir pelningumu. Mažiausia efektyvumo dydžio reikšmė nustatyta „Luminor pensija darbuotojui 1 plus“, kurio visi vertinimo kriterijai analizuojamu laikotarpiu buvo žemiausi.



18 pav. Akcijų pensijų fondų efektyvumo vertinimo SAW metodu rezultatai

Šaltinis: sudaryta autorės pagal gautus tyrimo rezultatus

Apibendrinant akcijų pensijų fondų gautus rezultatus (žr. 18 pav.), didžiausiu efektyvumo įverčiu išsiskiria „INVL EXTREMO III 16+“ fondas. Jau anksčiau minėta, kad šis fondas per pastaruosius penkerius metus išsiskyrė ryškiomis veiklos vertinimo rodiklių augimo tendencijomis.

Lyginant TOPSIS ir SAW metodais atliktą daugiakriterį papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų investavimo strategijų efektyvumo vertinimą (žr. 15 lentelę) galima matyti, kad

rezultatai tam tikrais atvejais yra skirtingi. Galima daryti prielaidą, kad tokiems skirtumams įtakos turi konkrečios vertinimo rodiklių reikšmių normalizavimo sąlygos, todėl keliais metodais atliekamas vertinimas duoda daugiau naudos: daromos platesnės išvados, ieškoma daugiau priežasčių, kodėl tam tikro pensijų fondų gauti rezultatais vienu atveju geresni, o kitu atveju prastesni.

15 lentelė. III pakopos pensijų fondų efektyvumo pagal investavimo strategijas vertinimo rezultatai – pensijų fondų rangai pagal TOPSIS ir SAW metodais gautus rezultatus

Pensijų fondas	TOPSIS rezultatai	SAW rezultatai
Konservatyvaus investavimo fondai		
SEB pensija 58+	2	1
Luminor pensija 1 plus	3	3
INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus	1	2
Mišraus investavimo fondai		
Luminor pensija 2 plus	3	3
Luminor pensija darbuotojui 1 plus	5	5
Luminor pensija darbuotojui 2 plus	4	4
INVL Apdairus	2	1
INVL MEDIO III 47+	1	2
Akcijų fondai		
SEB pensija 18+	3	3
Luminor pensija 3 plus	1	4
INVL Drąsus	4	2
INVL EXTREMO III 16+	2	1

Šaltinis: sudaryta autorės pagal gautus tyrimo rezultatus

Kalbant apie konservatyvaus investavimo III pakopos pensijų fondus, surangavus juos pagal gautus efektyvumui vertinti dydžius, nustatyta, kad „SEB pensija 58+“ ir „INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus“ fondas vertinami, kaip geriausiai per pastaruosius penkerius dirbę fondai. Dar galima atkreipti dėmesį į naudotų rodiklių reikšmes, kai, pavyzdžiui, „SEB pensija 58+“ fondo investicinės grąžos dydis analizuojamu laikotarpiu buvo žemesnis nei „INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus“ fondo, tačiau pastarojo nuosmukis „bloguoju“ metu buvo didesnis, o Alfa koeficientas buvo lygus netgi -32,88 proc., dėl ko galima daryti prielaidą, kad „SEB pensija 58+“ veikla turėtų būti vertinama geriau. Šio fondo investicinį portfelį sudaro Lietuvos, Lenkijos, Prancūzijos, Estijos, Latvijos, Austrijos, Belgijos, Vokietijos, Nyderlandų, Airijoje skolos vertybiniai popieriai, tačiau didžioji dalis obligacijų yra įsigyta būtent Lietuvoje, o, pavyzdžiui,

„INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus“ fondo investicijos į skolos vertybinius popierius yra įvairesnės, portfelį sudaro Rytų Europos šalių obligacijos, pavyzdžiui, Gruzijos, Vengrijos, Makedonijos, Kroatijos, Ukrainos, Rusijos, Rumunijos, Čekijos, Turkijos. Skirtingas įsigyto finansinio turto šalių spektras taip pat galėtų būtų įvardijamas kaip geresnių rezultatų bendrame kontekste užtikrinimas, kadangi, Rytų Europos šalys ir jų ekonomika dėl politinių ar kitų priežasčių dažniau laikomos rizikingesnėmis.

Vidutinės akcijų dalies efektyviausiu fondu III pakopos pensijų fondų kontekste galima laikyti „INVL Apdairus“ fondą. Nors fondo dalyvių skaičius ir valdomas turtas bendroje papildomo savanoriško kaupimo rinkoje užima labai nedidelę dalį, vertinimo rodikliai 2015–2019 m. laikotarpiu pasižymėjo aukštesniu pelningumo lygiu tarp kitų mišraus investavimo fondų, taip pat Šarpo rodiklis bendrame kontekste buvo vienas geriausių. Fondo investicinis portfelis sudarytas iš mažos dalies (vos 1,5 proc. portfelio) investicijų į Belgijos obligacijas ir didžiausių investicijų į Liuksemburgo ir Airijos kolektyvinio investavimo subjektus. Prasčiausiai veikiančiu vidutinės akcijų dalies pensijų fondu galima laikyti „Luminor pensija darbuotojui 1 plus“ fondą. Kaip vieną priežasčių, aiškinančių prastesnius šio fondo rezultatus, galima įvardinti investavimo portfelio sudėtį, kai beveik trečdalis investicijų (25 proc.) yra skirta mažiau pelningiems skolos vertybiniais popieriams Lietuvoje ir Latvijoje, o likusi dalis pagrinde investuota į KIS Liuksemburge. Tiek TOPSIS, tiek SAW metodu gauti efektyvumo įverčiai suranguoti ta pačia eilės tvarka.

