

**ŠIAULIŲ UNIVERSITETAS
SOCIALINIŲ MOKSLŲ FAKULTETAS
EKONOMIKOS KATEDRA**

**Tomas DOBRIKAS
Rasa GUDAITYTĖ**

**INVESTICINIŲ FONDŲ VEIKLOS OPTIMIZAVIMAS
RECESIJOS SĄLYGOMIS**

Magistro darbas

Šiauliai, 2009 m.

**ŠIAULIŲ UNIVERSITETAS
SOCIALINIŲ MOKSLŲ FAKULTETAS
EKONOMIKOS KATEDRA**

**Tomas DOBRIKAS
Rasa GUDAITYTĖ**

**INVESTICINIŲ FONDŲ VEIKLOS OPTIMIZAVIMAS
RECESIJOS SĄLYGOMIS**

**Magistro darbas
Socialiniai mokslai, ekonomika (04S)**

Magistro darbo autoriai..... Tomas Dobrikas ir Rasa Gudaitytė.....

Vadovas..... doc. dr. Angelė Lileikienė.....

Recenzentas.....

Tomas Dobrikas, Rasa Gudaitytė. Investicinių fondų veiklos optimizavimas recesijos sąlygomis: magistro darbas / mokslinis vadovas doc. dr. Angelė Lileikienė; Šiaulių universitetas, Ekonomikos katedra. – Šiauliai, 2009. – 106 p.

SANTRAUKA

Magistro baigiamajame darbe išanalizuoti ir susisteminti įvairių Lietuvos ir užsienio autorių teoriniai ir praktiniai investicinių fondų aspektai – sąvokos, investicinių fondų veiklos principai, jų rūšys bei klasifikacija, fondų aktyvaus ir pasyvaus valdymo skirtumai ir kiti esminiai investicinių fondų bruožai. Pateikti investicinio portfelio efektyvumo vertinimo metodai pelningumo ir rizikos, fondo taikomų mokesčių ir išlaidų aspektais, taip pat naudojant palyginamuosius akcijų rinkų indeksus.

Darbe buvo ištirti trys skirtingas rinkas apimantys ir Lietuvoje veikiantys investiciniai fondai. Tai – banko „Swedbank“ valdomas „Hansa Rusijos akcijų fondas“, „Franklin Tmpleton Investments“ bendrovės „Templeton China“ fondas bei bendrovės „Investicijų portfelijų valdymas“ „ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirasis investicinis fondas“. Fondų veiklos efektyvumas recesijos sąlygomis analizuotas per fondų portfelijų struktūros pokyčius, lyginamųjų indeksų bei sektorinių indeksų dinamiką, kitų atitinkamose rinkose veikiančių investicinių fondų veiklos palyginimą, remiantis Šarpo, standartinių nuokrypių, dinamikos eilučių, rodiklių tarpusavio ryšių ir kitų santykinųjų dydžių skaičiavimu.

Patvirtinama autorių suformuluota mokslinio tyrimo hipotezė, kad investicinių fondų veikla netgi recesijos sąlygomis gali būti pelninga, jei parenkama efektyvi portfelio struktūra. Pasiūlyti investicinių fondų veiklos optimizavimo būdai.

SUMMARY

The master's paper contains systematization of various Lithuanian and foreign authors' works on theoretical and practical mutual funds issues. Terms, principles and schemes of mutual funds performance, forms and classification are being analyzed. Also comparison of active and passive management, impact of taxation on mutual funds are delivered. The effectiveness of the investment portfolio is based on profitability and risk ratio, as well as on performance of the benchmarks.

The paper estimates three mutual funds which are operating in different markets. That is "Hansa Russian Equity Fund" managed by "Swedbank" bank, „Templeton China“ fund managed by „Franklin Tmpleton Investments“ and “ZPR American Small Cap Open Fund” managed by

“Investicijų portfelių valdymas”. The performance of these funds in recession times is assessed by the change of portfolio’s composition, dynamics movement of benchmarks and sectoral indices, also by comparison of performance of other mutual funds which are operating in relative markets in accordance with Sharpe ratio, standard deviation, dynamic lines’ and correlation of other ratios.

A scientific research hypothesis framed by the paper’s authors that the performance of mutual funds can be profitable even during recession if an effective composition of portfolio have been chosen, is affirmed. Ways for optimizing mutual funds’ performance is also proposed.

TURINYS

IVADAS	9
1. INVESTICINIŲ FONDŲ PORTFELIO TEORINIAI ASPEKTAI	13
1.1. Investicinių fondų samprata	13
1.1.1. Investicinių fondų rūšys ir klasifikacija.....	18
1.1.2. Investicinių fondų taikomų mokesčių ir išlaidų struktūra	22
1.1.3. Aktyvaus ir pasyvaus investicinių fondų valdymo analizė	26
1.2. Investicinio portfelio pelningumo ir rizikos įvertinimas	32
1.3. Investicinio fondo įvertinimas indeksų pagalba	35
2. INVESTICINIŲ FONDŲ BEI INDEKSŲ ANALIZĖ	40
2.1. Globalios investicinių fondų tendencijos	40
2.2. AB banko „Swedbank“ „Hansa Rusijos akcijų fondo“ analizė.....	42
2.2.1. „Hansa Rusijos akcijų fondo“ portfelio dinamika recesijos laikotarpiu.....	45
2.2.2. „Hansa Rusijos akcijų fondo“ RTS indeksų šeimos analizė	48
2.3. „Franklino Templeton Investments“ kompanijos „Templeton China“ fondo analizė.....	54
2.3.1. „Templeton China“ portfelio struktūros dinamika	56
2.3.2. „Templeton China“ ir jo palyginamojo indekso analizė	59
2.3.3. „Templeton China“ GAV ir MSCI sektorių indeksų tarpusavio ryšių analizė	61
2.4. Bendrovės „Investicijų portfelių valdymas“ „ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirojo investicinio fondo“ analizė.....	63
2.4.1. ZPR RSC Russell 2000 indekso analizė.....	65
2.4.2. ZPR RSC fondo GAV ir Amerikos sektorių indeksų tarpusavio ryšiai	67
3. INVESTICINIŲ FONDŲ RINKOS PELNINGUMO TYRIMAS	69
3.1. Lietuvoje veikiančių investicinių fondų, siūlančių investuoti į Rusijos rinką, lyginamoji pelningumų analizė.....	69
3.2. Optimalus investavimo į Rusijos rinką scenarijus recesijos laikotarpiu	73
3.3. Kinijos rinkos investicinių fondų pelningumų lyginamoji analizė.....	75
3.4. Optimalus investavimo į Kinijos rinką scenarijus recesijos laikotarpiu	78
3.5. Fondų, investuojančių į Amerikos rinką, pelningumų analizė	79
3.6. Fondų pelningumo ir apmokestinimo sąryšis.....	83
IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS	85
LITERATŪROS SĄRAŠAS	90
PRIEDAI	97
1 priedas. Kolektyvinio investavimo subjektų mokesčiai, atskaitomi iš investuotojo lėšų.....	98
2 priedas. Investicinių fondų grynosios pajamos pagal regionus (metų pabaigoje, mln. USD)....	99
3 priedas. Priklausomybių tarp „Hansa Rusijos akcijų fondo“ GAV ir RTS indeksų šeimos skaičiavimas	100
4 priedas. Priklausomybių tarp „Templeton China“ GAV ir MSCI subindeksų skaičiavimas...	102
5 priedas. Priklausomybių tarp „ZPR RSC“ GAV ir Russell 2000 bei Amerikos sektorių indeksų skaičiavimas	104
6 priedas. Pagrindinės sąvokos.....	106

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Investicinio fondo sąvokos.....	14
2 lentelė. Lietuvos investicinių fondų mokesčiai, atskaitomi iš investuotojo lėšų.....	25
3 lentelė. Aktyvaus ir pasyvaus investicinių fondų privalumai ir trūkumai.....	29
4 lentelė. „Hansa Rusijos akcijų fondo“ portfelio dinamika.....	46
5 lentelė. RTSog indekso sudedamųjų svoriai ir kapitalizacijos.....	49
6 lentelė. „Templeton China“ ir lyginamojo indekso „MSCI Golden Dragon“ investicijų pasiskirstymas pagal rinkas.....	55
7 lentelė. „Templeton China Fund“ portfelio sudėties pokyčiai recesijos laikotarpiu.....	57
8 lentelė. Akumuliuotas „Templeton China“ pelningumas	59
9 lentelė. „Templeton China“ GAV ir Kinijos indeksų pokyčiai recesijos laikotarpiu.....	63
10 lentelė. 10 didžiausių ir 10 pelningiausių „Russell 2000“ indekso bendrovių.....	65
11 lentelė. ZPR RSC ir Dow Jones sektorių indeksų pokyčiai ir ryšių stiprumai.....	68
12 lentelė. Lietuvos investuotojams siūlomi Rusijos krypties investiciniai fondai.....	69
13 lentelė. Fondų, investuojančių į Rusijos aktyvus, palyginimas.....	70
14 lentelė. Optimalios HRAF portfelio struktūros įtaka fondo GAV recesijos laikotarpiu.....	74
15 lentelė. Fondų, investuojančių į Kinijos emitentus, pelningumų palyginimas.....	76
16 lentelė. Optimalios FTI TC portfelio struktūros įtaka fondo GAV recesijos laikotarpiu.....	78
17 lentelė. Amerikos rinką pasiekiančių fondų pelningumų analizė.....	80
18 lentelė. Fondų taikomų mokesčių tarifų dydžiai.....	83

ILIUSTRACIJŲ SĄRAŠAS

1 paveikslas. Investicinio fondo veiklos schema.....	15
2 paveikslas. Investicinio fondo vykdymo veiklos schema.....	16
3 paveikslas. Skirtingų investavimo priemonių gražos ir rizikos laipsnis.....	20
4 paveikslas. Investicinių fondų skaičiaus dinamika 2002–2007 metais	40
5 paveikslas. HRAF grynųjų aktyvų vertės dinamika, EEK.....	44
6 paveikslas. HRAF portfelio sudėtis pagal sektorius	45
7 paveikslas. RTSog indekso ir fondo GAV dinamika.....	50
8 paveikslas. Indeksų RTScr, RTStl ir fondo GAV dinamika.....	51
9 paveikslas. RTS indekso ir „Hansa Rusijos akcijų fondo“ GAV dinamika.....	53
10 paveikslas. FTI TC portfelis pagal sektorius.....	56
11 paveikslas. Templeton China“ fondo ir MSCI „Golden Dragon“ indekso pajamingumų kitimas.....	60
12 paveikslas. „Templeton China“ GAV ir MSCIog indekso dinamika recesijos laikotarpiu.....	61
13 paveikslas. „ZPR RSC“ fondo ir palyginamojo indekso „Russell 2000“ pajamingumo kitimas recesijos laikotarpiu.....	66
14 paveikslas. HRAF, WIOF-RO ir PRX-REF fondų portfelių sandara pagal sektorius.....	71
15 paveikslas. HRAF, WIOF-RO ir PRX-REF fondams priklausantys didžiausi emitentai.....	72
16 paveikslas. FTI TC ir SMP-MC fondų portfelių struktūra pagal ekonomikos sektorius.....	76
17 paveikslas. SEB-NA, NIF-NAEF bei ZPR RSC fondų portfelių struktūra.....	81

ĮVADAS

Paskutiniu laikotarpiu vertybinių popierių rinkoje tampa sudėtinga numatyti ateitį ypatingai dėl vis didėjančios ekonomikų tarpusavio priklausomybės. Informacijai sklindant milžinišku greičiu, įvykiai vienoje pasaulio dalyje neatsiejamai sukelia rezonansinius reiškinius kitose pasaulio vietose. Tiek teigiami, tiek neigiami įvykiai finansų sektoriuje lemia finansinių instrumentų kainų svyravimus daugelyje rinkų.

Ne išimtis ir 2008 metais prasidėjusi finansų krizė, kurios pirmuosius simptomus jau galėjo užčiuopti JAV 2006 metais pradėjus kristi nekilnojamo turto kainoms ir žymiai išaugus žemarūšių (angl. *subprime*) būsto paskolų neišmokėjimui. Taip nutiko todėl, kad per daugelį metų išaugusi naftos paklausa gerokai atitrūko nuo pasiūlos ir jai brangstant iki 147 JAV dolerių už barelį (2008 liepos mėn.), vidurinio sluoksnio asmenys tapo menkai mokūs ir pradėjo masiškai atsisakyti į kreditą imtų būstų, mat tuo metu išaugus infliacijai augo ir nuo jos priklausoma palūkanų norma.

2008 - 2009 metų pasaulio finansinė krizė - šiuo metu vykstanti ypač didelio masto finansinė krizė, sukelta bankininkystės sektoriuje padarytų kompleksinių klaidų. Šių klaidų pasekmės – sustoję sklandžiai funkcionavę tokie ekonomikai svarbūs finansiniai procesai kaip vartojimo, būsto ar verslo paskolų išdavimas, tarpbankinis skolinimas, įmonių vertinimas ir kt. Dėl to daug įvairaus pobūdžio finansinių institucijų patyrė bankrotus arba sulaukė šalių vyriausybių pagalbos padengiant šių skolas. Finansų sektoriuje kilusi krizė sukėlė tokius ekonominiams sunkmečiams būdingus padarinius, kaip įmonių bankrotai, masinė bedarbystė, vertybinių popierių rinkos griūtys ir pan.

Egzistuojanti pasaulinė krizė neleidžia ramiai investuoti į bet kokius finansinius instrumentus – svyravimai fiksuojami ne metiniai ar mėnesiniai, o net dienos ar valandiniai. Ypatingai recesijos sąlygomis investavimas tampa labai rizikingas, tačiau žvelgiant į ateitį, kartu ir labai pelningas verslas.

Norint sėkmingai investuoti šiandieninėmis sąlygomis, reikia labai daug žinių, sugebėjimo teisingai analizuoti bei prognozuoti vertybinių popierių rinką. Daugelis žiniasklaidos priemonių šiuo metu stengiasi pateikti kuo daugiau informacijos apie finansinių produktų rinką, kur yra svarbi potencialiems bei esamiems investuotojams. Pateikiama informacija taip pat puikiai naudojasi ir finansų makleriai, analitikai. Jie turi sparčiai keisti investavimo strategijas, pasikeitus visai finansų rinkai. Tačiau ne visi investuotojai geba greitai ir operatyviai stebėti vertybinių popierių rinką. Tokiems investuotojams didelė pagalba yra investicinė veikla, kurią vykdo investiciniai fondai. Daugeliui investuotojų, kurie tik pradeda domėtis vertybinių popierių rinka ir kurie po truputį nori pradėti dalyvauti sudėtingame finansiniame žaidime, į pagalbą gali pasikviesti finansų maklerius, kurie pasiūlys patį optimaliausią, kiekvienam investuotojui skirtingo rizikos dydžio investicinius

portfelius, kurie bus sudaryti pagal tai, kokią riziką gali sau prisiimti naujas finansinės rinkos dalyvis, atsižvelgiant į pelno bei rizikos santykį.

Investavimas į vertybinius popierius visuomet buvo siejamas su didesniu pelnu, dažnai užmirštant tykojančias rizikas. Norėdami investuotojai išvengti galimybės prarasti savo pinigus, turėdavo ir turi pasirinkti subalansuotus investavimo instrumentus arba kitaip tariant, efektyvų investicinių portfelį. H. Markowitz (1952) buvo pirmasis pasiūlęs efektyvaus portfelio terminą, kuris apibūdinamas kaip vertybinių popierių portfelis, turintis mažiausią riziką, esant tam tikram pelningumui, arba didžiausią pelningumą, esant tam tikram rizikos lygiui. „Portfelio teorema“ buvo pirmasis žingsnis plėtojant moderniąją finansų rinkos teoriją. Didelį indėlį į investicinių fondų analizę taip pat įdėjo W. Sharpe (1966), S. Brown (1997), W. Goetzmann (1997) ir kiti.

Bėgant laikui bei tobulėjant pačiai vertybinių popierių rinkai bei rinkos dalyviams atsirado nauji finansiniai produktai – investiniai finansiniai instrumentai, kurių vertinimui netiko ankstesni vertybiniams popieriams naudojami metodai, todėl reikėjo kurti naujos metodikos bei teorijos vertybinius popierius. Vis dėlto, problema išliko ta pati – kaip išsirinkti tą fondą, kuris duotų didžiausią grąžą su mažiausiomis sąnaudomis, t. y. rizika.

Tyrimo problema – kokių priemonių investiciniai fondai turi imtis, kad investicinis portfelis būtų efektyvus dabartinėmis recesijos sąlygomis.

Akcijų rinkoms kasdien smunkant atitinkamai krenta ir investicinių fondų vertė. Tai gi šią problemą reikia spręsti neatidėliojant. Tai leis ne tik sustabdyti fondų kritimą, bet ir išnaudoti prieš tai buvusiomis ekonomikos sąlygomis neatrastas investavimo galimybes.

Tyrimo aktualumas – poreikis šiandien gausias finansines žinias ir naujienas pritaikyti siekiant kuo greičiau optimizuoti investicinių fondų veiklą.

Šiuo metu, kai visą pasaulį yra apėmusi krizė, sudėtinga surasti tinkamą investavimo variantą siekiant maksimalaus investicinio pelno, tad ieškant optimalaus investavimo varianto, esant dabartinei situacijai, pasirinkta ypač aktuali mokslinio tiriamojo darbo tema „**Investicinių fondų veiklos optimizavimas recesijos sąlygomis**“. Pasirinkta tema leis atskleisti pagrindinius investicinių fondų portfelio sudarymo kriterijus bei atsižvelgiant į fondų struktūrą bei fondų palyginamuosius indeksus išnagrinėti regioninius ekonomikos investavimo ypatumus.

Tyrimo dalykas - trijų skirtingų pasaulio akcijų rinkų ir jose veikiančių investicinių fondų analizė.

Tyrimo objektas – Rusijos, Kinijos bei JAV rinkose veikiančių investicinių fondų (atitinkamai „Hansa Rusijos akcijų fondo“, „Templeton China“ ir „ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirojo investicinio fondo“) veiklos ir atitinkamų palyginamųjų indeksų (RTS, MSCI AC Golden Dragon ir Russell 2000) analizė.

Tyrimo tikslas – išanalizuoti fondų „Hansa Rusijos akcijų fondas“, „Templeton China“ ir „ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirojo investicinio fondo“ sudėtį, jų veiklos efektyvumą palyginti su reprezentuojančių RTS, MSCI AC Golden Dragon ir Russell 2000 indeksų bei kitų investicinių fondų, veikiančių atitinkamose rinkose, istoriniais duomenimis ir atrasti optimaliausią investicinių fondų portfelį recesijos sąlygomis.

Siekiant įgyvendinti šį tikslą, keliami tokie **tyrimo uždaviniai**:

1. Išnagrinėti mokslinės literatūros šaltinius investicinių fondų kontekste ir nustatyti investicinių fondų valdymo, struktūros, apmokestinimo ir kitus veiksnius, turinčius įtakos fondų veiklai;
2. Atskleisti investicinių fondų pelningumą įvertinimo ir jų palygimo indeksų pagalba priemonės;
3. Išanalizuoti „Hansa Rusijos akcijų fondo“, „Templeton China“ bei „ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirojo investicinio fondo“ portfelį struktūrą ir jos kitimą recesijos laikotarpiu;
4. Išnagrinėti šių fondų veiklos efektyvumą parodančių RTS, MSCI AC Golden Dragon ir Russell 2000 indeksų kitimą recesijos metu;
5. Atlikti kitų, atitinkamose rinkose veikiančių ir Lietuvoje platinamų fondų, efektyvumo lyginamąją analizę bei išsiaiškinti optimaliausią investavimo galimybę recesijos sąlygomis.

Tyrimo hipotezė – investicinių fondų veikla netgi recesijos sąlygomis gali būti pelninga, jei parenkama efektyvi portfelio struktūra.

Tyrimo šaltiniai ir metodai. Siekiant visapusiškai išanalizuoti investicinių fondų esminius aspektus, buvo naudotasi lietuvių ir užsienio autorių mokslinė ir metodine literatūra, elektroniniais žurnalais, analizuojamų investicinių fondų prospektų medžiaga, Lietuvos Vertybinių popierių komisijos bei kitų finansinių institucijų pateiktomis ataskaitomis.

Kadangi šio darbo objektas yra naujas ir darbo rašymo metu vis dar egzistuojantis reiškinys, todėl didžioji dalis šaltinių – internetiniai, nes tik juose galima naujausia informacija. Taip pat žinant, kad elektroniniai duomenys ne visada būna patikrinti (patikslinti, perskaičiuoti), egzistuoja galimybė, jog kai kurių rodiklių reikšmės retrospektyvos atžvilgiu gali kisti.

Naudoti mokslinės literatūros ir dokumentų analizės, sisteminimo ir abstrakcijos metodai, finansinėje analizėje taikyti matematiniai ir statistiniai metodai (rodiklių dinamikos bei įvairių dydžių tarpusavio ryšių analizė, Šarpo, standartinių nuokrypių ir kitų dydžių lyginamoji analizė).

Pagrindinė problema analizuojant ir lyginant investicinius fondus, indeksus buvo nepakankamas duomenų pateikimas. Dėl to darbe ne visiems rodikliams taikytas vienodas instrumentarijus. Nors finansų krizė prasidėjo 2008 m. rudenį, tačiau šiame darbe recesijos

laikotarpio duomenis sąlygiškai atspindi 2008 m. pabaigos - naujausiai galimų rasti duomenų (2009 m. vasario 28 d. ar kovo 20 d.) laikotarpio rezultatai. Taip buvo daroma siekiant operuoti vienodo laikotarpio duomenimis (objektyvesniam fondų rezultatų palyginimui), kadangi daugelio investicinių fondų ir kitų rodiklių reikšmės pateiktos tik pasibaigus 2008 kalendoriniams metams.

Kadangi darbo esmę sudaro dinamikos eilučių ir kitų kiekybinių duomenų analizė, tiriamojoje dalyje gausu grafinės analizės (lentelių, paveikslų, grafikų), leidžiančios vizualiai geriau atvaizduoti analizuojamų reiškinių mastą ir kitimą recesijos metu.

Tyrimo rezultatų praktinis reikšmingumas. Apibendrinus gautus rezultatus investiciniai fondai, siekdami optimizuoti savo veiklą, t. y. dabartiniu metu sumažinti patiriamus nuostolius dėl akcijų kainų svyravimų, galėtų pasirinkti optimalų investavimo variantą, kuriuo šiuos praradimus galėtų kompensuoti potencialia galimybe uždirbti tam tikrą pelno normą netgi recesijos sąlygomis. Tyrimo rezultatai taip pat išplečia investicijų struktūrą pagal regionus, o tai suteikia daugiau žinių investuoti ketinantiems asmenims, nes pelningumo ir rizikos santykiai skirtinguose regionuose smarkiai skiriasi.

1. INVESTICINIŲ FONDŲ PORTFELIO TEORINIAI ASPEKTAI

1.1. Investicinių fondų samprata

Investicinė veikla aukštųjų technologijų ir informacijos amžiuje tapo neatsiejama visuomenės veikla, prieinama kiekvienam, siekiančiam efektyviau išnaudoti turimas lėšas. Šiandien net ir nedideles santaupas turintys asmenys gali perkelti dalį vartojimo į ateitį siekiant didesnių pajamų ateityje. Šiuo metu kaip niekad anksčiau spartus finansinės infrastruktūros plėtojimas geba įdarbinti vis daugiau fizinių asmenų nenaudojamų ar neefektyviai išnaudojamų santaupų ir tuo būdu atnešti ne tik pavieniams namų ūkiams, bet ir bendrovėms, atskiroms ūkio šakoms ar net rinkoms naudoti palengvinant kreditavimo sąlygas.

Viena pažangiausių ir didžiausių ekonominę galią turinčių finansinių institucijų – tai investiciniai fondai, kolektyviai surinktas lėšas investuojantys į tam tikras sritis (tam tikrų įmonių akcijas, specifines rinkas ir pan.).

Investavimas į fondus (toliau IF) – šiuo metu vienas iš daugiausiai paplitusių būdų kaupti pinigines lėšas. Investuotojų lėšų pritraukimas į vieną didelę visumą, suteikia didesnes investavimo galimybes ir profesionalesnį lėšų valdymą

Moksliniuose šaltiniuose surandami įvairūs investicinių fondų apibrėžimai, keletas iš jų pateikti 1 lentelėje.

Kaip matyti iš 1 lentelės, skirtingi autoriai akcentuoja nevienodus investicinių fondų bruožus. Antai Z. Bodie (2002), A. Kane (2002) ir A. J. Marcus (2002) pabrėžia piniginio fondo sugeneravimo procesą (angl. *pooling of assets*), kaip unikalų investicinio fondo bruožą.

Tuo tarpu daugeliui lietuvių autorių (J. Čepinskis (1997), D. Kuzmickas (1997), I. Kucko (2003), V. Snieška (2003) ir G. Startinė (2003)) svarbi finansinių aktyvų diversifikacija, pagal kurią investiciniai fondai, siekdami sumažinti riziką, kuria vertybinių popierių portfelius.

Bendraautoriai S. Ross, R. Westerfield ir J. Jaffe (1999) kaip vieną pagrindinių investicinių fondų bruožų mato investavimo tikslų ir valdymo strategijos nustatymą, pagal kuriuos, kaip pamatysime tolesniuose skyriuose, fondai yra skirstomi į augimo, pajamų, akcijų, obligacijų ir kt.

Plačiausią investicinio fondo apibrėžimą yra suformulavusi Vertybinių Popierių Komisija, kuri be aukščiau minimų bruožų įtraukė ir valdymo bendrovės bei kolektyvinio investavimo svarbą.

Taigi, apibendrinant 1 lentelės turinį, galima teigti, kad investicinio fondo esmė yra piniginio fondo iš fizinių ar juridinių asmenų lėšų sudarymas, diversifikuotas investavimas į likvidžius finansinius aktyvus bei valdymo bendrovės įtaka fondo investavimo tikslams ir priemonėms.

Investicinio fondo sąvokos

Autorius, metai	Apibūdinimas
Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. (2002)	Investicinis fondas – finansiniai tarpininkai, iš individualių investuotojų sukuriantys piniginių fondą, kuris vėliau yra investuojamas į potencialiai plataus spektro vertybinius popierius ar kitą turtą.
Čepinskis, J., Kuzmickas, D. (1997)	Investicinis fondas – investicinė bendrovė, kurios turimas investicijų portfelis yra diversifikuotas, o išleistos ar išleidžiamos akcijos yra išperkamosios akcijos, kurių savininkas turi teisę bet kuriuo metu grąžinti šias akcijas bendrovei ir gauti už tai proporcingą dalį jo nuosavų (grynųjų) aktyvų.
Katkov, D. (2007)	Investicinis fondas – tai daugelio investuotojų įnešti pinigai, kurie naudojami finansinėms priemonėms (pvz., akcijoms, obligacijoms, kitiems fondo vienetams) įsigyti. Tų priemonių visuma sudaro investicinio fondo portfelį.
Katkus, V. (2000)	Investicinis fondas – tai finansinio tarpininkavimo rūšis. Jie ima investuotojų pinigus ir juos investuoja į finansinį turtą, realųjį arba mišrųjį turtą.
Kucko, I. (2003)	Investicinis fondas – tai finansinių paslaugų organizacija, kuri gauna pinigus iš savo akcininkų ir juos savo nuožiūra investuoja š diversifikuotą vertybinių popierių portfelį.
Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. (1999)	Investicinis fondas – tai investicinė bendrovė, pritraukianti fizinių ir juridinių asmenų lėšas ir investuojanti jas į įvairius vertybinius popierius, atsižvelgdama į fondo nustatytus tikslus ir valdymo strategiją.
Snieška, V., Startienė, G. (2003)	Investicinis fondas – tai bendrovė, investuojanti į diversifikuotą investicijų portfelį, lėšas investicijoms sukaupianti parduodama savo akcijas daugiausiai privatiems asmenims (namų ūkiams).
Vertybinių Popierių Komisija (2009)	Investicinis fondas – tai, bendrosios dalinės nuosavybės teise juridiniams ir fiziniams asmenims priklausantis turtas, kurio valdymas perduotas valdymo įmonei. Investicinio fondo sudarymo tikslas – viešai platinant investicinius vienetus, sukaupti asmenų lėšas ir jas kolektyviai investuoti į vertybinius popierius bei kitą likvidų turtą.

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis pateikta literatūra

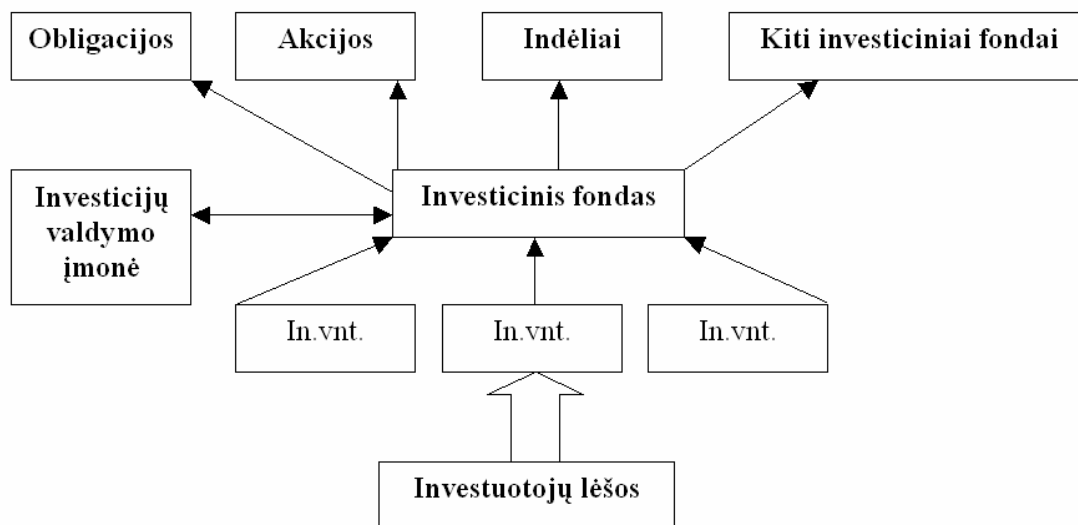
Spartų investicinių fondų paplitimą lėmė tai, kad į juos galima investuoti net ir nedideles pinigų sumas su palyginti nedideliais kaštais (efektyvus investavimas), o tai labai aktualu privatiems namų ūkiams. Tuo tarpu renkantis tradicines investavimo priemones, tokiais kaip, antrinėje rinkoje konkrečios įmonės akcijų pirkimą, reikėtų investuoti didesnes sumas, kadangi čia egzistuojantys mokesčiai (transakcijos mokestis, komisiniai ir t. t.) procentine išraiška sudarytų gana didelę sumą nuo palyginti nedidelio investicinio kapitalo. Be to, jei smulkusis investuotojas, būdamas pakankamai racionalus, sumanytų diversifikuoti riziką, jis turėtų pirkti bent keletą skirtingų bendrovių akcijų, obligacijų, o tai dar labiau padidintų investavimo kaštus. Literatūroje (Gilkristas, Sent-Džeimsas, 1999) nurodoma, kad smulkūs investuotojai dėl sandorių sudarymo mokesčių vidutiniškai patiria 5–10 proc. didesnes išlaidas nei fondai, kadangi mokesčio dydis priklauso nuo įsigyjamų VP kiekio.

C. Pat Obi (1999) papildomai įvardija ir privačių asmenų laiko trūkumą asmeninėms investicijoms tvarkyti, nepakankamą nusimanymą apie finansų rinkas ir finansinį kapitalą, kuri eliminuoja būtent investicinių fondų egzistavimas.

Taigi, efektyvus investavimas yra vienas pagrindinių IF bruožų.

Investicinio fondo veikimo principas yra gana paprastas – jis veikia kaip tarpininkas tarp investuotojų ir finansų rinkų, arba, kaip pasakytų G. Kancerevičius, „atlieka tikrojo tarpininko (angl. *pure intermediary*) vaidmenį“ [38, p. 681].

Tuo tarpu M. Vaičiulis (2006) pateikia apibendrintą ir gana plataus spektro investicinio fondo veiklos schemą (1 pav.).



1 pav. Investicinio fondo veiklos schema

Šaltinis: Vaičiulis, M. (2006). Pranešimas konferencijai „Asmeninių finansų valdymas neprofesionalams“

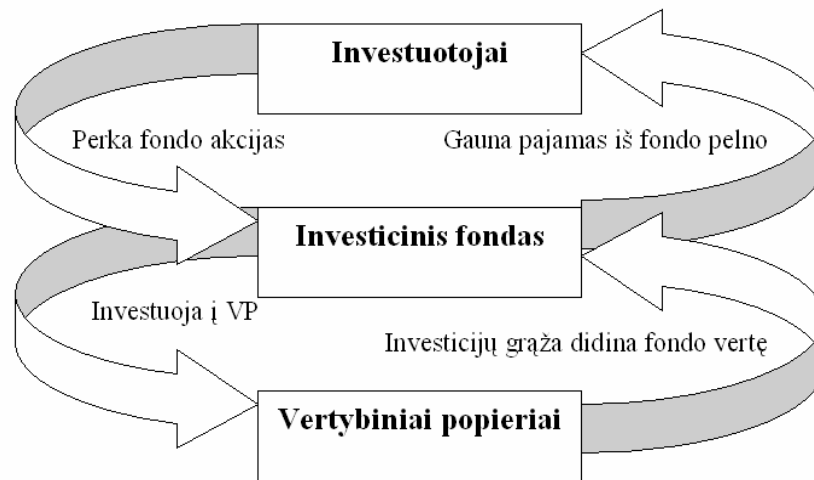
Iš 1 paveikslo matomas bendras investicinio fondo veiklos mechanizmas: iš pavienių investuotojų, nesvarbu ar tai – fiziniai, ar juridiniai asmenys, parduodant jiems konkretaus fondo investicinius vienetus, yra surenkamos piniginės lėšos. Jos, patariant investicijų valdymo bendrovės ekspertams, yra investuojamos į kitus emitentus perkant jų akcijas, obligacijas, investuojama į pinigų rinkos ar išvestines finansines priemones.

Taip pat fondas gali investuoti ir į kitus investicinius fondus (diversifikavimo diversifikacija), tačiau, žinoma, tokios investicijos didelės gražos neduoda dėl minimalios rizikos. Vis dėlto konservatyviems investuotojams, nelinkusiems rizikuoti ir investuojantiems ilgesniam laikui, tokia strategija atrodo gana patraukli.

Pajamų atžvilgiu investicinio fondo veiklos schema parodyta 2 paveiksle.

2 paveiksle atskleidžiamas paties investicinio fondo turto vertės ir investicinio vieneto grynosios aktyvų vertės augimo principas, besikartojantis kiekvienu investicinio ciklo metu.

Pirmiausia, investuotojai, pirkdami investicinio fondo akcijas (investicinius vienetus) tikisi akcijų kainų kilimo, dėl kurio, vėliau parduodami tam tikro fondo akcijas, uždirbs tam tikrą pelno normą (kadangi dividendai dažniausiai neišmokami, o reinvestuojami, todėl investuotojų pelnas siejamas tik su fondo investicinių vienetų pardavimu).



2. pav. Investicinio fondo vykdymo veiklos schema

Šaltinis: sudaryta autorių, remiantis Danske banko informacija

Savo ruožtu investicinis fondas taip pat perka kitų ūkio subjektų vertybinius popierius siekdamas, kad jo turto vertė padidėtų, o tai lemtų ir to fondo akcijų kainų kilimą, taigi ir jo pelno didėjimą.

Investavimas į fondus yra patogus, nes galima investuoti nedidelę sumą iškart, nusipirkti fondo akcijų pakartotinai, atsiradus laisvoms lėšoms, arba reguliariai investuoti fiksuotą sumą per investuotojo pasirinktą laikotarpį.

Žinant, kad investicijos reikalauja tam tikro finansinio išprusimo (nusimanymo apie finansų rinkas ir jų veikimą, perspektyvų numatymo, mokesčių sistemos ir apmokestinimo tvarkos tam tikrose rinkose išmanymą ir pan.), IF dar yra patrauklūs tuo, kad čia turtą valdo ne dalyviai, o profesionalus fondo valdytojas, turintis patirties bei žinių.

K. Gilkristas ir M. Sent-Džeimsas (1999) dar papildomai nurodo tokius investicinių fondų privalumus, kaip likvidumas (atvirieji IF privalo supirkti savo akcijas, todėl investuotojas gali bet kada parduoti turimas fondo akcijas), patogus investavimo būdas (IF akcijas platina ir superka patys fondai ir akcijų platinimo agentai¹) bei investuotojų apsauga, pasireiškianti tuo, kad fondų veiklą griežtai reguliuoja valstybė, įpareigodama fondus atskleisti pilną informaciją apie savo veiklą, galimą riziką esamiems ir potencialiems investuotojams, taip apsaugodama juos nuo apgavysčių ir piktnaudžiavimo.

Z. Bodie, A. Kane ir A. J. Marcus (2002) investuotojų saugumo užtikrinimą suvokia šiek tiek kitaip: mat privalomose periodinėse ataskaitose yra nurodoma uždirbto kapitalo paskirstymo politika, dividendų ir investicijų naudojimas, įvairūs investicinio fondo atskaitymai bei jų tvarka ir

¹ Praktikoje egzistuoja du investicinių fondų tipai – uždarieji ir atvirieji. Pagrindinis jų skirtumas yra tas, kad uždarieji IF, priešingai nuo atvirųjų, nesuperka savo akcijų. Tuo tarpu atvirojo IF akcijos superkamos pagal tos dienos grynąją aktyvų vertę (GAV).

keletas kitų saugiklių, užtikrinančių, kad investuotojas bus susipažinęs su visa reikalinga informacija ir nuo jo niekas nebus nuslėpta.

Investicinis fondas gali investuoti į akcijas, obligacijas, pinigų rinkos priemones, kitus vertybinius popierius (toliau – VP) ar jų derinius. Šių investicinių priemonių rinkinys yra vadinamas fondo investicijų portfelio. Fondo turtas yra visų investicijų rinkinys ir piniginės lėšos. Fondo turtas laikui bėgant kinta dėl gaunamų pajamų (dividendų ir palūkanų), pelno arba nuostolio fondui pardavus investicinę priemonę, dėl padidėjusios arba sumažėjusios investicijų priemonių vertės, dėl naujų fondo dalyvių įmokėtų piniginių įnašų arba išeinančių iš fondo dalyvių atsiimamų jiems priklausančių pinigų.

Būsimam fondo dalyviui įmokėjus piniginių įnašą, pinigai konvertuojami į investicinius vienetus arba fondo akcijas), atsižvelgiant į investicinio vieneto (fondo akcijos) kainą. Tarkime, jei žmogus, kuris nori investuoti į tam tikrą fondą, įmoka 1000 litų, o fondas yra nustatęs, kad vieno investicinio vieneto (fondo akcijos) vertė lygi 100 litų, tai naujojo fondo dalyvio sąskaitoje bus 10 investicinių vienetų (fondo akcijų). Vertybinių popierių komisija (toliau – VPK) pažymi, kad fondo, kaip ir bet kokios akcinės bendrovės, turtas priklauso visiems fondo dalyviams proporcingai jų turimų investicinių vienetų (fondo akcijų) skaičiui (VPK).

Taip pat IF itin patrauklūs investuotojams dėl siūlomos reinvestavimo galimybės. Investuotojas tą gali padaryti atidarydamas sąskaitą arba bet kada, kol jis yra fondo akcijų savininkas. Be to, jis turi galimybę atsiimti savo pajamas, gautas iš fondo išmokų, jei jam prireikia grynųjų pinigų.

Investuojant reguliariai, sukuriama investavimo bazė, nuo kurios ateityje yra skaičiuojamas uždarbis (šis procesas žinomas kaip formavimas). Atitinkamai kuo daugiau yra investuojama, tuo didesnis yra potencialus investuotojo pajamų augimas.

Kiekvieno fondo labai svarbus aspektas yra konkrečios investavimo politikos parinkimas. Investicinė politika apibrėžia investicijų portfelio turto paskirstymą tarp įvairių aktyvų grupių, kuris savo ruožtu, pasak V. Kalinausko, „priklauso nuo nustatytų investicinių tikslų, teisinių apribojimų, mokestinės aplinkos“ [37, p. 5].