Tarp III pakopos akcijų pensijų fondų efektyviausiu fondu nustatytas „INVL EXTREMO III 16+“ fondo darbas. Nors pagal standartinio nuokrypio rodiklį galima matyti, kad fondas yra prisiėmęs daugiau rizikos, tačiau sugeba generuoti aukščiausią investicinę grąžą, lyginant su kitais akcijų pensijų fondais. Galima daryti prielaidą, kad tokiems geriems fondo veiklos rezultatams didelę įtaką turi spartų augimo tempą įgavęs dalyvių skaičius ir grynujų aktyvų vertė bei sėkmingas akcijų paskirstymas globalioje rinkoje, t. y., fondo investicinį portfelį daugiausiai sudaro (beveik 75 proc.) investicijos į Airijos KIS. Skirtingi TOPSIS ir SAW metodo rezultatai gauti vertinant „Luminor pensija 3 plus“ ir „INVL Drąsus“ fondus. Ieškant priežasčių, kodėl nustatyti dydžiai yra skirtingi, galima manyti, kad vertinama Alfa koeficiento reikšmė, didesnė investicinė grąža. Be to, „Luminor pensija 3 plus“ fondas investicijas pagrinde paskirstęs Liuksemburgo rinkoje, o „INVL Drąsus“ finansinį turtą įsigijęs ir tokiose šalyse kaip Lietuva, Rumunija, Suomija, Vengrija ir Lenkija.

Apibendrinant gautus tyrimo rezultatus, pensijų fondų investavimo strategijų tyrimo daugiakriterio vertinimo TOPSIS ir SAW metodais nauda galima įvardinti tai, kad galutiniam dydžiui gauti sujungiamos skirtingų vertinimo kriterijų reikšmės, lyginami jų skirtumai

tarpusavyje, ieškoma reikšmingesnių priežasčių bendram rezultatui nustatyti ir priimamos tikslesnės vertinimo išvados. Analizuojant skirtingais metodais gautus rezultatus, galima gilintis ir lyginti tarpusavyje atskirų vertinimo rodiklių reikšmes ir jų tendencijas. Tyrimo metu nustatyta, kad privačių pensijų fondų efektyvumo pagal investavimo strategijas daugiakriteris vertinimas yra informatyvesnis nei fondų valdytojų pateikiami pelningumo rezultatai, apibendrinant tik investicinės grąžos dydį, t. y., nustatyta, kad daugiakriteris vertinimas, sujungiant kelis skirtingus veiklos vertinimo kriterijus, gali parodyti priešingą rezultatą nei atskiri rodikliai. Be to, svarbu paminėti, kad toks kelis skirtingus vertinimo kriterijus sumuojantis tyrimo metodas padeda analizuoti pensijų fondų valdymą veikiant ekonominės globalizacijos sąlygoms, kai dėl nuolat besikeičiančios finansų rinkų situacijos, investicijų prieinamumo galimybių augimo, technologinio tobulėjimo ir kitų veiksnių finansinio turto vertė gali augti ar, priešingai, patirti nuostolius.

IŠVADOS IR SIŪLYMAI

Atlikus Lietuvos ir užsienio mokslinės literatūros analizę bei daugiakriterį III pakopos pensijų fondų efektyvumo pagal investavimo strategijas vertinimą, galima teigti, kad:

1. ekonominės globalizacijos sąlygas galima suprasti kaip rinkos ekonomikos atvirumo ir aktyvumo skatinimą, kur užtikrinamos didesnio prekybos masto, tiesioginių užsienio investicijų pritraukimo, platesnio išteklių pasirinkimo, tarptautinės ekonomikos augimo bei laisvesnio bendradarbiavimo ir partnerystės galimybės. Kalbant apie investicijas ir investavimo prieinamumą globalioje aplinkoje, daugelis autorių išskiria tokią pagrindinę naudą kaip didesnis vertybinių popierių likvidumas dėl atviresnės ir gilesnės rinkos, investuotojų lūkesčių patenkinimas pagal jų finansinius poreikius ir tokius finansinius reikalavimus kaip investicijų likvidumas, prisiimamos rizikos pasirinkimas ir valdymas bei sąlygos didesniai pelnui uždirbti. Būtent šios investavimo galimybės globalioje ekonominėje aplinkoje ir globaliai veikiančiame pasaulyje susidariusios socialinės problemos užtikrino privačių pensijų fondų formavimąsi ir veiklos tęstinumą, kad dalyvių kaupiamos lėšos generuotų pelną poreikius atitinkančioms pensinėms pajamoms ateityje gauti. Privačius pensijų fondus valdančios bendrovės atitinka institucinio investuotojo bruožus, todėl investuoja „aktyviai“, t. y., formuojant optimalų investicinį portfelį nuolat prižiūri ir analizuoja globaliai veikiančios finansų rinkos tendencijas, kad ateityje būtų pasiekama maksimali investicinė grąža;

2. privačių pensijų kaupimo fondų veikla, pirmiausia, analizuojama pagal tokius rodiklius kaip fondo valdomas turtas, dalyvių skaičius, valdymo įmonės patirtis, taikomi administraciniai mokesčiai ir pan., bet svarbiausi ir informatyviausi yra pelningumo ir rizikos lygio rodikliai. Baigiamojo darbo tyrimas atliktas daugiakriterio vertinimo TOPSIS ir SAW metodais, kurio metu, pirmiausia, ekspertinės apklausos būdu nustatoma investicinės grąžos, standartinio nuokrypio, Šarpo rodiklio ir Alfa koeficiento reikšmė galutiniam pensijų fondų veiklos efektyvumui. Toks keletą skirtingų vertinimo kriterijų įtraukiantis tyrimo metodas leidžia tiksliausiai įvertinti privačių pensijų fondų veiklą, nustatyti, kaip efektyviai valdomos investicijos ir derinamas prisiimamos rizikos lygis globalios ekonomikos kontekste;

3. 2020 m. I pusm. duomenimis, Lietuvoje veikė 16 papildomo savanoriško kaupimo pensijų fondų, kuriuos valdė keturios įmonės: UAB „SEB investicijų valdymas“, UAB „Swedbank investicijų valdymas“, UAB „Luminor investicijų valdymas“ ir UAB „INVL Asset Management“. III pakopos pensijų fondai pasiskirstę į tris grupes pagal investavimo strategijas: trys – konservatyvaus investavimo, aštuoni – mišraus investavimo, penki – akcijų pensijų fondai.