Investavimas į investicinius fondus yra tinkamas būdas siekti tam tikrų (ilgalaičių ir trumpalaikių) finansinių tikslų – sukaupti lėšas vaikų išsilavinimui ar saugiai senatvei arba trumpesniai laikui atidedant vartojimą sukaupti lėšų kad ir pradinei įmokai už automobilį. Priklausomai nuo to, ko investuotojas siekia, egzistuoja įvairius investuotojų interesus tenkinančių investicinių fondų atmainos, kurios bus aptariamose tolimesniuose skyriuose.

1.1.1. Investicinių fondų rūšys ir klasifikacija

Remiantis 1 lentelėje nurodytų autorių literatūra, pagal tai, kur yra investuojama, galima išskirti tris pagrindines fondų rūšis: pinigų rinkos priemonių, obligacijų (skolos VP) ir akcijų (nuosavybės VP) fondai. Be to, fondai gali būti ir mišrūs, tarkime, po 50 proc. pinigų investuojama į akcijas ir į obligacijas. Kiekviena fondų rūšis skiriasi pajamomis ir rizika. Dažniausiai galimybė gauti didesnes pajamas reiškia ir didesnę riziką uždirbti mažiau, nei tikėtasi, arba net atsiimti mažiau pinigų, nei į fondą buvo įdėta. To nereikėtų pamiršti renkantis fondą. Pagal finansinius instrumentus, į kuriuos fondas investuoja, Vertybinių popierių komisija išskiria tokias fondų rūšis:

- **Pinigų rinkos priemonių fondai.** Lyginant su kitomis fondų rūšimis, šie fondai yra mažiau rizikingi. Jų investicijų portfelius sudaro pinigų rinkos priemonės: bankų indėlių sertifikatai, komerciniai vekseliai, bankų akceptai, valstybės ar savivaldybės vekseliai ir pan. Šios pinigų rinkos priemonės reiškia trumpalaikį skolinimą patikimoms institucijoms, t. y. Vyriausybei, savivaldybei, bankams ir kt. Pinigų rinkos priemonių fondams būdinga mažos, bet stabilios pajamos. Dėl mažo šių fondų pajamingumo investuotojams reikėtų atsižvelgti į infliacijos riziką. Kai kainos šalyje auga sparčiai, pinigai (taip pat ir tie, kurie laikomi fonde) nuvertėja, todėl jei fondo pajamingumas mažas, gautos pajamos gali nekompensuoti pinigų nuvertėjimo. Tokiu atveju realių pajamų negaunama. Konkrečiai šio fondo pajamingumui nustatyti taikomas vadinamasis septynių dienų pelningumas (Rutkauskas, Martinkutė, 2007).

- **Obligacijų fondai.** Šių fondų portfelį sudaro įvairios obligacijos, kurių terminai ir emitentai gali skirtis. Obligacijų fondai teikia pastovias pajamas, kurios dažniausiai būna didesnės už pinigų rinkos priemonių fondų pajamas. Kadangi obligacijos gali būti labai įvairios, tai ir fondai, investuojantys į jas, gali labai skirtis pajamingumu ir rizika.

- **Akcijų fondai.** Tai fondai, kurie investuoja į akcijas. Akcijų fondai pasižymi dideliu pajamingumu ir didele rizika. Investavus trumpam laikui, galima nemažai uždirbti, tačiau gali atsitikti ir taip, kad susigrąžinsite kur kas mažiau nei investavote. Akcijų fondo vertė gali kilti ir kristi labai greitai, akcijų, kurios sudaro fondo turta, kainos gali svyruoti dėl daugelio priežasčių, tarkime, dėl bendrų ekonomikos tendencijų ar tam tikrų produktų paklausos pokyčių. Dažniausiai fondo turto nuvertėjimą nepalankiu metu kompensuoja fondo turto vertės augimas, kai ekonominės sąlygos palankios. Dėl tokių akcijų fondų turto vertės svyravimų į akcijų fondus patariama investuoti ilgam laikui.

Akcijų fondų gali būti įvairių:

- augimo fondai investuoja į perspektyvių įmonių akcijas ir tikisi, kad šių akcijų kaina pakils. Pagrindinis tokių fondų tikslas – kapitalo prieaugis po ilgesnio investavimo laikotarpio. Literatūroje (Bodie, Kane, Marcus, 2002) nurodoma, kad augimo fondai

paprastai būna rizikingesni dėl sunkiai nuspėjamų ateities perspektyvų, kuomet subjekto, į kurį investuota, padėtis gali dramatiškai pakeisti.

- pajamų fondai investuoja į akcijas, kurios reguliariai duoda dividendus. Tikslas, ties kuriuo fokusuojasi tokie fondai – kuo didesnės einamosios pajamos.
- indekso fondai investuoja į akcijas, kurios sudaro pasirinktą indeksą. Indeksas – tai rodiklis, kuris parodo, ar tam tikrų įmonių akcijų kainos kyla, ar krenta. Tarkime, jei indeksą sudaro 50 didžiausių šalies įmonių, tai toks indekso fondas investuos į 50 didžiausių šalies įmonių akcijas šalyje. Indeksų fondai kaštų atžvilgiu yra ekonomiški, todėl yra patrauklūs smulkiesiems investuotojams, besirenkantiems pasyvią investavimo strategiją nesigilinant į VP analizę.
- šakiniai fondai specializuojasi investuodami į akcijas tam tikroje ūkio šakoje ar segmente, kaip, į technologijos bendrovių arba vartojimo prekių gamintojų akcijas.

- **Fondų fondai.** Šių fondų turtas yra netiesiogiai investuojamas į akcijas, obligacijas, pinigų rinkos priemones įsigyjant kitų kolektyvinio investavimo subjektų vienetų ar akcijų. Šie fondai yra kuriami siekiant užtikrinti didesnę investicijų diversifikaciją nei yra investavimo į vieną įprastą kolektyvinio investavimo subjektą atveju. Į šiuos fondus siūloma investuoti mažą investavimo patirtį turintiems asmenims. Paprastai fondų fondo mokesčiai yra didesni nei įprasto IF, nes fondų fondas neišvengia dvigubo apmokestinimo, t. y. paprastai be paties fondų fondo valdytojo nustatytų atskaitymų egzistuoja ir kitų fondų, į kuriuos investuojamas fondų fondo turtas, atskaitymai.

G. Kancerevičius (2006) yra linkęs investicinius fondus skirstyti pagal Amerikoje priimtina klasifikaciją, kuri pasižymi dideliu detalumu. Ją sudaro keturios IF grupės (akcijų, apmokestinamų ir neapmokestinamų obligacijų bei pinigų rinkos fondai), kiekvienoje grupėje dar egzistuoja po dvi penkias rūšis, kurios savo ruožtu dar yra skirstomos į keletą porūšių. Esminės grupės ir rūšys yra jau apibūdintos aukščiau, todėl siekiant išvengti pasikartojimo, toliau bus pateikta tik keletas išsiskiriančių Amerikos IF klasifikacijos variantų.

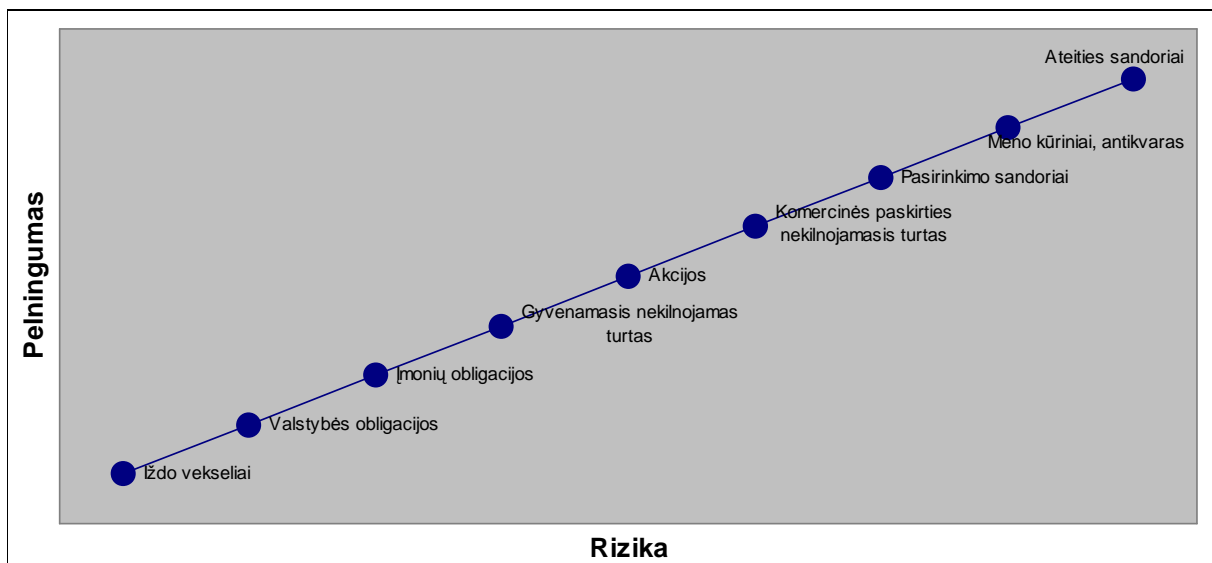
- **Subalansuoti fondai,** investuojantys tiek į akcijas, tiek į obligacijas ir tokiu būdu minimizuojantys investavimo riziką.

- **Fiksuotas pajamas teikiantys fondai.** Čia investuojama į instrumentus, teikiančius nuolatines einamąsias pajamas (bendrovių ir savivaldybių obligacijas, VP, garantuotus įkeistu turtu ir kt.).

- **Specializuotų sektorių fondai,** besikoncentruojantys į tam tikras specifines pramonės šakas (tarkime, biotechnologijas, visuomenines paslaugas, brangiuosius metalus, telekomunikacijas ir pan.) ar net konkrečias teritorijas (tarkime, kai kurie JAV veikiančios fondai, siekdami pasinaudoti mokesstinėmis lengvatomis, investuoja tik į vietinės savivaldybės obligacijas, kadangi tarp skirtingų valstijų judantys pinigų srautai paprastai yra papildomai apmokestinami).

Taip pat išskiriami ir **neapmokestinamieji fondai, tarptautiniai fondai** (Rutkauskas, Martinkutė, 2007), kurių bruožai panašūs į jau aptartus specializuotų sektorių fondų bruožus.

Kadangi skirtingų rūšių fondai investuoja į skirtingas finansines priemones, todėl ir atitinkamai jų pelningumo ir rizikos santykiai skiriasi. Šį santykį vaizduoja žemiau esantis 3 paveikslas.



3 pav. Skirtingų investavimo priemonių gražos ir rizikos laipsnis

Šaltinis: Kancerevičius, G. (2006). Finansai ir investicijos. Kaunas: Technologija, p. 267.

Iš 3 paveikslas pastebime, kad skirtingos investavimo priemonės (indėliai, skolos vertybiniai popieriai, akcijos ir kt.) siūlo investuotojui skirtingą rizikos, gražos ir likvidumo santykį. Be to, kiekviena iš priemonių siūlo daugybę investavimo alternatyvų, kurios pasižymi individualiomis charakteristikomis. Norėdamas pasirinkti geriausiai jo poreikius atitinkančias investavimo priemones, asmuo turi įvertinti jų savybes, o tai apsunkina investavimo sprendimo priėmimą. Tačiau investavimo priemonių gausa leidžia investuotojui rasti tokį investavimo instrumentą, kurio prognozuojamos charakteristikos tiksliai atitiktų jo investavimo tikslus.

Jei investuotojui labai svarbus likvidumo laipsnis, tai jis rinksis mažesnę riziką turinčias finansines priemones, tokias kaip pinigų rinkos priemonių fondus ar fondų fondus (3 paveiksle vaizduos taškas, esantis labiau į kairę). Tai trumpalaikė investicija. Jei investuotojas nori didesnės premijos, tai automatiškai jis turi sutikti su galima didesne rizika. Toks investuotojas turėtų rinktis akcijų fondus, o jo pasirinkimą grafiškai vaizduotų į dešinę nutolęs taškas (3 pav.). Tai jau būtų ilgesnio laikotarpio investavimas.

Fondai taip pat yra skirstomi pagal savo teises formas. Išskiriami korporaciniai, pasitikėjimo bei kontraktų fondai (Ross, Westerfield, Jaffe, 1999).

Korporaciniai fondai. Tai labiausiai paplitusi IF forma (egzistuoja ir Lietuvoje). Šie fondai steigiami kaip paprastos akcinės bendrovės, o dalį jų veiklos reguliuoja Akcinių bendrovių

įstatymas. Vykdomas akcijų pasirašymas arba investuotojai įsigyja jas antrinėje rinkoje. Paprastai šie fondai steigiami neribotam laikui, tačiau taip pat gali būti nustatomas ir veikimo terminas, kuriam pasibaigus fondas likviduojamas, parduodami jo aktyvai, o gautas pelnas solidariai padalijamas akcininkams.

Pasitikėjimo fondai (vadinamieji *trustai*) yra itin paplitę anglosaksišką teisinę bazę perėmusiose šalyse (Didžiojoje Britanijoje, jos buvusiose kolonijose). Jų esmė yra ta, kad vienas asmuo (*trasti*) valdo ir tvarko turtą kito asmens (*beneficiario*) naudai sudarant patikėjimo sutartį, pagal kurią *trusti* privalo ginti investuotojų interesus.

Kontraktų fondai. Šalyse, neturinčiose patikėjimo teisės tradicijų, steigiami kontraktų formos fondai. Fondo aktyvų savininkas yra valdytojas (jo veikla yra licencijuojama) arba fondo investitoriai (kolektyviai). Aktyvus saugo depozitoriumas. Patys investuotojai nėra nei akcininkai, nei patikėjimo sutarties dalyviai, o tiesiog fondo dalyviai. Jiems priklauso pelnas, bet jie neturi balsavimo teisės, o nepatenkinti vykdoma investavimo politika visada turi galimybę parduoti savo investavimo fonde teises, todėl šie fondai būna tik atviri.

Analogiškai akcinėms bendrovėms, investiciniai fondai taip pat gali būti uždari arba atviri (Bodie, Kane, Marcus, 2002.). **Atviri IF** gali supirkti ir parduoti akcijas pareikalavus investuotojui, o **uždari IF** panašūs į akcines bendroves tuo, kad papildomas akcijas čia galima išleisti tik nusprendus akcininkams, o akcijų supirkimas yra labai apribotas (priešingai nuo atvirųjų fondų, čia išperkamų akcijų skaičius yra pastovus). Priklausomai nuo akcijų išpirkimo dažnumo, uždarieji fondai skirstomi į intervalinius (gali supirkti nuo 5 iki 25 proc. išleistų akcijų kas 3, 6 ar 12 mėnesių) ir diskrečiuosius uždaruosius fondus (išperkamų akcijų skaičius neribojamas, tačiau išpirkimo terminas paprastai nedažnesnis nei vieną kart per du metus).

Taigi, svarbiausias atvirojo fondo pranašumas yra jo likvidumas, kadangi investuotojas bet kada gali pareikalauti fondo išpirkti akcijas, o tą sugebės padaryti tik tas fondas, kuris visada turi likvidžių aktyvų.

Tuo tarpu uždaro tipo struktūra labiau tinkama norint investuoti į nelikvidžius arba didelės rizikos instrumentus (nekilnojamąjį turtą, naujų įmonių akcijas). Uždariems fondams, skirtingai nuo atvirųjų, leidžiama naudotis ir skolintu kapitalu.

Taip pat yra pastebėta, kad uždarojo IF grynoji aktyvo vertė (GAV) fondo įsteigimo pradžioje paprastai būna didesnė už atvirojo IF GAV, tačiau ilgainiui šis skirtumas išnyksta. Autoriai atsakymo į šią disproporciją taip ir nerado, tačiau tikėtina, kad taip gali atsitikti dėl vadinamojo rinkos efektyvumo netobulumo, kuomet investuotojams nėra galimybės gauti visą reikalingą informaciją. Tuo tarpu atvirojo IF pagrindinis bruožas yra tai, kad fondo kaina negali nukristi žemiau grynosios aktyvo vertės.

Beveik visų pasaulio šalių (įskaitant ir Lietuvos) įstatymai, reglamentuojantys IF veiklą, reikalauja, kad atvirusius IF valdytų išorinis valdytojas. Remiantis *Investment Company Institute* pateikta statistika, net 99 proc. visų pasaulio fondų valdo valdymo įmonės, o apie 90 proc. IF turto sudaro atvirųjų fondų turtas.

Investicinių fondų klasifikacijos esmė – išankstinis fondų rizikos ir pelningumo pamatavimas. Investuotojas, žinodamas, į kurias finansines priemones IF investuoja, gali rinktis jam labiausiai prieinamą variantą ir atitinkamai tikėtis adekvačios gražos, t. y., jei fondas investuoja daugiausia į akcijas, ypatingai į tam tikro sektoriaus emitentus, natūralu, kad jis dėl tokios savo specializacijos bus rizikingesnis.

Nors fondų aprašymuose teorinė konkretaus fondo klasifikacija nepateikiama, tačiau tokią informaciją galima rasti analizuojant fondo portfelį. Iš jo struktūros dažniausiai matoma, į kokias finansų priemones investuota, koks yra pasiskirstymas pagal rinkas, sektorius, nurodomi didžiausią įtaką fondo turto vertei turinčių bendrovių svoriai portfelyje. Ši informacija yra labai svarbi tiek fondo bendrasavininkams, kurie patikėjo savo lėšas valdymo bendrovei, tiek būsimajam investuotojui.

Taip pat renkantis fondą vertėtų pasidomėti ir fondo taikomų mokesčių rūšimis bei jų tarifų dydžiais, kadangi tai turi tiesioginės įtakos investuotojo įsigytų fondo akcijų pelningumui. Apie tai bus kalbama kitame skyrelyje.

1.1.2. Investicinių fondų taikomų mokesčių ir išlaidų struktūra

Asmuo, norėdamas investuoti į investicinį fondą, pirmiausia turėtų žinoti, kad jis neišvengiamai patirs tam tikrų išlaidų, susijusių su tiesioginiais ir netiesioginiais fondo kaštais (fondo valdytojo darbo užmokesčiu, komisiniais, investavimo transakcijų vykdymo, rinkodaros, vienetų platinimo ir kitomis fondo sąnaudomis). Išlaidos ir mokesčiai mažina fondo turto vertę, todėl svarbu suprasti jų tikslingumą. Pasak Lietuvos Vertybinių popierių komisijos ekspertų, tiesioginiai mokesčiai turi didelę įtaką investuojant trumpam laikui, o netiesioginiai – ilgam. Dažniausiai yra taikomi šie mokesčiai (Bodie, Kane, Marcus, 2002):

Dalyvio mokesčiai:

- Platinimo mokestis (angl. *front-end load*) – tai tiesioginis mokestis, mokamas platintojui perkant fondo investicinius vienetus, dažniausiai jis išreiškiamas procentais nuo įdedamos sumos. Tarkime, jei investuotojas įmoka 1000 litų, o platinimo mokestis 2 proc. nuo įmokėtos sumos, tai 20 litų atiteks platintojui kaip mokestis, o 980 litų pateks į fondą kaip įnašas. Šis mokestis, tiesiogiai mažindamas investuotą sumą, praktikoje neviršija 6 proc.

- Išpirkimo mokestis (angl. *back-end load*) – tiesioginis mokestis, mokamas investicinio periodo pabaigoje išperkant investicinius vienetus. Tarkime, fondo dalyvis savo sąskaitoje turi 10 investicinių vienetų, o vieneto vertė – 100 litų. Fondo dalyvis gali pasiimti iš fondo pinigus, t. y. paprašyti, kad investiciniai vienetai būtų išpirkti. Jei išpirkimo mokestis 2 proc., tai dalyvis atsiims ne visą 1000 litų, bet 980 litų, nes 20 litų turės sumokėti kaip išpirkimo mokestį. Praktikoje sutinkamas ir toks reiškinys, kuomet išpirkimo mokestis mažėja priklausomai nuo to, kiek laiko investuotojas laiko fondo akcijas. Tarkime, jei investuotojas norės parduoti akcijas po vienerių metų, IF gali reikalauti 5–6 proc. dydžio išpirkimo mokesčio, tačiau už kiekvienių paskesnių akcijų laikymo metus investuotojas gali būti „apdovanojamas“ 1 proc. mažesniu mokesčiu.

Dalyvio mokesčiai – tai tiesioginės investuotojo patiriamos išlaidos. Tačiau investicinis fondas, kaip ir bet kuris įprastas ūkio subjektas, dar patiria ir tam tikras veiklos sąnaudas, kurios mažina fondo grynąjį turtą, kartu ir grynujų aktyvų vertę. Dėl šios priežasties renkantis fondą yra svarbu žinoti jo išlaidų struktūrą ir normas. Vertybinių Popierių Komisija pateikia tokius bendruosius išlaidų straipsnius:

Fondo išlaidos:

- Atlyginimas valdymo įmonei (fondo valdytojui) – tai mokestis už turto valdymą, įskaitant investicinių sprendimų priėmimą ir vykdymą, administracines išlaidas, rinkodaros bei kitas su fondo valdymu susijusias išlaidas. Šis mokestis paaimamas tiesiai iš fondo turto, kaip ir kiti netiesioginiai mokesčiai, todėl fondo dalyvis nežino konkrečios sumokėtos sumos.
- Atlyginimas depozitoriumui (bankui) – mokestis už turto saugojimą, įskaitant ir sąskaitų tvarkymą, užtikrinimą, kad operacijos su fondo turtu vykdomos nepažeidžiant teisės aktų, bei kitas depozitoriumo paslaugas. Šis mokestis taip pat yra netiesioginis ir paaimamas kaip atlyginimas valdymo įmonei.
- Atlyginimas tarpininkui – tai komisiniai finansų maklerio įmonei arba bankų finansų maklerių skyriui už vertybinių popierių pirkimą arba pardavimą, kai fondo valdytojas paveda nupirkti ar parduoti akcijas, obligacijas ar kitus vertybinius popierius. Šis mokestis yra netiesioginis ir būna didesnis, kai fondas dažnai perka ir parduoda vertybinius popierius (aktyviai prekiauja), negu tada, kai nuperka ir ilgai laiko.

Visos fondo išlaidos priskiriamos netiesioginiams mokesčiams, dažniausiai išreiškiamais procentine išraiška nuo fondo valdomo turto vertės ir dažniausiai svyruoja 0,2–2 proc. ribose.

Užsienio literatūroje (Bodie, Kane, Marcus, 2002) išskiriama dar viena investicinių fondų taikomų mokesčių rūšis – metinis „12b-1“ mokestis. Į jį yra įtraukiami informavimo ir fondo akcijų pardavimo skatinimo kaštai, tokie, kaip, tarkime, metinių pranešimų ir prospektų parengimo,

reklamos išlaidos. Apie šiuos, kaip ir kitus prieš tai išvardintus mokesčius, kiekvienas fondas privalo informuoti savo informaciniuose leidiniuose.

Priklausomai nuo to, kokie mokesčiai yra skaičiuojami konkrečiai akcijai, akcijos yra skirstomos į klases. A klasės akcijoms paprastai taikomas tik platinimo mokestis, tuo tarpu į B klasės akcijų kainą įtraukiamos fondo išlaidos ir išpirkimo mokestis, į C klasės akcijos kainą – didesnė fondo išlaidų suma, netaikant išpirkimo mokesčio (atskiras fondas gali turėti ir daugiau skirtingų akcijų klasių). Dėl šios priežasties, renkantis investicinį fondą, vertėtų pasidomėti, kokie mokesčiai yra taikomi kiekvienai akcijų klasei ir kokia investavimo laikotarpio reikšmė akcijos gražos dydžiui.

Tarkime, paranku pradinę investiciją skaičiuoti jau atskaičius platinimo mokestį, kurį taiko beveik visi fondai. Kai kurie iš jų apmokestina net ir reinvestuotus dividendus, taigi ilguoju laikotarpiu, po keleto investavimo periodų, investicijų graža iš tokio fondo bus žymiai mažesnė ir patartina geriau rinktis vienkartinis mokesčius taikantį fondą.

Siekiant investicinių fondų veiklos palyginimo supaprastinamo mokesčių atžvilgiu, naudojamas bendrasis išlaidų koeficientas. Tai koeficientas, parodantis netiesioginių išlaidų ir mokesčių dydį per ataskaitinį laikotarpį (metus). Kuo didesnis šis koeficientas, tuo didesnes netiesiogines išlaidas fondas patiria. Bendrąjį išlaidų koeficientą galima rasti investicinių fondų ataskaitose ir sutrumpintame prospekte. Jame be fondo tikslo apibrėžimo, investavimo programos, fondo istorijos, kaip pirkti ir išpirkti akcijas, akcininkų aptarnavimo tvarka, taip pat yra pateikiamas konkretaus IF baigtinis mokesčių ir išlaidų sąrašas, su kuriuo privalo susipažinti būsimasis investuotojas. Fondo informacija taip pat apibūdina jo pagrindines turimas investicijas ir investavimo sritis, nors kartais fondai perka daug plačiau, kad padidintų gražą. Fondai prekiauja laisvai, tačiau jų publikuojamas investicijų sąrašas yra koreguotas.

Sutrumpintą prospektą galima rasti konkretaus IF internetiniame puslapyje, o visą pilną informaciją IF atstovas pateikia investuotojui prieš sudarant investicinę sutartį.

Pagrindinių Lietuvoje veikiančių investicinių fondų administraciniai mokesčiai ir jų tarifai pateikti žemiau esančioje 2 lentelėje.

2 lentelėje pateiktus mokesčius taiko visi pagrindiniai Lietuvos kolektyvinio investavimo subjektai, išskyrus sėkmės mokestį (taiko tik „Finasta Centrinės ir Rytų Europos investicinis akcijų fondas“ bei „IP tarptautinių investicijų fondas“). Nekintamo mokesčio bazė yra turto vertė, tuo tarpu sėkmės mokesčio – turto vertės padidėjimas. Pusė analizuojamų 10 IF („Finasta Centrinės ir Rytų Europos investicinis akcijų“ bei „Finasta investicinis obligacijų“ fondai, „IP tarptautinių investicijų fondas“, „NSEL 30 Indekso fondas“, „ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atviras investicinis fondas“, „JT Baltijos akcijų I ir II fondai“, „Parex Baltijos jūros valstybių investicinis akcijų fondas“, „Hansa pinigų rinkos fondas“ ir „DnB Nord pinigų rinkos fondas“)

taiko iki 2 proc. mokesčio dydį, o didžiausios bendrosios valdymo išlaidos atsispindi „Finasta Centrinės ir Rytų Europos akcijų“ bei „IP tarptautinių investicijų“ fonduose, kuriuose taikomas 15 proc. sėkmės mokestis.

2 lentelė

Lietuvos investicinių fondų mokesčiai, atskaitomi iš investuotojo lėšų

Mokestis	Tarifas	Pastabos
Valdymo mokestis: <ul style="list-style-type: none"> • Nekintamas mokestis • Sėkmės mokestis 	iki 0,5 – 2 proc. iki 15 proc.	Skiriasi mokesčio bazės: mokestis skaičiuojamas nuo turto vertės arba grynujų aktyvų vertės.
Depozitoriumo mokestis	iki 0,15 – 0,3 proc.	Taip pat skaičiuojamas ir fiksuotas mokestis (NSEL 30 Indekso fondas ima iki 30 Lt nuo kiekvienos operacijos).
Sandorių sudarymo išlaidos	iki 0,01 – 2 proc.	
Audito išlaidos	iki 0,75 – 1 proc.	Fiksuoto mokesčio dydis gali siekti net iki 10 – 20 tūkst. Lt per metus.
Išlaidos platintojui	iki 2 – 5 proc.	Dažniausiai skaičiuojamas nuo investicinio vieneto vertės, taip pat galimi fiksuoto dydžio mokesčiai.

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis VPK (2004) bei Lietuvos IF prospektų duomenimis. Išsamesnė informacija pateikta 1 priede

Depozitoriumo ir sandorių sudarymo išlaidos daugmaž visuose Lietuvos fonduose yra vienodos, neviršijančios 2 proc. ribos. Tačiau investuotojui renkantis IF, vertėtų žinoti, kad „NSEL 30 Indekso fondas“ už kiekvieną operaciją ima ir fiksuotą mokestį.

Nors audito išlaidas patiria visi IF, tačiau dauguma Lietuvos fondų jų neįtraukia į investicijų apmokestinimą, išskyrus „IP tarptautinių IF“, skaičiuojantį iki 10 tūkst. Lt ir „NSEL 30 Indekso“ fondą, skaičiuojantį net iki 20 tūkst. Lt mokesčių per metus. Minėti „Parex“ bei „Hansa“ IF taip pat į valdymo kaštus įtraukia audito išlaidas, sudarančias ne daugiau nei 1 proc. turto vertės.

Išlaidų dydis platintojui yra konkretaus IF pasirinkimas: fondai gali skaičiuoti vienkartinį fiksuoto dydžio mokesčius (50 ar 100 Lt), taip pat imti mokesčius nuo investicinio vieneto ar investuotos sumos. Išlaidos platintojui yra vienos didžiausių iš visų 2 lentelėje aptariamų mokesčių, kurio norma gali siekti net iki 5 proc. investuotos sumos.

Apibendrinant 2 lentelės duomenis bei joje minimų IF pateiktų prospektų medžiagą, galima teigti, kad bendrasis išlaidų koeficientas labai priklauso nuo investicinio instrumento – kuo mažesnė rizika bei pelningumas, tuo mažesni mokesčiai. Tarkime, pinigų rinkos priemonių IF bendrieji išlaidų koeficientai tesiekia iki 0,8 – 2,31 proc. (atitinkamai „DnB Nord“ ir „Hansa“ pinigų rinkos fondai), neįskaitant išmokų platintojui. Taip pat ir obligacijų rinkose taikomi mažesni fondų mokesčiai (bendrasis išlaidų koeficientas – tik 1,3 proc.).

Tuo tarpu fondai, investuojantys į akcijas, taiko pastebimai didesnius nekintamus mokesčius nuo turto bei sandorių sudarymo mokesčius. Čia bendrasis išlaidų koeficientas gali siekti net iki 10 proc. („IP tarptautinių investicijų fondas“).

Iš investicinių fondų pateiktų mokesčių „lubų“ negalima spręsti apie skirtingų IF valdymo išlaidų efektyvumą. Reprezentatyvesnę informaciją suteikia mokesčio tarifo dydis, skaičiuojamas nuo vidutinės metinės grynujų aktyvų vertės (GAV). Kiekvienos grupės bet kuris fondas turi šią kainą. Kiekviena GAV skiriasi atsižvelgiant į fondo turimas investicijas ir investuotojų turimas akcijas. Kaina keičiasi kiekvieną dieną. Visos dienos transakcijos, pirkimas bei pardavimas, atsispindi šioje kainoje.

Apibendrinant finansinių aktyvų apmokestinimą, galima teigti, kad investuotojas, siekiantis didesnių pajamų, turi sutikti ne tik su didesne rizika, bet ir turi būti pasirengęs investiciniam fondui sumokėti didesnę dalį uždirbtų pajamų įvairių mokesčių pavidalu, ir atvirkščiai, mažiau tolerancijos rizikai turintis investuotojas uždirbs mažiau, tačiau taip pat ir fondo išlaidoms padengti sumokės mažesnę pinigų sumą.

1.1.3. Aktyvaus ir pasyvaus investicinių fondų valdymo analizė

Investicinio fondo valdymas – tai įvairių aktyvų valdymo procesas. Pats valdymas gali būti: aktyvusis ir pasyvusis, sąlyginai kontroliuojamas ir nekontroliuojamas, valdomas tiesioginius ar netiesioginiu būdu. Aptinkama labai įvairių valdymo modelių bei strategijų. Pagrindiniai investicinio fondo valdymo modeliai yra šie: aktyvusis valdymas ir pasyvusis valdymas (Z. Bodie, A. Kane ir A. J. Marcus.2002).

Aktyvus investicijų valdymas – tai toks valdymo būdas, kai investiciniai sprendimai daromi remiantis ateities tendencijų prognozavimu. Tai reiškia, kad investiciniam portfeliui stengiamasi atrinkti patraukliausias investicines priemones, kurių grąža labai priklauso nuo sektoriaus, regiono bei įsigijimo ir pardavimo momento. Todėl daug pastangų dedama nustatant didžiausią augimo potencialą turinčius regionus, sektorius ar atskiras įmones bei optimalų investicinių priemonių įsigijimo ir pardavimo momentą. Aktyvaus valdymo tikslas yra pelnas, tačiau dažniausiai pabrėžiamas siekis gauti didesnę grąžą nei vidutinė tos rinkos grąža. Siekdami savo tikslų aktyvūs valdytojai ieško naudingos informacijos bei ją analizuoja, pasitelkdami daugybę metodų. Daugelis autorių sutinka (Bretani, C. 2004, Dudzevičiūtė, G. 2004.), kad vertinant įmonių akcijas reikia atlikti fundamentaliąją ir techninę (įskaitant ir makroekonominę) analizę. Kadangi fundamentaliajai ir techninei analizei (abu metodai priskiriami tradiciniams investavimo analizės metodams) finansų teorijoje skiriamas ypatingas dėmesys, toliau šiek tiek plačiau bus aptarti būtent šie metodai.

Fundamentalioji analizė teigia, jog akcijos kaina turėtų būti lygi jos tikrajai vertei. Savo ruožtu, tikroji vertė priklauso nuo kompanijos turto, finansinės situacijos, pardavimų, ateities perspektyvų,

gaminamų produktų ar teikiamų paslaugų, konkurentų, vadovų bei kitų įmonei tiesiogiai įtaką darančių veiksnių. Kitaip sakant, siekiama ne tik prognozuoti galimą kainos kitimą, tačiau bandoma nustatyti jo priežastis. Pasak Swedbank analitikų, remiantis fundamentaliosios analizės teorija, bendrovės akcijos kaina gali laikinai nesutapti su tikrąja verte, tačiau ilginiui turėtų artėti link jos.

Populiariausias ir plačiausiai taikomas fundamentalaus vertinimo metodas yra diskontuotų pinigų srautų analizė (angl. *discounted cash flow analysis*). Finansų maklerių viešai pateikiamuose vertinimuose nurodyta akcijų kaina dažniausiai gaunama būtent šiuo būdu. Tarkime, jei teoriškai paskaičiuota akcijos tikroji vertė ženkliai viršija jos realią kainą, daroma prielaida, jog akcija brangs. Tačiau nereikėtų aklaai pasitikėti finansų analitikų vertinimais, nes jų prognozės ne visada išsipildo.

Išskiriami keli pagrindiniai informacijos šaltiniai, naudojami fundamentaliajai akcijų analizei. A. Rutkauskas ir R. Martinkutė (2007) ypatingai pabrėžia einamųjų ir praėjusių metų emitento veiklos rezultatų analizę, tuo tarpu G. Kancerevičius (2006) papildomai siūlo pasidomėti vadovų komentarais apie įmonės veiklą (vidinių šaltinių, vadinamųjų „*insaiderių*“, skleidžiama informacija gali skirtis nuo viešai platinamos), išskirti emitento veiklos rezultatus lemiančius faktorius, nurodyti tikėtinus rizikos veiksnius.

Kitas informacijos apie įmones šaltinis yra skelbiamos naujienos. Vertybinių popierių biržoje listinguojamoms bendrovėms yra privaloma skelbti apie esminius įvykius bei naujienas. Papildomų naujienų galima rasti atitinkamuose interneto portaluose bei spaudos leidiniuose.

Dar viena galimybė sužinoti daugiau informacijos apie bendrovę yra visuotiniai akcininkų susirinkimai. Nors jo metu oficialiai naujienos neturėtų būti skelbiamos, tačiau kartais atskleidžiami vienokie ar kitokie įmonės ateities planai, kurie gali turėti įtakos ir akcijų kainai.

Svarbu suprasti, jog ne visuomet pozityvi informacija teigiamai paveiks akcijos kainą. Į naujienas derėtų žiūrėti ne tiesmukai, tačiau iš įvairių perspektyvų. Žinoma, įgauti tokiems įgūdžiams reikia laiko, praktikos ir patirties.

Techninė analizė yra paskelbtų istorinių rinkos duomenų naudojimas tam tikro finansinio instrumento analizei bei ateities prognozėms. Rinkos duomenys – tai kaina (ją ypatingai akcentuoja A. Rutkauskas ir R. Martinkutė (2007), siūlydami ištirti kainų judėjimo kryptį naudojant grafines priemones), indekso reikšmė, prekybos apimtis bei techniniai rodikliai, dar kitaip vadinami indikatoriais. Techninė analizė teigia, jog rinkose svarbesni yra trumpalaikiai ir psichologiniai veiksniai nei fundamentali situacija. Didelis dėmesys kreipiamas į rinkos elgseną, bandoma numatyti kainos pokyčių ir lygių tendencijas ateityje. Be to, manoma, jog investuotojai naudojami įvairiais faktoriais, nulemiančiais sprendimą pirkti ar parduoti, tarp jų ir tais, kurie visiškai nesusiję su fundamentaliąja analize, tarkime, paskalas. V. Deltuvaitė (2001) teigia, kad techninė analizė

glaudžiais susijusi su įvairiausių grafikų ir funkcijų analize, rinkos kursų konjunkčūros ir kursų kitimo tendencijų nagrinėjimu, taigi ir statistinių tyrimų atlikimu.

A. Rastenienė (1998) prie techninės analizės priskiria ir *Dow teorijos taikymą* (keičiantis Dow Jones pramonės ir transporto indeksams viena kryptimi, teigiama, kad rinkoje prasideda nauja tendencija kadangi pramonės potencialo didėjimas negali būti stabilus, jeigu atsilieka transporto sektorius) bei *akcijų kursų kilimo-kritimo teoriją* (skaičiuojamas skirtumas tarp kylančiais ir krentančiais kursais parduodamų akcijų – rinkos tendencija laikoma gera, jei šis skirtumas yra teigiamas), kuri, kaip teigia autorė, daug greičiau parodo rinkos tendencijas nei Dow teorija.

Taip pat techninėje analizėje naudojama *prekybos apimties teorija* (jei kylant akcijų kursui didėja ir parduotų akcijų skaičius, tai rinkoje prasideda augimas), *nepilnų lotų* (1–99 akcijų) *teorija* (jei biržos apyvartoje daugėja tokių lotų, kuriuos dažniausiai perka ir parduoda smulkieji investuotojai, remdamiesi nepatikima ir neoperatyvia informacija, laikoma, kad tai yra signalas parduoti akcijas) bei kitos daugiau ar mažiau subjektyvios ir ne visada pasitvirtinančios teorijos.

Makroekonominė analizė apima tam tikros ekonomikos arba rinkos ekonominių rodiklių analizę, kuomet bandoma nuspėti, kaip tam tikri ūkio, atskiros šakos pokyčiai nulems akcijų kainą ateityje.

Egzistuoja ir ketvirtas, šiuolaikinis požiūris į investavimo analizę, kurios „užduotis yra ne tik būsimumų dividendų ar būsimosios kainos nustatymas, o ir (ar netgi svarbiau) investavimo priemonės pelningumo ir rizikos įvertinimas bei subendramatinimas. <...> šiuolaikinė (modernioji) analizė artėja prie aktyvų *visumos* elgesio tyrimo“ (Rutkauskas, Martinkutė [62, p. 140]. Moderniajai analizei priskiriamos tokios priemonės kaip tarpusavio ryšių (koreliacijos) nustatymas, kiekybinių (tikimybinių-statistinių) metodų taikymas.

Visi aktyvaus investicijų valdymo metodai, naudojami tinkamai, fondo valdytojams gali atnešti milžinišką sėkmę, tačiau nemažai fondų vis dėlto naudojami ir pasyviu metodu.

Pasyvus investicijų valdymas – valdymo būdas, kuriuo siekiama, kad investicijų grąžos ir rizikos charakteristikos atitiktų tam tikro rinkos segmento ar indekso grąžą bei riziką. Tokiu būdu formuojamas toks portfelis, kuris yra identiškas rinkos segmento ar indekso kompozicijai. Trumpai tariant, pasyvus investavimas reiškia investavimą į tam tikrą indeksą sudarančius vertybinius popierius neatliekant gilesnės akcijų rinkų analizės. Amerikiečių mokslininkas Z. Bodie (2002) šiam reiškiniui paaiškinti sukūrė vadinamąjį **investicinių fondų teoremą**, teigiančią, kad pasyvi investavimo strategija į akcijų indeksus yra efektyvi rizikos išskaidymo priemonė.

Tarkime, į vieną seniausių Dow Jones Industrial indeksą įeina 30 didžiausių JAV įmonių akcijos, į FTSE 100 – 100 Britanijos didžiausių įmonių akcijos; galima investuoti pagal tarptautinius arba regioninius indeksus (Standard & Poor's arba MCSI Europe), taip pat pagal

obligacijų indeksus, nors, pasak ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirojo investicinio fondo ekspertų, tai nėra labai populiaru.

Siekiant gilesnės aktyviai ir pasyviai valdomų IF analizės, naudinga būtų išryškinti abiejų strategijų privalumus ir trūkumus (3 lentelė).

3 lentelė

Aktyvaus ir pasyvaus investicinių fondų privalumai ir trūkumai

	Aktyvus IF valdymas	Pasyvus IF valdymas
Privalumai	Lankstumas	Valdymo paprastumas
	Galimybė gauti didesnę nei vidutinę grąžą	Investicijų nepriklausomumas nuo valdytojo
	Gynybos priemonės	Diversifikacija
	Prognozavimo galimybė	Mažos valdymo išlaidos
Trūkumai	Didelės valdymo išlaidos ir mokesčiai	Rezultatai priklausantys nuo indekso
	Ekonomika yra sunkiai prognozuojama	Kontrolės stoka
	Rizika ir grąža stipriai koreliuoja	

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis NSEL 30 indekso fondo duomenimis

Lankstumas yra vienas pagrindinių aktyvaus valdymo privalumų, pasireiškiantis tuo, kad aktyvus valdytojas gali rinktis, į kokius vertybinius popierius investuoti. Tarkime, jei aktyviai valdomo akcijų fondo valdytojas mano, kad tam tikros įmonės akcijų kaina rinkoje yra per maža, jis gali investuoti į šias akcijas ir dėl akcijų kainos kilimo ateityje išlošti. Dėl savo lankstumo aktyvus IF valdymas taip pat suteikia **galimybę gauti didesnę nei vidutinę grąžą**. Teigiama, kad toks fondas gali pasiekti net 80 proc. ar didesnę grąžą, kurios beveik joks indekso fondas negali duoti.

Gynybos priemonių egzistavimas reiškia, kad investicijų valdytojai gali daryti prevencinius sprendimus, jei laukiamas rinkos nuosmukis. Per akcijų kainų nuosmukį Didžiojoje Britanijoje laikotarpyje nuo 2000-ųjų kovo iki 2003-ųjų kovo, aktyvūs investicijų valdytojai daugiau investavo į kainų svyravimams atsparesnes akcijas bei obligacijas, taip sumažindami nuvertėjimo riziką.

Tai itin aktualu šiandien besitęsiant pasaulinei krizei. Analitikai tvirtina, kad sunkmečio sąlygomis patraukliausiomis laikomos bendrovės, gaminančios būtiniausias vartojimo prekes ar teikiančios su tuo susijusias paslaugas (sveikatos apsaugos, maisto pramonės, komunalinių paslaugų sektorius ir pan.), kadangi žmonės pačių paskutinių atsisakys neelastingiausių prekių – dujų, vandens, vaistų o rinkoms atsigavus ir atsiradus apetitui rizikai, jų patrauklumas smuktels pirmiausia (Čiulada, 2009). Taigi, išvalgus aktyvaus IF valdytojas jei jau smarkiai nepadidins savo valdomo portfelio vertės, tai bent jau galės užsitikrinti nors minimalią grąžą net ir sunkmečio sąlygomis.

Prognozavimo galimybė. Vertybinių popierių rinkose indeksai nėra pastovūs, kadangi kainos svyruoja, vienos įmonės iš indeksų pasitraukia, kitos būna įtraukiamos. Tokiais atvejais, kai

tikimasi, kad įmonė greitai pateks į indeksą, prognozuojamas ir jos akcijų kainos kilimas, nes pasyviai valdomi indeksų fondai turės jas įsigyti. Todėl aktyvūs investicijų valdytojai, galėdami gana tiksliai prognozuoti kai kurių vertybinių popierių kainų kilimą ar kritimą, iš to nemenkai išlošia.

Pasyvus investicinio fondo valdymas savo ruožtu taip pat turi keletą svarbių privalumų. Vienas esminių – tai **valdymo paprastumas**, kuris reikalauja žymiai mažiau valdymo įgūdžių, sprendimų priėmimas čia yra paprastesnis ir retesnis. Pasyvaus investicijų valdytojo veiksmai dažniausiai visiškai priklauso nuo indekso dinamikos.

Mažos valdymo išlaidos. Jos dažniausiai sudaro apie 0,5 – 1 proc. turto per metus. Taip yra dėl to, kad pasyvūs portfelio valdytojai mažiau išleidžia investicinių priemonių atrankai, analizėms bei prognozavimui, be to pasyviai valdomų portfelių apyvarta mažesnė, tai ir mokesčiai mažesni.

Diversifikacija. Kadangi indeksą dažniausiai sudaro daugybė skirtingų akcijų, todėl žymiai sumažinama rizika, kad kurios nors įmonės staigus akcijų kainos kritimas žymiai paveiks portfelio gražą. Dažniausiai vienos įmonės akcijos pasyviai valdomame portfelyje sudaro labai mažą jo dalį.

Nors IF valdytojas paprastai yra kompetentingas ir turi sukaupęs nemažai žinių ir patirties, tačiau kartais vis tiek neišvengiama sprendimų, sąlygotų asmeninės nuojautos, pažiūrų ar lūkesčių. Pasyvus fondo valdymas padeda sumažinti riziką, kylančią būtent dėl subjektyvių valdytojo veiksmų, valdytojų rotacijos bendrovėje. Tai suprantama kaip **investicijų nepriklausomumas nuo valdytojo**. Investuotojai, sudarydami pasyviai valdomą portfelį arba investuodami į indeksinį fondą, žino ko tikėtis. Investicijų graža nepriklauso nuo to, ar šiandien investicijų valdytojui gera diena ar ne, ar šiais metais jam sekasi ir pan. Tarkime, jei investuojama į indeksinį fondą, fondo portfelio valdytojo pasikeitimas neturės pastebimos reikšmės investicijų gražai.

Greta minėtų privalumų, kiekvienas fondo valdymo būdas turi ir savų trūkumų. Didžiausias aktyvaus IF minusas yra tas, kad, lyginant su pasyviuoju valdymu, jo **valdymo išlaidos ir mokesčiai yra pastebimai didesni**. Taip yra dėl įvairių mokesčių: didesnis investicijų valdymo mokestis, didesnis mokestis už apyvartą (aktyviai valdomų portfelių apyvarta didesnė), komisiniai tarpininkams, įėjimo, išėjimo, taip pat prisideda marketingo, auditavimo bei kitos išlaidos, kurios vienaip ar kitaip atsispindi mokesčiuose. Aktyviam investuotojui susidaro nuo 2 iki 9 proc. mokesčių nuo viso valdomo turto per metus, o tai yra labai daug palyginus su pasyviai valdomų portfelių mokesčiais, kurie sudaro apie 0,5 – 1 proc. per metus.

Antra, kiekvienas daugiau nusimanantis finansininkas žino, kad **rinkos ir ekonomikos yra sunkiai prognozuojamos**. Atsižvelgiant į tai, kad yra tūkstančiai akcijų rinkos ekspertų, investicinių fondų valdytojų, asmeninių investicijų valdytojų bei konsultantų, kai kurių prognozės tiksliai pasiteisins, ir jie labai išloš. Tačiau tyrimai rodo, kad vertinant visus šiuos asmenis, bandančius nuspėti rinkos tendencijas kaip grupę, jų rezultatai nėra geresni nei statistinė tikimybė

atspėti. Todėl nėra būdo, kaip iš anksto žinoti, kieno prognozės pasitvirtins, tuo labiau, kad ateities rezultatai nedaug susiję su praeities rezultatais. Įrodyta, kad praeityje buvęs įmonių pajamų augimas silpnai koreliuoja su ateities pajamų augimu ar akcijų kainų didėjimu. ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių fondo ekspertai teigia, kad tyrimas, į kurį buvo įtrauktas 851 JAV fondas, parodė, kad 1996 – 1999 metais pagal bendrą metinę grąžą pirmavę fondai – pirmasis dešimtukas, 1999 – 2002 metais atsidūrė paskutinėse vietose – nei vienas nepasiekė aukštesnės nei 790 vietos iš 851.

Analogiškai galima tvirtinti, kad praeityje geri fondo valdytojų rezultatai toli gražu nereiškia, kad ir ateityje juos lydės sėkmė.

Rizika ir investicijų grąža stipriai koreliuoja. Potenciali didelė grąža visada susijusi su didele rizika. Nebūna mažo rizikingumo ir didelės grąžos investicijų. Investicinė rizika gali pasireikšti įvairiomis formomis, tačiau apskritai investuotojui rizika reiškia galimybę prarasti investuotas pajamas, todėl svarbu, kokia tikimybė prarasti ir kokią dalį investuotų lėšų tikėtina prarasti.

Esminis ir dažniausiai investuotojų įvardijamas kaip negatyvus pasyviai valdomo IF bruožas yra tas, kad jo **rezultatai priklauso nuo indekso**. Investuotojai turi tenkintis vidutine rinkos grąža, todėl vienintelis kintamasis čia yra ūkio konjunktūros pokyčiai indeksą sudarančių bendrovių kontekste. Vis dėlto, 1996 metų Vanguard tyrimas parodė, kad iš 273 aktyviai valdomų fondų per dešimt metų tik 38 fondai t.y. 14 proc. gavo didesnę grąžą nei S&P 500, o statistiškai svarbią didesnę grąžą (daugiau nei proc.) gavo tik 14 fondų, tuo tarpu statistiškai svarbią mažesnę grąžą uždirbo net 147 fondai.

ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių fondas, analizuodami aktyviai ir pasyviai valdomų fondų skirtumus, teigia, kad 1993 – 1998 metų laikotarpyje atlikti švedų tyrimai, apėmę 152 Europos fondus, parodė, kad net 75 proc. fondų metinė grąža buvo mažesnė nei indekso grąža. Tai iš dalies galima paaiškinti didelėmis fondų valdymo išlaidomis. Be abejo, naudingiausia būtų investuoti į tuos 25 proc. aktyvių fondų, kurie gauna didesnę grąžą nei indeksas, tačiau žinoti, kurie fondai bus tarp tų 25 proc., iš anksto neįmanoma.

Nemažiau svarbus argumentas nesirinkti pasyviai valdomo IF yra tas, kad nors fondo valdytojas ir numato tam tikro indekso smukimą, tačiau aktyvių priemonių jis imtis negali. Tai ir yra vadinamoji **kontrolės stoka**. Pasyvūs investicijų valdytojai negali imtis gynybos priemonių, tarkime, parduoti akcijas, kurių kaina, tikėtina, nukris.

Smulkiųjų investuotojų nepasitenkinimas investicinių fondų įmonių siūlomais investiciniais produktais lėmė gausybę tyrimų, kurių objektas buvo aktyviai bei pasyviai valdomų fondų rezultatų palyginimas. NSEL 30 indekso fondo ekspertai teigia, kad dauguma tyrimų įrodo, kad aktyviai valdomos investicijos vidutiniškai duoda visgi mažesnę grąžą. Taip pat svarstant, kurį fondą pasirinkti, reikia atsižvelgti ir į numatomą investavimo laikotarpį. Tarkime, tyrimais įrodyta, kad

ilgalaikėje perspektyvoje indeksiniai fondai duoda didesnes pajamas, tačiau investuojant trumpam laikotarpiui, galima daugiau išlošti tinkamai pasirinkus aktyviai valdomą fondą.

Daug ką reiškia ir investuotojo tolerancijos rizikai, t. y. skirtingi investuotojai skirtingai suvokia ir prisiima riziką. Konservatyvesni yra linkę atsisakyti dalies gražos dėl mažesnės rizikos, kiti, siekdami kuo didesnės naudos, deramai neįvertina rizikos. Pastarieji dažniausiai yra smulkūs investuotojai, kurie nedaug išmano apie investicinius produktus. Kita vertus, profesionalūs investicijų valdytojai, siekdami parduoti rizikingesnius produktus, ne visada atskleidžia visą informaciją apie aktyvo rizikos laipsnį. Vis dėlto daugelis ekspertų sutinka, kad pasyviai valdomi (indeksiniai) fondai yra mažiau rizikingi nei aktyviai valdomi.

Kaip jau buvo aptarta, paprastai aktyvius investicijų valdymas yra ženkliai brangesnis už pasyvaus IF valdymą. Visgi ir čia būna išimčių, kuomet ir indeksinio fondo valdymas gali kainuoti 2 proc. ir daugiau per metus. Todėl, renkantis fondą, pirmiausia reikėtų atsižvelgti į būtent į konkretaus fondo išlaidas.

1.2. Investicinio portfelio pelningumo ir rizikos įvertinimas

Turint visą informaciją apie investicinį fondą, galima pradėti jį vertinti ir vėliau priimti investicinį sprendimą.

Vertinant istorinius fondo rezultatus, nereikia pamiršti, kad bet koks fondas lyginamas su tam tikru lyginamuoju indeksu (angl. *benchmark*). Negalima fondo rezultatų lyginti su visa rinka arba tam tikro prekybos sąrašo augimu. Fondo valdytojo tikslas yra padaryti fondą pelningesnį negu lyginamojo indekso rezultatai, bet ne pelningesnį už visą rinką.

Įvairių fondų lyginamieji indeksai skiriasi atsižvelgiant į fondo rūšį, investavimo strategiją, tikslus, geografinį bei sektorinį investicijų paskirstymą. Tik lyginamasis indeksas parodo, kaip keičiasi investicinė fondo aplinka, kurioje jis veikia.

Įvertinus fondus pagal istorinius duomenis, jie lyginami tarpusavyje. Dabar labai svarbu nepasiklysti fondų įvairovėje, nes galima lyginti tik vienos rūšies fondus, veikiančius vienodose rinkose ir turinčius panašius tikslus. Negalima lyginti obligacijų ir akcijų fondų arba gretinti besivystančių rinkų akcijų fondą ir didelių gerai žinomų bendrovių akcijų fondą, tarptautinių bei vietinių fondų ir t. t.

Tarp vertinimo kriterijų ne paskutinę vietą turi užimti ir valiutos, kuria denominuotas fondas, įvertinimas. Turint galvoje, kad litas priištąs prie euro, bet koks fondas, kuris denominuotas eurais arba prie euro priištąs valiuta, nesukuria papildomos valiutinės rizikos. Fondai, išreikšti JAV doleriais arba kitokia valiuta, turi riziką, susijusią su valiutų kursų svyravimu. Tokiu būdu dėl

galimo valiutų skirtumo bet koks tokio fondo pelningumas Lietuvos gyventojams skiriasi nuo oficialiai skelbiamo

Priimant investavimo sprendimus, investuotojas turi mokėti išmatuoti riziką ir pelningumą. G. Kancerevičius teigia, kad investicijų kontekste svarbus klausimas yra turto pasikeitimas per tam tikrą laiko tarpą (laikymo periodą) ir aktyvo pelningumas per tą laiko tarpą [38, p. 270].

Pelningumas r surandamas labai paprastai:

$$r = \frac{GAV_1}{GAV_0} \quad (1)$$

čia: GAV_1 – grynoji aktyvo vertė laikotarpio pabaigoje;

GAV_0 – grynoji aktyvo vertė laikotarpio pradžioje.

Pelningumas r nebūna neigiamas. Jei jis daugiau kaip 1,0, tai investicijos vertė per tą laiką padidėjo, o jei jis mažesnis nei 1,0, tai investicija per laikotarpį nuvertėjo. Kai r artėja link 0, reiškia, kad investuotojas visiškai prarado savo pinigus.

Tuo tarpu Z. Bodie, A. Kane ir A. J. Marcus pelningumui per laiko tarpą išmatuoti rekomenduoja papildomai įtraukti ir pajamų bei kapitalo prieaugį (PKP) [7, p. 113]:

$$r = \frac{GAV_1 - GAV_0 + PKP}{GAV_0} \quad (2)$$

Pelningumas r parodo tik investicijos vertės pokytį. Procentinę išraišką apibūdina laikymo laikotarpio grąža ry (angl. *return yield*).

$$ry = r - 1 \quad (3)$$

$$\text{Metinis } r = r^{\frac{1}{n}} \quad (4)$$

čia: n – metų skaičius investicijų laikymo laikotarpiu.

$$\text{Metinis } ry = ry^{\frac{1}{n}} - 1 \quad (5)$$

Turint eilę metinių ry galima išmatuoti vidutinį investicijos pelningumą. Tai galima padaryti naudojant aritmetinį arba geometrinį vidurkį.

Aritmetinis vidurkis, pasak G. Kancerevičiaus yra tinkamas matas centrinei distribucijos tendencijai skaičiuoti [38, p. 270].

$$AM = \frac{\sum ry}{n} \quad (6)$$

čia: AM – aritmetinis vidurkis;

$\sum ry$ – visų skaičiuojamo laikotarpio ry suma;

n – visų skaičiuojamo laikotarpio ry skaičius.

Tiek G. Kancerevičius, tiek A. Rutkauskas su R. Martinkute (2007) geometrinį vidurkį įvardija kaip tikslesnį pelningumo per laiko periodą matą nei aritmetinį. Jis geriausiai atspindi sudėtinius, bendrus pelningumus per tam tikrą laiką (mėnesį ar ketvirtį), todėl dažnai naudojamas finansų ir investicijų srityje.

$$GM = [r_1 \times r_2 \times \dots \times r_n]^{\frac{1}{n}} - 1 \quad (7)$$

čia: GM – geometrinis vidurkis;

r – laikymo laikotarpio pelningumas;

n – laikymo laikotarpio pelningumų skaičius.

Geometrinis vidurkis yra laikomas laiko svertiniu pelningumu ir yra plačiai naudojamas portfelio pelningumui įvertinti. Portfelio pelningumą galima apskaičiuoti arba sumuojant atskirų investicijų svertinius ry , arba skaičiuojant viso portfelio vertės pasikeitimą.

Vertinant investicijų pelningumą, reikia įvertinti infliacijos dydį ir fondo mokesčius per investavimo laikotarpį, todėl gali gautis taip, kad realus pelningumas bus net ir neigiamas.

A. Rutkauskas ir R. Martinkutė (2007) pelningo rodiklius tipizuoja pagal investicinio fondo investavimo instrumentus. Antai pinigų rinkos fondų pelningumui nustatyti naudojamas septynių dienų realusis pelningumas.

$$EY = \left(1 + \frac{V_7 - V_0 - E}{V_0} \right)^{\frac{365}{7}} - 1 \quad (8)$$

čia: EY – septynių dienų metinis pelningumas, pradžioje apskaičiuojamas savaitei, o paskui ir metams;

V_0 – akcijos vertė savaitės pradžioje;

V_7 – akcijos vertė savaitės pabaigoje;

E – išlaidos.

Kadangi investiciniai fondai yra kintamojo kapitalo bendrovės, į kurias papildomai investuojama ir tuo pačiu išperkamos akcijos, investicijų fondų bendrajam pelningumui apskaičiuoti padeda *Dietzo* algoritmas:

$$r = \left(\frac{EV - 0,5 \times NA + I}{BV + 0,5 \times NA} - 1 \right) \times 100 \quad (9)$$

čia: r – portfelio pelningumas;

EV – galutinė vertė;

BV – pradinė vertė;

NA – grynieji papildymai įdėti pinigai = papildomai įdėti pinigai – išimami pinigai.

I – pajamos, paskirstytos per periodą.

Dietzo algoritmas paremtas prielaida, kad investicijos daromos ir pinigai išimami metų viduryje. Nors tai nėra teisinga, tačiau tai visgi geriau nei apskritai ignoruoti fondo papildymus (išėmimus).

Dažnai didelis pelningumas yra susijęs su didele rizika, todėl ją taip pat būtina įvertinti. Tai galimą padaryti remiantis *Šarpo* (atlygio už kintamumą) ir *Treynoro* (atlygio už nepastovumą) koeficientais.

$$SR = \frac{PR - RFR}{PSD} \quad (10)$$

čia: *SR* – *Šarpo* koeficientas;

PR – portfelio pelningumas;

RFR – nerizikinga norma;

PSD – portfelio pelningumo galimybių vidutinis kvadratinis nuokrypis.

Šarpo rodiklis parodo, kiek pelno prieaugio tenka kiekvienam rizikos vienetui ir yra naudojamas investuotojams, kuriems portfelis yra vienintelė investuotojo investicija. Apskaičiuotus konkrečių fondų *Šarpo* rodiklius pateikia ir kai kurios finansų institucijos – tai itin supaprastina fondų palyginimą eiliniams investuotojams.

Z. Bodie, A. Kane ir A. J. Marcus (2002) siūlo įvertinti investicinį fondą dar ir *Treynoro* koeficientu, jei be šio portfelio investuotojas turi dar papildomų investicijų.

$$TR = \frac{PR - RFR}{\beta} \quad (11)$$

čia: *TR* – *Treynoro* koeficientas;

β – portfelio pelningumo nepastovumas, atsižvelgiant į rinkos pelningumą. Jis rodo portfelio sisteminės ar rinkos rizikos dydį.

Kuo aukštesni *Šarpo* ir *Treynoro* koeficientais, tuo geriau, o jeigu jie viršija atitinkamus rinkos koeficientus, galima teigti, kad portfelis veiksmingas rinkos atžvilgiu.

1.3. Investicinio fondo įvertinimas indeksų pagalba

Finansų rinkose prekiaujama daugybe instrumentų. Vieni jų brangsta, kiti pinga. Tam, kad investuotojai geriau suvoktą bendrą rinkos pasikeitimą, įvairūs finansiniai leidiniai ir investicinės firmos sudarinėja rinkos indeksus.

Indeksų būna labai įvairių – tam tikros biržos indeksas (OMX Vilnius), tam tikrų įmonių grupės akcijų indeksas (S&P 500), tam tikros pramonės šakos indeksas (DJ pramonės), visų biržoje kotiruojamų akcijų indeksas, užbiržinės rinkos akcijų, akcijų ir obligacijų kartu, vienos šalies akcijų (RTS), regiono akcijų ir daugelis kitų indeksų.

Kaip teigia G. Kancerevičius, „indeksą galima traktuoti kaip tam tikro finansinių instrumentų portfelio su tam tikra struktūra vertės pokyčius, fiksuojamus per laiką“ [38, p. 303].

Indeksai naudojami dėl keleto tikslų:

- Indekso reikšmės naudojamos apskaičiuoti visos rinkos ar jos dalies (priklausomai kas įtraukiama į indeksą) pelningumą per tam tikrą laiko tarpą. Tai yra kontrolinis pelningumas, naudojamas įvertinti atskirų investicinių portfelių valdymo efektyvumą.
- Indeksai leidžia sukurti indekso portfelį, t. y. investuojama į tam tikrą indeksą sudarančių bendrovių akcijas. Teoriškai, tokio portfelio pelningumas turi atitikti indekso pelningumą. Toks investavimas yra patogus, nes praktiškai yra sudėtinga nuolat viršyti indekso pelningumą. Tokiu principu yra formuojami indeksų fondai (NVPB 30 Indekso fondas), kuriuos gali sudaryti akcijos, obligacijos ar jų derinys.
- Indeksus finansų rinkos dalyviai naudoja tirti veiksniams, nuo kurių priklauso finansinių instrumentų rinkos kainų pokyčiai, t. y., indeksai parodo bendrą rikos kainų svyravimą.
- Indeksai naudojami techninėje analizėje kainų pokyčiams ateityje nuspėti.
- Remiantis kapitalo rinkos teorija, indeksai atspindi sistemine riziką, kurios negalima išvengti ir kuri nepriklauso nuo bendrovių veiklos rezultatų ir apskritai jų veiksmų. Šiuo atveju pagal indekso svyravimus (standartinis nuokrypis) matematiškai galima įvertinti šią riziką.

Formuojant indeksus, iškyla statistinė problema – koks indekso akcijų skaičius yra pakankamas, kad reprezentatyviai atspindėtų rinką. Jei į indeksą bus įtrauktas per didelis įmonių skaičius, indekso fondo valdymo kaštai gali smarkiai išaugti. Kita vertus, jei indeksą sudarys per maža atrankinė aibė, duomenys gali būti netikslūs ir laukiami rezultatai gali smarkiai nukrypti nuo realių.

Indeksai yra formuojami pagal tris pagrindinius principus – kainų, vertės ir nesvertinį principą.

Kainų principas išreiškiamas naudojant aritmetinį akcijų kainų vidurkį (taip sudaromi DJIA ir Nikkei indeksai). Pagrindinis šio principo trūkumas yra tas, kad jis automatiškai neįvertina akcijų smulkinimo (tą tenka padaryti keičiant daliklį), be to, didesnė akcijos kaina indekse turi didesnę svorį, nepriklausomai nuo kitų kokybinių bendrovės charakteristikų (didelė ar maža, sparčiai ar lėtai auganti bendrovė ir kt.).

Vertės principas, pagal kurį pirmiausia apskaičiuojama pradinė į indeksą įtrauktų akcijų rinkos vertė (kapitalizacija), prilyginama bazei (100). Sekant indekso pokyčius, kiekvieną kartą nauja vertė lyginama su bazine kapitalizacija:

$$\text{Indeksas} = \frac{\text{indekso kapitalizacija tam tikrą dieną} \times \text{indekso pradinė vertė (bazė)}}{\text{indekso kapitalizacija bazėa dieną}} \quad (12)$$

Nesvertinis principas yra priešingas pirmiems dviem, kadangi visi čia įtraukti instrumentai turi vienodą svorį nepriklausomai nuo jų kainos ar kapitalizacijos dydžio.

Remiantis šiais principais praktikoje yra naudojama daugybė įvairiausių akcijų indeksų.

Vienas seniausių ir geriausiai žinomų – tai **Dow Jons Pramonės vidurkis** (angl. *Dow Jones Industrial Average* arba DJIA). Kaip teigia G. Kancerevičius (2006), DJIA sudaro 30 pirmaujančių, gerai žinomų firmų akcijos (vadinamieji „žydrieji žetonai“ (angl. *blue chips*)), kurios yra listinguojamos NYSE. Šis indeksas buvo sudarytas 1896 metais ir per visą savo gyvavimo istoriją pastebimai keitėsi. DJIA rodo, koks bus tų 30 akcijų kainos vidurkis, jei nebuvo dividendų ir akcijų dalijimų. Kadangi indeksas sudarytas pagal kainų principą, tai aukštesnę kainą turinčių akcijų svyravimai turi didelės įtakos indekso reikšmei. Be to, DJIA sudaro mažiau nei 2 proc. visų NYSE listinguojamų akcijų (1800), kurių daugelis priklauso subrendusioms, stambioms (prestižinėms) bendrovėms, todėl finansininkai jį kritikuoją dėl prasto realios rinkos situacijos atspindėjimo.

DJIA skirstomas papildomai į dar tris grupes – tai – Dow Jons Transporto vidurkis (DJTA), kurį sudaro 20 akcijų; Dow Jons Komunalinių paslaugų vidurkis (DJPUA), kurį sudaro 15 akcijų; Dow Jons Sudėtinis vidurkis (DJCA), apimantis pirmuosius du ir tradicinį DJIA (iš viso sudaro 65 bendrovių akcijos).

Japonijoje plačiausiai naudojamas yra **Nikkei Stock Average Index** (Nikkei) indeksas, skaičiuojamas kaip 225 Tokijo akcijų biržos pirmaujančių akcijų kainų vidurkis. Nikkei buvo pradėtas skaičiuoti bendrovės „Dow Jones and the Company“ nuo Tokijo biržos atkūrimo dienos, t. y. nuo 1950-ųjų. Nors šis indeksas sudaro šiek tiek daugiau bendrovių akcijų nei DJIA (15 proc.), tačiau tai vis tiek nėra pakankamai reprezentatyvi imtis. Šiai problemai išspręsti naudojami kiti du didesni – TOPIX ir Tokijo akcijų biržos Naujasis indeksai. Pastarasis turi atskirų pramonės šakų subindeksus.

Kita finansų rinkose itin populiari indeksų šeima – tai penki pagrindiniai **Standart&Poor's** (S&P) agentūros skaičiuojami indeksai: Pramonės vidurkio indeksas (IA), kurį sudaro 400 bendrovių akcijų; 40 Komunalinių įmonių vidurkis (UA); 20 akcijų Transporto įmonių vidurkis (TA); 20 bendrovių Finansų vidurkis (FA); 500 akcijų Bendrasis indeksas (S&P 500), kurį sudaro ankstesni keturi S&P subindeksai. S&P 500 yra pranašesnis už DJCA tuo, kad jis yra skaičiuojamas vertės principu ir labiau atspindi rinkos situaciją. Kaip nurodo G. Kancerevičius, pagal Standart&Poor's skelbiamus indeksus „investiciniai fondai yra suinvestavę daugiau kaip trilijoną JAV dolerių“ [38, p. 308].

NYSE Composit Index, skaičiuojamas nuo 1966 metų, apima visas šioje biržoje listinguojamas paprastas akcijas. Jo įvertinimas paremtas kapitalizacijos principu.

NASDAQ – Nacionalinė vertybinių popierių dilerių asociacijos akcijų rinka (angl. *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System*) skaičiuoja 7 indeksus – pramonės,

bankų, draudimo, likusių finansų, transporto, paslaugų ir bendrąjį indeksą, apimančią visus ankstesnius indeksus.

Kiti dažniau vartojami indeksai – Wilshire 5000 (pats plačiausias JAV akcijų indeksas), AMEX (panašus į S&P), Footsie (apima 100 didžiausių Jungtinės Karalystės bendrovių akcijų, skaičiuojamas kas minutę) indeksas ir daugelis kitų, kadangi kiekviena vertybinių popierių birža skaičiuoja savo indeksą.

Egzistuojant tokiai įvairovei indeksų, finansininkams buvo gana keblu palyginti įvairių ekonomikų duomenis – atsirado poreikis visus indeksus apjungti į globalų tinklą. Tam tikslui buvo sudarytas **FTSE All–World Indeksas**, kurį skaičiuoja „The Financial Times“, bankas „Goldman Sachs and Co“, Standart&Poor’s agentūra bei Draudėjų institutas. Indeksams priklauso apie 2275 akcijos iš 24 pasaulio šalių su labai plačia atrinkta aibe – net po 70 proc. visų toje šalyje listingujamų bendrovių akcijų, kurios turi būti prieinamos užsienio investuotojams. Indekso bazė yra 1986 metai, naudojamos valiutos – USD, JPY, GBP, EUR.

Be akcijų indeksų egzistuoja ir obligacijų indeksai. Jų skaičiavimas yra daug sudėtingesnis už akcijų, kadangi obligacijos tai išperkamos, tai superkamos, egzistuoja skirtingi išpirkimo terminai, jų kainodara sudėtingesnė ir t. t.

G. Kancerevičius (2006) obligacijų indeksus skirsto į tokias grupes:

- Investicinio lygio obligacijų indeksai (obligacijų pelningumas itin priklauso nuo bendro palūkanų lygio, apima išdo ir aukštesnio už BBB reitingą obligacijas);
- Aukšto pelningumo obligacijų indeksai (apima BB, B, CCC, CC ir C reitingus turinčias obligacijas);
- Konvertuojamų obligacijų indeksai (apima JAV konvertuojamas, Eurodolerių konvertuojamas obligacijas);
- Globalūs vyriausybės obligacijų indeksai.

Taip pat egzistuoja bendri akcijų-obligacijų indeksai, kaip, Merrill Lynch–Wilshire Capital Markets Index (ML–WCMI), matuojantis bendrą JAV apmokestinamų fiksuoto pajamų instrumentų ir akcijų rinkos pelningumą. Bendrai jis apima daugiau kaip 10 000 akcijų ir obligacijų emisijų.

Apibendrinant indeksų indėlių investavimo efektyvumui įvertinti, galima teigti, kad jie ne tik suteikia reikalingos informacijos apie pokyčius akcijų rinkose, bet ir suteikia galimybę palyginti atskirų šakų, rinkų ar ekonomikos regionų veiklos efektyvumą investiciniame kontekste. Tarkime, investuotojas, žinodamas, kurioje rinkoje akcijų indeksai krito labiausiai, nesirinks to investicinio fondo, siūlančio būtent tos rinkos investavimo priemones.

Be to, palyginamasis konkretaus investicinio fondo indeksas (angl. *benchmark*) yra bene vienintelė priemonė, leidžianti investuotojui palyginti fondo veiklos istoriją su atitinkamos rinkos pelningumo istorija, o tai yra labai svarbu tiek aktyviai, tiek pasyviai valdomuose fonduose.

Kadangi daugelis investicinių fondų siūlo tas pačias investavimo kryptis (Artimųjų Rytų rinka, Skandinavijos šalys, staigiai besivystančių šalių rinka ir t. t.), tokia lyginamoji informacija investuotojui leidžia aptikti pelningiausiai tam tikroje rinkoje dirbantį fondą.

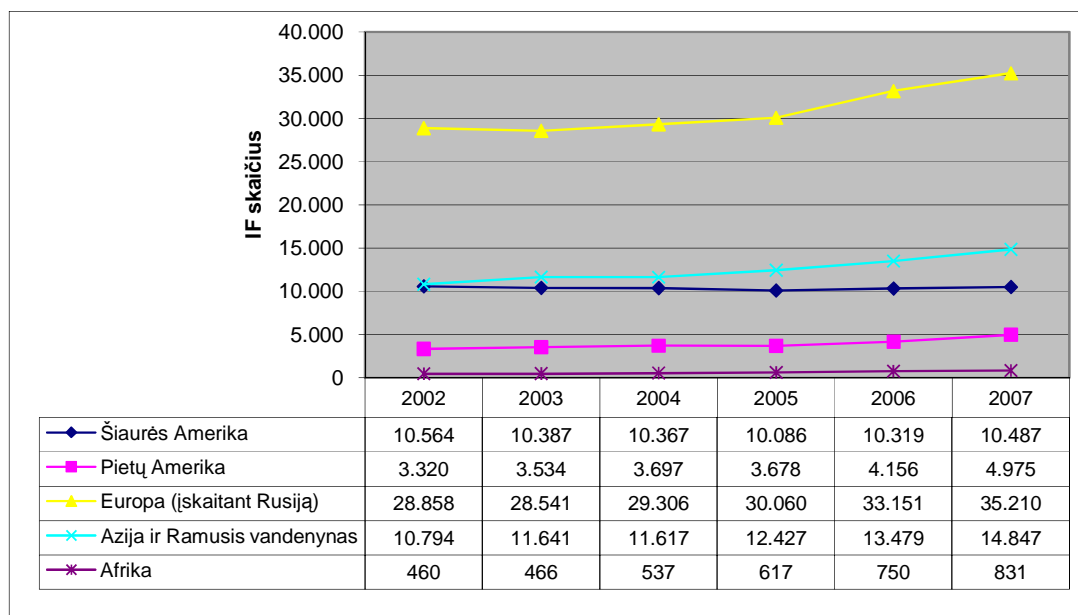
Dėl šių priežasčių investicinių fondų veiklos analizė atsižvelgiant į indeksus yra neatsiejama tolesnė šio darbo dalis.

2. INVESTICINIŲ FONDŲ BEI INDEKSŲ ANALIZĖ

2.1. Globalios investicinių fondų tendencijos

Investicijų valdymo bendrovėms paprastai priklauso ne vienas, o keli ar keliolika investicinių fondų, pasižyminčių skirtingomis charakteristikomis (vadinamosios „fondų šeimos“). Tokios politikos besilaikanti bendrovė gali paskirstyti įvairius administravimo ir investicijų analizės kaštus (proporcingai atskiro fondo kapitalo dydžiui), diversifikuoti riziką, kylančią dėl vieno kurio nors jos valdomo fondo nesėkmės ir pan.

Siekiant didesnio pelningumo ir mažesnės rizikos, valdymo bendrovės analizuoja įvairias vietas (tam tikrų ekonomikos subsektorių, pramonės šakų) ir išorės rinkas, ieško optimaliausių investavimo galimybių. Remiantis Investment Company Institute duomenimis, per 2002–2007 m. laikotarpį (institutas 2009 m. kovo pabaigoje dar nebuvo pateikęs 2008 m. statistinių duomenų) investicinių fondų skaičius pasauliniu mastu išaugo 22,9 proc. – nuo 54 tūkst. iki 66,4 tūkst. Šio laikotarpio IF dinamika pagal regionus yra pateikta 4 paveiksle.



4 pav. Investicinių fondų skaičiaus dinamika 2002–2007 metais (metų gale)

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis *Investment Company Institute* duomenimis

Didžiausias augimas 2002–2007 m. laikotarpiu, siekęs net 80,7 proc., užfiksuotas Afrikoje². Daugeliui IF šis regionas dėl spartaus vystymosi ir aukšto pragyvenimo lygio teikia daug galimybių užsidirbti. Išskirtinai sėkmingi pastarieji metai buvo fondams, čia investavusiems į turizmo

² dėl kitų Juodojo žemyno šalių sunkiai prieinamos statistikos ir menko indėlio į bendrą žemyno ekonomiką į šią statistiką buvo įtraukta tik viena šalis – Pietų Afrikos Respublika.

sektorius bendroves (ypatingai ekologinio ir paleoturizmo paslaugas teikiančios bendrovės, žinant, kad metinis tarptautinių turistų skaičius per šį laikotarpį PAR paaugo nuo 6,6 ml. iki 9 mln. turistų), angliakasybos, mineralinių iškasenų (platinos, chromo ir deimantų), chemijos bei vynu pramonės atstovės, taip pat į telekomunikacijų sektorių.

Absoliučiai didžiausias augimas buvo Europoje – čia investicinių fondų skaičius išaugo 6,4 tūkst. (arba 22 proc.). Senajame žemyne 2007 metais jau veikė daugiau nei 35 tūkst. IF. Pažymėtina, kad prie šio augimo itin prisidėjo šalys, neturinčios gerai išplėtotų finansinių instrumentų. Tai – labai sparčiai besivystančios rinkos – Rumunija, Vengrija, Lenkija, ypač Rusija, kurioje IF skaičius per analizuojamą laikotarpį išaugo net apie dešimt kartų (paskutiniiais metais siekė 533 fondus).

Azijos ir Ramiojo vandenyno regiono duomenys 4 paveiksle yra mažesni nei turėtų būti iš tikro, kadangi Kinija, Australija ir Pakistanas nepateikė duomenų. Vis dėlto lyderiais čia buvo Indija ir Filipinai (IF metinis augimo tempas atitinkamai 12,3 ir 14,3 proc.).

Investment Company Institute savo metiniame leidinyje „2008 Investment Company Fact Book“ pateikia bendrai, tiek Šiaurės, tiek Pietų, Amerikos statistiką (bendrai IF skaičius išaugo 11,4 proc.). Tačiau žinant šių abiejų žemynų kontrastingumą, būtų tikslinga juos išskirstyti: išsivysčiusiose Šiaurėje fondų skaičius išliko beveik nepakitęs (sumažėjo 0,73 proc. ir 2007 metais siekė 10,5 tūkst.), o Pietų Amerika, priešingai, patyrė 49,85 proc. augimą (čia paskutiniaisiais metais veikė apie 5 tūkst. IF) daugiausiai dėl stipriai plėtotų finansinių instrumentų sparčiai ekonomiškai besivystančioje Čilėje. Šiaurės Amerikos rinka finansiniu atžvilgiu yra pakankamai prisistotusi, be to, pasak finansų agentūros „The Marketwatch“, tokie milžiniški fondai kaip *Fidelity Cash Reserves*, *Vanguard Prime*, *JP Morgan* ir kt. dėl masto ekonomijos efekto stumia iš konkurencinės kovos mažesnius. Dėl šių priežasčių IF skaičius Jungtinėse Valstijose 2002–2007 m. laikotarpiu netgi sumažėjo 2,6 proc.

Žvelgiant į 4 paveikslą bei 2002–2007 metų investicinių fondų skaičiaus dinamiką, matomas smarkus finansinių instrumentų plėtojimasis visuose žemynuose (išskyrus Šiaurės Ameriką). Analogiškas procesas vyko ir su fondų generuojamomis pajamomis.