Papildomo savanoriško pensijų kaupimo fondai pagal vėliausius duomenis valdė 140 mln. Eur turto, o šiuos fondus buvo pasirinkę daugiau nei 73 tūkst. kaupimo sistemos dalyvių. Analizuojant fondų investicinės grąžos rodiklį pastarųjų penkerių metų laikotarpiu, nustatyta, kad akcijų pensijų fondai pasiekia didžiausią pelningumo lygį, tačiau visiems fondams yra tinkama sąlyga, kad kuo didesnę grąžą fondas uždirba „geruoju“ laikotarpiu, tuo didesnis nuosmukis laukia „bloguoju“ metu. Didžiausiu pelningumu savo fondų grupėse pagal investavimo strategijas 2015–2020 m. išsiskyrė „INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus“, „INVL Apdairus“ ir „Luminor pensija 3 plus“ fondai, o kitų fondų pelningumas buvo žemesnis arba mažiau stabilus visu vertinamu laikotarpiu.

Apibendrinant III pakopos pensijų fondų investavimo strategijų vertinimo rezultatus, nustatyta, kad, naudojant pastarųjų penkerių metų 2015–2019 m. duomenis, tarp konservatyvaus investavimo grupės fondų efektyviausiai veikiančiu galima laikyti „SEB pensija 58+“ fondą, kurio investicinės grąžos dydis buvo kiek mažesnis už aukščiausią pelningumą pasiekusį fondą, tačiau kiti kriterijai pasižymi geresnėmis reikšmėmis, o investicinį portfelį daugiausiai sudaro Lietuvos, Latvijos ir Estijos skolos vertybiniai popieriai. Tarp mišrią investavimo strategiją taikančių fondų geriausiu efektyvumo rezultatu išsiskyrė „INVL Apdairus“ fondas, kurio atskiri rodikliai analizuojamu laikotarpiu išsiskyrė aukštesniu pelningumu ir tinkamu rizikos lygiu, kadangi investicijos labai maža dalimi paskirstytos į Belgijos skolos vertybinius popierius, o rizikingesnės investicijos nukreiptos į Liuksemburgo ir Airijos KIS. Tarp aukščiausią riziką prisiėmusių akcijų pensijų fondų efektyviausiu fondu nustatytas „INVL EXTREMO III 16+“ fondo darbas, kuris taip pat pasižymėjo ir sparčiai augančiu dalyvių skaičiumi, ir valdomu turtu, ir pelningiausių investicijų Airijoje pasirinkimu. Išanalizavus gautus rezultatus, galima daryti prielaidą, kad geresniems privačių pensijų fondų veiklos rezultatams įtakos turi ne tik atskiri pelningumo ar rizikos vertinimo kriterijai, bet ir globalios finansų rinkos sąlygos, t. y., sėkmingas įsigyto finansinio turto globalioje rinkoje disponavimas ir tam tikrų nenumatytų įvykių padarinių suvaldymas. Daugiakriteris vertinimas skirtingais TOPSIS ir SAW metodais leido pastebėti, kad atskiri fondo veiklą apibūdinantys kriterijai gali rodyti priešingą rezultatą nei kartu sujungus kelis pelningumo ir rizikos vertinimo rodiklius, todėl, renkantis privatų pensijų kaupimo fondą, naudinga atlikti platesnę nei atskirų fondo veiklos vertinimo rodiklių analizę.

Vertinant efektyviau veikiančių fondų investicinius portfelius pastebėta, kad didžiausios jų investicijų dalys yra nukreiptos į Liuksemburgo arba Airijos kolektyvinio investavimo subjektus. Toks investicinis pasirinkimas galėtų būti aiškinamas taip, kad būtent šios šalys yra populiariausių ir labiausiai pasaulyje vertinamų įmonių akcijų atstovės, be to, šios valstybės

išsiskiria puikiu ekonomikos valdymu. Taip pat nustatyta, kad žemesniais pelningumo rezultatais pasižymi tie pensijų fondai, kurių investicinis portfelis sudaromas iš didelės dalies investicijų į mažiau pelningus skolos vertybinius popierius Rytų Europos šalyse, kur tiek ekonominis, tiek politinis valstybių valdymas visais laikais išlieka rizikingesnis ir dažnai lemia nuostolius finansų rinkoje.

Baigiamajame darbe atlikta III pakopos pensijų fondų investavimo strategijų veikimo globalioje ekonominėje aplinkoje analizė leidžia susidaryti bendrą vaizdą, kaip veikia privatūs pensijų fondai, kokias investavimo galimybes kuria ekonominės globalizacijos sąlygos pagrindiniam pelno maksimizavimo tikslui pasiekti. Vertinant tai, kad visuomenė auga tiek technologinio, tiek finansinio raštingumo aspektais, būtų naudinga pateikti informatyvesnes privačių pensijų fondų vertinimo išvadas, kad tiek tyrimams naudojami duomenys, tiek kaupimo sistemos dalyviui pateikiamos ataskaitos leistų plačiau analizuoti pensijų fondų veiklos efektyvumo rezultatus.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

- Andonov, A., Hochberg, Y. V., & Rauh, J. D. (2017). Political Representation and Governance: Evidence from the Investment Decisions of Public Pension Funds. *Journal of Finance forthcoming*, 1, 1-54.
<https://doi.org/10.1111/jofi.12706>
- Anggraeni, E. Y., Huda, M., Maseleno, A., Safar, J., Jasmi, K. A., Mohamed, A. K., Hehsan, A., Basiron, B., Ihwani, S. S., Wan Embong, H., Mohamed, A. M., Noor, S. S. M., Fauzi, A. N., Wijaya, D. A., & Masrur, M. (2018). Poverty level grouping using SAW method. *International Journal of Engineering & Technology*, 7(2.27), 218-224.
- Bartošova, J., & Stejskal, J. (2014). Examining the economic status of seniors entering retirement. *International Conference on Applied Economics (ICOAE) 2014*, Procedia Economics and Finance, 14, 49-57.
[https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00685-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00685-6)
- Baubinaitė, K. (2013). Globalizacijos poveikis valstybių plėtros ilgalaikiai (didžiajai) strategijai. *Viešoji politika ir administravimas*, 12(2), 248-259.
- Bekaert, G., & Harvey, C. (2017). Emerging Equity Markets in a Globalizing World. *National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA 02138, USA*.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2344817>
- Biondi, Y., & Sierra, M. (2015). Accounting for Pension Flows and Funds: A case study for accounting, economics and public finances. *The Accountant, the Economist and the Politician and other stories in Public Sector Financial Management*, Workshop in Zurich-Winterhur (Switzerland), 2015 May.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2606547>
- Bitinas, A., & Maccioni, A. F. (2014). Lithuanian Pension System's Reforms Transformations and Forecasts. *Universal Journal of Industrial and Business Management*, 2(1), 17-23.
10.13189/ujibm.2014.020103
- Bodnar, T., & Zabolotsky, T. (2017). How risky is the optimal portfolio which maximizes the Sharpe ratio? *AStA Advances in Statistical Analysis*, 101(1), 1-28.
<https://doi.org/10.1007/s10182-016-0270-3>
- Boonen, T. J., & De Waegenaere, A. (2017). Intergenerational Risk Sharing in Closing Pension Funds. *Insurance Mathematics & Economics*, 74, 20-30.
<https://doi.org/10.1016/j.insmatheco.2017.02.002>

- Borisovna Pochinok, N., Ivanovna Andryuschenko, G., Vitalievna Savina, M., Nikolaevna Spirina, A., & Nikolaevich Maloletko, A. (2015). Place of Private Pension Funds in the Financial Market. *Asian Social Science*, 14(11), 161-168.
<http://dx.doi.org/10.5539/ass.v11n14p161>
- Bradley, D., Pantzalis, Ch., & Yuan, X. (2015). The influence of political bias in state pension funds. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 69-91.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.017>
- Brazauskas, M. (2014). Daugiakriterinių sprendimų priėmimo metodo taikymas formuojant vertės investicinį portfelį. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, 1(33), 72-81.
- Broeders, D., Chen, D., Minderhoud, P., & Schudel, W. (2016). Pension funds' herding. *DNP Working Paper*, No. 503 / February 2016. The Netherlands
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2741011>
- Bulotaitė, E., & Slavickienė, A. (2009). Finansų rinką įtakojantys privačių pensijų fondų veiksniai. *Vadybos mokslas ir studijos – kaimo verslų ir jų infrastruktūros plėtrai*, 16(1).
- Burlacu, S., Gutu, C., & Matei, F. O. (2018). Globalization – pros and cons. *Quality – Access to Success*, 19(S1), 122-125.
- Cabral, R., Garcia-Diaz, R., & Mollick, A. V. (2016). Does globalization affect top income inequality? *Journal of Policy Modeling*, Elsevier, 38(5), 916-940.
<https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2016.05.001>
- Cai, F., & Du, Y. (2015). The Social Protection System in Ageing China. *Asian Economic Policy Review*, 10(2), 250-270.
<https://doi.org/10.1111/aepr.12103>
- Caurkubule, Ž., & Rubanovskis, A. (2014). Pension system development and the sustainability of the principle of generation solidarity. *Entrepreneurship and sustainability issues*, 1(3), 173-186.
[http://dx.doi.org/10.9770/jesi.2014.1.3\(6\)](http://dx.doi.org/10.9770/jesi.2014.1.3(6))
- Chohan, U. W. (2017). Pension Fund Regulation and Governance. In: Farazmand A. (eds) *Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy, and Governance*. Springer, Cham.
https://doi.org/10.1007/978-3-319-31816-5_3474-1
- Constantin, D. (2017). Evolution of the Unitary Value of Net Assets to Pension Funds in Pillar III. *Ovidius University Annals: Economic Sciences Series*, 1, 480-483.
- Croitoru, E. L. (2015). Pension system reform in Romania: a dynamic analysis of the demographic influence. *7th International Conference on Globalization and Higher Education in*

- Economics and Business Administration, GEBA 2013*, Procedia Economics and Finance, 20, 140-146.
[https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00058-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00058-1)
- Cueves, S., Cornelsen, L., & Walls, H. (2019). Economic globalization, nutrition and health: a review of quantitative evidence. *Globalization and Health*, 15(1), 1-19.
<https://doi.org/10.1186/s12992-019-0456-z>
- Čepinskis, J., & Jonynas, D. (2008). Investicijų valdymas globalizacijos kontekste. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*, 47, 7-22.
- Długoborskytė, V., Petraitė, M., & Buse, S. (2015). Enterprises and clients in the global market: Linking Entrepreneurial, Strategic and Network Variables in Explaining the Emergence of Born Global R&D Intensive Firm. *Social Sciences*, 1(87), 7-18.
<https://doi.org/10.5755/j01.ss.87.1.12316>
- Downes, J., & Goodman, J. E. (2014). Dictionary of Finance and Investment Terms. NY: Barron's Educational Series, Inc, Ninth Edition.
- Dubinovičius, R. (2014). II pakopos pensijų fondų investicijų grąžos vertinimas verslo cikluose. *Magistro darbas*. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.
- Dzikevičius, A. (2004). Vertinimo, koreguoto pagal riziką, metodikų palyginamoji analizė. *LŽŪU mokslo darbai*, 64(17), 97-103.
- Ertugrul, H. M., Gebesoglu, P. F., & Atasoy, B. S. (2017). Mind the gap: Turkish case study of policy change in private pension schemes. *Borsa Istanbul Review*, 18(2), 140-149.
<https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.11.003>
- Europos Komisija. (2017). Diskusijoms skirtas dokumentas dėl globalizacijos suvaldymo. *Europos Komisija*, COM(2017) 240.
- Gaigalaitė, I., & Žilinskij, G. (2017). Investavimo strategijų pasirinkimo galimybių analizė ir jų klasifikavimas akcijų rinkoje. *Conference for Junior Researchers „Science – Future of Lithuania“*.
<https://doi.org/10.3846/vvf.2017.015>
- Gavrilova, I. (2011). Lietuvos investicinių fondų veiklos vertinimas, atsižvelgiant į riziką ir savalaikiškumą. *Mokslas – Lietuvos ateitis, Verslas XXI amžiuje*, 3(4), 5-12.
<https://doi.org/10.3846/mla.2011.063>
- Gyls, P. (2002). Pensijų sistema Lietuvoje: dilemos ir kontroversijos. *Viešoji politika ir administravimas*, 2, 78-84.