Remiantis *Investment Company Institute* duomenimis, grynosios visų investicinių fondų pajamos (bendrosios pajamos – išpirkimo kaina + valiutinis skirtumas) išaugo 5,6 karto – nuo 278,2 mlrd. JAV dolerių 2002 metais iki 1553,6 mlrd. dolerių 2007 metais (2 priedas). Daugiausia pelno uždirbo Šiaurės Amerikos investiciniai fondai (1203,2 mlrd. USD), prie kurių didele dalimi prisidėjo Jungtinės Amerikos Valstijos. JAV IF pajamos paskutiniaisiais metais sudarė net 72,8 proc. pasaulio investicinių fondų pajamų.

Šis faktas patvirtina teiginį, kad JAV vykdoma finansinė ekspansija turi milžiniškos įtakos visai pasaulio ekonomikai, t. y. bet kokie pokyčiai šioje šalyje lemia rezonansinius reiškinius likusioje pasaulio dalyje.

Ne išimtis ir šiandien besitęsianti ekonominė krizė, kurios pradžia galima laikyti 2008 m. rugsėjo mėnesį įvykusius JAV tarptautinių investicinių bankų „Merill Lynch“ ir „Lehman Brothers“ bei draudimo bendrovės „AIG“ bankrotus, po kurių kilo panika ir nepasitikėjimas finansų institucijomis.

Laisvoji enciklopedija *Vikipedija* teigia, kad visų fondų vertės nuosmukis per 2008 metus yra vertinamas 8,3 trilijono JAV dolerių, o *Investment Company Institute* naujausiais duomenimis vien JAV investicinių fondų grynoji vertė per 2009 metų pirmus du mėnesius nukrito 5,9 proc. ir 2009 m. vasario 28 d. sudarė 9036,4 mlrd. JAV dolerių.

Krizė Europos Sąjungoje palietė daugelio šalių biržas, kuriose indeksai krito mažiau nei JAV, tačiau pakankamai ženkliai – kiek daugiau nei 10 proc.

Tuo tarpu Rusijos valiuta, pasak „The Financial Times“, nusmuko net 60–70 proc., biržose indeksai nukrito net 19 proc., užsidarė apie 70 bankų.

Analogiškai atsitiko ir su ir Azijos rinkomis. Remiantis Kinijos nacionalinio statistikos biuro duomenimis, kasmetinį dviženklį Kinijos bendrojo vidaus produkto augimą 2008 metais pakeitė mažiausias per paskutinius 7 metus 9 proc. šalies ekonomikos ūgtelėjimas, kuris atvedė prie santykinai išaugusio nedarbo ir įmonių bankroto bangos. Turint galvoje, kad visas likęs pasaulis šiuo metu patiria ekonomikos smukimą, Kinijos ekonomikos augimo sulėtėjimas yra labai švelni recesijos išraiška, lemianti šios šalies tolydų investicinių patrauklumą.

Kaip bebūtų, aptarti bendrieji pasaulio investicinės aplinkos pokyčiai nedaug tepasako apie konkrečių IF veiklą, tiesiog leidžia teigti, kad pokyčiai pasaulio finansų rinkose neatsiejamai veikia daugumos IF veiklą. Išskirtiniais atvejais netgi galima konstatuoti, jog krizė – tai ne tik iššūkis, bet ir gera galimybė kai kuriems užsidirbti. Siekiant visapusiškai nustatyti investicinių fondų veiklos optimizavimo sąlygas recesijos sąlygomis, tolesniuose skyriuose bus siekiama išsiaiškinti tris skirtingas rinkas – Rusijos, Kinijos bei Amerikos – apimančių fondų esminius bruožus bei atitinkamų indeksų charakteristikas.

2.2. AB banko „Swedbank“ „Hansa Rusijos akcijų fondo“ analizė

„Hansa Rusijos akcijų fondas“ (toliau – HRAF) yra atvirasis **aktyviai valdomas** sutartinis investicinis fondas, įsteigtas „AS Hansa Investeerimisfondid“ 1997 m. rugsėjo 26 d. Fondo palyginamasis indeksas – *RTS indeksas* (išsamiau apie jį bus kalbama kitame skyrelyje).

Fonde kaupiamos lėšos, surinktos vienetų ir kito turto, įgyto investuojant investuotojams bendrai priklausančias ir valdomas valdančiosios bendrovės lėšas, viešosios emisijos būdu.

Pažymėtina, kad šis fondas, kaip ir kiti, nėra juridinis asmuo, todėl, žvelgiant iš teisinės pusės, negali bankrutuoti (tokiu atveju, kai akcininkų nuosavybės nepakanka padengti fondo prievolėms, tą privalo padaryti valdymo įmonė, tačiau fondas savo ruožtu nėra atsakingas už valdymo įmonės skolų padengimą).

HRAF yra investicijų objektas, teikiantis investuotojams galimybę **nesispecializuojant į atskiras pramonės šakas** investuoti vien tik į Rusijos finansų rinkas siekiant tikslo užtikrinti nuolatinį fondo turto vertės augimą. Fondas gali investuoti į kitose šalyse įsikūrusių emitentų vertybinius popierius, jei šių emitentų esminiai verslo interesai yra susiję su Rusija. Ši investavimo sritis investuotojus traukia savo dydžiu ir gamtinių išteklių gausa.

Šio fondo taisyklės numato šiuos investavimo objektus:

- kredito įstaigų depozitai;
- akcijos ir joms tolygios perleidžiamos teisės, obligacijos, konvertuojamos akcinių bendrovių obligacijas, teisės pasirašyti naujai išleidžiamas akcijas ir kitas perleidžiamas teises įsigyti vertybinių popierių bei į pinigų rinkos instrumentus, kitus išvestinius instrumentus;
- investicinių fondų akcijos ir jų vienetai.

Siekiant apriboti fondo turto kainų svyravimo riziką bei įgyvendinti HRAF investicinį tikslą ir padidinti portfelio valdymo efektyvumą, plėtojant bendrąją investicijų politiką, fondo vardu yra leidžiama sudaryti išvestinių instrumentų sandorius, kurių vertė negali viršyti fondo turto vertę.

HRAF neleidžiama tiesiogiai investuoti į nekilnojamąjį turtą ar brangiuosius metalus.

Fondas yra **aukšto rizikingumo**, kadangi nemažiau 50 proc. jo turto vertės leidžiama investuoti į didžiausia riziką turinčias investavimo priemones, t. y. akcijas. Siekiant sumažinti vieno investuoto objekto riziką, yra draudžiama investuoti daugiau nei 10 proc. fondo turto rinkos vertės į vieno asmens išleistus vertybinius popierius arba daugiau nei 20 proc. fondo turto į vertybinius popierius, išleistus asmenų, priklausančių tai pačiai įmonių grupei.

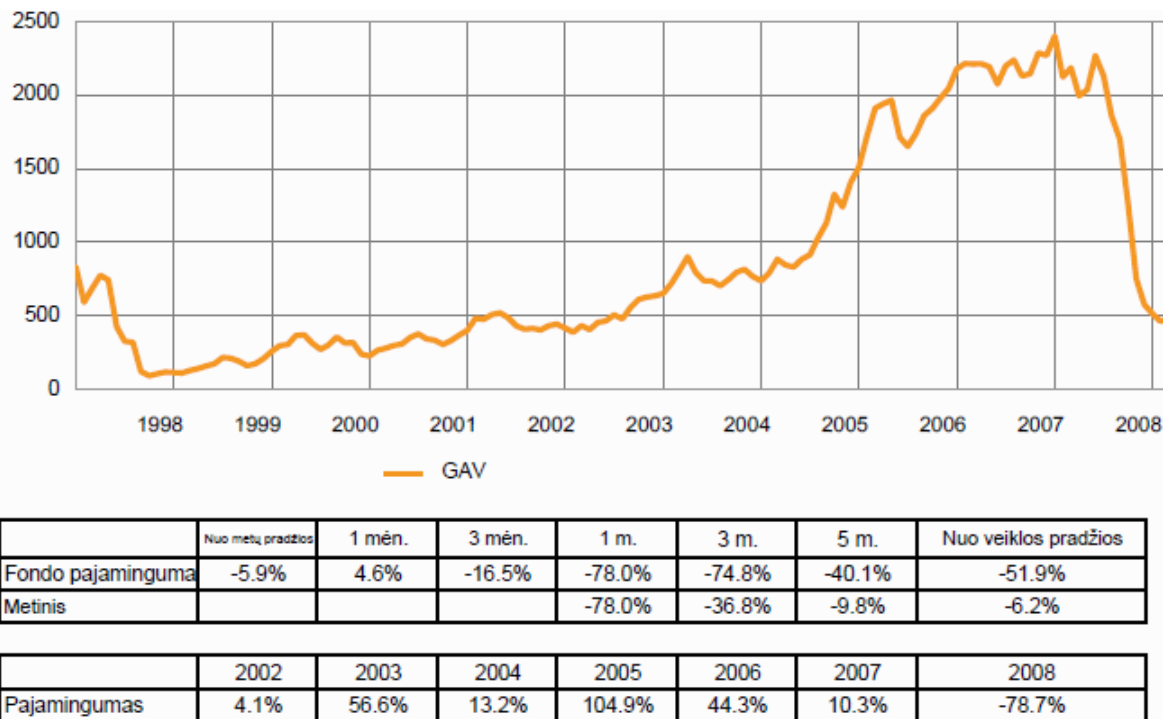
Taip pat nurodyta, kad fondas gali investuoti tik į kito Europos fondo ar Europos ekonominės zonos valstybės Europoje esančio fondo vienetus ar akcijas, o investuota suma negali viršyti 30 proc.

Fondo investicinis vienetas yra vardinis nematerialusis vertybinis popierius, atstovaujantis vienai akcijai, vieno vieneto nominali vertė – 10 eurų.

Visuotiniai investuotojų susirinkimai nešaukiami ir investuotojas neturi teisės reikalauti panaikinti bendrą nuosavybę ar atskirti jo dalį nuo fondo turto. Fondo pajamos ne paskirstomos investuotojams, o reinvestuojamos.

Visų pirma fondas tinka patyrusiems investuotojams, kurie toleruoja aukštesnę nei vidutinę riziką ir kurie tiki ilgalaikiu Rusijos ekonominiu augimu.

Pagal 2009 m. vasario 28 d. HRAF ataskaitą, A vieneto grynoji aktyvų vertė siekė 481,20 EEK (2008 m. gruodžio 31 d. buvo 511,43 EEK), o grynais fondo turtas (GFT) sudarė 250 938 504 EEK (2008 m. gruodžio 31 d. – 272 602 700 EEK). Fondo pajamingumo dinamika nuo jo įkūrimo datos pateikta žemiau esančiame 5 paveiksle.



5 pav. HRAF grynujų aktyvų vertės dinamika, EEK

Šaltinis: HRAF duomenys (2009-02-28)

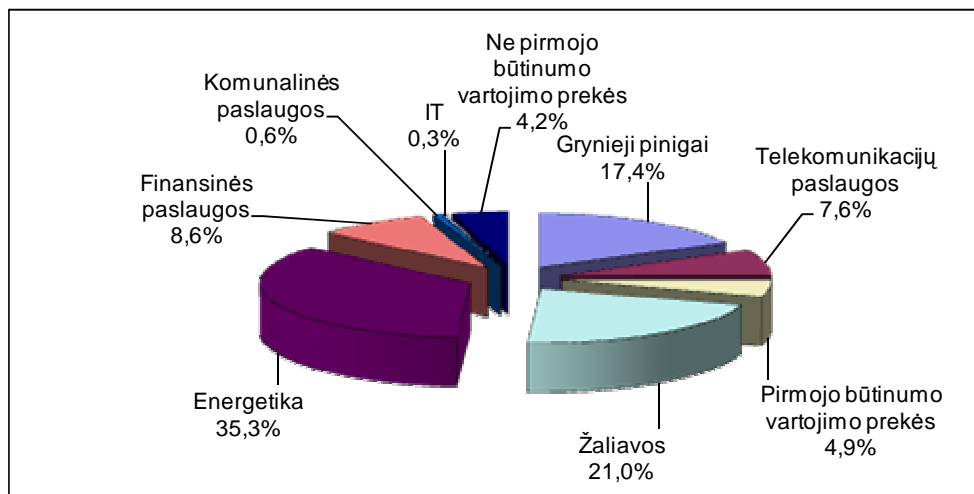
Iškart po „Hansa Rusijos akcijų fondo“ įkūrimo 1997 metais fondo investicijų vertė stipriai smuko (Rusijos krizė), vėliau, kad ir su nedideliais svyravimais, tačiau grynoji aktyvų vertė augo, po dešimties metų, t. y. 2007-aisiais, fondo GAV, pajutusi pirmuosius finansų krizės simptomus, susvyravo, ir vėliau, kartu su visomis pasaulio biržomis, milžiniškais tempais pradėjo riedėti žemyn. Vien per du mėnesius (nuo 2008-12-31 iki 2009-02-28) GAV nukrito 5,9 proc., o fondo turto vertė – dar daugiau, t. y. 7,9 proc. Nors HRAF 1998–2007 m. laikotarpiu nuolat augo, tačiau 2009-ųjų fondo GAV lygis krito 51,9 proc. palyginus su jo įkūrimo dienos verte. Ir nors GAV nepasiekė 1998 metų rekordiniai mažo lygio, tačiau išibėgėjant šiandieniniam nuosmukiui, visko galima laukti. Didžiausios įtakos kritimui, žinoma, turėjo energetikos sektoriaus bendrovių pelningumo kritimas dėl naftos kainų smukimo.

Išsamiau šio fondo GAV judėjimą galima paaiškinti ir per jo portfelio sudėties kitimą (kitas skyrelis).

2.2.1. „Hansa Rusijos akcijų fondo“ portfelio dinamika recesijos laikotarpiu

Visiems puikiai žinoma, kad Rusijos ekonomika, taigi ir HRAF efektyvumas, yra labai glaudžiai susiję su energetikos pramone. 2008 metais pradėjus kristi naftos kainoms bei kreditų rinkai, atitinkamai smuko ir šio fondo vertė, ypač dėl to, kad šios dvi sritys fondo portfelyje sudaro 43,9 proc.

Detalus HRAF portfelio pasiskirstymas pagal pramonės sektorius pateiktas žemiau esančiame 6 paveiksle.



6 pav. HRAF portfelio sudėtis pagal sektorius (2009 m. vasario 28 d.)

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis AB Swedbank duomenimis

Iš 6 paveikslo matyti, kad daugiau nei pusę portfelio vertės, t. y. 56,3 proc., sudaro žaliavų ir energetikos sektoriaus bendrovių akcijos. Rusų naftos pramonės milžinės „Rosneft“ akcijų svoris visame portfelyje – 9,5 proc., „Lukoil“ – 9,4 proc., „Gazprom“ – 8,9 proc. Žaliavų sektoriaus didžiausios atstovės – tai „Magnit Krasnodar“ (4,9 proc.), „Vyksunsky Met Plant“ (3,6 proc.), „Norilsk Nickel“ (2,9 proc.) ir kt.

Taip pat nemenką dalį HRAF portfelyje (17,4 proc.) sudaro likvidžiausi finansiniai aktyvai – gryniesi pinigai. Nuosmukio laikotarpiu tai yra bemaž vieninteliai aktyvai, užtikrinantys šią pajamingumą dėl valiutų kursų svyravimų. Nors tai toli gražu ne pati pelningiausia, tačiau šiuo sunkiu metu bent jau pati saugiausia investicija. Portfelio diversifikacijos valiutiniu atžvilgiu nėra – JAV doleriai sudaro 100,18 proc. portfelio (-0,18 proc. sudaro kritęs EEK kurso skirtumas). Kadangi Rusijos rublis smarkiai krenta, o USD šiuo metu stiprėja, HRAF valdytojos Jelenos Fedotovas pasirinkta strategija šiek tiek švelnina fondo kolapsą.

Gana nemažai investuota ir į finansinių bei telekomunikacijų paslaugų sektorius – atitinkamai 8,6 ir 7,6 proc. Banko „Sberbank“ akcijų indėlis bendrame portfelyje – 2,8 proc.

Recesijos sąlygomis vienos efektyviausių investicijų yra pirmojo būtinumo vartojimo prekių ir komunalinių paslaugų bendrovės. Deja, HRAF portfelyje šie sektoriai sudaro tik kiek daugiau nei 5 proc. (atitinkamai 4,9 ir 0,6 proc.) viso portfelio vertės.

Gana neelastingomis nuosmukiui pramonės dalimis laikomi ir IT bei ne pirmo būtinumo vartojimo prekių sektoriai. Pažangios technologijos užtikrina ne tik bendrovės ateities perspektyvas, tačiau ir viso šalies ūkio potencialo didėjimą. Tokių prekių paklausa, kad ir egzistuojant defliacijai, vis tiek išlieka. Nepaisant to, fondas yra investavęs tik 0,3 proc. savo turto į IT sektorių.

Žinant, kad pasiturinčiai klasei priskiriami gyventojai vis tiek linę pirkti (parduoti) prabangos prekes (antikvarines vertybes, juvelyrinius dirbinius, prabangius automobilius ir pan.), kurių kainos yra gana stabilios net ir recesijos sąlygomis, fondo investicijos į šią specifinę sritį sudaro gana ženklią, t. y. 4,2 proc., portfelio dalį.

Įsibėgėjant nuosmukiui būtų vertinga paanalizuoti fondo portfelio kitimą laiko atžvilgiu. Šiam tikslui naudosime 2008 metų pabaigos ir naujausius prieinamus 2009 metų fondo duomenis (4 lentelė).

4 lentelė

„Hansa Rusijos akcijų fondo“ portfelio dinamika

Sektorius	Svoris portfelyje		Santykinis pokytis
	2009 m. vasario 28 d.	2008 m. gruodžio 31 d.	
Energetika	0,352	0,374	-5,9%
Žaliavos	0,210	0,195	7,7%
Grynieji pinigai	0,174	0,105	65,7%
Finansinės paslaugos	0,086	0,135	-36,3%
Telekomunikacijų paslaugos	0,076	0,033	130,3%
Pirmojo būtinumo vartojimo prekės	0,049	0,102	-52,0%
Ne pirmojo būtinumo vartojimo prekės	0,042	0,034	23,5%
Komunalinės paslaugos	0,006	0,011	-45,5%
IT	0,003	0,006	-50,0%
Kita	0,002	0,005	-60,0%
Investicinio vieneto GAV, EEK	481,20	511,43	-5,9%
Grynasis fondo turtas, EEK	250 938 504	272 602 700	-7,9%

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis fondo pateiktais duomenimis

4 lentelėje matyti per du mėnesius įvykę pokyčiai HRAF portfelio sudėtyje. Esminis įvykis tas, kad daugiau nei du kartus (130,3 proc.) išaugo fondo investicijų vertė į telekomunikacinių paslaugų sektorių. Tą lėmė dviejų mėnesių laikotarpiu nežymiai kilusios didžiųjų telekomunikacinių bendrovių, tokių kaip „Sibirtelekom“, „MGTS“, „VolgaTelecom“ ir kt., akcijų kainos, nors apskritai Rusijos RTS telekomunikacijų indeksas *RTStl* nuo 2009 m. pradžios paauogo 2,7 proc. (išsamiau apie Rusijos RTS subindeksų pokyčius bus kalbama tolimesniame skyrelyje).

Investicijų atitraukimas daugiausia iš finansinių paslaugų sektoriaus (konkrečiai – iš „Sberbank“ ir „Bank Vozhrozhdenie“) lėmė grynujų pinigų atsargų išaugimą 65,7 proc. per analizuojamą dviejų mėnesių laikotarpį. Kaip jau buvo minėta, fondas, siekdamas likvidumo ir mažesnės rizikos, 2009 m. vasario 28 d. laikė 17,4 proc. fondo turto vertės vien tik JAV doleriais.

Fondo valdytojos pozicija ne visada atitinka jos pasirinktą strategiją investuoti į saugiausius aktyvus, mat pirmojo būtinumo vartojimo prekių (sektorius, duodantis užtikrintas pajamas recesijos metu) svoris bendroje portfelio apimtyje netgi perpus sumenko. Dar 2008 m. pabaigoje 10,2 proc. portfelio svorio sudaręs sektorius po dviejų mėnesių tesiekė 4,9 proc., kadangi fondo valdytoja atitraukė investicijas iš „Wimm-Bill-Dann Foods“, kurios akcijų vertė dar 2008 m. gruodžio 31 d. siekusi 11,50 USD, po dviejų mėnesių išaugo 28,7 proc. iki 14,80 USD už akciją.

Šitoks fondo valdymas tikrai atrodo neracionalus, žinant, kad bendras vartojimo ir mažmeninės prekybos bendrovių akcijų kainas atspindintis indeksas *RTScr* nuo 2009 m. pradžios taip pat augo (išsamiau apie jį – kitame skyrelyje).

Rusijos metalurgijos pramonė krizės laikus taip pat išgyvena gana tvirtai – net esant tam tikriems svyravimams rinkoje, šio sektoriaus bendrovių akcijų kainos kyla (*RTSmm* indekso dinamiką 2.2.2. skyrelyje).

Kaip teigiama 2009 m. vasario 28 d. HRAF ataskaitoje, Kinijos rinkoms atsigavus dėl ekonomikos skatinimo paketo, padidėjo investuotojų optimizmas. Ypač gerai sekėsi Rusijos plieno gamintojams – dėl rublio devalvacijos pavykus sumažinti išlaidas, jie įgijo konkurencinį pranašumą prieš kitus pasaulinius šios srities gamintojus. Be to, pavasario pabaigoje numatomos derybos su Kinija, Brazilija ir Indija dėl pagrindinių žaliavų, tokių kaip akmens anglis, geležies rūda ir trašos, sutartinių kainų, kur pirmumas teikimas gamintojams su tvirtais balansais, mažomis išlaidų normomis ir stipriomis pozicijomis eksporto rinkose, tokiems kaip „Novolipetsk“ ar „Norilsk Nickel“.

Taip pat HRAF yra investavęs į „Magnit“, „Federal Grid“ ir „Raspadskaja“, o kaip žinai, šios bendrovės džiugino gerais veiklos rezultatais net ir 2009 metais. Tai taip pat viena iš priežasčių, lėmusių, kad šis fondas įveikė bendrą RTS indeksą.

Optimistiškiausius investuotojus tiki, kad Rusija vis dar turi pakankamus valiutos rezervus, nedidelę suverenią skolą ir einamosios sąskaitos perviršį, o OPEC ketinimai apriboti naftos gavybą turėtų padėti atsitiesti energetikos pramonei. Taip pat HRAF yra investavęs į „žyduosius žetonus“, komunalines paslaugas teikiančias bendrovės ir pirmojo būtinumo vartojimo prekes – sritis, kurios yra neelastingos kainų svyravimams ir ekonominio sunkmečio sąlygomis yra pelningiausios. Kita vertus, reikia nepamiršti, kad Rusijos ekonomikai pradėjus atsigauti, siekiant fondo pelningumo augimo, būtent šias sritis pirmiausia ir reikės apleisti.

2.2.2. „Hansa Rusijos akcijų fondo“ RTS indeksų šeimos analizė

Russian Trading System, arba RTS, indeksas yra skaičiuojamas nuo 1995 m. rugsėjo 1 d. ir matuoja vertybinių popierių gražą Rusijos akcijų biržoje. Šis indeksas yra pagrindinis Rusijos akcijų rinkos indikatorius (tarptautinis vertybinių popierių identifikacinis numeris ISIN – RU000A0JPEB3), kuris atspindi kotiruojamų 50 likvidžiausių Rusijos įmonių akcijų.

Kadangi RTS yra svertinis kainų indeksas, todėl labai didelės įtakos jam turi Rusijos milžinių įmonių, tokių kaip „Gazprom“ (2009 m. kovo 16 d. RTS biržos duomenimis, šios bendrovės svoris indekse buvo 15,0 proc.), „LUKOIL“ (15,0 proc.) ar „Rosneft“ (12,0 proc.) rinkos kainų svyravimai. Šios trys energetikos sektoriuje veikiančios bendrovės sudaro trečdalį RTS indekso vertės, o žinant, kaip energijos kainų ištekliai krenta šiuo nuosmukio laikotarpiu, bendrasis RTS indekso judėjimas taip pat nieko nežada.

Šiam trūkumai panaikinti, ypatingai investuotojams, kurie investuoja į tam tikrus rinkos sektorius, šiandien egzistuoja RTS indeksų grupė, į kurią įtraukiamos ne tik 50 didžiausią kapitalizaciją turinčios Rusijos bendrovės. RTS produktų grupei priklauso:

- RTSI (pagrindinis Rusijos biržos indeksas);
- RTS2 (antrinės rinkos indeksas);
- RTSog (naftos ir dujų pramonei naudojamas indeksas);
- RTScr (vartojimo prekių ir mažmeninės rinkos indeksas);
- RTSmm (metalų ir kasybos pramonės indeksas);
- RTSin (indeksas, atspindintis pokyčius Rusijos pramonėje);
- RTSstl (telekomunikacijų sektoriaus indeksas);
- RTSeu (elektros komunalinių paslaugų indeksas);
- RTSfn (finansų sektoriaus indeksas).

Sektorinė indeksų šeima labai supaprastina Rusijos rinkos analizę, todėl tolesniuose šio darbo etapuose siekiant išsiaiškinti optimalią „Hansa Rusijos akcijų fondo“ veiklos kryptį, be bendrojo RTS indekso taip pat bus remiamasi ir daugeliu RTS grupės indeksų dinamikos analize.

2.2.1. skyrelyje buvo išsiaiškintas „Hansa Rusijos akcijų fondo“ portfelio pasiskirstymas pagal sektorius. Remiantis tuo, toliau bus atrenkami ir analizuojami tie RTS subindeksai, kurie turi didžiausios reikšmės fondo veikimo efektyvumui. Tai – RTSog (angl. *oil and gas*), RTScr (angl. *consumption and retail*), RTSmm (angl. *metal and mining*), RTSstl (angl. *telecommunication*) bei RTSfn (angl. *finance*).

RTSog indeksas. Į šį subindeksą įeina keletas labai didelę rinkos kapitalizaciją turinčių bendrovių akcijos, į kurias taip pat yra investavęs ir HRAF (5 lentelė).

RTSog indekso sudedamųjų svoriai ir kapitalizacijos (USD)

RTS kodas	Pavadinimas	Svoris RTSog indekse	Svoris HRAF portfelyje	Kapitalizacija 2008-12-31	Kapitalizacija 2009-02-28	Kapitalizacijos pokytis
ROSN	OC Rosneft	18,0 %	9,5 %	39,743,166,814	36,563,713,469	-8.0%
LKOH	Lukoil	25,0 %	9,4 %	27,218,024,160	26,665,158,044	-2.0%
GAZP	Gazprom	25,0 %	8,9 %	86,408,322,085	74,571,565,635	-13.7%
SNGS	Surgutneftegaz	16,4 %	5,1 %	18,934,777,194	19,649,297,088	3.8%
	Iš viso	84,4 %	32,9 %	172,304,330,066	157,449,774,108	-8.6%

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis RTS (2009-03-20) ir HRAF (2009-02-28) pateiktais duomenimis

5 lentelėje pateiktos keturios didžiausią rinkos kapitalizaciją turinčios Rusijos naftos ir dujų bendrovės, kurios taip pat turi ir didžiausius svorius tiek RTSog indekse, tiek HRAF portfelyje. Kitaip tariant, šių bendrovių veikla tiesiogiai RTSog indekso vertę lemia 84,4 procentais, o HRAF portfelio vertę – 32,9 procentais. Tai tikrai labai didelė reikšmė, kartu ir rizika, su kuria kritus naftos kainoms susidūrė HRAF.

Vien per 2 analizuojamus mėnesius bendra šių įmonių kapitalizacija smuko 8,6 proc., sumenkindama RTSog indeksą 3,9 proc. Tuo tarpu grynojo HRAF turto vertė krito 7,9 proc. ir fondo GAV – 5,9 proc. (ankstesnė 4 lentelė).

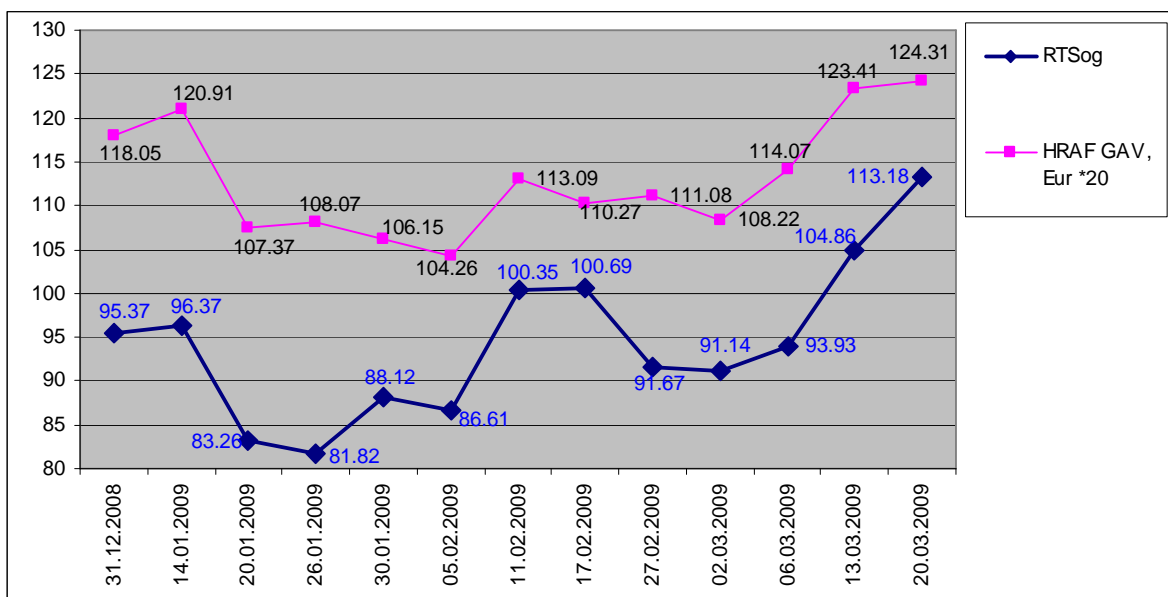
Kita vertus, šios bendrovės taip pat priskiriamos prie „žydrujų žetonų“ ir ilguoju laikotarpiu laikomos vienos stabiliausių ir saugiausių investicijų. Taip pat kapitalizacijos sumažėjimas tiek indekso vertę, tiek fondo vertę lemia mažesniu santykiu, todėl šio dydžio pokyčius nereikėtų absoliučiai sureikšminti.

Kadangi naftos ir dujų sektorius turi tokią didelę reikšmę fondo portfeliui, naudinga būtų iširti šią priklausomybę statistiškai. 7 paveiksle yra pavaizduota RTSog indekso ir „Hansa Rusijos akcijų fondo“ grynosios aktyvų vertės³ (HRAF GAV) dinamika.

7 paveiksle akivaizdžiai matyti, kaip RTSog indeksas lemia fondo GAV pokyčius – kiekvienas RTSog indekso pakilimas (nukritimas) lemia atitinkamą fondo GAV kitimą. Standartinis RTSog nuokrypis per analizuojamą laikotarpį sudarė 886,3 proc. (3 priedas), o tai reiškia ir milžinišką riziką investuojant į aktyvus, priklausančius šiam sektoriui. Tarkime, GAV svyravimai per tą patį laikotarpį siekia tik 33,5 proc.

Tiesinio koreliacijos koeficiento r reikšmė lygi 0,816. Kadangi šis įvertis yra reikšmingas net kai reikšmingumo lygmuo $\alpha = 0,01$, todėl drąsiai galima teigti, kad apskaičiuotas ryšys tarp RTSog ir HRAF yra stiprus.

³ Siekiant ryškesnio abiejų dydžių kitimo krypčių atvaizdavimo, GAV vertė buvo dauginta iš koeficiento, lygaus 20. Tikrosios fondo GAV vertės duotuoju laikotarpiu (eurais) patektos 3 priede.



7 pav. RTSog indekso ir fondo GAV dinamika 2008 m. gruodžio 31 d. – 2009 m. kovo 20 d.

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis RTS ir HRAF duomenimis

Determinacijos koeficientas R^2 , rodantis RTSog indekso reikšmės mastą fondo GAV reikšmei, lygus 0,6654, t. y. RTSog indeksas lemia GAV 66,5 procentais, o likusius 33,4 proc. įtakoja kiti veiksniai. Žinoma, ši priklausomybė yra teorinė ir tiesioginė, tai yra neįvertina kitų veiksnių įtakos, tačiau reikšminga tuo, kad leidžia matematiškai ir kiekybiškai įvertinti tarpusavio ryšių priklausomybę, kuri yra svarbi tyrinėjant „Hansa Rusijos akcijų fondo“ veiklos optimizavimą recesijos sąlygomis.

Taip pat iš 7 paveikslo vizualiai matyti, kad nuo 2009 m. kovo 2 d. tiek RTSog, tiek GAV pradėjo augti. Tą lėmė rublio kurso stabilizavimasis (sausio mėnesį jis buvo nukritęs iki žemiausio leidžiamo taško) dėl naftos kainos kritimo sustojimo ties 40 USD už barelį riba.

RTSog augimas per analizuojamą periodą sudarė 18,7 proc., tuo tarpu grynujų aktyvų vertė – tik 5,3 proc. Kadangi fondo vertė tik dalinai priklauso nuo pokyčių naftos ir dujų pramonėje, todėl ir augimo tempai nėra vienodi, net esant gana aukštai koreliacinio įverčio reikšmei.

RTScr indeksas. Į indeksą įeina stambiausios Rusijos farmacijos, maisto, prekybos centrų ir kt. bendrovės. Didžiausią svorį indekse turi „Magnit“ (mažmeninis maisto prekių tinklas) – 25 proc., „Pharmstandard“ – 19,1 proc. bei po kiek daugiau nei 11 proc. „Veropharm“ ir dar 2008 m. 4,3 proc. HRAF sudariusi „Wimm-Bill-Dann Foods“.

Iš žemiau pateikto 8 paveikslo, kad fondo grynoji aktyvų vertė juda ta pačia linkme kaip ir vartojimo ir mažmeninės prekybos indeksas RTScr. Jo standartinis nuokrypis – vienas mažiausių iš visų Rusijos rinkai skaičiuojamų indeksų – sudaro 529,2 proc.

17.03.2009	65.33	67.01	65.33	66.52	241550	2.56E+09
16.03.2009	64.77	65.33	64.77	65.33	209596	2.51E+09
13.03.2009	62.95	65.12	62.95	64.96	73710	1.92E+09
12.03.2009	63.46	63.46	62.56	62.95	474120	1.86E+09
11.03.2009	62.21	63.66	61.92	63.46	200150	1.88E+09
10.03.2009	60.88	62.21	60.88	62.21	78310	1.84E+09
06.03.2009	60.2	60.88	60.2	60.88	143700	1.8E+09
05.03.2009	60.2	60.49	60.15	60.2	517200	1.78E+09
04.03.2009	59.96	60.3	59.96	60.2	130550	1.78E+09
03.03.2009	60.51	60.51	59.83	59.96	284334	1.77E+09
02.03.2009	61.02	61.02	60.15	60.51	374788	1.79E+09
27.02.2009	60.19	61.02	59.25	61.02	5169766	1.81E+09
26.02.2009	60.35	60.64	60.28	60.28	424075	1.78E+09
25.02.2009	58.27	60.23	58.27	60.23	272359	1.78E+09
24.02.2009	56.63	58.33	56.09	58.27	196800	1.72E+09
20.02.2009	57.44	57.44	56.63	56.63	127074	1.68E+09
19.02.2009	55.52	57.44	55.52	57.44	132535	1.7E+09
18.02.2009	57.31	57.31	54.96	55.52	667750	1.64E+09
17.02.2009	60.15	60.15	56.93	57.31	437100	1.7E+09
16.02.2009	59.9	60.84	58.97	59.33	346843	1.76E+09
13.02.2009	59.23	59.9	59.23	59.8	68233	1.77E+09
12.02.2009	60.74	62.99	59.23	59.23	448659	1.75E+09

8 pav. Indeksų RTScr, RTStl ir fondo GAV dinamika 2008 m. gruodžio 31 d. – 2009 m. kovo 20 d.

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis RTS ir HRAF duomenimis

Koreliacijos koeficientas r tarp šių dviejų dydžių yra lygus 0,748 (ryšys vėlgi stiprus ir reikšmingas prie bet kurios α reikšmės), todėl galima teigti, kad pokyčiai Rusijos vartojimo prekių ir mažmeninėje rinkose turi reikšmės fondo GAV.

Per šį laikotarpį RTScr indeksas pakilo 7,0 proc. (GAV ūgtelėjo 5,3 proc.) daugiausiai dėl stabilaus „Magnit“ akcijų kainų kilimo (36,6 proc. nuo 2008 m. gruodžio 31 d. iki 2009 m. kovo 20 d.), „Veropharm“ 30,6 proc. kilimo bei 11,5 proc. pakilusios „Wimm-Bill-Dann Foods“ akcijų kainos. Tai leidžia teigti, kad recesijos sąlygomis fondui reikėtų atsižvelgti ne tik į neįvertintas naftos ir dujų rinkos bendrovių akcijas, tačiau taip pat investuoti ir į plataus vartojimo ir mažmeninių prekių rinkas.

Matematiškai vienas stipresnių ryšių egzistuoja ir tarp RTStl indekso ir GAV. **RTStl indeksas** atspindi Rusijos telekomunikacines paslaugas teikiančių bendrovių akcijų kainų svyravimus. Didžiausios reikšmės indekso kitimui turi „OJSC“ ir „Rostelecom“ (kiekviena turi po 25,0 proc., t. y. abi bendrovės sudaro 50 proc. indekso svorio.), „MGTS“ (13,5 proc.) bei „Uralsvyazinform“ (9,3 proc.).

Analizuojamu laikotarpiu stambiųjų telekomunikacinių bendrovių akcijų kainos išaugo, todėl atitinkamai augo ir šio indekso reikšmė („MGTS“ akcijos pakilo net 38,8 proc., „Rostelecom“ – 18,4 proc., „OJSC“ – 7,8 proc.). HRAF valdytojos sprendimas papildomai investuoti į šį sektorių

(per du mėnesius telekomunikacijų sektoriaus svoris fondo portfelyje išaugo 130,3 proc. – 4 lentelė) tikrai pasiteisino, kadangi dalį fondo GAV augimo tikrai lėmė 2,7 proc. RTStl indekso stiprėjimas.

Ryšys tarp RTStl ir GAV yra stiprus (koreliacijos koeficientas $r = 0,772$) bei reikšmingas prie bent kurio α reikšmingumo lygio (3 priedo informacija).

Taip pat buvo tirta ir tiesioginė priklausomybė tarp Rusijos finansų sektoriaus, metalų ir kasybos pramonės bei „Hansa Rusijos akcijų fondo“ grynosios aktyvų vertės. Nors ryšiai atitinkamai buvo pastebimi (RTSfn ir GAV koreliacijos koeficientas $r = 0,441$) ar vidutiniai ($r = 0,619$), tačiau patikrinus teorines reikšmes pagal Studento skirstinį, buvo gauta, kad ryšiai nėra reikšmingi.

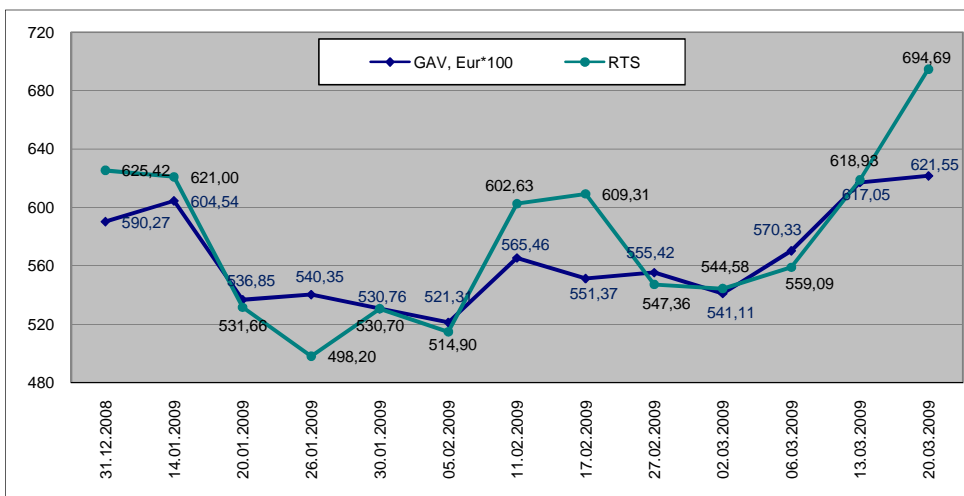
Nepaisant to, žaliavų sektorius bendroje HRAF portfelio sudėtyje per du mėnesius didėjo ir 2009 m. vasario 28 d. jau sudarė 21,0 proc. svorio. Nors per atitinkamą periodą RTSmm indeksas netgi šiek tiek sumenko (-2,7 proc.), tačiau kovo mėnesį jis atsitiesė ir pasiekė šiais metais rekordinį, 102.25 punktų, dydį (kovo 20 d. duomenimis). Žvelgiant apskritai į šio indekso dinamiką, matyti, kad jis turi labai didelį standartinį nuokrypį (1009,9 proc.), o tai rodo, kad šis sektorius yra labai rizikingas.

Ne išimtis ir šiandieninis Rusijos finansų sektorius – standartinis nuokrypis čia didžiausias iš visų subindeksų šeimos (net 2030,3 proc.). Iki vasario mėn. pabaigos nuolat kritęs, nuo kovo mėn. jis pradėjo vėl kilti ir pasiekė 125,43 punktų ribą, kuri lygi 22,6 proc. smukimui nuo šių metų pradžios. Nenuostabu, kad fondo valdytoja, atsižvelgdama į per didelę rizikos normą, šio sektoriaus sąskaita portfelio vertę sumažino -36,3 proc.

Vis dėlto Rusijos Vyriausybei nusprendus 2009 metais skirti 1 055 mlrd. rublių injekciją į finansinį sektorių (500 mlrd. RUB dotacija „Sberbank“, 200 mlrd. RUB „VTB“ bankui, 130 mlrd. RUB „VEB“ bankui ir likusius 225 mlrd. RUB kitiems komerciniams šalies bankams – „Finam“ duomenys, 2009-03-20), tikimasi šio sektoriaus atsigavimo, todėl fondas turėtų peržiūrėti šio sektoriaus dalį portfelyje.

Nemažiau svarbus ir bendrojo RTS ir GAV rodiklių palyginimas. Iš 9 paveikslo matyti, kad RTS svyravimų amplitudė (standartinis nuokrypis siekia net 5635,1 proc.) yra žymiai didesnė nei fondo GAV (standartinis nuokrypis 33,5 proc.), tačiau daugmaž abu dydžiai juda vienodomis kryptimis, t. y. yra tiesiogiai koreliuoti.

Priklausomybė tarp šių dviejų dydžių yra tiesioginė ir tiesinė (tiesinio koreliacijos koeficiento reikšmė lygi net 0,876, t. y. stipri, o reikšmingumas perskaičiavus pagal Studento reikšmes, taip pat egzistuoja prie visų α reikšmingumo laipsnių).



9 pav. RTS indekso ir „Hansa Rusijos akcijų fondo“ GAV dinamika 2008 m. gruodžio 31 d. – 2009 m. kovo 20 d.

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis RTS ir HRAF pateiktais duomenimis

Kaip jau buvo minėta, RTS labai didelės reikšmės turi naftos ir dujų sektoriai (RTSog indeksas, ypatingai „Gazprom“ ir „Lukoil“ bendrovės), finansų sektorius („Sberbank“ atstovaujantis RTSfn indeksui), taip pat žaliavų sektorius (RTSmm, „MMC Norilsk Nickel“). Menkiausi pokyčiai bent viename iš šių sektorių lemia rezonansinius veiksmus kituose sektoriuose, o tai savo ruožtu judina RTS indeksą ir, žinoma, „Hansa Rusijos akcijų foną“.

Rusijos finansų įmonė „Finam“ prognozuoja, kad RTS indeksas per 2009 metus turėtų užtelėti beveik 40 proc. dėl kilsiančios naftos kainos (minimali kaina turėtų būti 52 USD už barelį, o 2009 m. kovo 22 d. duomenimis, kaina jau siekė 53,12 USD) bei investicijų rizikos į rusiškus aktyvus pervertinimo (*Traders agentūra*, 2009-01-12).

Apibendrinant Rusijos rinkos indeksų dinamiką ir sudėtį, galima teigti, kad konservatyviems investuotojams rekomenduojama rinktis likvidžias naftos ir dujų bei telekomunikacijų sektoriaus kompanijų akcijas, kiek labiau rizikuoti linkusiams investuotojams siūloma atkreipti dėmesį į vartojimo sektoriaus lyderius, valstybinius bankus, bei našiausias metalurgijos kompanijas. Na, o tie investuotojai, kurie nebijo gan didelės rizikos, gali rinktis tam tikras atskiras elektrotechnikos, mašinų pramonės, anglių pramonės įmonių akcijas.

2.3. „Franklino Templeton Investments“ kompanijos „Templeton China“ fondo analizė

„Franklin Templeton Investments“ – tai investicinė bendrovė, kuriai priklauso apie 60 investicinių fondų visame pasaulyje. Vienas iš jų – tai „Templeton China“ (toliau – FTI TC) IF, besispecializuojantis Kinijos, Taivano ir Honkongo rinkose. FTI TC buvo sudarytas 1994 m. rugsėjo 1 d., jo investavimo tikslas – kapitalo vertės didinimas investuojant vidutiniu – ilgu laikotarpiu. Fondo valdanti bendrovė – „Templeton Asset Management“ (Singapūras).

Fondo valiuta, kaip ir „Hansa Rusijos akcijų fondo“, yra JAV doleris (alternatyvios valiutos – GBP ir EUR). 2009 m. vasario 28 d. duomenimis, fondo turto vertė sudarė 347,41 mln. USD, o vieno investicinio vieneto GAV – 12,53 USD.

FTI TC yra **pasyviai** valdovas fondas, investuojantis į *MSCI Golden Dragon* indeksą sudarančių bendrovių vertybinius popierius.

Fondo depozitoriumo funkcijas atlieka J. P. Morgan Bank Luxemburg S. A.

Remdamasis rizikos paskirstymo principu, FTI TC draudžiama investuoti daugiau nei 10 proc. GAV į to paties subjekto išleistus perleidžiamuosius vertybinius popierius ir pinigų rinkos priemones, draudžiama investuoti daugiau nei 20 proc. į indėlius viename juridiniame asmenyje. Taip pat bendra visų perleidžiamų VP ir pinigų rinkos priemonių, išleistų emitentų, į kuriuos fondas investuoja daugiau nei 5 proc. savo grynųjų aktyvų, vertė negali viršyti 40 proc. fondo GAV. Draudžiama vykdyti išvestinių priemonių sandorius su vienu subjektu, viršijančius 20 proc. fondo GAV, investuoti į nekilnojamąjį turtą, brangiuosius metalus ar į juos simbolizuojančius sertifikatus, sudarinėti prekinis sandorius (išskyrus ateities sandorius).

Investuodamas į akcijas, fondas negali pirkti tam tikros bendrovės akcijų valdymo paketo, taip pat investuoti daugiau nei 25 proc. į kitą kolektyvinio investavimo subjektą.

Naudojami instrumentai – vertybiniai popieriai (paprastosios ir privilegijuotosios akcijos, bendrovių ir vyriausybių skolinius įsipareigojimus), kuriuos išlaidžia Kinijos, Taivano ir Honkongo rinkų subjektai ar kitos bendrovės, kurios didelę dalį pajamų gauna iš šių rinkų. Geografinės rinkų alokacijos pokyčiai per 2 mėnesius, t. y. 2008 m. gruodžio 31 d. – 2009 m. vasario 28 d. datoms, pateikti 6 lentelėje.

Pagal 6 lentelės duomenis 2008-uosius metus „Templeton China“ fondas užbaigė turėdamas 64,5 proc. viso investuoto turto Kinijoje, 15,1 proc. – Taivane, o į Honkonge veikiančius ar su jos rinka susijusius ūkio subjektus buvo investuota 20,4 proc. šio fondo turto.

Žymių pokyčių įsibėgėjus recesijai investavimo alokacijoje nepastebėta, tačiau kaip matyti iš 2009 m. vasario 28 d. duomenų, 0,3 proc. fondo turto jau sudarė investicijos į Vokietijos (0,2 proc.) ir Kambodžos (0,1 proc.) emitentus, kurie veikia būtent šioje pietrytinėje Azijos zonoje.

**„Templeton China“ ir lyginamojo indekso „MSCI Golden Dragon“ investicijų
pasiskirstymas pagal rinkas**

Rinka	„Templeton China“ fondas		„Golden Dragon“ indeksas (2009-02-28) ⁴
	2008-12-31	2009-02-28	
Kinija	64,5 %	64,3 %	46,5 %
Taivanas	15,1 %	15,1 %	29,3 %
Honkongas	20,4 %	20,3 %	24,3 %
Vokietija	–	0,2 %	–
Kambodža	–	0,1 %	–

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis *Franklin Templeton Investments* duomenimis

Žinant, kad FTI TC palyginamasis indeksas yra „Golden Dragon“, reikšminga būtų palyginti fondo ir indekso investavimų alokacijas. Šiuo atžvilgiu, nors fondas yra ir pasyviai valdomas, tačiau investicijų pasiskirstymas pagal regionus nėra tolygus – indeksas ženkliai mažiau pasikliauna Kinijos rinka (tik 46,5 proc.), o likusią pusę sudaro bemaž lygios investicijos į Taivano (29,3 proc.) ir Honkongo (24,3 proc.) rinkas.

Pietryčių Azijos regionas priskiriamas besivystančių šalių ekonomikai, todėl rizikos laipsnis čia yra didesnis. Tačiau skirtingose šalyse rizika nėra vienoda, mat Kinija – didžiulė valstybė su galinga ekonomika, milžiniškais gamtiniais ir žmogiškaisiais ištekliais, garantuojančiais bent jau minimalų šalies stabilumo pagrindą. Tuo tarpu Taivanas ir Honkongas, nors ir turi gana stiprią pramonę (ypatingai aukštųjų technologijų gamybą ir eksportą), kuri priklauso nuo bendros pasaulinės ekonomikos būklės, didelės įtakos turi būtent Kinijos ekonomikai. Be to, paskutiniu metu (nuo 2009 metų pradžios iki kovo mėn. vidurio) kylantys Honkongo ir Taivano dolerių kursai stabdo eksporto plėtrą šiuose regionuose.

Remiantis „Franklin Templeton Investments“ informacija, neigiamos įtakos FTI TC portfelio vertei gali turėti:

- investavimo ir grąžinimo į tėvynę apribojimai;
- galimas rinkos nepastovumas, palyginus su labiau industrializuotomis valstybėmis;
- valiutų svyravimai;
- vyriausybės kišimasis į privatų sektorių;
- ribotas investuotojo informavimas ir ne tokie griežti investuotojams taikomi informacijos atskleidimo reikalavimai;
- ne tokios likvidžios VP rinkos;
- tam tikros vietos mokesčių įstatymų aplinkybės;
- ribotas VP rinkos reguliavimas;

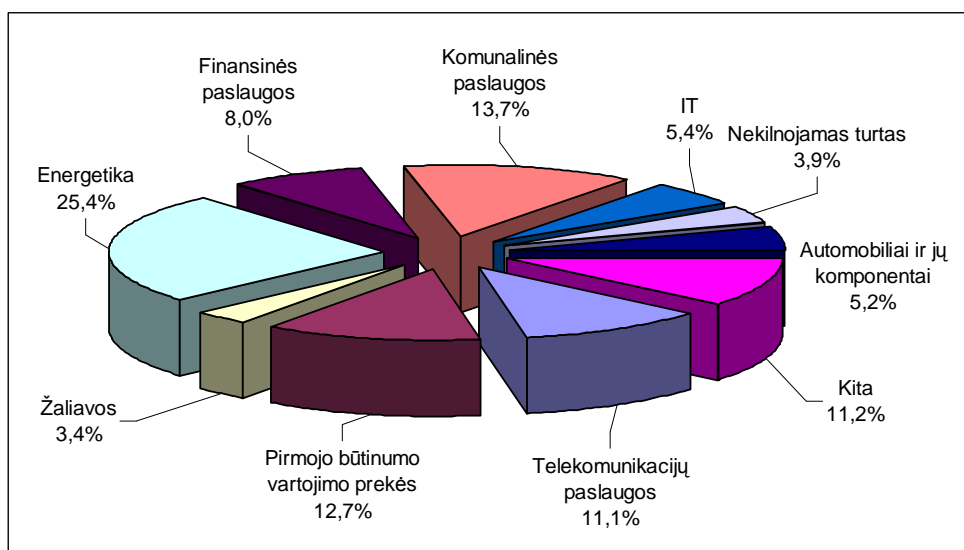
⁴ Indekso „Golden Dragon“ 2008 m. gruodžio 31 d. pasiskirstymo pagal rinkas duomenų nerasta.

- galimas užsienio valiutos kontrolės įvedimas dėl pasikeitusios valdžios;
- infliacijos rizika.

Remiantis šiomis galimomis grėsmėmis bei aukščiau išdėstytomis mintimis, kad investavimo diversifikacija pagal šiuos regionus nėra tikslinga (visi regionai tarpusavyje yra teigiamai koreliuoti) bei kad Taivanas bei Honkongas pasižymi santykinai didesne rizika, galima teigti, jog investavimas į Kinijoje veikiančius emitentus atrodo labiau priimtinas. Matematiškai tą bus galima pagrįsti lyginant „Templeton China“ ir MSCI „Golden Dragon“ pajamingumus 2.3.2. skyrelyje.

2.3.1. „Templeton China“ portfelio struktūros dinamika

Iš esmės „Templeton China“ portfelio sudėtis labai panaši į „Hansa Rusijos akcijų fondo“ portfelio sudėtį ir jo proporcijas – daugiausia koncentruojamasi į energetikos sektorių, ženklią dalį užima apsauginės pirmojo būtinumo vartojimo prekių akcijos, finansinių paslaugų ir žaliavų sektoriaus bendrovių akcijos. Abu fondai taip pat investavo į IT produktus, komunalines ir telekomunikacines paslaugas.



10 pav. FTI TC portfelis pagal sektorius (2009 m. vasario 28 d.)

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis Franklin Templeton duomenimis

Kaip galime pastebėti 10 paveiksle, FTI TC didžiausią dalį (25,4 proc.) sudaro energetikos sektoriuje veikiančių bendrovių akcijos – didžiausia Kinijos naftos bendrovė „The China National Offshore Oil Corporation“ (8,1 proc. viso portfelio vertės), „China Petroleum & Chemical Corp“ (7,0 proc.), „Petrochina Co“ (5,1 proc.) ir „China Shenhua Energy Co“ (3,4 proc.).

Ketvirtadalį portfelio dalį užima komunalinių paslaugų sektorius (13,7 proc.) ir pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektorius (12,7 proc.). Pastarajam daug įtakos turi „Diary Farm

International Holdings“ (mažmeninės prekybos tinklas, savo veiklos diversifikacija labai panašus į „Maxima LT“ grupę), sudaranti 9,7 proc. visų fondui priklausančių akcijų vertės.

Kiek daugiau nei 11 proc. FTI TC portfelio sudaro telekomunikacijų sektoriaus bendrovių akcijos („China Mobile“ akcijos užima didžiausią šio fondo dalį, t. y. 9,7 proc.), 8,0 proc. investicijų skirta bankiniam sektoriui, iš kurių žymiausi yra „Bank of China“, kurio įtaka portfeliui – 3,7 proc. bei „China Construction Bank“ – 3,5 proc.

Į didžiausių emitentų, į kuriuos investavo FTI TC fondas, taip pat dar įeina energijos, transporto ir viešbučių infrastruktūros paslaugų gigantės „Cheung Kong Infrastructure Holdings“ (4,3 proc.) bei „Hopewell Holdings“ (3,3 proc.).

Lyginant naujausius fondo duomenis (2009 m. vasario 28 dienos) su 2008 m. pabaigos duomenimis, stebimi gana žymūs „Templeton China Fund“ portfelio sudėties pokyčiai per šį dviejų mėnesių recesijos laikotarpį (7 lentelė).

7 lentelė

„Templeton China Fund“ portfelio sudėties pokyčiai recesijos laikotarpiu

Sektorius ir jam atstovaujantis ūkio subjektas	„Templeton China“ fondas			„Golden Dragon“ indekso svoriai, proc. (2009-02-28) ⁵
	Svoris portfelyje, proc.		Pokytis, proc.	
	2008-12-31	2009-02-28		
Energetika	28,2	25,4	-9,9	8,7
The China National Offshore Oil Corporation	7,8	8,1	3,8	
China Petroleum & Chemical Corp	7,7	7,0	-9,1	
Petrochina Co	6,8	5,1	-25,0	
China Shenhua Energy Co	3,7	3,4	-8,1	
Telekomunikacijos	11,2	12,0	0,9	12,7
China Mobile	10,7	9,7	-9,3	
Pirmojo būtinumo vartojimo prekės	10,0	12,7	27,0	0,2
Diary Farm International Holdings	8,7	9,7	11,5	
Žaliavos	4,5	n. d.	n. d.	8,2
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co	4,5	n. d.	n. d.	
Finansinės paslaugos	8,0	8,0	0,0	13,5
China Construction Bank	3,6	3,5	-2,8	
Bank of China	n. d.	3,7	n.d.	
Komunalinės paslaugos	8,5	13,7	61,2	11,6
Bendras visų išvardytų sektorių svoris	61,9	71,8		54,9

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis Templeton China Fund duomenimis

⁵ Indekso „Golden Dragon“ 2008 m. gruodžio 31 d. pasiskirstymo pagal ūkio sektorius duomenų nerasta.

7 lentelėje pateikta dinamika aktuali tuo, kad ji atspindi fondo portfelio sudėties dinamiką (kartu ir pelningumo optimizavimą) gilėjant ekonominei krizei. Jei sektorius yra jautrus krizės sukeltiems neigiamiems rinkos pokyčiams, tai to sektoriaus svoris portfelyje mažėja ir atvirkščiai, jei sektorius yra santykinai neelastingas nuosmukio pasekmėms, tai jo dalis portfelyje didėja. Logiška, kad fondas recesijos sąlygomis atsisako labiausiai rizikingų aktyvų ir renkasi stabilesnius, tačiau mažesnes pajamas duodančius aktyvus.

Tarkime, 2008 metais smarkiai krito naftos kainos, atitinkamai energetikos sektoriaus svoris „Templeton China“ fonde sumenko beveik 10-čia procentų nuo 28,2 iki 25,4 proc. Tai yra didžiausias neigiamas pokytis visame fondo portfelyje. Tuo tarpu iš dešinėsios lentelės pusės, rodančios MSCI „Golden Dragon“ indekso svorius, matyti, kad energetikos pramonė jame sudaro beveik tris kartus mažesnę dalį nei fondo portfelyje, kas šiek tiek labiau amortizavo indekso smukimą šiuo nuosmukio metu.

Nenuostabu, kad žaliavų sektorius, būdamas labai priklausomas nuo energetikos sektoriaus (žaliavų gavybos ir apdirbimo metu suvartojama daug energijos – naftos, dujų, elektros energijos), per analizuojamą laikotarpį taip pat krito. Nors 2009 m. vasario 28 d. fondo ataskaitoje nepateikiamas „Taiwan Semiconductor Manufacturing Co“ bendrovės akcijų svoris bendrame fondo portfelyje, tačiau 2008 metų pabaigoje pagal svorį fonde buvusi šešta, po dviejų mėnesių ši bendrovė iš viso iškrito iš šio dešimtuko. Tai leidžia daryti prielaidą, kad „Templeton China“ fondas, siekdamas minimizuoti nuostolius, taip pat sumažino investicijas ir į žaliavų (konkrečiai – puslaidininkių) sektorių. Tuo tarpu žaliavų sektoriaus svertas indekso vertėje yra žymiai aukštesnis – 8,2 proc.

Prasidėjus krizei, fondas, kaip rodo 7 lentelė, sumažino investicijų vertę į energetikos ir žaliavų sektorius, bei, kas svarbiausia, padidino kitų esminių sektorių vaidmenį. Pirmojo būtinumo ir kasdienių prekių, tokių kaip maistas ir komunalinių paslaugų vartojimas, kurių paklausa iš esmės nepriklauso nuo finansų rinkos pokyčių, dalis portfelyje išaugo.

Fondas, kurio dar 2008 metų pabaigos portfelio vertė pirmojo būtinumo vartojimo prekėms sudarė 10 proc., 2009 metų vasario pabaigoje padidėjo net 27,0 proc. ir sudarė 12,7 proc. viso portfelio vertės. Tuo tarpu šio sektoriaus įtaka „Golden Dragon“ indekso vertei yra labai maža – tesudaro 0,2 proc.

Komunalinių paslaugų svoris fondo portfelyje per analizuojamą dviejų mėnesių laikotarpį išaugo dar dramatiškiau – net 61,2 proc. ir vasarį jau siekė 13,7 proc. portfelio vertės (svoris indeksui taip pat panašus – 11,6 proc.).

Telekomunikacines ir finansines paslaugas galima priskirti tiek prie recesijai jautrių, teik prie jai neelastingų sektorių. Tai priklauso nuo atskiro ūkio subjekto lankstumo, išvalgumo ir konkurencinės situacijos rinkoje.

Tarkime, jei remtumėmės Lietuvos situacija, telekomunikacines paslaugas teikianti bendrovė „Teo LT“ netgi sunkiausiais recesijos metais, t. y. 2009-aisiais, dėl mažėjančios veiklos savikainos ir išmokamų dividendų, taip pat dėl pažangaus šviesolaidinio tinklo diegimo planuoja milijardines investicijas ir pajamas (ATN, 2009-02-11, Žygienė, 2009-03-04). „Omnitel“ 2009-aisiais planuoja išlaikyti 2008 metų pajamų lygį siūlydama klientams asmeninius planus (Verslo Žinios, 2009-03-10). Tuo tarpu Lietuvoje veikiantys bankai puikiai pasinaudojo kilusia suirute dėl galimo lito devalvavimo ir uždirbo daugiau kaip milijoną eurų dėl litų keitimo į eurus vadinamąjį „lito devalvacijos savaitgalį“

Taigi, net ir recesijos sąlygomis finansų krizei jautriuose sektoriuose veikiančios bendrovės gali ne tik išgyventi, tačiau ir užsidirbti. Tikėtina, kad dėl šios priežasties „Templeton China“ fondas, sumažinęs „China Mobile“ ir „China Construction Bank“ svorius portfelyje (atitinkamai 1,0 ir 0,1 proc. punktais), papildomai įsigijo kitų šiems sektoriams priklausančių ir daugiau žadančių bendrovių, tokių kaip, „Bank of China“, akcijų.

2.3.2. „Templeton China“ ir jo palyginamojo indekso analizė

FTI TC pajamingumas per visą 15 veiklos metų laikotarpį (1994–2008 m.) išaugo 36,6 proc. Didžiausias augimo tempas fiksuojamas ilguoju laikotarpiu ir, mažinant laiko atkarpą, artėjama prie realios dabartinės padėties, kai fondo pajamingumas yra neigiamas. Šiuos duomenis vaizduoja 8 lentelė.

8 lentelė

Akumuliuotas „Templeton China“ pelningumas (USD, 2008-12-31)

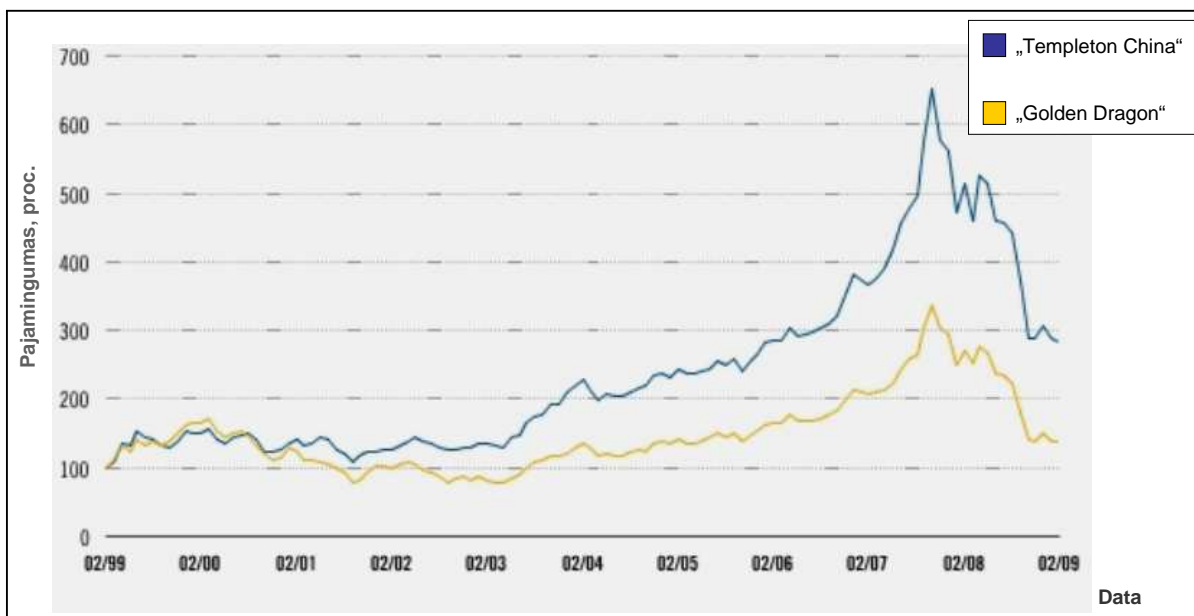
	1 metų	3 metų	5 metų	10 metų	Nuo įkūrimo (1994-09-01)
GAV vertės pasikeitimas	- 44,9 %	- 0,5 %	24,2 %	183,0 %	36,6 %
Indekso vertės pasikeitimas	- 49,1 %	- 16,5 %	1,2 %	37,0 %	n. d.

Šaltinis: 2008 metų „Templeton China“ fondo ataskaita

Iš 8 lentelės duomenų matyti, kad per paskutinius dešimt metų fondo pajamos išaugo 183,0 proc. (kai tuo tarpu „Golden Dragon“ indeksas paaugo 37,0 proc.), per paskutinius penkis metus – 24,2 proc. (indekso pokytis tik 1,2 proc.), o jau imant trumpesnes laiko atkarpas, t. y. nuo paskutiniųjų trijų ar vienerių metų, stebimi neigiami pajamingumai: per 2008 m. laikotarpį fondas smuko 44,9 proc., indeksas – 49,1 proc. Taip yra dėl to, kad ilguoju laikotarpiu išsidalina neigiamas fondo veiklos rezultatas prasidėjus finansų krizei, todėl analizuojant fondo veiklos optimizavimą šiuo laikotarpiu nėra tikslinga remtis retrospektyviniais duomenimis.

Už šią statinę analizę labiau iškalbinga yra „Templeton China“ fondo pajamingumo ir jo lyginamojo indekso dinamikos analizė žinant abiejų dydžių struktūrinių elementų įtaką.

Nors FTI TC fondas yra valdomas pasyviai (siekiama tokia gražos norma, kuri atitiktų tos rinkos, į kurią investuojama, gražą) ir yra investuojama į MSCI „Golden Dragon“ indeksą sudarančių bendrovių akcijas, tačiau fondo vertė ne tik dešimties metų laikotarpyje (vaizduoja žemiau esantis grafikas), tačiau ir recesijos laikotarpiu įveikė šio indekso pelningumus. 2009 m. vasario 28 d. fondo GAV sudarė 12,53 USD (tų pačių metų pradžioje – 13,76 USD).



11 pav. „Templeton China“ fondo ir MSCI „Golden Dragon“ indekso pajamingumų kitimas

Šaltinis: Templeton China fondo duomenys (2009 m. vasario 28 d.)

Iš 11 paveikslo matyti, kad abu grafike pateikti dydžiai dėl teigiamos tarpusavio koreliacijos kito vienodomis kryptimis, tačiau augimo ir kritimo apimtys toli gražu nėra identiškos. Kaip tai gali būti, jei analizuojamas fondas yra pasyviai valdomas, t. y., jei yra investuota į tuos pačius ūkio subjektus, kuriuos apima ir „Golden Dragon“ indeksas?

Atotrūkio priežastis padeda paaiškinti portfelio sudėties pokyčiai analizuojamu recesijos laikotarpiu (7 lentelės duomenys).

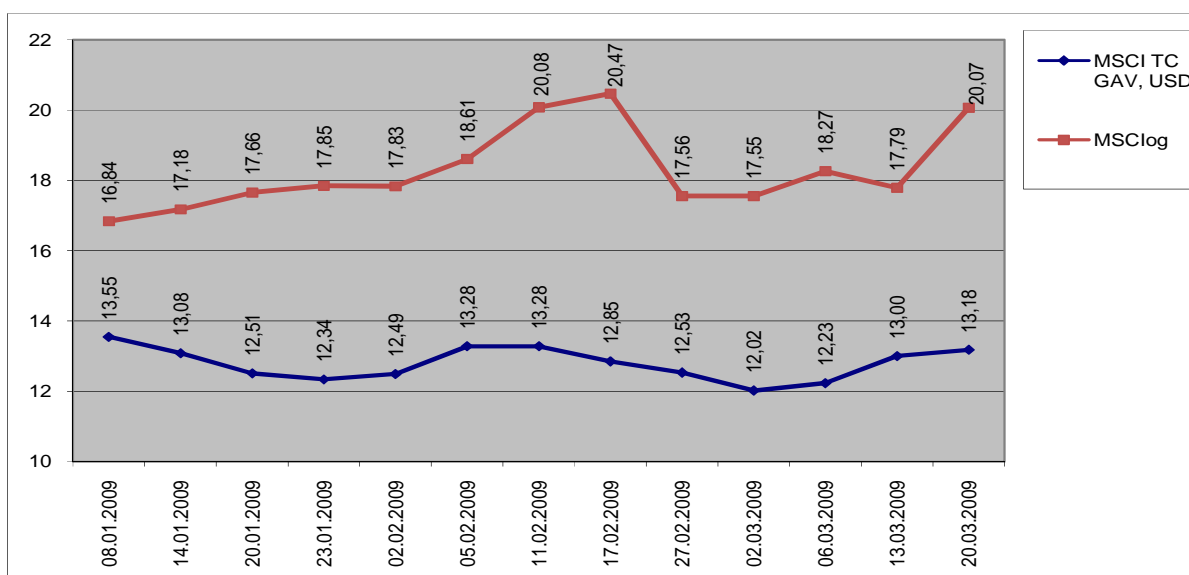
Kritus naftos kainoms ir OPEC galutinai neapsisprendus dėl naftos gavybos kiekių netolimoje ateityje, energetikos sritis, kaip ir visame pasaulyje, taip ir pietryčių Azijoje, yra labai slidi sritis investavimo atžvilgiu. Su ja susijusi žaliavų pramonė taip pat kelia nemenką riziką. Kreditų rinkoms dar nepradėjus atsigavinėti, fondas taip pat nesiryžo investuoti į bankinį sektorių tokio dydžio, kuris prilygtų lyginamojo indekso dydžiui (8,0 proc. prieš 13,5 proc.). Todėl, „Templeton China“ fondui sumažinus šių trijų sektorių įtaką, buvo minimizuota rizika ir išvengta dalies galimų nuostolių.

Taip pat, žvelgiant į indekso ir fondo portfelio sudėties ir pajamingumo tempų kitimo skirtumus matyti, kad aktyvus veržimasis į būtinąjį vartojimo prekių segmentą (maisto prekių ir mažmeninės prekybos sektorių (12,7 proc. prieš 0,2 proc.), ypatingai komunalinių paslaugų sritį) taip pat buvo protingas žingsnis siekiant optimizuoti fondo veiklą.

2.3.3. „Templeton China“ GAV ir MSCI sektorinių indeksų tarpusavio ryšių analizė

Analogiškai RTS indeksų šeimai yra skaičiuojami ir Kinijos rinkos skirtingų sektorių MSCI subindeksai, tokie kaip MSCI energetikos sektoriaus, žaliavų, pramonės, finansų, komunalinių paslaugų ir kitų sričių indeksai.

Kadangi FTI „Templeton China“ fondo didžiąją dalį (25,4 proc.) sudaro energetikos sektoriaus bendrovių akcijos, visų pirma būtų naudinga iširti šio sektoriaus indekso (toliau – MSCIog) ir fondo GAV tarpusavio priklausomybę. Šiam tikslui yra sudarytas 12 paveikslas, vaizduojantis abiejų rodiklių dinamiką recesijos laikotarpiu.



12 pav. „Templeton China“ GAV ir MSCIog indekso dinamika recesijos laikotarpiu

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis MSCI Barra ir agentūros *Traders* pateiktais duomenimis

Iš 12 paveikslo vizualiai matyti, kad faktiškai didelės priklausomybės tarp fondo grynujų aktyvų vertės ir finansų sektoriaus nėra. Vertine išraiška ryšio stiprumas siekia vos 0,241, t. y. ryšys yra silpnas, o jį patikrinus pagal Studento kriterijų gauta, kad šis ryšys nėra reikšmingas prie bet kurio α reikšmingumo lygio (tarpiniai skaičiavimai pateikti 4 priede).

Atsakymas į klausimą, kodėl Kinijos energetikos sektoriaus indeksas beveik neturi reikšmės „Templeton China“ fondui, slypi MSCI „Golden dragon“ indekso skaičiavimo metodologijoje. Pagal ją šis indeksas yra paskirstytas tarp Kinijos (46,5 proc.), Honkongo (29,3 proc.) ir Taivano

(24,3 proc.) rinkų. Žinant šį santykį ir analizuotos priklausomybės determinacijos koeficientą R^2 , galima išsiaiškinti, kokią įtaką konkrečiai Kinijos energetikos sektorius turi fondo GAV.

Egzistuojant dabartinei fondo portfelio diversifikacijai pagal rinkas, pokyčiai energetikos sektoriuje tiesiogiai lemia „Templeton China“ portfelio vertės kitimą 5,8 proc. Tačiau jei FTI TC portfelį sudarytų vien tik Kinijos emitentai, šios įtakos reikšmė būtų dvigubai didesnė, t. y. siektų 12,5 proc. ($5,8 / 0,465$). O tai jau būtų sviri priežastis nuolat sekti tendencijas Kinijos energetikos sektoriuje.

Taip pat buvo analizuoti ir kiti, portfelio sudėčiai nemažą svorį turintys, Kinijos sektoriai. Tai - žaliavų (10 lentelėje atspindi MSCImtr indeksas), finansų (MSCIfn), IT (MSCIIT) ir komunalinių paslaugų (MSCIut) sektoriai. Ryšių tarp pokyčių juose ir „Templeton China“ fondo vertės nepastebėta.

Ši analizė dar pasitarnavo tuo, kad buvo nustatyti standartiniai sektorių nuokrypiai. Mažiausiai rizikingas recesijos laikotarpiu buvo Kinijos komunalinių paslaugų sektorius (standartinio nuokrypio δ vertė lygi 87,8 proc.), o didžiausia rizika pasižymėjo žaliavų (δ lygi 210,7 proc.) ir finansų (δ lygi 171,4 proc.) sritys.

Taip pat iš 10 lentelės duomenų matyti, kad rizikos atžvilgiu 2009 m. vasario - kovo mėn. atkarpa fondas įveikė visus analizuotus Kinijos sektorius (fondo δ lygi 47,3 proc.), nors pelningumo atžvilgiu fondas buvo mažiau sėkmingas nei bendros tos rinkos konkrečių šakų tendencijos.

Deja, visų trijų rinkų – Kinijos, Honkongo ir Taivano - nei kartu sudėjus, nei atskirai, sektoriniai indeksai nėra skaičiuojami. Egzistuoja tik bendras Kinijos ir Honkongo akcijų rinkos indeksas „MSCI Zhong Hua“. Pastebėtina, kad ryšys tarp šio indekso ir fondo GAV yra reikšmingas ir net gi labai stiprus (koreliacijos koeficientas siekia 0,957).

9 lentelėje yra pateikiamas „Templeton China“, MSCI Zhong Hua ir Kinijos subindeksų pokyčiai recesijos laikotarpiu.

Iš 9 lentelės duomenų matyti, kad visi Kinijos indeksų pokyčiai per analizuojamą atkarpa yra teigiami. Vėlgi, rizikingiausiose (su didžiausiu standartiniu nuokrypiu) šakose veikusios bendrovės kartu uždirbo ir daugiausia pajamų. Ypatingai išsiskyrė žaliavų sektorius, kurio indekso vertė pakilo net 43,7 proc.

Natūralu, kad mažiausiai pelningas buvo komunalinių paslaugų sektorius (13,1 proc.), taip kuris svyravo mažiausia amplitude (δ lygi 87,8 proc.).

Taip pat iš 9 lentelės pastebime, kad fondo ir Kinijos bei Honkongo akcijų rinkos bendrai patyrė nuostolius, atitinkamai lygius -2,7 ir -5,0 proc. Vis dėlto mažesnis fondo kritimas reiškia, kad jis, būdamas stabilesnis, kartu buvo ir pelningesnis nei bendrai paėmus visus Kinijos ir Honkongo rinkų emitentus, t. y. fondas recesijos laikotarpiu buvo valdomas santykinai efektyviai.

„Templeton China“ GAV ir Kinijos indeksų pokyčiai recesijos laikotarpiu

Data	FTI TC GAV, USD	MSCI Zhong Hua	MSCIog	MSCImtr	MSCIfn	MSCIIT	MSCIut
08.01.2009	13,55	35,03	16,84	18,03	22,16	10,57	17,06
20.03.2009	13,18	33,28	20,07	25,91	27,59	13,30	19,30
Pokytis per laikotarpį	-2,7 %	-5,0 %	19,2 %	43,7 %	24,5 %	25,8 %	13,1 %
Koreliacijos koef. reikšmė	□	0,957	0,2412	-0,0196	-0,0743	0,0361	-0,0945
Standartinis nuokrypis	47,3%	125,4%	118,0%	210,7%	171,4%	92,4%	87,7%

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis MSCI Barra ir agentūros *Traders* pateiktais duomenimis

Apie fondo efektyvumą spręsti vien iš atitinkamos rinkos veiklos rezultatų nėra tikslinga. Platesnį ir gilesnį vaizdą duoda „Templeton China“ ir kitų Kinijos rinkoje besispecializuojančių investicinių fondų lyginimas (3.3 poskyris).

2.4. Bendrovės „Investicijų portfelių valdymas“ „ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirojo investicinio fondo“ analizė

„ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atviras investicinis fondas“ (angl. *ZPR Russell Small Capital*, toliau – tiesiog ZPR RSC) yra pirmasis Lietuvoje investicinis fondas, įsteigtas 2004 m. balandžio 6d. ir investuojantis tik į JAV bendrovių akcijas. ZPR RSC priskiriamas augimo fondui, t. y. pajamos investuotojams nėra skirstomos (dividendai neišmokamai, o reinvestuojami), o jomis didinama fondo grynoji aktyvų vertė.

Tipinis ZPR RSC investuotojas yra linkęs prisiimti didesnę nei JAV vidutinė rinkos riziką, kartu ir didesnę pelningumą, investuojama vidutinio laikotarpio trukmei (1–3 metams). Investicinei rizikai mažinti fondas investuoja į 25–30 bendrovių akcijas iš įvairių ekonomikos sektorių.

Fondas yra valdomas **aktyviai** (neinvestuojama pagal indeksą) su tikslu gauti didesnę nei vidutinę JAV akcijų rinkos pajamingumą. Fondo investicijų neapriboja specializacija kurioje nors pramonės šakoje. Investavimo valiuta – JAV doleris (tačiau atskirais atvejais galimos ir kitos valiutos). Naudojamas palyginamasis indeksas – „Russell 2000“ indeksas.

Kaip teigia ZPR RSC fondo valdymo įmonė UAB „Investicijų portfelių valdymas“, fondas yra valdomas pagal investicijų patarėjų „ZPR Investment Management“ (JAV investicijų valdymo įmonė, turinti 25 metus institucinių investuotojų lėšų valdymo patirtį) ir „ZPR Investment Research“ (JAV investicijų tyrimų įmonė, kuri jau 22 metus atlieka investicijų tyrimų projektus JAV investiciniams ir pensijų fondams) rekomendacijas, pagal kurias investuojama į bendrovių, kurių akcijos yra įtrauktos į New York Stock Exchange (NYSE), NASDAQ, American

Stock Exchange biržų prekybos sąrašus, akcijas. Fondas investuoja į JAV mažos kapitalizacijos įmonių „vertės“ akcijas.