- Ginevičius, R., & Podvezko, V. (2008). Daugiakriterinio vertinimo būdų suderinamumas. *Verslas: teorija ir praktika*, 9(1), 73-80.
<https://doi.org/10.3846/1648-0627.2008.9.73-80>
- Glinevičius, Ž., & Ulbinaitė, A. (2015). Pensijų fondų dalyvių finansinis raštingumas ir investicijų bei rizikos valdymas planuojant pensiją. *VU EF studentų mokslinės draugijos konferencija: straipsnių rinkinys*, 46-63.
- Grossman, Gene M., & Helpman, E. (2015). Globalization and Growth. *American Economic Review*, 105(5), 100-104.
 10.1257/aer.p20151068
- Gudaitis, T. (2009). Senatvės pensijų sistemos modelių teorinė analizė. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*, 50, 53-68.
- Gudaitis, T. (2012). „Gyvenimo ciklo“ fondų investavimo strategijos pritaikymo privačių pensijų fondų sistemoje galimybių vertinimas. *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai*, 6(1), 115-127.
- Hamdani, A., Kandel, E., Mugerman, Y., & Yafeh, Y. (2016). Incentive fees and competition in pension funds: evidence from a regulatory experiment. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper 22634.
<http://dx.doi.org/10.1561/108.000000015>
- Held, D., McGrew, A., Goldblatt, D., & Perraton, J. (2002). Globaliniai pokyčiai: politika, ekonomika ir kultūra. Vilnius: Margi raštai.
- Hill, C. (2015). International Business: Competing in the Global Market Place. 10th Edition, McGraw-Hill.
- Huisman, K. J. M., & Kort, P. M. (2015). Strategic capacity investment under uncertainty. *The RAND Journal of Economics*, 46(2).
<https://doi.org/10.1111/1756-2171.12089>
- Janda, K., Rausser, G., & Svarovska, B. (2014). Can investment in microfinance funds improve risk-return characteristics of a portfolio? *Technological and Economic Development of Economy*, 20(4), 673-695.
<https://doi.org/10.3846/20294913.2014.869514>
- Januškevičiūtė, E. (2010). III pakopos pensijų fondai: specifika ir vertinimo modeliavimas. *Lietuvos aukštųjų mokyklų vadybos ir ekonomikos jaunųjų mokslininkų Konferencijų darbai*, 13, 91-102.

- Jarašius, G., & Galinienė, B. (2014). Alternatyvaus investavimo fondų įtaka finansiniam stabilumui Lietuvoje. *Verslas: Teorija ir praktika*, 14(4), 339-350.
- Jurevičienė, D. (2015). *Asmeninių finansų dimensija*. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.
- Jurevičienė, D., & Bapkauskaitė, G. (2014). Kompleksinis investicinių fondų veiklos vertinimas. *Verslo sistemos ir ekonomika*, 4(1), 64-77.
10.13165/VSE-14-4-1-06
- Jurevičienė, D., & Samoškaitė, Š. (2012). II pakopos pensijų fondų investicijų gražos, atsižvelgiant į riziką, vertinimas. *Verslas: teorija ir praktika*, 13(4), 304-313.
10.3846/btp.2012.32
- Jurevičienė, D., & Volkova, M. (2014). Evaluation of the 3rd pillar pension funds in Lithuania. *Journal of Business Economics and Management*, 15(4), 684-707.
<https://doi.org/10.3846/16111699.2014.951956>
- Kabašinskas, A., Šutienė, K., Kopa, M., & Valakevičius, E. (2017). The risk-return profile of Lithuanian private pension funds. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 1611-1630.
<https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1383169>
- Katkus, V., & Martinaitytė, E. (2002). Pensijų reforma: pensijų fondų sistemos Lietuvoje kūrimo problemos. *Dalyvavimas pensijų reformoje: piliečiai, rinkos, viešosios institucijos*, 156-175.
- Kavaliauskas, T. (2017). Lietuvos II ir III pakopų pensijų fondų veiklos vertinimas. *Magistro darbas*. Šiaulių universitetas.
- Kingsepp, A. (2016). Evaluation of Actively Managed III Pillar Voluntary Pension Funds Performance in Estonia. *Baigiamasis darbas*. Tallinn College of Tallinn University of Technology.
- Kučinskienė, M., & Jatuliavičienė, G. (2002). Globali ekonomika ir antreprenerystė. *Ekonomika*, 60(2), 69-78.
<https://doi.org/10.15388/Ekon.2002.17271>
- Kumar, R. (2014). Chapter 8 – Mutual Funds, Insurance, and Pension Funds. *Strategies of Banks and Other Financial Institutions: Theories and Cases*, 207-242.
- Kvieskienė, G. (2016). Finansinio raštingumo samprata ir paradoksai. *Socialinis ugdymas: Socialinė partnerystė ir inovacijos*, 44(3), 24-35.
<http://dx.doi.org/10.15823/su.2016.23>
- Kvietkauskienė, A. (2018). An intelligent investment strategy for return sustainability in global equity markets. *Social sciences, Economics (04S)*, Doctor Dissertation, Vilnius: Technika.

- Laurinaitienė, A. (2014). II pensijų pakopos reformos Lietuvoje analizė. *Magistro darbas*. Vilniaus Gedimino technikos universitetas.
- Lechner, F. J., & Boli, J. (2019). *The Globalization Reader*. 6th Edition, Wiley Blackwel, 2019.
- Lietuvos banko apžvalgos ir leidiniai: *Lietuvos II ir III pakopos pensijų fondų rinkos apžvalga*. Prieiga per internetą: <https://www.lb.lt/lt/apzvalgos-ir-leidiniai/category.39/series.3904>
- Lietuvos bankas: *veiklos rodikliai*. Prieiga per internetą: <https://www.lb.lt/lt/pf-veiklos-rodikliai#ex-1-2>
- Lietuvos Respublikos Pensijų sistemos reformos įstatymas (2002)
- Liutvinavičius, M., & Sakalauskas, V. (2011). Veiksnių, turinčių įtakos kaupimo privačiuose pensijų fonduose efektyvumui, tyrimas. *Socialinės technologijos*, 1(2), 328-343.
- Macijauskas, L. (2015). Finansų rinkų dalyvių iracionalumu paremta taktinė turto alokacija. *Socialiniai mokslai, Ekonomika (04S)*, daktaro disertacija, Vilnius: Technika.
- Mamedov, O., Movchan, I., Ishchenko-Padukova, O., Grabowska, M. (2016). Traditional Economy: Innovations, Efficiency and Globalization. *Economics and Sociology*, 9(2), 61-72. 10.14254/2071- 789X.2016/9-2/4
- Mavlutova, I., & Titova, S. (2014). Economic enviroment impact on pension system: Case of Latvia. *Social and Behaviour Sciences* 110, 39, 219-228. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.953>
- Mavlutova, I., Titova, S., & Fomins, A. (2016). Pension System in Changing Economic Environment: Case of Latvia. *3rd Global Conference on Business, Economics, Management and Tourism, 2015, Rome, Italy*, Procedia Economics and Finance, 39, 2019-228. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30316-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30316-1)
- Mečkovski, J. (2017). Dalyvavimo Lietuvos antrojoje pensijų kaupimo pakopoje įvertinimas: dalyvio požiūris. *VU EF studentų mokslinės draugijos konferencijos straipsnių rinkinys 2016*, 166-174.
- Melnikas B., & Naulickitė I. (2016). Emigracija ir globalizacijos procesai: iššūkiai, šiuolaikinės tendencijos, problemos, sprendimai. *Verslas XXI amžiuje*, 8(2), 230-241. 10.3846/mla.2015.907
- Miečinskienė, A., & Uscinovič, V. (2020). Investicinių fondų vertinimas atsižvelgiant į jų tvarumo lygį. *23rd Conference for Young Researchers "Economics and Management"*, Vilniaus Gedimino technikos universitetas. <https://doi.org/10.3846/vvf.2020.038>