Vertės (angl. *value*) akcijos – tai vadinamosios „nuvertintos“ akcijos, kurių kaina rinkoje nėra didelė lyginant su vienai akcijai tenkančiu įmonės turtu. Šių akcijų pagrindinis privalumas investuotojo požiūriu – jų kaina rinkoje nėra per didelė, taigi tikimybė, kad akcijos kaina staiga smarkiai nukris, gerokai mažesnė negu rinkos vidurkis. Tačiau jų augimas ilgalaikiu laikotarpiu yra smarkus, mat skirtingai nuo augimo (angl. *growth*) akcijų, jų kainą formuoja ne biržos nuotaikos ir mados tendencijos, o realūs įmonių veiklos rezultatai.

Mažos kapitalizacijos įmonėmis JAV laikomos 2000 bendrovių, kurių kapitalizacija yra mažesnė už 1000 didžiausios kapitalizacijos įmonių. Jų akcijomis prekiaujama NYSE, NASDAQ, „American Stock Exchange“ biržose. Palyginimui paminėsime, kad mažos kapitalizacijos įmone JAV būtų laikoma ir didžiausios kapitalizacijos Lietuvos bendrovė „Mažeikių nafta“.

Tipiška įmonė, į kurią investuoja „ZPR Amerikos“ fondas – maždaug 15–25 metus veikianti bendrovė, sėkmingai dirbanti saugioje rinkos nišoje. Dauguma tokių bendrovių, skirtingai nuo 1000 didžiausios kapitalizacijos kompanijų, dar nėra išnaudojusios viso savo potencialo, todėl turi dideles galimybes augti. Vienas doleris, investuotas į tokią bendrovę, istoriškai būtų atnešęs didesnę grąžą nei investuotas į stambios kapitalizacijos įmonę.

Pagrindiniai privalumai šiuo metu investuoti į JAV būtų:

- JAV ekonomiškai yra labai laisva šalis: PVM neapmokestinamos prekės ir paslaugos, parduotos (suteiktos) kitoje JAV valstijoje, negu jos yra pagamintos (išikūrusi jas teikianti įmonė);
- BVP auga sparčiau negu Euro zonos šalių vidurkis;
- JAV akcijų rinka yra didžiausia pasaulyje (atspindi 52% viso pasaulio akcijų rinkų vertės) ir yra viena sėkmingiausiai veikusių akcijų rinkų nuo 1925 metų;
- Rinkoje prekiaujama daugiau nei 5000 bendrovių akcijomis – čia galima surasti daug puikių investavimo galimybių;
- JAV akcijų rinkos bendrovės teikia ketvirtines ataskaitas ir moka ketvirtinius dividendus – tai leidžia dažniau įvertinti bendroves ir jų skaidrumą.

Nepaisant šių privalumų, ZPR RSC fondas 2008 metus neišimtinau taip pat baigė su nuostoliais dėl globalios kreditų rinkos krizės (nekilnojamo turto kainų kritimo), naftos kainų ir USD kurso bangavimo ir kritimo. Vis dėlto, JAV akcijų rinkos kritimas, siekęs 37 proc., palyginti buvo gana švelnus. Tarkime, Lietuvos akcijų rinka krito 65%, Rusijos – 72%, Vokietijos – 40%, Japonijos – 42%, Prancūzijos – 43%. Trisdešimt dvi pasaulio akcijų rinkos prarado 50% ir daugiau (ZPR RSC fondo 2008 m. apžvalga, p. 2).

Prognozuojama, kad 2009 metų I ketvirtį BVP JAV bus neigiamas (kaip ir 2008 metų IV ketvirtį), o nuolatinis srautas neigiamų žinių, susijusių su kainomis ir gyvenamųjų namų kainų burbulo subliūškimu bei visuotine sumaištimi ir toliau trikdydys investuotojų pasitikėjimą. Vis dėlto, kylant kuro kainoms kai kuriose Europos valstybėse, didėjant mokesčių tarifams, JAV vyksta atvirkščias procesas, todėl tikimasi, kad ši rinka atsigaus pirmoji dėl žymiai laisvesnės ekonominės sistemos nei Europos Sąjungoje ir daugelyje kitų šalių.

2.4.1. ZPR RSC Russell 2000 indekso analizė

„Russell 2000“ indeksas yra kapitalizuotas (didžiausios bendrovės turi didžiausią svorį) JAV bendrovių akcijų indeksas, į kurį įtraukiamos 2000 mažiausių JAV bendrovių, įeinančių į „Russell 3000“ indeksą, akcijos (pastarąjį sudaro 3000 didžiausių JAV bendrovių akcijos). „Russell 2000“ indeksas atspindi apie 8 proc. visos „Russell 3000“ indeksą sudarančių bendrovių rinkos kapitalizacijos.

„Russell 2000“ indekso vertei daugiausia įtakos turi šios bendrovės:

10 lentelė

10 didžiausių ir 10 pelningiausių „Russell 2000“ indekso bendrovių (2009 m. vasario 28 d.)

Ran- gas	Didžiausią svorį indeksui turinčios bendrovės		Pelningiausios indekso bendrovės	
	Pavadinimas	Veiklos sektorius	Pavadinimas	Veiklos sektorius
1.	Myriad Genetics, Inc.	Farmacijos	Pharmanet Development	Farmacijos
2.	Ralcorp Holdings, Inc.	Plataus vartojimo prekių	Sirf Technology Holdings	IT
3.	Alexion Pharmaceuticals, Inc.	Farmacijos	IPCS, Inc.	IT
4.	Sybase, Inc.	IT	Cardtronics, Inc.	IT
5.	Watson Wyatt Worldwide, Inc.	Paslaugų (konsultacijos žmogiškųjų išteklių ir finansiniais klausimais)	Smith & Wesson Holdings	Militarinių prekių gamyba
6.	OSI Pharmaceuticals, Inc.	Farmacijos	Builders Firstsource, Inc.	Statybų
7.	Waste Connections, Inc.	Komunalinių paslaugų	Skyworks Solutions, Inc.	IT
8.	Aspen Insurance Holdings, Ltd.	Finansinių	Cabelas, Inc.	Plataus vartojimo prekių
9.	ITC Holdings Corp.	Komunalinių paslaugų	Blyth, Inc.	Plataus vartojimo prekių
10.	Wendy's/Arby's Group, Inc.	Maisto (greito maisto restoranų tinklas)	Providence Service Corp.	Paslaugų (socialinių programų įgyvendinimas)

Šaltinis: „Russell 2000“ ataskaita (2009-02-28) ir bendrovių internetiniuose puslapiuose patalpinta informacija

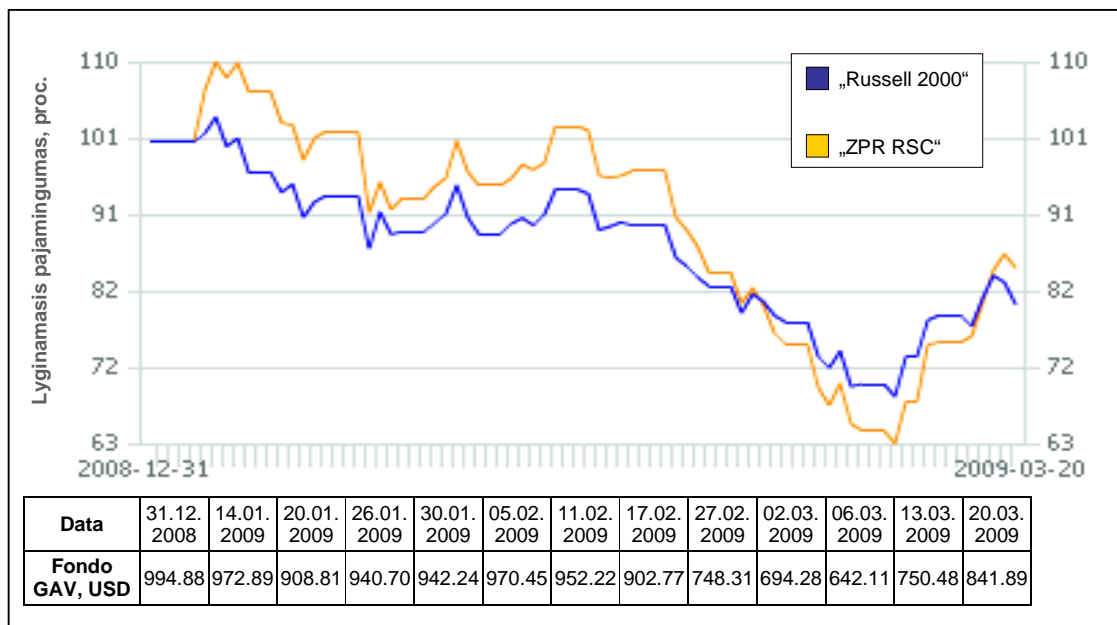
Iš 10 lentelės duomenų galime pastebėti, kad indeksas koncentruojasi daugiausia ties farmacijos (trys bendrovės iš dešimties didžiausių bendrovių sąrašo) sritimi, taip pat komunalinių paslaugų sektoriuje („Waste Connections“ ir „ITC Holdings“ – elektros tiekėja). Nemažą svorį indeksui turi mažmeninės prekybos tinklas „Ralcorp Holdings“, IT sprendimų bendrovė „Sybase“ bei kitos paslaugų sektoriaus (finansų, konsultacijų bei maitinimo) atstovės.

2009 m. vasario mėn. pabaigoje pelningiausiomis bendrovėmis nenuginčijamai buvo aukštųjų technologijų gamyba užsiimančios įmonės, tokios kaip „Sirt Technology“, „IPCS“ (mobilųjų telefonų gamintoja), „Cardtronics“ (programinės įrangos bankomatams tiekėja) bei „Skyworks Solutions“ (GPS įrangos gamintoja).

Taip pat paminėtinos kelios plataus vartojimo prekių gamintojos (rūbų – „Cabelas“ bei namų apyvokos reikmenų gamintoja „Blyth“), militarinių prekių (antrankių, pistoletų ir pan.) gamintoja „Smith & Wesson“ ir kitos bendrovės.

Deja tikslios informacijos apie šių bendrovių svorius indeksui nebuvo galima rasti, taip pat ZPR RSC fondo ataskaitose nepateikiama informacija apie šio fondo portfelio sudėtį. Kadangi ZPR RSC investuoja į „Russell 2000“ indeksą sudarančias bendroves, galima daryti prielaidą, kad fondo portfelį irgi sudaro daugmaž panašus sektorių išdėstymas. Tai yra, tikėtina, kad didelę fondo portfelio dalį sudaro farmacijos, komunalinių paslaugų, IT ir plataus vartojimo prekių įmonių krepšeliai.

Pajamingumo atžvilgiu, fondas ir atitinkamas jo indeksas nėra tapatūs. Tą galima matyti iš 13 paveikslo, kuriame dėl palyginamumo pateiktos perskaičiuotos GAV ir indekso vertės.



13 pav. „ZPR RSC“ fondo ir palyginamojo indekso „Russell 2000“ pajamingumo kitimas recesijos laikotarpiu

Šaltinis: ZPR RSC fondo informacija

Iš 13 paveikslo matyti, kad recesijos laikotarpiu net ir aktyviai valdomas fondas ne visada įveikia indekso pelningumą. Nors didelę dalį laiko, kaip ir įprasta kitose prieš tai analizuotose rinkose, fondas viršijo atitinkamo indekso pelningumą, tačiau kovo pradžioje GAV vertė krito smarkiau nei „Russell 2000“ indeksas ir pasiekė „duobę“, kur GAV sudarė tik 642,11 USD už vieną investicinį vienetą.

Tai įspėja apie neteisingą portfelio paskirstymo valdymą (tarkime, valdymo bendrovės nenumatytas tam tikro sektoriaus arba didelį svorį fondui turinčios įmonės rezultatų suprastėjimas). Vis dėlto nuo šio lūžio taško (2009-03-06) fondo GAV nuolat kilo ir jau po dešimties dienų vėl viršijo „Russell 2000“ indekso vertę.

Imant viso recesijos periodo rezultatus, fondas, 2009 metus pradėjęs su 994,88 USD GAV verte, po dviejų mėnesių tebeturėjo tik 841,69 USD, t. y. vien tik per šį periodą GAV nukrito 13,5 proc., kai tuo tarpu „Hansa Rusijos akcijų fondo“ GAV nukrito 5,9 proc., o FTI „Templeton China“ GAV – 2,7 proc. Remiantis šiais skirtumais, galima drąsiai teigti, kad šiuo metu JAV rinka yra rizikingesnė už Kinijos ar net Rusijos rinkas, todėl net ir nedaug lėšų pasirengęs investuoti investuotojas turėtų atidžiai rinktis finansinius aktyvus šioje rinkoje.

2.4.2. ZPR RSC fondo GAV ir Amerikos sektorių indeksų tarpusavio ryšiai

Russell 2000 indeksas, priešingai nei MSCI ar RTS, neturi analogiškų subindeksų, todėl šioje dalyje bus remtasi šiais „Dow Jones“ šeimos indeksais, kurie atspindi 30 didžiausių Amerikos tam tikro sektoriaus bendrovių akcijų kainų svyravimus:

- Dow Jones transporto vidurkio (DJT);
- Dow Jones pramonės vidurkio (DJI);
- Dow Jones komunalinių paslaugų vidurkio (DJU);
- Dow Jones energetikos sektoriaus vidurkio (DJE).

Ryšių tarp minėtų indeksų ir ZPR RSC fondo GAV tarpiniai skaičiavimai yra pateikti 5 priede, o pagrindiniai rezultatai parodomi toliau esančioje 11 lentelėje. Iš jos duomenų matyti, kad GAV vertė su visais indeksais yra labai stiprūs (koreliacijos koeficientų vertės svyruoja 0,9312 - 0,9608) ir reikšmingi netgi kitų fondų atžvilgiu.

Atliktų skaičiavimų rezultatai labai priklauso nuo indeksų skaičiavimo metodologijos. ZPR Russell Small Capital fondą sudaro mažosios bendrovės, tuo tarpu DJ indeksai atspindi didžiųjų kompanijų akcijų kainas. Kaip žinia, mažosios bendrovės, rodančios tam tikro ūkio sveikatos būklę, yra labai priklausomos nuo didžiųjų kompanijų veiklos rezultatų. Dėl šios priežasties DJT, DJI, DJU ir DJE indeksai turi tokią didelę reikšmę analizuojamo fondo GAV bei atitinkamai ir Russell 2000 indeksui.

Iš 11 lentelės matyti, kad rizikingiausias Amerikos sektorius iš čia analizuotų yra pramonė. Joje indekso svyravimai siekia daugiau nei 62 tūkst. proc., o pelningumo atžvilgiu jis šiek tiek aukštesnis nei „Russell 2000“ indeksas.

Bendrai žvelgiant į Amerikos rinką, matyti, kad rizikos požiūriu visų sektorių standartinių nuokrypių reikšmės žymiai viršija Rusijos ir Kinijos rinkų atitinkamus standartinius nuokrypius.

Amerikos rinka, kurioje prasidėjo krizė, yra labai dinamiška ir pokyčiai viename sektoriuje iššaukia svyravimus kituose, o tai lemia bendras šios rinkos tendencijas.

11 lentelė

ZPR RSC ir Dow Jones sektorių indeksų pokyčiai ir ryšių stiprumai

Data	GAV, USD	Russell 2000	DJT	DJI	DJU	DJE
31.12.2009	994,88	1241,27	3537,15	8776,39	370,76	645,02
20.03.2009	841,89	994,37	2516,96	7278,38	327,37	576,16
Pokytis per laikotarpį	-15,4 %	-19,9 %	-28,8 %	-17,1 %	-11,7 %	-10,7 %
Koreliacijos koef. reikšmė	□	0,9608	0,9312	0,9508	0,9488	0,9533
Standartinis nuokrypis	11844,4 %	10270,2 %	37457,7 %	62837,4 %	2950,4 %	4591,5 %

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis agentūrų *Bloomberg*, *NASDAQ* ir *Traders* pateiktais duomenimis

Kai dėl absoliutaus indeksų ir GAV pokyčių recesijos laikotarpiu, matyti, kad visi jie buvo neigiami. Labiausiai smuko transporto sektoriaus rezultatus atspindintis indeksas (-28,8 proc.), ypatingai dėl pervežimo paslaugų paklausos sumažėjimo.

Tuo tarpu energetikos sektorius sulaukė mažiausio kritimo (-10,7 proc.), mat naftos kainos krito mažiau nei kad buvo tikimasi pagal pesimistiškiausias prognozes. Šis sektorius Amerikoje, priešingai nei Rusijoje (joje RTSog krito labiausiai) ar Kinijoje (MSCIlog augo lėčiausiai), pasižymėjo geriausiomis tendencijomis, t. y. sumenko 10,7 proc.

Taip pat iš 11 lentelės duomenų matyti, kad fondo GAV kritimas buvo nuosaikesnis nei lyginamojo indekso smukimas, o tai leidžia teigti, kad fondas yra valdomas santykinai efektyviai.

Kadangi Dow Jones indeksai atspindi didžiųjų bendrovių veiklos rezultatus, o analizuojamas fondas investuoja į mažąsias bendroves, kurios paprastai lengviau ir greičiau prisitaiko prie pasikeitusių rinkos sąlygų, investavimas būtent į šį Amerikos fondą atrodo gana patrauklia galimybe recesijos sąlygomis. Tačiau žinant, kad šiuo metu kaip tik vyksta vadinamasis krizės „dugno formavimasis“, reikėtų susilaikyti nuo artimiausių investicijų ypatingai į transporto bei pramonės sektorius, o energetikos ir komunalinių paslaugų sektoriai, būdami mažiau nuostolingi, bet kartu ir stabilesni, turi didesnio potencialo susilaukti geresnių perspektyvų netolimoje ateityje investicijų atžvilgiu. Visų pirma, šie sektoriai pasižymi santykinai neelastinga paklausa, antra vertus, investuotojų lūkesčiai, nors ir ne visada būdami pagrįsti, taip pat turi didelės įtakos konkretaus sektoriaus veiklos efektyvumui.

3. INVESTICINIŲ FONDŲ RINKOS PELNINGUMO TYRIMAS

3.1. Lietuvoje veikiančių investicinių fondų, siūlančių investuoti į Rusijos rinką, lyginamoji pelningumų analizė

Siekiant visapusiškai išsiaiškinti Rusijos rinkos patrauklumą investiciniu atžvilgiu, reikšminga būtų ištirti ir palyginti kitų Lietuvoje prieinamų investicinių fondų, siūlančių investuoti į Rusijos aktyvus, veiklą recesijos laikotarpiu.

Investicijų agentūros *Traders* duomenimis, į Rusijos rinką besispecializuojančių fondų Lietuvoje yra net vienuolika (dešimt akcijų ir vienas obligacijų (EVLI-RD) fondas). Jie pateikti žemiau esančioje 12 lentelėje.

12 lentelė

Lietuvos investuotojams siūlomi Rusijos krypties investiciniai fondai

Fondo pavadinimas	Trumpinys	Valdytojas	Šalis
„East Capital Russian Fund“	EC-RUS	„East Capital“	Švedija
„Evli Greater Russia B“	EVLI-GR	„Evli Fund Management Company“	Suomija
„Evli Ruble Debt B“ (skolos VP fondas)	EVLI-RD	„Evli Fund Management Company“	Suomija
„Hansa Rusijos akcijų fondas“ (analizuojamas šiame darbe)	HNS-RE	„Hansa Investment Funds“	Estija
„Hansa Russian Equity Fund – E“ (fondas siekia einamųjų pajamų)	HNS-RE-E	„Hansa Investment Funds“	Estija
„Invalida Russian Fund“	ITV-RF	„Invalida turto valdymas“	Lietuva
„Parex Russian Equity Fund“	PRX-REF	„Parex Asset Management“	Latvija
„Danske Invest Arvo Russia Value Fund G“	SMP-MARV	„Sampo Fund Management“	Suomija
„Danske Invest Russia Fund G“	SMP-MR	„Sampo Fund Management“	Suomija
„Danske Invest Russia Small Cap Fund G“	SMP-MRSC	„Sampo Fund Management“	Suomija
„WIOF Russian Opportunities Fund“	WIOF-RO	„World Investment Opportunities Funds“	Liuksemburgas

Šaltinis: Traders.lt duomenys (2009-03-27)

Iš 12 lentelės duomenų matyti, kad kai kurios investicinės bendrovės siūlo net kelis investicinius produktus Rusijos rinkoje. Antai Suomijos bendrovė „Evli Fund Management Company“ Lietuvoje platina tiek nuosavybės, tiek skolos vertybinių popierių fondus („Evli Greater Russia B“ ir „Evli Ruble Debt B“), „Hansa Investment Funds“ siūlo į ilgalaikį augimą („Hansa Rusijos akcijų fondas“) arba į einamąsias pajamas („Hansa Russian Equity Fund – E“) orientuotus

fondus. „Sampo Fund Management“ Lietuvoje platina net tris skirtingus investicinius fondus, kurie specializuojasi taip pat pagal investicijų grąžos dydžių tikslus.

Statistinė fondų pelningumo informacija yra pateikta 13 lentelėje.

13 lentelė

Fondų, investuojančių į Rusijos aktyvus, palyginimas (2009 m. kovo 27 d. duomenys)

Fondas	Pokytis per laikotarpį (proc.)									Rodikliai (proc.)		
	Die- na	Sa- vaitė	Mėnuo	3 mėn.	6 mėn.	Metai	2 metai	3 metai	Šiomet	Vidut. metinis pokytis	Metinis nuo- krypis	Šarpo rodiklis
EC-RUS	-1,2	1,9	9,9	2,5	-42,7	-59,0	-61,8	-52,2	10,7	-21,3	34,3	-0,76
EVLI-GR	0,3	5,5	16,4	6,6	-54,9	-70,5	-70,7	-64,1	8,6	-29,0	39,0	-0,86
HNS-RE	3,0	8,7	22,6	7,5	-55,2	-70,5	-73,3	-69,5	14,5	-32,7	43,2	-0,87
HNS-RE-E	3,0	8,7	22,6	7,5	-55,2	-70,5	-73,3	-69,5	14,5	-32,7	43,2	-0,87
ITV-RF	1,5	1,3	13,2	4,8	-53,6	-66,8	-66,0	-57,4	5,3	-24,8	36,4	-0,81
PRX-REF	2,4	7,2	26,5	19,7	-41,0	-62,5	-56,0	-39,1	25,6	-15,3	44,1	-0,45
SMP-MARV	1,1	5,0	7,5	4,3	-60,3	-77,7	-73,4	-	10,2	-27,1	41,5	-0,77
SMP-MR	-0,3	4,7	14,8	13,7	-52,0	-66,5	-64,7	-59,5	18,4	-25,9	37,6	-0,82
SMP-MRSC	0,8	5,0	6,6	-0,8	-58,5	-71,1	-68,1	-65,5	5,4	-30,0	33,2	-1,05
WIOF-RO	2,4	7,7	20,0	14,1	-37,6	-58,1	-55,6	-	21,9	-18,2	36,0	-0,64
EVLI-RD	0,9	1,9	4,8	12,7	-37,5	-42,0	-39,1	35,7	-12,0	-13,9	15,7	-1,19
Fondų rinkos vidurkis	1,2	5,2	15,0	8,4	-49,9	-65,0	-63,8	-49,0	11,2	-24,6	36,8	-0,83

Šaltinis: Traders.lt duomenys (2009-03-27)

Iš 13 lentelės duomenų matyti, kad visų akcijų fondų, investavusių į Rusijos rinką, 6 mėn. – 3 metų laikotarpiu skaičiuojami pelningumo pokyčiai buvo neigiami. Per tris metus labiausiai nuvertėjo būtent šiame darbe analizuojamas HRAF fondas (-69,5 proc.).

Kadangi šio darbo tikslas yra atrasti optimalų investavimo būdą recesijos sąlygomis, todėl, analizuojant pelningumus, bus remiamasi šių metų fondų pelningumų ir metinio nuokrypio (kaip rizikos mato) vertėmis.

Pastebime, kad šiomet pelningiausiai dirbo „Parex“ fondas (PRX-REF), kurio pelningumas išaugo 25,6 proc. bei „WIOF Russian Opportunities Fund“ (WIOF-RO), užtelėjęs 21,9 proc. PRX-REF vidutinis metinis pokytis buvo vienas mažiausių (-15,3 proc.), o tai rodo, kad šio fondo veikla yra gana stabili net tokiu sunkiu periodu.

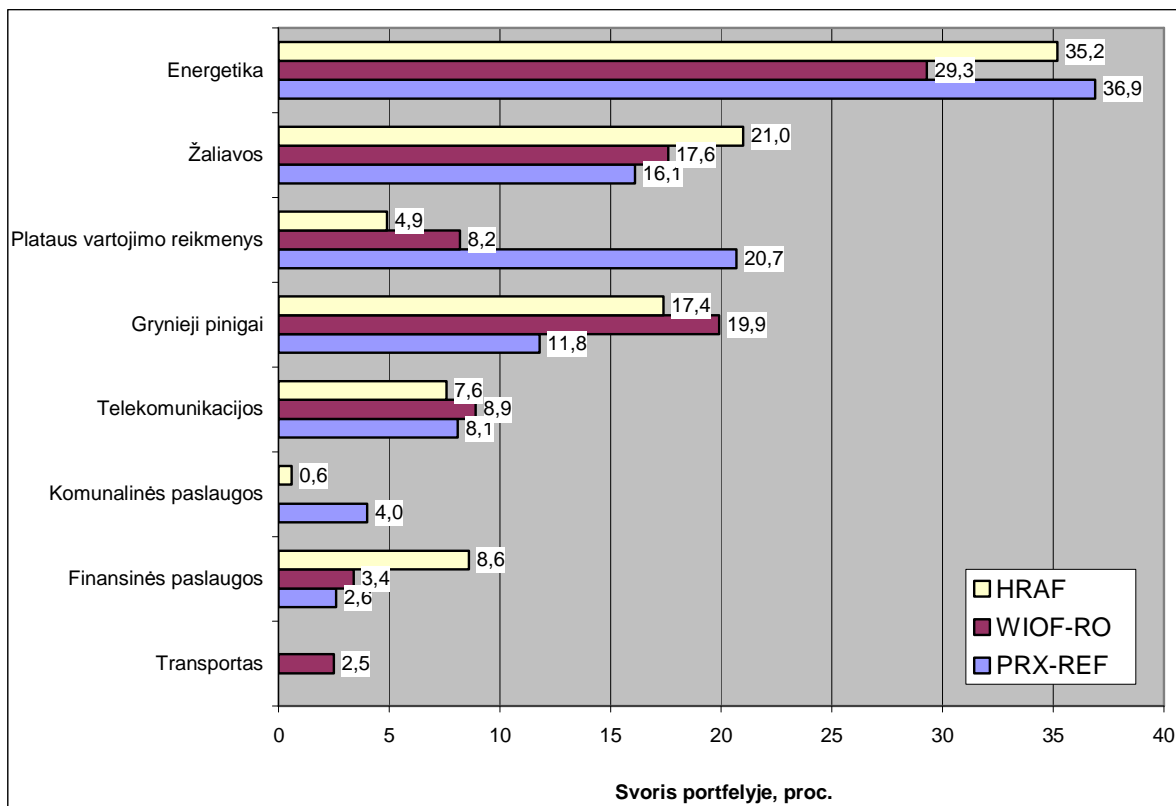
Kitas rodiklis, įvardijantis riziką, rodo, kad minėti du fondai yra visgi rizikingi: PRX-REF ir WIOF-RO vidutiniai metiniai nuokrypiai atitinkamai siekė 44,1 ir 36,0 proc.

Kadangi Šarpo rodiklis visuose fonduose yra neigiamas (dėl neigiamų pelningumų), todėl šiuo atveju kuo jis mažesnis, tuo geriau, t. y., tuo vienam rizikos aktyvui tenka daugiau papildomos

gražos. Pagal šį rodiklį optimalus fondas yra PRX-REF (Šarpo koeficientas lygus -0,45), tačiau antrasis fondas taip pat buvo vienas lyderių (Šarpo koeficientas -0,64).

Taigi, toliau bus analizuojami tik du fondai dėl jų optimalaus rizikos ir pelningumo santykio, kurie bus lyginami su „Hansa Rusijos akcijų fondo“ atitinkamo laikotarpio duomenimis.

Vienas svarbiausių rizikos išskaidymo matų yra portfelio diversifikacija. Visų trijų fondų portfelio pasiskirstymas pavaizduotas žemiau esančiame 14 paveiksle.



14 pav. HRAF, WIOF-RO ir PRX-REF fondų portfelių sandara pagal sektorius
2009 m. vasario 28 d. duomenimis

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis HRAF, WIOF-RO ir PRX-REF pateiktomis ataskaitomis

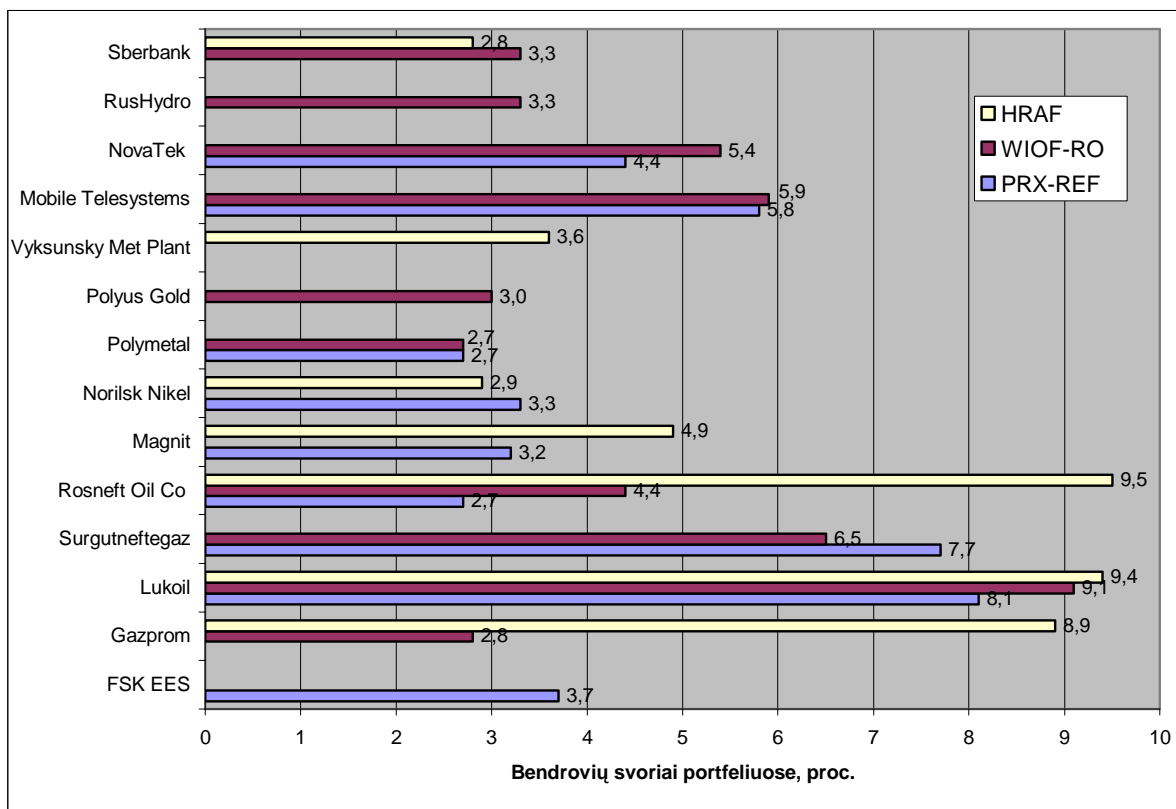
Žvelgiant į 14 paveikslą, iš esmės labai didelių skirtumų tarp visų portfelių nėra – energetikos sektorius visur yra dominuojantis (sudaro 29,3–36,9 proc. viso portfelio svorio), toliau eina žaliavų (metalurgijos) pramonė (16,1–21,0 proc. svorio) bei grynųjų pinigų, kaip likvidžiausio, saugiausio ir recesijos sąlygomis vieno pelningiausio aktyvo (dėl biržinės spekuliacijos) atsargos (11,8–19,9 proc. portfelio vertės). Taip pat telekomunikacijų sektorius visuose fonduose sudaro labai panašią dalį – vidutiniškai 8,2 proc.

Didžiausias skirtumas pastebėtas ties plataus vartojimo reikmenų sektoriumi. Čia didžiausią dalį užima PRX-REF – net 20,7 proc. viso portfelio, kai tuo tarpu WIOF-RO portfelyje – 8,2 proc., o HRAF – tik 4,9 proc.

Taip pat matyti, kad HRAF nespėjo atitraukti lėšų iš dabartiniu metu itin rizikingo finansų sektoriaus, kai abu pelningesni fondai PRX-REF ir WIOF-RO turėjo pastebimai mažiau finansinių aktyvų (atitinkamai tik 2,6 ir 3,4 proc.).

Nemažiau svarbus recesijos laikotarpiu ir investavimas į komunalinių paslaugų sektorių. Matyti, kad pelningiausiai šiuo metu dirbęs fondas būtent pirmauja pagal šio sektoriaus emitentų turimų akcijų svorį. PRX-REF priklauso 4,0 proc., HRAF – 0,6 proc., o WIOF-RO – 0,0 proc. komunalinių paslaugų įmonių akcijų.

Kadangi fondai investavo į tuos pačius sektorius, tačiau skyrėsi tik investavimo proporcijos, naudinga būtų ištirti ir didžiausią įtaką portfelių vertei turinčių bendrovių pasiskirstymą. Šiam tikslui yra sudarytas 15 paveikslas.



15 pav. HRAF, WIOF-RO ir PRX-REF fondams priklausantys didžiausi emitentai

2009 m. vasario 28 d. duomenimis

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis HRAF, WIOF-RO ir PRX-REF pateiktomis ataskaitomis

15 paveiksle yra pateiktos penkios energetikos bendrovės („FSK EES“, „Gazprom“, „Lukoil“, „Surgutneftegaz“ ir „Rosneft Oil Co“). Visi fondai yra investavę į „Lukoil“ 8,1–9,4 proc. savo turto

bei į „Rosneft Oil Co“ (2,7–9,5 proc.). Toliau investicijos į šią sritį išsiskirsto pagal atskirų fondų prioritetus. Apskritai žiūrint, tarp dešimties didžiausių emitentų, į kuriuos investavo fondai, šios penkios energetikos sektoriaus įmonės milžinės sudaro nuo 22,2 proc. (PRX-REF) iki 27,8 proc. (HRAF) portfelio vertės.

Tarkime, HRAF nėra investavęs į „Surgutneftegaz“, kurio akcijų kainos per 2 mėnesių laikotarpį pakilo 13,5 proc., taip pat 56,6 proc. pakilo vienos didžiausių Rusijos dujų bendrovės „NovaTek“ akcijų kainos. Kaip žinia, HRAF nėra investavęs į šią bendrovę.

Pažymėtina, kad aukso gavyba užsiimančios „Polymetal“ bendrovės akcijų kainos taipogi kilo (74,5 proc.), lėmusios WIOF-RO ir PRX-REF fondų vertės augimą. Pastarosios bendrovės akcijų kainų kilimą lėmė padidėjusi tauriųjų metalų paklausa (nukritus akcijų kainoms, investuotojai daugiau renkasi saugesnius aktyvus, tokius kaip tauriuosius metalus, kurių vertė laikui bėgant beveik nekinta ir kuriuos galima saugiai saugoti).

Apibendrinant visų trijų fondų pelningumą kitimą, galima teigti, kad fondo pajamingumas labai priklauso nuo ateities perspektyvų numatymo ir teisingų investavimo objektų parinkimo. Mažiausi svyravimai sukelia didelius rezonansinius reiškinius tam tikruose sektoriuose (bendrovėse), todėl fondas turi nuolat sekti informaciją ir keisti portfelio sudėtį.

3.2. Optimalus investavimo į Rusijos rinką scenarijus recesijos laikotarpiu

Siekiant minimizuoti nuostolius, kylančius dėl staigaus Rusijos rinkos traukimosi, „Hansa Rusijos akcijų fondui“ nebūtina kaisti pasirinktos investavimo strategijos (investavimas į „žydruosius žetonus“) - užtektų tik perskirstyti tam tikrų sektorių dalis portfelyje.

Iš ankstesniuose skyriuose atliktos Rusijos akcijų rinkos analizės matėme, kokie sektoriai šiuo metu yra patraukliausi recesijos laikotarpiu. Tuo remiantis šiame poskyryje bus pateikti 2 scenarijai, kurie leis įvertinti HRAF GAV efektyvumą keičiant vien portfelio sudėtį.

Scenarijus A. Tai įvykių pabaiga, įvertinanti Rusijos rinkos pokyčius nuo 2008 m. gruodžio 31 d. iki 2009 m. vasario 28 d. ir per šį laikotarpį „Hansa Rusijos akcijų fondo“ GAV pokytį paliekant 2008 m. gruodžio 31 d. portfelio struktūrą. Trumpai tariant, scenarijaus A rezultatas atspindės tą GAV, kuri būtų buvusi pasiekta fondo valdytojui recesijos laikotarpiu nekeitus portfelio struktūros.

Scenarijus B. Tai siūlomas optimalus portfelio struktūros perskirstymas. Jo rezultatas atspindės tokią GAV, kuri per analizuojamą laikotarpį būtų buvusi pasiekta, jei fondo valdytojas portfelį pagal ekonomikos sektorius būtų išdėliojęs kur kas optimaliau.

Dabartinė situacija – tai faktiškas 2008 m. gruodžio 31 d. - 2009 m. vasario 28 d. fondo veiklos rezultatas.

Scenarijų A ir B bei dabartinės situacijos rezultatus atspindi 14 lentelė.

Optimalios HRAF portfelio struktūros įtaka fondo GAV recesijos laikotarpiu

Struktūrinis indeksas (atitinkamas ekonomikos sektorius)	Portfelio struktūra 2008-12-31	Portfelio struktūra 2009-02-28	Optimali portfelio struktūra	Indekso pokyčiai recesijos laikotarpiu	Indekso įtaka portfelio GAV (R^2)	A scenarijus	Dabartinė situacija	B scenarijus
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
RTSog (Energetikos)	0,374	0,352	0,299	-12,5%	0,665	-3,10%	-2,92%	-2,48%
RTScr (Vartojimo prekių)	0,102	0,049	0,204	-3,9%	0,560	-0,22%	-0,11%	-0,44%
RTStl (Telekomunikacijų)	0,033	0,076	0,066	-4,6%	0,596	-0,09%	-0,21%	-0,18%
RTSfn (Finansų)	0,135	0,086	0,108	-8,5%	0,195	-0,22%	-0,14%	-0,18%
RTSmm (Žaliavų)	0,195	0,210	0,156	-37,4%	0,384	-2,80%	-3,01%	-2,24%
BENDRA SUMA	0,839	0,773	0,833	□	□	-6,44%	-6,39%	-5,52%
GAV, EUR	5,90	□	□	□	□	5,52	5,52⁶	5,57

14 lentelės (4) stulpelis yra sudarytas remiantis 2.2 poskyryje atlikta analize ir siūlomi optimalūs analizuojamų sektorių svoriai. Optimalus šiuo atveju reiškia rizikos ir pelningumo santykį, lyginant jį su rinkos (bendrojo RTS indekso) vidurkiu (visi reikalingi skaičiavimai pateikti 3 priede). Optimalaus portfelio struktūros bendra suma palikta beveik tokia pat, kaip ir 2008 m. pabaigoje (0,833 vs. 0,839), skiriasi tik ekonomikos sektorių svoriai:

- **RTSog** dėl didelio standartinio nuokrypio ($\delta = 297,7$ proc.) siūloma mažinti 20 proc. iki 0,299 ($=0,374 \times 0,8$) portfelio vertės;
- **RTScr** – vienas stabiliausių ($\delta = 230,0$ proc.) ir Rusijoje santykinai pelningiausių (smuko tik 4,6 proc.) indeksas recesijos laikotarpiu, todėl siūloma, kad šios sektoriaus įmonių dalis HRAF portfelyje sudarytų dukart didesnę dalį nei kad sudarė 2008 m. pabaigoje, t. y. iš viso 0,204 ($=0,102 \times 2$);
- **RTStl** – pats stabiliausias ($\delta = 205,0$ proc.), tačiau netoks pelningas (smuko 8,5 proc.) ir Rusijoje santykinai pelningas (smuko -4,6 proc.) sektorius, todėl siūloma ir jo dalį portfelyje didinti bent du kartus iki 0,066 ($=0,033 \times 2$);
- **RTSfn** recesijos laikotarpiu krito smarkiausiai, t. y. 37,4 proc., ir pasižymėjo didžiausia rizika ($\delta = 450,6$ proc.), tačiau laukiamos Rusijos vyriausybės injekcijos į finansų sektorių bei faktas, kad šis sektorius pirmasis išsiverš į priekį ekonomikai pradėjus atsigavinėti, neleidžia drastiškai mažinti finansų sektoriaus įtaką HRAF portfeliui. Rekomenduojamas 20 proc. sumažinimas iki 0,108 dalies ($=0,135 \times 0,8$);

⁶ Faktiškai 2009 m. vasario 28 d. GAV siekė 5,55 EUR, tačiau 14 lentelėje dabartinę situaciją atspindinti GAV reikšmė gavosi 0,03 EUR mažesnė (0,54 proc. paklaida). Taip yra dėl naudotos skaičiavimo metodikos, pagal kurią kiekvieno sektoriaus įtaka buvo skaičiuota atsižvelgiant nuo tuo pačiu metu esančios kito sektoriaus įtakos.

- **RTSmm** pasižymėjo mažiausiu kritimu (-2,7 proc.), tačiau šiam sektoriui priklausančių aktyvų rizikingumas yra itin aukštas ($\delta = 317,8$ proc.). Be to, žaliavų sektorius tampriai susijęs su energetikos pramone, kuriai recesijos laikotarpiu prognozuojami sunkūs, t. y. žemo pelningumo laikai, todėl taip pat siūloma mažinti šio sektoriaus indėlį portfelyje bent jau 20 proc. iki 0,156 dalies ($=0,195 \times 0,8$).

Remiantis šiomis rekomendacijomis, gautas bendras „Hansa Rusijos akcijų fondo“ GAV sumažėjimas analizuojamu dviejų mėnesių laikotarpiu - 5,52 proc., o tai yra **0,87 proc. punktu mažesnis kritimas** nei dabartinis realus pokytis (-6,39 proc.). Absoliučia verte šis skirtumas nuo vieno aktyvo sudarytų **0,05 EUR** (vietoje dabartinės GAV, lygios 5,52 EUR, optimaliu atveju būtų 5,57 EUR). Tai yra investicinio **portfelio ekonomija**, gauta vien tik dėl pakeistos portfelio struktūros.

Taip pat iš 14 lentelės duomenų matyti, kad jei fondo valdytojas būtų pasyviai reagavęs į krintančią Rusijos ekonomiką, jis būtų praradęs ne 6,39 proc., o 6,44 proc. GAV, t. y. vieno aktyvo vertė būtų sumažėjusi 0,05 proc. punktais, nors tai praktiškai nekeičia absoliučios aktyvo vertės (išliktų 5,52 EUR).

Vis dėlto jei „Hansa Rusijos akcijų fondas“ būtų valdomas pasyviai (būtų investuota į RTS indeksą), fondas būtų netekęs net 12,5 proc. vertės (t. y. daugiau nei dvigubai dabartinio GAV), o tai jau yra žymus nuostolis.

Apibendrinant „Hansa Rusijos akcijų fondo“ efektyvumą recesijos laikotarpiu ir Rusijos investicijų rinkos situaciją, galima teigti, kad aktyvus fondo valdymas padėjo išvengti pražūtingos padėties (dvigubai didesnio nuostolio), tačiau siekiant optimalios portfelio vertės šiuo sunkiu periodu, reikėtų mažinti energetikos, žaliavų ir finansų sektorių įtaką (siūloma mažinti bent penktadaliu) bei didinti stabilesnių ir pelningesnių sektorių, tokių kaip vartojimo reikmenų ir telekomunikacijų, įtaką (siūloma ją padvigubinti). Dėl tokio investicinio portfelio perskirstymo būtų pasiekta 0,87 proc., arba 0,05 EUR nuo kiekvieno aktyvo, ekonomija.

3.3. Kinijos rinkos investicinių fondų pelningumų lyginamoji analizė

Lietuvos investuotojams, besidomintiems Kinijos rinka, yra prieinami tik trys investiciniai fondai. Tai – „Baring Hong Kong China Fund“ (BAR-HKC), valdomas „Baring Asset Management“ (Airija), šiame darbe analizuojamas kompanijos „Franklin Templeton Investments“ „Templeton China“ fondas (FTI-TC) bei „Danske Invest China Fund G“ (SMP-MC), valdomas „Sampo Fund Management Ltd“ (Suomija). Šių fondų pelningumai pateikti 15 lentelėje.

Iš toliau esančios 15 lentelės duomenų pastebime, kad analizuojamas „Franklin Templeton“ fondas recesijos laikotarpiu (metų ir mažesniu laikotarpiu) veikė blogiau nei kiti fondai (per metus fondo vertės kritimas sudarė 30 proc., kai tuo tarpu kiti fondai krito apie 22 proc.), o ilgesniu

laikotarpiu, priešingai, veikė pelningiau ir stabiliau (metinis nuokrypis mažiausias) nei kiti į Kiniją investavę fondai. Tokia situacija rodo, kad FTI TC fondas lyginant su kitais fondais nėra efektyvi investavimo į pietryčių Azijos regioną priemonė ekonomikos nuosmukio sąlygomis.

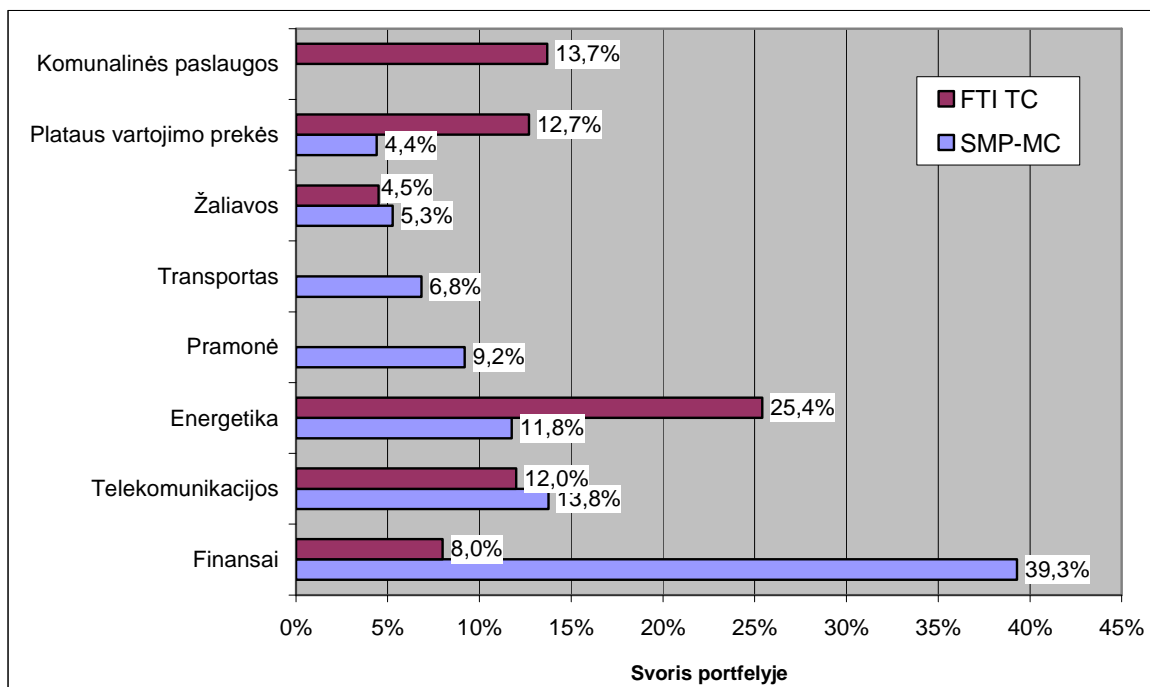
15 lentelė

Fondų, investuojančių į Kinijos emitentus, pelningumų palyginimas

Fondas	Pokytis per laikotarpį (proc.)									Rodikliai (proc.)		
	Die-na	Sa-vaitė	Mėnuo	3 mėn.	6 mėn.	Metai	2 metai	3 metai	Šiomet	Vidut. metinis pokytis	Metinis nuokrypis	Šarpo rodiklis
BAR-HKC	2,8	11,6	2,1	9,3	-4,7	-22,5	-22,7	13,5	5,8	3,8	34,4	-0,03
FTI-TC	3,0	6,4	13,1	7,8	-15,9	-30,0	-14,2	14,1	4,3	4,5	33,5	-0,01
SMP-MC	0,1	8,2	9,8	8,5	-1,9	-22,9	-24,3	0,0	8,5	0,0	39,9	-0,12
Fondų rinkos vidurkis	2,0	8,7	8,3	8,5	-7,5	-25,1	-20,4	9,2	6,2	2,8	35,9	-0,05

Šaltinis: Traders.lt duomenys (2009-03-27)

Šiek tiek efektyviau su krize tvarkėsi „Danske Invest China Fund G“, kurio pusės metų rezultatai, skaičiuojant atgal nuo 2009 m. vasario pabaigos) buvo geriausi – fondo turto vertė sumažėjo tik 1,9 proc. Dėl šios priežasties verta pasigilinti į šio fondo portfelio struktūrą (16 paveikslas).



16 pav. FTI TC ir SMP-MC fondų portfelių struktūra pagal ekonomikos sektorius (2009 m. vasario 28 d.)

Šaltinis: autorių sudaryta remiantis FTI TC ir SMP-MC ataskaitomis

Iš 16 paveikslo matyti, kad SMP-MC fondas, lyginant su FTI TC fondu, beveik du kartus mažiau yra investavęs į energetikos sektorių – tik 11,8 proc., tačiau šią rizikingą aktyvų grupę pakeičiant nemažiau rizikingu finansų sektoriumi (investuota 39,3 proc. Fondo turto).

Verta paminėti, kad iš finansų sektoriaus įmonių grupės SMP-MC net 12,4 proc. yra investavęs į draudimo bendroves – „China Life Insurance“ (sudaro 8,4 proc. viso portfelio vertės) ir „Ping and Insurance (Group) Comp. of China“ (sudaro 4,0 proc. portfelio). Kadangi draudimo paslaugos nėra produktas, be kurio negalima išsiversti, ypač krizės metu, todėl tikėtina, kad ateityje šis fondas gali sulaukti turto vertės pokyčių neigiama linkme, jei nebus peržiūrėta draudimo bendrovių įtaka šiam fondui.

Tiek SMP-MC, tiek FTI TC fondus sieja bendros investicijos į „China Construction Bank“ (SMP-MC investavęs 7,7 proc., o FTI TC – 3,5 proc.) bei į „Bank of China“ (atitinkamai 4,5 ir 3,7 proc.), tačiau dvigubai didesnės investicijos į „China Construction Bank“ lemia analizuojamo fondo didesnę rizikingumą.

Apskritai žvelgiant į SMP-MC portfelio sudėtį matyti, kad jį, lyginant su FTI TC, sudaro aukštesnės rizikos aktyvai – neinvestuota į ekonomiškai saugesnes sritis (komunalines paslaugas, ženkliai mažiau į plataus vartojimo prekių sektorių), o finansų sektoriaus dalis milžiniška (net šešios iš dešimties didžiausių bendrovės investuotų objektų yra draudimo, nekilnojamojo turto ir bankų bendrovės).

Taigi, agresyvus SMP-MC fondas tinka ne visiems, net ir linkusiems prisiimti daugiau rizikos, investuotojams. FTI TC rizikos atžvilgiu visgi yra labiau optimalus.

Apskritai lyginant visų Kinijos ir Rusijos fondų veiklos efektyvumą recesijos laikotarpiu, matyti, kad Kinijos rinka yra mažiau jautri ekonomikos svyravimams ir turi mažesnę rizikos laipsnį: čia fondų Šarpo rodikliai yra didesni (Kinijos fondų vidutinė Šarpo rodiklio reikšmė lygi -0,05, o Rusijos – net -0,83), taip pat fondų turto vertės pokyčiai ne tokie dramatiški (vidutinis metinis pokytis Kinijoje buvo teigiamas ir sudarė 2,8 proc. prieaugio, tuo tarpu Rusijoje šis rodiklis neigiamas -24,6 proc.).

Atsižvelgiant į pelningumą, stebimas atvirkščias reiškinys – Rusijoje veikiantys fondai šiemet vidutiniškai sugebėjo uždirbti daugiau nei Kinijos fondai (fondo turto vertės pokytis nuo 2009 m. pradžios atitinkamai 11,2 ir 6,2 proc.).

Tokia paradoksali situacija finansų ekspertų nestebina, mat mažiau rizikinga rinka visada teikia ir mažesnes galimybes pasipelnyti. Taigi, investuotojams, siekiantiems einamųjų pajamų, vertėtų rinktis Rusijos investicinius fondus (kaip, „Parex Russian Equity Fund“ ar „WIOF Russian Opportunities Fund“), tuo tarpu konservatyvesniems investuotojams, nelinkusiems per daug rizikuoti, patartina geriau savo finansines lėšas nukreipti į pietryčių Aziją.

3.4. Optimalus investavimo į Kinijos rinką scenarijus recesijos laikotarpiu

Siekiant optimizuoti „Templeton China“ fondo veiklą, tačiau smarkiai nekeičiant investavimo strategijos (fondas pasižymi konservatyvumu), fondui yra siūlomos tam tikros prioritėtinės investavimo sritys. Tai – mažai rizikingos, tačiau recesijos laikotarpiu išliksiančios gana pelningomis Kinijoje sritys, tokios kaip vartojimo prekių ir komunalinių paslaugų sritys.

Šio fondo, kaip ir „Hansa Rusijos akcijų fondo“, didelę portfelio dalį sudaro energetikos sektoriaus emitentų akcijos (28,2 proc.), kurios atitinkamai turi ir didžiausią įtaką GAV, tačiau, kaip matyti iš 16 lentelės duomenų, visų atskirai analizuotų Kinijos sektorių įtaka „Templeton China“ fondui yra labai menka (R^2 svyruoja 0,04 - 5,8 proc.). Kaip jau buvo minėta, taip yra dėl to, kad MSCI subindeksai apima tik Kinijos akcijų rinkos duomenis, o analizuojamo fondo trečdalį portfelio dar sudaro Taivano ir Honkongo emitentai.

16 lentelė

Optimalios FTI TC portfelio struktūros įtaka fondo GAV recesijos laikotarpiu

Struktūrinis indeksas (atitinkamas ekonomikos sektorius)	Portfelio struktūra 2008-12-31	Portfelio struktūra 2009-02-28	Optimali portfelio struktūra	Indekso pokytis recesijos laikotarpiu	Indekso įtaka portfelio GAV (R^2)	A scenarijus	Dabartinė situacija	B scenarijus
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
MSCIog (Energetikos)	0,282	0,254	0,141	4,3%	0,0582	0,07%	0,06%	0,07%
MSCImtr (Žaliavų)	0,112	0,120	0,112	21,1%	0,0004	0,00%	0,00%	0,00%
MSCIfn (Finansų)	0,080	0,080	0,080	14,4%	0,0055	0,01%	0,01%	0,01%
MSCIcr (Vartojimo prekių)	0,100	0,127	0,200	16,9%	0,0024	0,00%	0,01%	0,01%
MSCIut (Komunalinių paslaugų)	0,085	0,137	0,170	7,9%	0,0089	0,01%	0,01%	0,01%
BENDRA SUMA	0,659	0,718	0,844	□	□	0,087%	0,085%	0,062%
SUMA be MSCIog	0,377	0,464	0,562			0,017%	0,022%	0,027%
GAV, USD (bendrai)	13,55	□	□	□	□	13,562	13,561⁷	13,554
GAV, USD (neįtraukiant MSCIog)	13,55	□	□	□	□	13,552	13,553	13,554

Kaip matyti iš 16 lentelės (5) stulpelio, didžiausią svorį portfeliumi turintis energetikos sektorius augo mažiausiai – tik 4,3 proc., bei pasižymėjo santykinai aukštu rizikingumu ($\delta = 118,0$ proc.). Dėl šių priežasčių didinti energetikos sektoriaus įtaką nerekomenduotina, priešingai, egzistuojant kitoms pelningesnėms sritims, siūloma netgi permesi dalį kapitalo iš jo.

⁷ Faktiškai 2009 m. vasario 28 d. GAV siekė 12,53 USD, tačiau 16 lentelėje dabartinę situaciją atspindinti GAV reikšmė gavosi 1,03 USD didesnė (8,22 proc. paklaida). Taip yra dėl naudotos skaičiavimo metodikos skaičiuojant ryšį tarp sektorių ir GAV, be to, šių ryšių stiprumas labai menkas.

Deja, optimalaus portfelio sudėties analizę apskunkina RTSog indekso neproporcingai didelė įtaka lyginant su kitais subindeksais, jo įtakos mažinimo rezultatas neatsveria kitų subindeksų didinimo išėigos. Be to, RTSfn, RTSscr, RTSmtr ir RTSut bendra įtaka FTI TC portfeliui – tik 1,7 proc., todėl bet kurio iš jų didinimas net keletą kartų neduos vizualiai pastebimo GAV padidėjimo. Iš dalies šį trūkumą padės įveikti visų kitų subsektorių, neįtraukiant energetikos, poveikio analizė, kurią atlikti tikslinga dar ir dėl to, kad bus subalansuotas fondo portfelis, o ateityje tai gali turėti didelės įtakos fondo pelningumui.

Analogiškai Rusijos rinkos analizei yra atlikta ir ši Kinijos rinkos A ir B scenarijų bei dabartinės padėties analizė, kur A scenarijus atspindi portfelio GAV, jei nebūtų buvusi keista jo sudėtis nuo 2008 m. pabaigos, o B scenarijus – tai optimali portfelio struktūra šiam nuosmukio laikotarpiui.

Jei būtų buvę vadovautasi A scenarijumi, FTI TC fondo GAV būtų augusi šiek tiek mažiau (0,017 proc.) nei dabartinis jos augimas (0,022 proc.). Tam neabejotinai įtakos turėjo pirmojo būtinumo vartojimo prekių sektoriaus įtakos padidėjimas 27,0 proc. bei 61,2 proc. siekęs papildomas skverbimasis į komunalinių paslaugų sektorių.

Remiantis optimalumo siekiančiu B scenarijumi, FTI TC fondui pirmiausiai siūloma mažinti nepelningiausio, t. y. energetikos, sektoriaus dalį (atspindi **MSCIog** indeksas) portfelyje 2 kartus iki 0,141 ($=0,282 \times 0,5$).

Nors žaliavų sektorius per dviejų mėnesių laikotarpį nuo 2009 m. pradžios augo stebėtinai sparčiai (21,1 proc.), tačiau dėl aukšto jo rizikingumo ($\delta = 210,7$ proc.) nesiūloma nei didinti, nei mažinti žaliavų sektoriaus svorį portfelyje, t. y. paliekamas 0,112 **MSCImtr** svoris.

Tą patį dėl siūloma daryti ir su finansų sektoriumi, mat **MSCIfn** taip pat pasižymėjo aukštu pelningumu (14,4 proc.), tačiau ir aukšta rizika ($\delta = 171,4$ proc.).

Tiek vartojimo prekių, tiek komunalinių paslaugų sektorių rekomenduojama plėsti du kartus, kadangi jie abu sudaro santykinai nedidelę portfelio dalį (atitinkamai 10,0 ir 8,5 proc.). Be to, analizuojamu laikotarpiu **MSCIcr** augo 16,9 proc., o **MSCIut** – palyginus nedaug (7,9 proc.), tačiau jo judėjimo kryptis – nuoseklus didėjimas.

Remiantis šiomis rekomendacijomis, laukiamas fondo GAV padidėjimas turėtų siekti 0,027 proc. iki 13,554 USD už vieną fondo aktyvą.

3.5. Fondų, investuojančių į Amerikos rinką, pelningumų analizė

Investicinių fondų, siūlančių rinktis Amerikos ūkio subjektų vertybinius popierius, Lietuvoje yra septyni, tarp kurių nėra nė vieno obligacijų fondo, o kai kurie fondai, tarkime, „Nordea North American Equity Fund“, siūlo netgi dvi alternatyvas investuoti į JAV emitentus:

1. „Templeton Latin America Fund“ (FTI-TLA);

2. „Investicinių portfelių valdymo“ „Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių fondas“ (IPV-ZPR arba ZPR RSC šiame darbe);
3. „Nordea North American Equity Fund“ (NIF-NAEF), valdomas „Nordea Investment Funds“ (Liuksemburgas);
4. „Nordea North American Value Fund“ (NIF-NAVF);
5. „SEB Choice North America Chance/Risk Fund“ (SEB-NA), valdomas „SEB Fund Management“ (Liuksemburgas);
6. „Danske Invest Latin America Fund G“ (SMP-MLA), valdomas bendrovės „Sampo Fund Management Ltd.“;
7. „Danske Invest North America Equity Fund G“ (SMP-NAE).

Kadangi Lotynų Amerikos rinka labai skiriasi nuo Šiaurės Amerikos rinkos savo išsivystymu ir apskritai brandos stadija, todėl toliau du fondai – FTI-TLA ir SMP-MLA nebus įtraukiami į analizuojamų fondų sąrašą. Visų kitų penkių likusių fondų rodikliai pateikti žemiau esančioje 17 lentelėje.

17 lentelė

Amerikos rinką pasiekiančių fondų pelningumų analizė (2009 m. vasario 28 d. duomenys)

Fondas	Pokytis per laikotarpį (proc.)									Rodikliai (proc.)		
	Die-na	Sa-vaitė	Mėnuo	3 mėn.	6 mėn.	Metai	2 metai	3 metai	Šiomet	Vidut. metinis pokytis	Metinis nuokrypis	Šarpo rodiklis
IPV-ZPR	4,6	10,2	21,2	0,1	-31,8	-30,9	-43,2	-28,2	-5,0	-10,5	30,3	-0,50
NIF-NAEF	-0,2	2,2	11,8	5,7	-26,2	-36,2	-39,2	-37,3	2,7	-14,4	28,1	-0,68
NIF-NAVF	1,1	4,2	10,3	-1,4	-43,4	-49,5	-61,1	-57,9	-4,1	-25,0	28,6	-1,04
SEB-NA	0,0	3,2	6,1	0,4	-32,0	-40,2	-43,1	-37,0	0,8	-14,3	23,7	-0,81
SMP-NAE	1,94	5,6	3,4	1,9	-22,3	-24,3	-41,9	-43,1	-2,2	-17,1	22,0	-1,00
Fondų rinkos vidurkis	1,4	5,1	10,6	1,3	-31,1	-36,2	-45,7	-40,7	-1,6	-16,3	26,5	-0,81

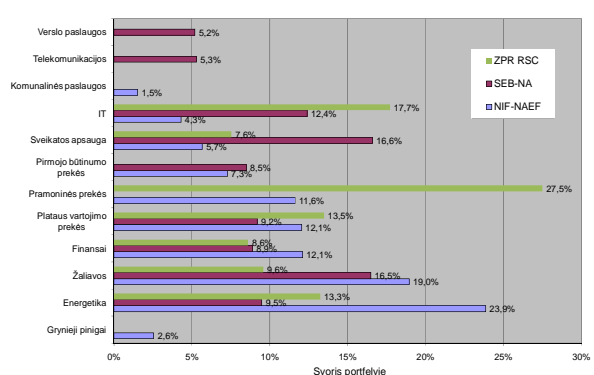
Šaltinis: *Traders.lt* duomenys (2009-03-27)

17 lentelė rodo, kad JAV fondų rinka yra maždaug tarp Kinijos ir Rusijos fondų pelningumo atžvilgiu. Visi agentūros *Traders.lt* listinguojami su JAV rinka susiję fondai per metus smuko vidutiniškai 16,3 proc., fondų metinis nuokrypis – 26,5 proc., o Šarpo rodiklis – -0,81.

Tuo tarpu analizuojamo fondo ZPR RSC rezultatai viršijo statistinį visų į JAV investavusių fondų vidurkį: ZPR RSC vidutinis metinis pokytis buvo -10,5 proc., o Šarpo koeficientas – -0,50. Tai leidžia teigti, kad fondas, lyginant su kitais šioje rinkoje veikiančiais fondais, gavo palyginti daugiau pelno (arba fondų vertė sumenko mažiau) nei šios rinkos norma recesijos sąlygomis, t. y.

fondas yra valdomas pakankamai efektyviai (priešingai nuo „Hansa Rusijos akcijų fondo“, kurio rezultatai yra žemesni nei Rusijos fondų rinkos vidurkis).

Taip pat įdomu būtų naudinga išanalizuoti dviejų šiemet pelningai dirbusių ir vidutinio ilgio laikotarpiu (per tris metus) vienu mažiausių nuostolių turėjusių fondų – NIF-NAEF ir SEB-NA – portfelių sudėtis. Deja, kokybiškai lyginamajai fondų analizei atlikti trukdo ZPR RSC portfelio struktūros kitimo informacijos stygius. Turimi tik 2008 m. pabaigos duomenys.



17 pav. SEB–NA, NIF–NAEF bei ZPR RSC fondų portfelių struktūra

Šaltinis: SEB–NA, NIF–NAEF ir ZPR RSC fondų pateikta informacija

Žvelgiant į 17 paveikslą, nors NIF-NAEF ir SEB–NA fondai pagal savo pelningumą ir kitus rodiklius yra panašūs (beveik vienodas trijų metų laikotarpio pelningumo lygis (atitinkamai -37,0 ir -37,3 proc.), vidutinis metinis pokytis (-14,4 ir -14,3 proc.) bei metinis nuokrypis (28,1 ir 23,7 proc.)), tačiau savo struktūra ganėtinai skiriasi.

Pirmiausia, šiek tiek pelningesnis NIF-NAEF nei SEB-NA fondas pustrėčio karto daugiau yra investavęs į energetikos sektorių (23,9 proc. lyginant su 9,5 proc.). Didžiausią NIF-NAEF portfelio dalį užima tokios bendrovės kaip „Suncor Energy“ (4,8 proc.) bei „Valero Energy“ (4,0 proc.).

Antra, pramoninių prekių dalis NIF-NAEF yra viena vyraujančių (11,6 proc.), kai tuo tarpu kitame fonde jos nenurodomos. Atitinkamai telekomunikacijų bei verslo paslaugų sektorius nėra svarbus šiam fondui lyginant su SEB-NA fondu.

Abu fondai panašūs tuo, kad į žaliavų sektoriaus emitentus yra investavę beveik vienodai (16,5 ir 19,0 proc.), taip pat ties finansų, plataus vartojimo prekių ir pirmojo būtinumo prekių sektorių dalis portfelyje panaši.

Tuo tarpu ZPR RSC esminis bruožas yra tas, kad labai daug (27,5 proc.) investuota į pramoninį sektorių (daugiausia – į specifinių ir tik verslui skirtų prekių gamintojus). Tai daro šį fondą daugiau rizikingu, nes šios bendrovės yra priklausomos nuo kitų ūkio subjektų ekonominės būklės, t. y., vienai bendrovei tapus nemokiai, kenčia jos partneriai, o tokia situacija recesijos laikotarpiu yra dažnai sutinkama. Be to, 11 lentelės duomenys rodo, kad ypatingai JAV pramonės sektorius yra rizikingiausias, todėl, siekiant minimizuoti nuostolius, ZPR RSC fondui vertėtų pirmiausiai mažinti pramonės sektoriaus įtaką, ypatingai B2B (angl. verslas verslui) sritį.

Energetikos sektoriaus veikla JAV taip pat nebuvo stabili, tačiau šį trūkumą atsveria pelningumo dydis – jis šioje rinkoje buvo aukščiausias, t. y. energetikos sektoriaus bendrovių patirti nuostoliai buvo mažiausi (siekė -10,7 proc.).

Apskritai lyginant JAV, Kinijos ir Rusijos fondų rinką, išryškėja vienas esminis dalykas – nemažai JAV yra investuojama į sveikatos apsaugos priemones, kai kitose rinkose tarp analizuotų fondų apskritai tokių investicijų neužfiksuota. Taip yra todėl, kad sveikatos draudimas tarp fizinių asmenų JAV yra labai paplitęs (visiškai kitokia sveikatos apsaugos sistema nei Europoje ar Rusijoje) ir šio sektoriaus įmonės generuoja milžiniškus pinigų srautus. Dėl šios priežasties sveikatos apsaugos sektorius yra itin patrauklus investicijų objektas, be to, jis pasižymi mažu elastingumu (panašiai kaip visuomeninių paslaugų ar būtiniausių vartojimo prekių sektoriai).

Apibendrinant visų trijų rinkų duomenis, matyti, kad einamiausiomis sritimis recesijos laikotarpiu išlieka energetikos ir žaliavų sektoriai, finansai bei apsauginės sritys, tokios kaip būtiniausios vartojimo prekės ir komunalinės paslaugos. Beje, pastarųjų dalis fondų portfeliuose recesijos sąlygomis turi tendenciją didėti.

Taip pat reikėtų nepamiršti, kad fondų pelningumui neigiamos įtakos turi ir jo apmokestinimo politika – kuo mokesčių tarifai didesni, tuo brangiau investuotojui kainuoja fondo investicinio vieneto įsigijimas ir laikymas bei paties fondo patrauklumas nepriklausomai nuo to, kokioje rinkoje jis veikia.

3.6. Fondų pelningumo ir apmokestinimo sąryšis

Logiška manyti, kad kuo fondas yra pelningesnis, tuo daugiau mokesčių turi būti sumokama. Siekiant atspindėti realesnę situaciją, mokesčiai yra skaičiuojami nuo fondo turto rinkos vertės įvertinus kiekvienos dienos turto vertę. Mokesčių tarifų dydis taip pat priklauso ir nuo investicinio vieneto klasės, jo laikymo trukmės ir pan. Tarkime, „Franklin Templeton Investments“ taiko 0,0 proc. akcijų išleidimo mokestį, jei investuotojas laiko akcijas keturis ir daugiau metų ir 4,0 proc., jei investuotojas yra „naujokas“ tame fonde.

Analizuojamų fondų apmokestinimo skirtumai pateikti 18 lentelėje.

18 lentelė

Fondų taikomų mokesčių tarifų dydžiai

Mokesčio pavadinimas	Fondai		
	HRAF	FTI TC	ZPR RSC
Akcijų išleidimo mokestis	1,50 %	1,00 – 4,00 %	0,75 %
Akcijų supirkimo mokestis	1,00 %	n. d.	0,75 %
Metinis valdymo mokesčio dydis	2,00 %	1,60 %	2,00 % + papildomas mokestis
Depozitoriumo mokesčio dydis	0,33 %	iki 0,14 %	0,36 %
Maksimali atskaitymų už faktiškai fondo patirtas sąnaudas (audito, prospektų išleidimo bei platinimo ir kt. sąnaudas) suma	5,00 %	n. d.	5,00 %
Bendrasis išlaidų koeficientas (USD)	n. d.	2,54 %	2,33 %
Morningstar reitingas	**	****	*****
S&P reitingas	n. d.	AA	n. d.

Iš 18 lentelės duomenų matyti, kad analizuojami fondai taiko ne tik skirtingus mokesčių dydžius, bet ir apskritai individualius mokesčius.

Iš pirmo žvilgsnio gali atrodyti, kad „Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių fondas“ pasižymi mažiausiomis mokesčių normomis, tačiau šio fondo atskaitymų valdymo įmonei politika šiek tiek skiriasi nuo „Hansa Rusijos akcijų fondo“ ir „Templeton China“ fondo. Čia apmokestinimas vyksta per dvi priemones (proporcinį ir regresinį apmokestinimą) – kasmet stabiliai valdymo įmonei mokama 2 proc. nuo fondo GAV bei, atsižvelgiant į einamųjų metų GAV dydį, mokamas papildomas mokestis. Jo esmė ta, kad kuo daugiau uždirba fondas (kuo didesnė jo grynujų aktyvų vertė), tuo didesnę sumą reikia atskaityti bendrovei „Investicijų portfelių valdymas“. Tarkime, jei fondo grynujų aktyvų vertė nesiekia 2 000 000 USD, tai antrosios metinio atlyginimo valdymo įmonei dalies dydis – 20 000 USD, tačiau fondo turto vertei peržengus 200 000 000 USD ribą, papildomas mokestis jau siekia 250 000 USD.

Toks metodas leidžia tiesiogiai atlyginti už valdymo įmonės sprendimų efektyvumą: jei buvo priimti teisingi sprendimai, tikėtina, kad investicijų grąža bus didesnė, todėl ir valdymo bendrovė

turi būti premijuojama, ir atvirkščiai, dėl nevykusių sprendimų mažesnė nei laukta fondo GAV reiškia ir mažesnes valdymo bendrovės pajamas.

Čia remiamasi prielaida, kad, kad kuo daugiau valdymo įmonė skyrė dėmesio investicijų analizei, įvairiems tyrimams ir pan., tuo didesnės grąžos galima tikėtis ir tuo teisingiau (daugiau absoliutine pinigų suma, tačiau regresiniu principu, skaičiuojant santykį tarp mokesčio ir fondo aktyvų vertės, mokestis yra santykinai didelis, t. y. daugiau nei 1 proc., kai GAV yra santykinai maža, o GAV išaugus, mokestis mažėja iki 0,1 proc.) turi būti atlyginta valdymo bendrovei (neįtraukiant sėkmės arba nesėkmės veiksnių, lėmusių GAV padidėjimą arba sumažėjimą).

Valdančiosioms bendrovėms už fondų valdymą bei depozitoriumui už deponavimo paslaugas mokama iš fondo lėšų. Šie mokesčiai yra svarbūs tuo, kad jie yra kasmetiniai ir neišvengiami (priešingai negu akcijų pirkimo, išpirkimo mokesčiai), todėl jų dydžiai turi lemiamos reikšmės renkantis fondą. Iš 18 lentelės duomenų matyti, kad FTI TC fondas taiko žemiausius tarifus, todėl jis šiuo atžvilgiu yra patraukliausias.

Dviem iš trijų analizuojamų fondų yra nustatytos 5 proc. fondo turto vidutinės metinės rinkos vertės mokesčių lubos. Tai – maksimaliai leidžiama (tačiau jokių būdu nereiškia, kad šiuo metu egzistuojanti) atskaitymų suma.

Siekiant recesijos laikotarpiu pritraukti investuotojų lėšų, tikslinga būtų sumažinti arba netgi atsisakyti tam tikrų mokesčių. Tarkime, sumažinus metinį valdymo mokestį (ypatingai ZPR RSC) būtų pašalinta jautriausia investuotojams vieta.

Kadangi nuosmukio metu investuotojai skuba atsiimti savo lėšas net ir su neigiama grąža, fondams būtų tikslinga sumažinti investicinių vienetų išleidimo mokestį ir jį kompensuoti šiek tiek padidėjusiu akcijų supirkimo mokesčiu. Tokiu būdu investiciniai fondai užsitikrintų didesnę galimybę pritraukti daugiau investuotojų ir kartu pristabdytų investuotojų pasitraukimą iš fondo, kadangi šiuo nepalankiu metu net ir vieno investuotojo, kad ir dėl asmeninių priežasčių, atsitraukimas sukelia kitiems abejonių dėl tolesnio pasitikėjimo fondu.

IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS

Siekiant investavimą padaryti labiau prieinamu paprastiems ir apie finansų rinkas mažai nusimanantiems asmenims, finansų rinkoje susikūrė gana naujas investavimo produktas - investiciniai fondai (IF). Jie, valdomi profesionalių valdymo bendrovių, akumuliuoja piniginių fondą ir diversifikuotai investuoja į likvidžius finansinius aktyvus.

Vien per 2002–2007 m. laikotarpį investicinių fondų skaičius pasaulyje išaugo 22,9 proc. – nuo 54,0 tūkst. iki 66,4 tūkst. Tokį spartų IF paplitimą lėmė tai, kad į juos galima investuoti net ir nedideles pinigų sumas su palyginti nedideliais kaštais (efektyvus investavimas), o tai labai aktualu privatiems namų ūkiams.

Unikalus IF bruožas ir didžiausias privalumas yra jų **likvidumas**, mat atvirieji IF privalo supirkti savo akcijas, todėl investuotojas gali bet kada parduoti turimas fondo akcijas. Be to, IF sutaupo privačių asmenų laiką, kurį reikėtų skirti asmeninėms investicijoms valdyti, yra patogus (IF akcijas platina ir superka patys fondai ir akcijų platinimo agentai) ir saugus investavimo būdas (fondų veiklą griežtai reguliuoja valstybė, įpareigodama fondus atskleisti pilną informaciją apie savo veiklą).

Investicinis fondas gali investuoti į akcijas, obligacijas, pinigų rinkos priemones, kitus vertybinius popierius (VP) ar jų derinius. Šių investicinių priemonių rinkinys yra vadinamas fondo **investicijų portfeliu**.

Atitinkamai į tai, į kokius VP ir kuriam laikui fondas investuoja, yra sudaryta IF klasifikacija. Išskiriami šie pagrindiniai IF tipai: pinigų rinkos priemonių fondai, obligacijų, akcijų (augimo, pajamų, indekso, šakiniai) fondai, fondų fondai, taip pat (ne)apmokestinamieji, pasitikėjimo, atviri bei uždari ir kt. fondai.

Visus investicinius fondus iš esmės tikslinga grupuoti į dvi grupes – **valdomus aktyviai** arba **passyviai**. Aktyviai valdomo fondo portfelio sudėtį nuolat keičia valdytojas atsižvelgdamas į rinkos tendencijas, o passyviai valdomo fondo esmę atspindi investavimas į tam tikrą indeksą sudarančių bendrovių akcijas, mažai dėmesio skiriant fundamentaliai ir techninei rinkų analizei.

Pagrindiniai fondo veiklos rezultatus atspindintys rodikliai yra **grynosios aktyvų vertės (GAV)** bei **palyginamųjų indeksų** pokyčiai per tam tikrą laikotarpį. Indeksai savo ruožtu svarbūs tuo, kad jie parodo, kaip keičiasi investicinė fondo aplinka, kurioje jis veikia, o tai leidžia objektyviai palyginti fondų pelningumo lygius. Taip pat IF efektyvumui pamatuoti naudojamas **Šarpo koeficientas**, rodantis, kaip gerai investicijos grąža atlygina už prisiimtą riziką.

Šalia pelningumo, tiesioginės įtakos renkantis fondą turi ir taikomų mokesčių, tokių kaip akcijų platinimo bei supirkimo mokesčių, tarifų dydžiai, taip pat fondo patiriamų sąnaudų dydis. Šios su investavimu susijusios išlaidos turi tiesioginės įtakos investicijų grąžai, todėl kiekvienas fondas

privalo pateikti **bendrajį išlaidų koeficientą** (BIK). Asmuo, ketinantis investuoti į tam tikrą fondą, turėtų žinoti, kad aktyviai valdomų IF BIK yra pastebimai didesnis (2-9 proc.) negu pasyviai (0,5–1 proc.) valdomų IF.

Daugelio investicinių fondų veikla recesijos laikotarpiu buvo nuostolinga – vien 2008 metais fondų turto vertė sumenko 8,3 trilijono JAV dolerių, tačiau, krentant akcijų indeksams, visgi kiekvienoje rinkoje galima atrasti ir pelningų arba bent jau mažiau nuostolingų sričių.

AB banko „Swedbank“ valdomas „**Hansa Rusijos akcijų fondas**“ (HRAF) yra atvirasis aktyviai valdomas IF, siūlantis investuoti į Rusijos rinką. Jo GAV recesijos laikotarpiu (2008 m. gruodžio 31 d. - 2009 m. kovo 20 d.) krito 5,9 proc., kai tuo tarpu palyginamojo RTS indekso kritimas atitinkamu periodu buvo -11,1 proc. Tai reiškia, kad fondas yra valdomas santykinai efektyviai, nes jo nuostolingumas buvo mažesnis nei Rusijos rinkos vidurkis.