- Mikulėnas, I. (2018). Senatvės pensijų sistemos alternatyvų analizė: Lietuvos atvejis. *Magistro darbas*. Vilniaus universitetas, Tarptautinių santykių ir politikos mokslų institutas.
- Mikulevič, R. (2014). Privatūs II pakopos pensijų fondai ir jų raidos Lietuvoje ekonominis vertinimas. *Magistro darbas*. Šiaulių universitetas.
- Molek, J. (2014). Development of the state-contributory supplementary pension insurance in the Czech Republic. *Pravni a ekonomické obory v lékařských a sociálních vědách*, Kontakt, 3, 211-220.
<https://doi.org/10.1016/j.kontakt.2014.06.001>
- Molek, J. (2018). How profitable are savings in the third voluntary pillar of the Czech pension system? *Socialni vedy a zdraví*, Kontakt, 2, 213-221.
<https://doi.org/10.1016/j.kontakt.2018.01.001>
- Nasdaq: vertybiniai popieriai. Prieiga per internetą: <https://nasdaqcsd.com/statistics/lt/securities>
- Orehovskaya Natalia, A., Galushkin Alexander, A., Maleko Elena, V., Bezenkova Tatyana, A., & Plugina Natalya, A. (2018). Globalization and youth: philosophical analysis of challenges and ways to overcome them. *XLinguae, European Scientific Language Journal*, 11(2), 256-264.
10.18355/XL.2018.11.02.20
- Parente, R. C., Geleilate, J. M. G., & Rong, K. (2018). The Sharing Economy Globalization Phenomonon: A Research Agenda. *Journal of International Management*, 24(1), 52-64.
<https://doi.org/10.1016/j.intman.2017.10.001>
- Pozen, R., & Hamacher, T. (2015). *The Fund Industry: How Your Money is Managed*. New Jersey, Wiley, Second edition.
- Rabikauskaitė, V., & Novickytė, L. (2015). II Pillar Pension Funds: How the Selection of Fund Influences the Size of the Old-Age Pension. *Ekonomika*, 94(3), 96-118.
<https://doi.org/10.15388/Ekon.2015.3.8790>
- Raguckas, M. (2017). Lietuvos antros pakopos pensijų fondų efektyvumo vertinimas. *Magistro darbas*. Kaunas: Kauno technologijos universitetas.
- Rakauskienė, O. G. (2007). Lietuvos ekonominė ir socialinė sanglauda. *Lietuvos ekonomika Europoje ir globalioje erdvėje: straipsnių rinkinys* (103-136). Vilnius: VšĮ Ekonominių tyrimų centras.
- Riškus, A., & Stasytytės, V. (2017). Investavimo globalioje rinkoje galimybės. *20th Conference for Junior Researchers „Science – Future of Lithuania“*.
<https://doi.org/10.3846/vvf.2017.020>

- Rodrik, D. (2018). Populism and the economics of globalization. *Journal of International Business Policy*, 1, 12-33.
<https://doi.org/10.1057/s42214-018-0001-4>
- Rubbaniy, G., van Lelyveld, I. P.P., & Verschoor, F. C. (2014). Home bias and Dutch pension funds' investment behaviour. *The European Journal of Finance*, 20(11), 978-993.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1662564>
- Schumann, J. H. (2000). Brain. *Journal of Linguistic Anthropology*, American Anthropological Association, 9(1-2), 20-23.
- Simanavičienė, R. (2016). TOPSIS metodo jautrumas normalizavimo taisyklių atžvilgiu. *Lietuvos matematikų draugijos darbai*, 57, 7.
<https://doi.org/10.15388/LMR.B.2016.13>
- Singh, B. K. (2012). A study on investors' attitude towards mutual funds as an investment option. *International Journal of Research in Management*, 2(2), 61-70.
- Stalebrink, O. J. (2014). Public Pension Funds and Assumed Rates of Return: An Empirical Examination of Public Sector Defined Benefit Pension Plans. *American Review of Public Administration*, 44(1), 92-111.
<https://doi.org/10.1177/0275074012458826>
- Stanciu, M., & Mangra, M. G. (2014). Social Security System and Pension Systems – Pillars of Social Cohesion. *Annals of University of Craiova – Economic Sciences Series*, 1(42), 75-80.
- Stankevičienė, J., & Gavrilova, I. (2012). Lietuvos investicinių fondų veiklos vertinimas taikant kompleksinio vertinimo modelį. *Verslas: Teorija ir praktika*, 13(1), 94-106.
<https://doi.org/10.3846/btp.2012.10>
- Stewart, F. (2014). Providing Incentives for Long-Term Investment by Pension Funds: The Use of Outcome-based Benchmarks. *Policy Research Working Paper*, No. 6885. World Bank, Washington, DC.
<https://doi.org/10.1596/1813-9450-6885>
- Stiglitz, J. E. (2017). The overselling of globalization. *Bus Econ*, 52, 129-137.
<https://doi.org/10.1057/s11369-017-0047-z>
- Stowel, D. P. (2018). Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity. *Academic Press is an imprint of Elsevier*. Oxford, United Kingdom, Third edition.
- Šliburytė, L., & Masteikienė, R. (2012). Globalizacijos raiška Europos pereinamosios ekonomikos šalių verslo aplinkai: ypatumai ir poveikio veiksniai. *Economics and Management: 2012*, 17(4), 1430-1442.

- <https://doi.org/10.5755/j01.em.17.4.3010>
- Tan, M., & Cam, M. A. (2015). Does Governance Structure Influence Pension Fund Fees and Costs? An Examination of Australian Not-for-Profit Superannuation Funds. *RMIT University, Financial Research Network Working Paper*, Australia.
- <https://doi.org/10.1177/0312896214525179>
- Tatulienė, K. (2012). Antros pakopos privačių pensijų fondų pasirinkimo modelis. *Magistro darbas*. Kaunas: Aleksandro Stulginskio universitetas.
- Tsai, I. C. (2017). The source of global stock market risk: A viewpoint of economic policy uncertainty. *Economic Modelling*, 60, 122-131.
- <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.09.002>
- UAB „INVL Asset Management“: *pensijų fondų veiklos ataskaitos 2015–2020 m.* Prieiga per internetą: <https://www.invl.com/pensija/iii-pakopos-pensija/iii-pakopos-pensiju-fondai/>
- UAB „Luminor investicijų valdymas“: *pensijų fondų veiklos ataskaitos 2015–2020 m.* Prieiga per internetą: <https://www.luminor.lt/lt/privatiems/luminor-papildoma-pensija>
- UAB „SEB investicijų valdymas“: *pensijų fondų veiklos ataskaitos 2015–2020 m.* Prieiga per internetą: <https://www.seb.lt/verslo-klientams/draudimas-ir-pensija/darbuotoju-draudimas-ir-pensija/lesu-kaupimo-programos/seb-pensija-plius>
- Urbonaitė, R. (2018). III pakopos pensijų fondai – pensijos kaupimo alternatyva? *Investuok*, 2018 birželis, 10-12.
- Urbšienė, L. (2011). Globalizacijos samprata: šiuolaikiniai požiūriai. *Verslas: teorija ir praktika*, 12(3), 203-214.
- <https://doi.org/10.3846/btp.2011.21>
- Vaičiulienė, G. (2014). Lietuvos pensijų sistemos vertinimas. *Magistro darbas*. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.
- Vaičiulis, M. (2009). Pensijų fondai. *Finansinių paslaugų vadovas, 3 dalis*, 49-58.
- Valstybinė mokesčių inspekcija: *Dėl gyventojų pajamų mokesčio lengvatų gyvybės draudimo ir kitoms įmokoms deklaravimo*. Prieiga per internetą: <https://www.vmi.lt/cms/gpm-lengvatos-2019>
- Vukorepa, I. (2015). Lost between Sustainability and Adequacy: Critical Analysis of the Croatian Pension System's Parametric Reform. *Revija za socijalnu politiku*, 22(3), 279-308.
- [10.3935/rsp.v22i3.1307](https://doi.org/10.3935/rsp.v22i3.1307)
- Wojtasiewicz, T. (2017). Accumulation of funds under the IKE pension system and WIG20 index fluctuation. *Central European review of economics and management*, 1(1), 65-82.

<http://dx.doi.org/10.29015/cerem.182>

World Bank (2008). The World Bank Pension Conceptual Framework. *World Bank pension conceptual framework*. Washington, DC.

Zedillo, E. (2007). The Future of Globalization: Explorations in Light of Recent Turbulence. 1st Edition, Routledge.

Žilinskij, G., & Geigal, M. (2020). Investavimo strategijų taikymas kapitalo rinkoje. *23rd Conference for Young Researchers "Economics and Management"*, Vilniaus Gedimino technikos universitetas.

<https://doi.org/10.3846/vvf.2020.027>

Žvinklytė, L. (2017). Baltijos šalių biržose prekiaujamų investicinių fondų efektyvumo vertinimas. *Magistro darbas*. Kaunas: Aleksandro Stulginskio universitetas.

PRIEDAI

1 priedas. Ekspertinio vertinimo apklausos anketa

Ekspertinio vertinimo apklausa

Esu Gabrielė Miliauskaitė, Vilniaus Gedimino technikos universiteto, antrosios pakopos Ekonomikos inžinerijos studijų programos antrakursė ir šiuo metu rašau magistro baigiamąjį darbą tema „Lietuvos privačių pensijų fondų investavimo strategijų ekonominės globalizacijos sąlygomis vertinimas“. Baigiamojo darbo tyrimu siekiu nustatyti III pakopos pensijų fondų efektyvumą pagal investavimo strategijas ir apibendrinti geriausias kaupimo galimybes. Tyrimą atliksiu naudodama daugiakriterio vertinimo TOPSIS ir SAW metodus, kurių viena svarbiausių sudedamųjų dalių – didžiausią įtaką pensijų fondų efektyvumui turinčių rodiklių nustatymas, kuriam reikalinga Jūsų ekspertinė nuomonė. Dėkoju už Jūsų pagalbą.

1. Jūsų išsilavinimas:

- ☐ Aukštasis neuniversitetinis;
- ☐ Aukštasis (bakalauro laipsnis);
- ☐ Aukštasis (magistro laipsnis);
- ☐ Kita _____.

2. Darbo patirtis finansų sektoriuje: _____.

3. Profesinė kryptis įmonių grupėje:

- ☐ Finansavimas;
- ☐ Investavimas;
- ☐ Draudimas;
- ☐ Turto vertinimas.

4. Ar norite gauti informaciją apie tyrimo rezultatus (jei sutinkate, įrašykite savo el. pašto adresą)?

- ☐ Taip
- ☐ Ne

El. p.: _____.

Dėkoju už Jūsų pagalbą dalyvaujant tyrimo eigoje.

2 priedas. III pakopos pensijų fondų dalyvių skaičiaus ir valdomo turto duomenys 2015–2020 m. laikotarpiu

Valdymo įmonė	Pensijų fondas	2015 m. II pusm.		2016 m. I pusm.		2016 m. II pusm.		2017 m. I pusm.		2017 m. II pusm.		2018 m. I pusm.		2018 m. II pusm.		2019 m. I pusm.		2019 m. II pusm.		2020 m. I pusm.	
		Turtas, mln. €	Dalyviai, vnt.	Turtas, mln. €	Dalyviai, vnt.	Turtas, mln. €	Dalyviai, vnt.	Turtas, mln. €	Dalyviai, vnt.	Turtas, mln. €	Dalyviai, vnt.	Turtas, mln. €	Dalyviai, vnt.	Turtas, mln. €	Dalyviai, vnt.	Turtas, mln. €	Dalyviai, vnt.	Turtas, mln. €	Dalyviai, vnt.	Turtas, mln. €	Dalyviai, vnt.
UAB "SEB investicijų valdymas"	SEB pensija 18+	18.29	9084	18.34	9013	20.2	9151	21.27	9339	22.66	9605	22.93	9165	21.54	9206	24.5	9643	27.28	10560	26.9	10658
	SEB pensija 50+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.09	14
	SEB pensija 58+	5.75	1714	5.94	1698	6.66	1761	6.79	1789	7.36	1869	7.35	1703	7.82	1713	8.03	1750	8.73	2160	8.62	2143
UAB "Swedbank investicijų valdymas"	Pensijų fondas 30 (apriboto nutraukimo)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.02	93	0.08	94
	Pensijų fondas 60 (apriboto nutraukimo)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.05	232	0.22	245
	Pensijų fondas 100 (apriboto nutraukimo)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.13	619	0.61	683
UAB „Luminor investicijų valdymas“	Luminor pensija 1 plius	2.93	3672	4.03	4330	6.18	5121	6.91	5674	8.28	5999	8.83	6007	9.93	6066	10.57	5842	11.17	5722	11.65	5606
	Luminor pensija 2 plius	18.04	22634	19.47	23301	22.86	24213	24.69	25909	28.44	27130	30.5	27739	31.37	28351	33.67	27938	37.28	27659	37.49	27295
	Luminor pensija 3 plius	2.38	2640	2.41	2733	3.18	2911	3.7	3278	4.66	3756	5.27	4111	5.3	4780	6.64	4987	7.8	5081	7.83	5052
	Luminor pensija darbuotojai 1 plius	0.37	285	0.41	299	0.49	445	0.57	443	0.71	499	0.68	475	0.76	478	1.08	515	1.08	489	1.09	468
	Luminor pensija darbuotojai 2 plius	0.48	790	0.73	801	0.89	847	1.17	848	1.47	920	1.47	934	1.56	1006	2.24	1018	2.38	994	2.41	1029
	INVL Drąsus	1.97	1639	1.97	1603	2.24	1585	2.44	1586	2.55	1570	2.64	1573	2.5	1645	3.03	1915	3.56	2214	3.77	2362
UAB "INVL Asset Management"	INVL STABIL LO III 58+/ INVL Stabilus	5.06	2118	6.03	2222	8.61	2406	8.94	2447	9.61	2504	9.62	2566	10.3	2698	10.99	2866	12.72	3057	13.2	3169
	INVL MEDIO III 47+	2.39	472	2.54	524	3.09	633	3.81	827	4.1	897	4.48	1075	4.88	1388	6.44	2298	8.07	3106	7.95	3500
	INVL EXTREMO III 16+	2.34	1095	2.47	1093	3.18	1310	3.74	1718	4.85	2006	5.55	2726	6.21	3930	8.73	6145	12.86	8605	15.61	10020
	INVL Apdairus	1.53	1190	1.82	1334	1.92	1221	1.7	1051	1.86	1025	1.87	961	1.68	954	1.91	1050	2.42	1189	2.49	1250
	Iš viso:	61.53	47333	66.16	48951	79.5	51604	85.73	54909	96.55	57780	101.19	59035	103.85	62215	117.83	65967	135.55	71780	140.01	73588

3 priedas. Investicinė graža, proc. 2015–2020 m. laikotarpiu

	Investicinė graža, proc.									
Pensijų fondas	2015 m. II	2016 m. I	2016 m. II	2017 m. I	2017 m. II	2018 m. I	2018 m. II	2019 m. I	2019 m. II	2020 m. I
SEB pensija 58+	-0.33	2.46	2.84	3.07	1.21	-1.14	-1.97	3.70	4.97	-0.12
Luminor pensija 1 plius	0.51	0.74	0.13	-0.44	-0.54	-0.30	-0.64	1.70	1.57	0.27
INVL STABILLO III 58+/ INVL Stabilus	4.58	3.19	3.88	0.71	5.19	-2.26	-3.30	3.85	5.62	-1.82
SEB pensija 50+										
Pensijų fondas 30 (apriboto nutraukimo)										-1.38
Pensijų fondas 60 (apriboto nutraukimo)										-2.29
Luminor pensija 2 plius	3.03	-1.00	3	0.99	3.26	-0.17	-3.68	6.67	10.62	-1.89
Luminor pensija darbuotojui 1 plius	-1.73	-0.49	1.16	0.42	1.53	-0.45	-2.57	4.36	6.68	-0.69
Luminor pensija darbuotojui 2 plius	-2.97	-1.67	2.17	1.26	3.59	-0.61	-4.24	6.85	11.25	-1.77
INVL Apdairus	2.96	-2.06	2.66	1.82	5.21	0.73	-4.77	9.26	17.56	-6.8
INVL MEDIO III 47+	5.62	1.43	7.63	3.07	7.28	-0.63	-4.49	9.42	15.66	-4.68
SEB pensija 18+	4.60	-0.51	7.37	3.01	8.36	-0.16	-7.24	13.39	22.01	-6
Pensijų fondas 100 (apriboto nutraukimo)										-3.76
Luminor pensija 3 plius	3.73	-4.12	5.64	3.84	10.06	-0.35	-8.72	15.52	27.08	-6.24
INVL Drąsus	6.30	1.79	13.49	7.66	10.24	2.21	-4.61	14.31	24.77	-9.49
INVL EXTREMO III 16+	7.97	-1.20	11.08	3.1	9.37	1.82	-5.92	14.00	22.01	-7.73