Didžiąją (70,4 proc.) HRAF portfelio sudaro itin rizikingų Rusijos energetikos, žaliavų bei finansų sektorių bendrovių akcijos. Recesijos metu šis fondas nebuvo valdomas efektyviai, nes energetikos sektorius ir grynujų pinigų dalis, t. y. neįdarbintos lėšos, portfelyje augo, o finansiškai stabilių ir santykinai pelningų aktyvų (IT, vartojimo prekių, komunalinių paslaugų bendrovių) dalis mažėjo. Toks neracionalus portfelio valdymas lėmė vienus žemiausių rezultatų rinkoje (standartiniai nuokrypiai svyruoja nuo 886.3 iki 2030.3 proc.)

HRAF Šarpo rodiklio reikšmė žvelgiant į paskutinius tris metus yra neigiama ir siekė -0,87 proc., t. y. investuotojams už prisiimtą riziką ne tik kad nebuvo atlyginta, bet per analizuojamą laikotarpį jų investicijos dar papildomai nuvertėjo. Rusijos rinkos Šarpo vidurkis tuo pačiu laikotarpiu buvo -0,83 proc., todėl galima teigti, kad fondo aktyvus valdymas recesijos sąlygomis yra neefektyvus.

Rusijos RTS subindeksų analizė atskleidė, jog didžiausią įtaką „Hansa Rusijos akcijų fondo“ GAV turėjo energetikos sektorius (ryšio stiprumas siekė 0,816), kuris, kaip ir finansų bei žaliavų sektoriai, pasižymėjo dideliu rizikingumu (standartinis nuokrypis recesijos metu sudarė 886,3 proc.). Tuo tarpu vartojimo prekių bei telekomunikacijų rinka buvo vienos stabiliausių (standartiniai nuokrypiai atitinkamai lygūs 529,2 ir 529,2 proc.).

Lyginamoji kitų Rusijos krypties investicinių fondų analizė atskleidė, jog recesijos sąlygomis pelningiausi fondai („Parex Russian Equity Fund“ bei „WIOF Russian Opportunities Fund“) buvo tie, kurie pastebimai daugiau investavo į plataus vartojimo reikmenų bei komunalinių paslaugų įmones, o mažiau lėšų skyrė žaliavų bei finansinių paslaugų įmonių akcijoms.

Dėl šių priežasčių siekiant optimizuoti HRAF veiklą, siūloma penktadaliu mažinti rizikingiausių ir nuostolingiausių sektorių - energetikos, žaliavų ir finansų įtaką bei dvigubai padidinti neproporcingai mažą portfelio dalį turinčių ir šiuo metu pelningiausių Rusijos ekonomikos sričių - pirmo būtinumo vartojimo prekių ir telekomunikacijų dalis (B scenarijus). Dėl tokio

investicinio portfelio perskirstymo būtų pasiekta 0,87 proc., arba, absoliučiai skaičiuojant, 0,05 EUR nuo kiekvieno aktyvo, ekonomija.

„Franklin Templeton Investments“ bendrovės valdomas „**Templeton China**“ (FTI TC) fondas yra pasyviai valdomas fondas, investuojantis į *MSCI Golden Dragon* indeksą sudarančių bendrovių vertybinius popierius Kinijoje (64,3 proc. portfelio), Taivane (15,1 proc.) ir Honkonge (20,3 proc.).

FTI TC portfelis, lyginant su HRAF, yra paskirstytas kur kas tolygiau: energetikos sektorius sudaro 25,4 proc., po 12 -13 proc. užima apsauginiai telekomunikacijų, pirmojo būtinumo prekių bei komunalines paslaugas teikiančių bendrovių vertybiniai popieriai.

Recesijos laikotarpiu šio fondo veikla taip pat buvo nuostolinga – GAV pokytis sudarė -2,7 proc., tačiau visgi buvo įveiktas rinkos vidurkis (palyginamasis indeksas krito 5,0 proc.), t. y. fondas recesijos laikotarpiu buvo valdomas santykinai efektyviai. Tą lėmė sumažintos investicijos į energetikos (-9,9 proc.) ir žaliavų sektorius, bei, kas svarbiausia, padidintas kitų esminių sektorių, kurių paklausa iš esmės nepriklauso nuo finansų rinkos pokyčių, t. y. pirmojo būtinumo (27,0 proc.) ir komunalinių paslaugų (61,2 proc.) vaidmuo.

Kinijos akcijos rinkos subindeksų analizė parodė, jog daugiausia įtakos FTI TC fondo (kaip ir HRAF) GAV turėjo akcijų kainų svyravimai energetikos sektoriuje (dėl fondo geografinės rinkų alokacijos tai buvo vienintelis pastebimas ryšys): jo pokyčiai tiesiogiai lėmė „Templeton China“ portfelio vertės kitimą 5,8 proc. Taip pat buvo nustatyti rizikingiausios recesijos laikotarpiu Kinijoje sritys. Tai - žaliavų ir finansų (standartiniai nuokrypiai atitinkamai lygūs 210,7 ir 171,4 proc.) srities aktyvai, o stabiliausias sektorius - komunalinių paslaugų (standartinio nuokrypis - 87,8 proc.).

Kinijos rinkos investicinių fondų pelningumų lyginamoji analizė atskleidė, jog analizuojamas FTI TC fondas veikė pelningiausiai lyginant su kitais dviem fondais, kartu turėjo ir mažiausią neigiamą Šarpo rodiklį (-0,01 proc.), kuris smarkiai viršijo rinkos vidurkį (-0,05 proc.). Dėl šios priežasties galima teigti, kad FTI TC recesijos laikotarpiu buvo valdomas pakankamai efektyviai, tačiau ir jam galimos keletas rekomendacijų.

Siekiant optimizuoti FTI TC fondo veiklą, pirmiausiai rekomenduojama mažinti nepelningiausio, t. y. energetikos, sektoriaus dalį iki 14,1 proc. portfelio vertės, santykinai aukštus pelningumus bet kartu ir rizikas turėjusių žaliavų bei finansų sektoriaus dalis nekeisti bei dvigubai padidinti investicijas į vartojimo prekių (atspindi MSCICr subindekso dinamika) ir komunalinių paslaugų (MSCIut) sritis, mat jie abu sudaro santykinai nedidelę portfelio dalį. Be to, analizuojamu laikotarpiu MSCICr augo 16,9 proc., o MSCIut – palyginus nedaug (7,9 proc.), tačiau jo judėjimo kryptis – nuoseklus augimas. Remiantis šiomis rekomendacijomis, laukiamas fondo GAV padidėjimas turėtų siekti 0,027 proc. iki 13,554 USD už vieną fondo aktyvą.

„**ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atviras investicinis fondas**“ (ZPR RSC) investicinei rizikai mažinti investuoja į 25–30 bendrovių akcijas iš įvairių ekonomikos

sektorių. Fondas yra valdomas aktyviai (neinvestuojama pagal indeksą) su tikslu gauti didesnę nei vidutinę JAV akcijų rinkos pajamingumą. Naudojamas palyginamasis indeksas – „Russell 2000“ indeksas. Indeksas koncentruojasi daugiausia ties farmacijos (trys bendrovės iš dešimties didžiausių bendrovių sąrašo) sritimi, taip pat komunalinių paslaugų sektoriuje.

Tiek Rusijos, tiek Kinijos IF įveikė lyginamųjų indeksų vertes, tačiau ZPR RSC fondas dalį recesijos laikotarpio buvo nukritęs net žemiau palyginamojo indekso vertės. Bendras fondo GAV kritimas 2008 m. gruodžio 31 d. - 2009 m. kovo 20 d. sudarė 15,4 proc. ir tai buvo didžiausias neigiamas pokytis lyginant su Rusijos ar Kinijos rinkų IF.

Analizuojant Dow Jones subindeksų pokyčius, pastebėta, kad rizikingiausia ekonomikos sritis JAV buvo pramonė (standartinis nuokrypis siekia net 62837,4 proc.). Būtent šio sektoriaus įmonės, ypač B2B (gaminančios produktus, skirtus ne namų ūkiui, o kitų įmonių vartojimui), sudaro didžiąją, t. y. 27,5 proc., ZPR RSC portfelio dalį. Dėl šios priežasties recesijos sąlygomis yra itin rizikinga investuoti į šį fondą.

Recesijos laikotarpiu JAV labiausiai smuko transporto sektorius (-28,8 proc.), tuo tarpu energetikos sektorius, priešingai nei Rusijoje ar Kinijoje, sulaukė mažiausio kritimo (-10,7 proc.).

Analizuojant investavimą pagal ekonomikos sritis, išryškėjo vienas esminis dalykas – JAV fondai investuoja į sveikatos apsaugos priemones, kai kitose rinkose tarp analizuotų fondų apskritai tokių investicijų neužfiksuota. Sveikatos apsaugos sektorius recesijos sąlygomis yra patrauklus investicijų objektas tuo, kad jis pasižymi mažu elastingumu.

Lyginamoji Amerikos rinką pasiekiančių fondų pelningumų analizė parodė, jog ZPR RSC fondas buvo vienas JAV rinkos lyderių: fondo Šarpo rodiklis siekė -0,5 proc., kai tuo tarpu rinkos vidurkis buvo -0,81 proc., t. y. šis fondas buvo valdomas santykinai efektyviai. Portfelio alokacijų pagal sektorius skirtumai parodė, kad pelningiausiai veikęs „Nordea North American Equity Fund“ ženkliai mažiau investavo į pramonės srities emitentus, tuo tarpu investicijos į energetikos bei pirmojo būtinumo prekių gamintojus buvo didesnės.

Taip pat lyginant HRAF, FTI TC bei ZPR SSC fondų mokesčių tarifų dydžius, išsiaiškinta, kad FTI TC fondas taiko žemiausius tarifus, taigi yra vienas patraukliausių fondų. Vis dėlto, visiems fondams būtų tikslinga sumažinti investicinių vienetų išleidimo mokesčių ir jų kompensuotis šiek tiek padidėjusiu akcijų supirkimo mokesčiu. Tokiu būdu investiciniai fondai užsitikrintų didesnę galimybę pritraukti daugiau investuotojų ir kartu pristabdytų investuotojų pasitraukimą iš fondo.

Apibendrinant visų trijų rinkų duomenis, matyti, kad einamaisiomis sritimis recesijos laikotarpiu išlieka, veikiantys energetikos ir žaliavų sektoriuose, taip pat apsauginėse srityse, tokiose kaip būtinausios vartojimo prekės ar komunalinės paslaugos. Beje, pastarųjų dalis fondų portfeliuose recesijos sąlygomis turi tendenciją didėti.

Taigi, konservatyviam investuotojui patraukliausia investicijų rinka iš analizuotų išlieka Kinija - Šarpo koeficientai optimaliausi, subindeksų standartiniai nuokrypiai mažiausi, fondų turto vertės pokyčiai ne tokie dramatiški (vidutinis metinis pokytis Kinijoje buvo teigiamas ir sudarė 2,8 proc.).

Tuo tarpu žinant, kad Rusijoje veikiantys fondai šiemet vidutiniškai sugebėjo uždirbti daugiau nei Kinijos fondai (fondo turto vertės pokytis nuo 2009 m. pradžios atitinkamai 11,2 ir 6,2 proc.), o RTS subindeksų kilimas buvo aukščiausias, investuotojams, kuriems priimtina aukšta rizika ir kurie siekia einamųjų pajamų, vertėtų rinktis visgi Rusijos investicinius fondus.

Suformuota mokslinio darbo hipotezė - investicinių fondų veikla netgi recesijos sąlygomis gali būti pelninga, jei parenkama efektyvi portfelio struktūra - pasitvirtina.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. Aleknavičienė, V. (2005). *Finansai ir kreditas*. Vilnius: Enciklopedija.
2. Aleksiejėvas, A. *Investiciniai fondai negali bankrutuoti*. Verslo žinios, 2009–02–09, p. 13.
3. Apie ZPR investicinį fondą. ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirasis investicinis fondas. [Internete]. [Žiūrėta 2009-02-10] Prieiga per internetą: <<http://www.zprussmallcap.com/lt/pages,id.43>>.
4. ATN. *Teo LT šiemet planuoja dirbti pelningai*. [Internete]. [Žiūrėta 2008-02-25]. Prieiga per internetą: <<http://ekonomika.atn.lt/straipsnis/15870/teo-lt-siemet-planuoja-dirbti-pelningai>>.
5. Bendrovės Franklin Templeton Investment Funds sutrumpintas prospektas (2007 m. rugpjūtis). [Internete]. [Žiūrėta 2008-01-05]. Prieiga per internetą: <<http://www.franklintempleton.lu/pdf/legal/addendum.pdf>>.
6. Blyth. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.blyth.com/whoweare.asp>>.
7. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. (2002). *Investments*. New York: McGraw-Hill Higher Education.
8. „Brent“ naftos kainos Londono tarptautinėje naftos biržoje (biržos sesijos atidarymo metu). *Kelias*. [Internete]. [Žiūrėta 2009-03-21]. Prieiga per internetą: <<http://www.kelias.net/1246.html>>.
9. Bretani, C. (2004). *Portfolio management in practise*. Heinemann: Elsevier Butterworth.
10. Builders Firstsource. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.buildersfirstsource.com/#>>.
11. Cabelas. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <http://www.cabelas.com/cabelas/en/templates/community/aboutus/about-us-home.jsp?cm_re=TopNav*AboutUs*032709>.
12. Cardtronics. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.cardtronics.com/about/>>.
13. Cheung Kong Infrastructure Holdings. [Internete]. [Žiūrėta 2008-02-05]. Prieiga per internetą: <http://www.cki.com.hk/english/about_CKI/home/index.htm>.
14. China National Offshore Oil Corporation. [Internete]. [Žiūrėta 2008-02-05]. Prieiga per internetą: <<http://www.cnooc.com.cn/yyww/gsjj/default.shtml>>.
15. China's 2008 GDP numbers: good or bad? Danwei, 2009-01-23. [Internete]. [Žiūrėta 2008-01-25]. Prieiga per internetą: <http://www.danwei.org//front_page_of_the_day_gdp_beijing_news_global_times.php>.
16. Čepinskis, J., Kuzmickas, D. (1997). *Investiciniai fondai ir finansų valdymas*. Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai. Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas. Nr. 4, p.7–10.

17. Čiulada, P. *Bankų akcijos – investuojant ilgesniam laikui*. Verslo žinios, 2009-02-03, p. 11).
18. Dairy Farm Group Corporate Information. [Internete]. [Žiūrėta 2008-02-05]. Prieiga per internetą: <<http://www.dairyfarmgroup.com/corporate/information.htm>>.
19. Danske Invest China Fund G report (2009-03-31). [Žiūrėta 2009-04-02]. Prieiga per internetą: <http://www.rahastot.fi/plsql/doc.fund_fact?p_language=61&p_vafdeling=2402>.
20. Danskebankas. *Investavimas į fondus*. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <<http://www.danskebankas.lt/investavimas/vertazinoti/ifondus>>.
21. Deltuwaitė, V. (2001). *Kapitalo rinkos vertybinių popierių analizės būdai*. // Ekonomika ir vadyba: magistrantų konferencijos pranešimų medžiaga. Kaunas: Technologija.
22. Dudzevičiūtė, G. (2004). *Vertybinių popierių sudarymas ir vertinimas*. // Verslas: teorija ir praktika. Nr. 3.
23. „Finam“ prognozuoja 40 procentų RTS indekso kilimą šiais metais. [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-12]. Prieiga per internetą: <<http://www.traders.lt/page.php?id=6140>>.
24. Franklin Templeton investicinių fondų prospektas (2007 m. rugsėjis). [Internete]. [Žiūrėta 2008-01-05]. Prieiga per internetą: <http://www.franklintempleton.lu/pdf/funds/fdata/0822_lu_en.pdf>.
25. Franklin Templeton metinė ataskaita (2007-06-31). [Internete]. [Žiūrėta 2008-01-05]. Prieiga per internetą: <<http://www.franklintempleton.lu/lux/jsp/funds/performance.jsp>>.
26. Gilkrist, K., Sent-Džeims, M. ir kt. (1999). *Kolektyvinių investicinių fondų valdymas*. Londonas: Know How fondas.
27. Girdzijauskas, S. (2005). *Finansinė analizė*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
28. Hansa Rusijos akcijų fondo mėnesinė ataskaita (2008-12-31). AB bankas Swedbank. [Internete]. [Žiūrėta 2008-02-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.swedbank.lt/docs/investor/HRAF-men-ataskaita.pdf>>.
29. Hansa Rusijos akcijų fondo mėnesinė ataskaita (2009-02-28). AB bankas Swedbank. [Internete]. [Žiūrėta 2008-03-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.swedbank.lt/docs/investor/HRAF-men-ataskaita.pdf>>.
30. Hansa Rusijos akcijų fondo metinė ataskaita (2007-12-31). AB bankas Swedbank. [Internete]. [Žiūrėta 2008-01-05]. Prieiga per internetą: <<http://www.swedbank.lt/docs/investor/HRAF-met-ataskaita.pdf>>.
31. Hansa Rusijos akcijų fondo prospektas. AB bankas Swedbank. [Internete]. [Žiūrėta 2008-01-28]. Prieiga per internetą: <<http://www.swedbank.lt/docs/investor/Fondu-prospektas.pdf>>.
32. Hansa Rusijos akcijų fondo taisyklės. AB bankas Swedbank. [Internete]. [Žiūrėta 2008-01-28]. Prieiga per internetą: <<http://www.swedbank.lt/docs/investor/HRAF-taisykles.pdf>>.

33. Investicijų patarėjai. ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirasis investicinis fondas. [Internete]. [Žiūrėta 2009-02-10] Prieiga per internetą: <<http://www.zprussmallcap.com/lt/pages,id.49>>.
34. Investuotojo žodynėlis. Vertybinių Popierių Komisija. [Internete]. [Žiūrėta 2009-02-10] Prieiga per internetą: <<http://www.vpk.lt/svietimas/index.php?fuseaction=dictionary.view&mid=18&cid=106&id=105>>.
35. IPCS. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.ipcswirelessinc.com/about/index.php>>.
36. ITC holdings. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.itc-holdings.com/app.php?sec=1&id=1>>.
37. Kalinauskas, V. (2003). *Investicijų į vertybinius popierius Lietuvoje valdymas ir tobulinimas*. Pinigų studijos, Nr. 3, 14 psl.
38. Kancerevičius, G. (2006). *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Technologija.
39. Katkov, D. (2007). *Investiciniai fondai (1). Kaip pasirinkti tinkamiausią*. Vadovas ir pasaulis.2007. Nr. 2 p.10–13.
40. Katkus, V. (2000). *Privati bankininkystė*. Vilnius: LBFI.
41. Kucko, I. (2003). *Investiciniai fondai*. Galvanausko konferencija.
42. Kur investuoti? Vertybinių Popierių Komisija. [Internete]. [Žiūrėta 2009-02-10] Prieiga per internetą: <<http://www.vpk.lt/lt/investuotoju-svietimas/kur-investuoti/13161/>>.
43. Magnit history. *Magnit-info*. [Internete]. [Žiūrėta 2009-03-21]. Prieiga per internetą: <<http://www.magnit-info.ru/eng/company/history/>>.
44. Mining and minerals in South Africa. [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <<http://www.southafrica.info/business/economy/sectors/mining.htm>>.
45. Myriad. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.myriad.com/about/>>.
46. MSCI China Indices Performance. *MSCI Barra*. [Internete]. [Žiūrėta 2009-04-02]. Prieiga per internetą: <<http://www.msctarra.com/products/indices/china/en/performance.jsp>>.
47. Mutual fund fact book 1997. Washington: Investment company institute.
48. North American Growth Fund (2009-02-27). [Žiūrėta 2009-04-02]. Prieiga per internetą: <<http://funds.nordea.dk/wss/fundpages/Fund%20Pages/NAEF.aspx>>.
49. NSEL 30 indekso fondas. *Aktyvus ir pasyvus valdymas*. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <<http://www.indexfund.lt/lt/pages,id.117>>.
50. Obi, C. P. (1999). *Verslo finansų pagrindai*. Kaunas: Technologija.
51. *Omnitel sprendimas – vartotojų sąskaita ir jų labui*. Verslo žinios, 2009–03–10. [Internete]. [Žiūrėta 2008-03-15]. Prieiga per internetą: <<http://vz.lt/Default2.aspx?ArticleID=009f7b3a-6c5c-4754-bdb2-9457d6e26c9b#continue>>.

52. Parex Rusijos akcijų fondas. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <http://www.parex.lv/lv/pam_lt/rus_usd/?startDay=31&startMonth=12&startYear=2008&endDay=26&endMonth=03&endYear=2009>.
53. Parex Russian Equity Fund fact sheet (2009-02-28). [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <http://www.parexgroup.com/common/img/uploaded/doc/pam/pref_report_en.pdf>.
54. Providence Service. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.provcorp.com/Services/>>.
55. Ralcorp. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.ralcorp.com/thestorebrandstory.htm>>.
56. Rasteniënė, A. (1998). *Vertybinių popierių rinka*. Vilnius: Lietuvos informacijos institutas.
57. Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Higher Education.
58. ROSN Trade Results. *RTS Exchange*. [Internete]. [Žiūrėta 2009-03-21] Prieiga per internetą: <<http://www.rts.ru/en/archive/securityresults.html>>.
59. Rusijos investicinių fondų pelningumas. *Traders.lt* [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.traders.lt/plugin.php?e=funds&pg=perf>>.
60. Russia: Better placed than most to weather the crisis. *The Financial Times*, 2008-10-09. [Internete]. [Žiūrėta 2008-12-28]. Prieiga per internetą: <<http://www.ft.com/cms/s/0/fb6b66ee-94ca-11dd-953e-000077b07658.html>>.
61. Russian Trading System Stock Exchange. *RTS Exchange*. [Internete]. [Žiūrėta 2009-02-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.rts.ru/s602>>.
62. Rutkauskas, A., Martinkutė, R. (2007). *Investicijų portfelio anatomija ir valdymas*. Vilnius: Technika.
63. SEB Choice North America Chance/Risk Fund (2008-12-31). [Žiūrėta 2009-04-02]. Prieiga per internetą: <http://www.seb.lt/pdf/lt/SEB_Choice_North_America_ChanceRisk_Fund_081231.pdf>.
64. Sirf Technology. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <http://www.sirf.com/about_sirf/index.html>.
65. Sybase. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <http://www.sybase.com/about_sybase>.
66. Sytas, A., Pečeliūnaitė, L. *Bankai: per „lito devalvacijos“ savaitgalį uždirbome mažiau nei 100 tūkst. Lt*. Alfa, 2009-03-18. [Internete]. [Žiūrėta 2008-03-19]. Prieiga per internetą: <http://www.alfa.lt/straipsnis/10264392/?Bankai..per.lito.devalvacijos.savaitgali.uzdirbome.maziau.nei.100.tukst.Lt=2009-03-18_12-42>.
67. Skyworks solutions. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.skyworksinc.com/products>>.

68. Smith & Wesson. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.smith-wesson.com/webapp/wcs/stores/servlet/CustomContentDisplay?langId=-1&storeId=10001&catalogId=10001&content=10002>>.
69. Snieška, V., Ambrasienė, I. ir kt. (2003). *Makroekonomika*. Kaunas: Technologija.
70. South Africa's chemicals industry. [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <<http://www.southafrica.info/business/economy/sectors/chemical-sector.htm>>.
71. South Africa's tourism industry. [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <<http://www.southafrica.info/business/economy/sectors/tourism-overview.htm>>.
72. Swedbank. *Investavimo analizė*. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <<http://www.zoom.lt/lt/pages/investavimo/analize>>.
73. Tamelis, D. *Rusijoje investuotojams veriasi nauji horizontai*. Lietuvos rytas, 2008-05-28. [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-10] Prieiga per internetą: <<http://www.lrytas.lt/12119484211211501214-p1-rusijoje-investuotojams-veriasi-nauji-horizontai.htm>>.
74. Templeton China Fund Portfolio Breakdown Geographic Split (2009-02-28). [Internete]. [Žiūrėta 2008-03-05]. Prieiga per internetą: <http://www.franklintempleton.co.uk/uk/jsp_cm/funds/fdata/0822_s_uk_en.jsp>.
75. Templeton China World Fund rezultatai (2008-12-31). [Internete]. [Žiūrėta 2008-02-05]. Prieiga per internetą: <https://www.franklintempleton.com/GWSFileServingServlet.dyn?contentType=application%2Fpdf&relativeDocPath=%2Fshare%2Fpdf%2Fproducts%2Ffund_fact%2F188_FF.pdf>.
76. The 25 Largest Mutual Funds. Marketwatch. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <<http://www.marketwatch.com/tools/mutualfunds/top25largestfunds.asp>>.
77. The Hopewell Group. [Internete]. [Žiūrėta 2008-02-05]. Prieiga per internetą: <http://www.hopewellholdings.com/hhl_company.htm>.
78. The list of securities employed in the RTS Index calculation. *RTS Exchange*. [Internete]. [Žiūrėta 2009-02-20] Prieiga per internetą: <<http://www.rts.ru/s620>>.
79. The list of securities employed in the Sectoral Indices calculation from March 16 to June 11, 2009. *RTS Exchange*. [Internete]. [Žiūrėta 2009-03-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.rts.ru/s795#RTSog>>.
80. The Russian government decided to speed up the process of increasing the capitalization of VTB, No. 2 state-run lender. *Finam*. [Žiūrėta 2009-03-21]. Prieiga per internetą: <<http://www.fin-rus.com/newtopics/news04ADC/default.aspl>>.
81. Top green' rating for Wines of SA. [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <<http://www.southafrica.info/about/sustainable/winegreenlist.htm>>.

82. Trends in Mutual Fund Investing February 2009. *Investment Company Institute*. [Internete]. [Žiūrėta 2009-04-02]. Prieiga per internetą: <http://www.ici.org/stats/mf/trends_02_09.html#TopOfPage>.
83. Vaičiulis, M. (2006). Pranešimas konferencijai „Asmeninių finansų valdymas neprofesionalams“. [Internete]. [Žiūrėta 2009-03-10] Prieiga per internetą: <http://vpk.lt/uploads/Investiciniai%20fondai.ppt#256,1,Investiciniai_fondai>.
84. Valakevičius, E. (2006). *Investicijų mokslas*. Kaunas: Technologija.
85. Vertybinių popierių komisija. *Investiciniai fondai*. [Žiūrėta 2009-01-15]. Prieiga per internetą: <<http://www.vpk.lt/svietimas/index.php?fuseaction=products.view&mid=17&cid=141&id=18>>.
86. 2008–2009 m. pasaulio ekonominė krizė. Vikipedija. Laisvoji enciklopedija. [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <http://lt.wikipedia.org/wiki/2008_m.pasaulio_ekonominė_krizė>.
87. Waste Connections. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.wasteconnections.com/company/index.html>>.
88. Watson Wyatt. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.watsonwyatt.com/services/>>.
89. Wendy's/Arby's Group. [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.wendysarbys.com/about>>.
90. WIOF Russian Opportunities Fund report (2009-02-28). [Žiūrėta 2009-03-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.wiof.eu/download/49b78d637a50d.pdf>>.
91. Worldwide Net Sales¹ of Mutual Funds. 2008 Investment Company Fact Book: Investment Company Institute [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <http://www.icifactbook.org/fb_data.html#section7>.
92. Worldwide Number of Mutual Funds. 2008 Investment Company Fact Book: Investment Company Institute [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <http://www.icifactbook.org/fb_data.html#section7>.
93. Worldwide Total Net Assets of Mutual Funds. 2008 Investment Company Fact Book: Investment Company Institute [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <http://www.icifactbook.org/fb_data.html#section7>.
94. ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirasis investicinis fondas. *Aktyviai ir pasyviai valdomi fondai*. [Žiūrėta 2009-01-15] Prieiga per internetą: <<http://www.zprussmallcap.com/lt/pages,id.54>>.

95. ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirojo investicinio fondo taisyklės. [Internete]. [Žiūrėta 2009-02-10] Prieiga per internetą: <<http://www.zprussmallcap.com/documents/ZPRFondTaisykles200810.pdf>>.
96. ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirojo investicinio fondo prospektas. [Internete]. [Žiūrėta 2009-01-20] Prieiga per internetą: <<http://www.zprussmallcap.com/documents/ZPRvisasProsp.pdf>>.
97. ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atvirojo investicinio fondo 2008 m. ataskaita. [Internete]. [Žiūrėta 2009-02-13] Prieiga per internetą: <http://www.zprussmallcap.com/documents/2008_metine_ataskaita_ZPRfondo_1.pdf>.
98. Žygienė, V. *Rusijos akcijų rinka nukirto fondų milijonus*. Verslo žinios, 2009–02–02, p. 12.
99. Žygienė, V. *Teo LT planuoja milijardines investicijas ir pajamas*. Verslo žinios, 2009–03–04, p. 12.

PRIEDAI

Kolektyvinio investavimo subjektų mokesčiai, atskaitomi iš investuotojo lėšų

Valdymo įmonė	Kolektyvinio investavimo subjektas	Maksimalūs administravimo mokesčiai, numatyti investicinių fondų prospektuose						
		Valdymo mokestis		Depozitoriumo mokestis	Sandorių sudarymo išlaidos	Audito išlaidos	Išlaidos platintojui	Pastabos
		Nekintamas mokestis nuo turto	Sėkmės mokestis nuo prieaugio					
UAB „Finasta investicijų valdymas“	Finasta Centrinės ir Rytų Europos investicinis akcijų fondas	Iki 0,5 %	Iki 15 %	Iki 0,2 %	Iki 1 %	nenumatyta	iki 2 % investicinio vieneto vertės	
UAB „Investicijų perspektyvos“	IP tarptautinių investicijų fondas	Iki 2 %	Iki 15 %	Iki 1 %	Iki 1 %	Iki 10.000 Lt/metams		Visos fondo dengiamos išlaidos, įskaitant 2 % valdymo mokestį, bet neįskaitant 15 % sėkmės mokesčio, negali viršyti 10 % vidutinės metinės grynujų aktyvų vertės
UAB „Investicijų portfelių valdymas“	NSEL 30 Indekso fondas	Nuo 1 % ir 30.000 Lt iki 1,5%	-	Iki 0,3 % + iki 30 Lt už kiekvieną operaciją	Iki 0,45 %	Iki 20.000 Lt/metams	iki 2 % investicinio vieneto vertės	Visos fondo dengiamos išlaidos negali būti didesnės kaip 3 % vidutinės metinės grynujų aktyvų vertės
UAB „Investicijų portfelių valdymas“	ZPR Amerikos mažos kapitalizacijos bendrovių akcijų atviras investicinis fondas	Iki 2 %	-	Iki 0,3 %	Iki 0,5 %	nenumatyta	iki 4 % investicinio vieneto vertės	Visos fondo dengiamos išlaidos negali būti didesnės kaip 5 % vidutinės metinės grynujų aktyvų vertės
UAB „JT investicijų valdymas“	JT Baltijos akcijų fondas I	Iki 2 %	-	Iki 0,5 %	Iki 2 %	nenumatyta	iki 2 % investicinio vieneto vertės	Visos fondo dengiamos išlaidos negali būti didesnės kaip 6 % vidutinės metinės grynujų aktyvų vertės
UAB „JT investicijų valdymas“	JT Baltijos akcijų fondas II	Iki 2 %	-	Iki 0,5 %	Iki 2 %	nenumatyta	iki 5 % investicinio vieneto vertės	Visos fondo dengiamos išlaidos negali būti didesnės kaip 6 % vidutinės metinės grynujų aktyvų vertės
UAB „Parex investicijų valdymas“	Parex Baltijos jūros valstybių investicinis akcijų fondas	Iki 2 %	-	Iki 0,5 %	Iki 1 %	Iki 0,75 %	iki 5 % investuotos sumos	
UAB „Finasta investicijų valdymas“	Finasta investicinis obligacijų fondas	Iki 0,5 %	-	Iki 0,2 %	Iki 0,1 %	nenumatyta	iki 0,5% investicinio vnt. vertės	
UAB „Hansa investicijų valdymas“	Hansa pinigų rinkos fondas	Iki 1 %	-	Iki 0,3 %	Iki 0,01 %	Iki 1 %	Platintojui - 100 Lt	
UAB „Nord/LB investicijų valdymas“	Nord/LB pinigų rinkos fondas	Iki 0,6 %	-	Iki 0,15 %	Iki 0,05 %	nenumatyta	Platintojui - 50 Lt	

Šaltinis: VPK (2004) bei atitinkamų investicinių fondų prospektų duomenys

Investicinių fondų grynosios pajamos pagal regionus (metų pabaigoje, mln. USD)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
World	278,220	317,403	457,294	970,813	1,299,474	1,553,627
Americas	140,562	65,634	167,596	425,914	727,539	1,223,308
Argentina	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Brazil	-23,697	19,507	1,611	5,293	21,083	16,880
Canada	5,129	3,793	18,453	31,295	36,579	61,288
Chile	N/A	1,329	3,235	N/A	3,113	3,282
Costa Rica	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Mexico	697	5,333	767	6,850	11,378	10,153
United States	158,432	35,672	143,530	382,477	655,385	1,131,705
Europe	166,083	258,500	235,145	459,786	427,524	102,780
Austria	4,215	4,010	6,874	16,240	3,402	-4,864
Belgium	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Czech Republic	591	73	-77	641	59	198
Denmark ²	5,605	7,655	9,259	12,950	5,647	2,950
Finland	3,048	5,038	6,512	6,371	13,230	3,534
France	85,212	73,314	66,216	76,441	133,843	-49,354
Germany	9,383	6,045	-8,688	10,557	-10,473	-18,531
Greece	14	3,940	51	-7,810	-9,598	-2,644
Hungary	N/A	N/A	N/A	1,760	-39	2,436
Ireland	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Italy	-11,804	6,725	-37,142	-19,215	-59,828	-81,538
Liechtenstein	2	3,844	2,444	1,363	781	3,636
Luxembourg	52,190	94,260	142,199	293,331	299,906	255,689
Netherlands	N/A	N/A	802	-9,312	10	-5,775
Norway	144	2,548	2,967	8,231	4,676	6,871
Poland	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Portugal	712	1,930	534	1,644	-1,843	-5,708
Romania	16	-10	28	26	97	94
Russia	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Slovakia	N/A	N/A	593	1,095	-512	688
Slovenia	N/A	N/A	N/A	N/A	18	638
Spain	2,207	28,282	30,611	26,961	-3,852	-23,273
Sweden	4,732	6,011	5,400	7,517	7,733	2,228
Switzerland	-501	-1,348	-2,185	9,218	11,682	15,074
Turkey	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
United Kingdom	10,318	16,183	8,746	21,778	32,588	430
Asia and Pacific	-30,231	-12,036	48,005	76,016	135,467	217,847
Australia	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
China	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Hong Kong	4,603	3,239	2,639	1,195	3,613	6,834
India	4,246	7,917	338	4,914	11,765	27,358
Japan	-52,806	-7,141	22,430	77,458	99,625	120,307
Korea, Rep. of	14,780	-24,617	31,541	14,180	25,292	61,080
New Zealand	-258	-2	-132	-554	-196	254
Pakistan	N/A	N/A	N/A	N/A	426	2,921
Philippines	262	232	119	301	-241	-16
Taiwan	-1,058	8,336	-8,929	-21,477	-4,817	-892
Africa	1,805	5,304	6,549	9,097	8,944	9,692
South Africa	1,805	5,304	6,549	9,097	8,944	9,692

kur: N/A – nėra duomenų

Šaltinis: Investment Company Institute

**Priklausomybių tarp „Hansa Rusijos akcijų fondo“ GAV ir RTS indeksų šeimos
skaičiavimas**

Data	GAV (Eur)	RTSog	RTScr	RTStl	RTSfn	RTSmm	RTS
31.12.2008	5,90	95,37	74,89	86,26	161,97	89,95	625,42
14.01.2009	6,05	96,37	75,44	84,65	158,69	85,75	621,00
20.01.2009	5,37	83,26	69,73	81,11	134,21	75,51	531,66
26.01.2009	5,40	81,82	64,12	76,01	117,09	70,26	498,20
30.01.2009	5,31	88,12	64,42	77,00	113,59	75,60	530,70
05.02.2009	5,21	86,61	62,71	75,69	104,74	75,90	514,90
11.02.2009	5,65	100,35	66,88	83,50	112,10	101,05	602,63
17.02.2009	5,51	100,69	76,61	86,17	111,73	96,96	609,31
27.02.2009	5,55	91,67	71,44	78,97	101,45	87,53	547,36
02.03.2009	5,41	91,14	71,38	78,97	100,83	88,92	544,58
06.03.2009	5,70	93,93	68,92	79,77	104,72	85,72	559,09
13.03.2009	6,17	104,86	73,13	83,26	110,04	90,89	618,93
20.03.2009	6,22	113,18	80,13	88,59	125,43	102,25	694,69
Σ	73,46	1227,37	919,80	1059,95	1556,59	1126,29	7498,47
Vidurkis	5,65	94,41	70,75	81,53	119,74	86,64	576,81
Standartinis nuokrypis σ	33,5%	886,3%	529,2%	420,2%	2030,3%	1009,9%	5635,1%

Data	GAV*RTSog	GAV*RTScr	GAV*RTStl	GAV*RTSfn	GAV*RTSmm	GAV*RTS
31.12.2008	562,94	442,05	509,17	956,06	530,95	3691,67
14.01.2009	582,60	456,06	511,74	959,34	518,39	3754,19
20.01.2009	446,98	374,35	435,44	720,51	405,38	2854,22
26.01.2009	442,11	346,47	410,72	632,70	379,65	2692,02
30.01.2009	467,71	341,92	408,69	602,89	401,25	2816,74
05.02.2009	451,51	326,91	394,58	546,02	395,67	2684,23
11.02.2009	567,44	378,18	472,16	633,88	571,40	3407,63
17.02.2009	555,17	422,40	475,12	616,05	534,61	3359,55
27.02.2009	509,15	396,79	438,62	563,47	486,16	3040,15
02.03.2009	493,17	386,24	427,31	545,60	481,16	2946,78
06.03.2009	535,71	393,07	454,95	597,25	488,89	3188,66
13.03.2009	647,04	451,25	513,76	679,00	560,84	3819,11
20.03.2009	703,47	498,05	550,63	779,61	635,53	4317,85
Σ	6965,00	5213,75	6002,88	8832,38	6389,87	42572,79
Vidurkis	535,77	401,06	461,76	679,41	491,53	3274,83

Data	GAV ²	RTSog ²	RTScr ²	RTStl ²	RTSfn ²	RTSmm ²	RTS ²
31.12.2008	34,84	9095,44	5608,51	7440,79	26234,28	8091,00	391150,18
14.01.2009	36,55	9287,18	5691,19	7165,62	25182,52	7353,06	385641,00
20.01.2009	28,82	6932,23	4862,27	6578,83	18012,32	5701,76	282662,36
26.01.2009	29,20	6694,51	4111,37	5777,52	13710,07	4936,47	248203,24
30.01.2009	28,17	7765,13	4149,94	5929,00	12902,69	5715,36	281642,49
05.02.2009	27,18	7501,29	3932,54	5728,98	10970,47	5760,81	265122,01
11.02.2009	31,97	10070,12	4472,93	6972,25	12566,41	10211,10	363162,92
17.02.2009	30,40	10138,48	5869,09	7425,27	12483,59	9401,24	371258,68
27.02.2009	30,85	8403,39	5103,67	6236,26	10292,10	7661,50	299602,97
02.03.2009	29,28	8306,50	5095,10	6236,26	10166,69	7906,77	296567,38
06.03.2009	32,53	8822,84	4749,97	6363,25	10966,28	7347,92	312581,63
13.03.2009	38,08	10995,62	5348,00	6932,23	12108,80	8260,99	383074,34
20.03.2009	38,63	12809,71	6420,82	7848,19	15732,68	10455,06	482594,20
Σ	416,49	116822,44	65415,42	86634,45	191328,90	98803,05	4363263,38
Vidurkis	32,04	8986,34	5031,96	6664,19	14717,61	7600,23	335635,64

	GAV	RTSog	RTScr	RTStl	RTSfn	RTSmm	RTS
$\bar{\sigma}_x^2$	0,104	72,513	25,849	16,295	380,493	94,145	2931,193
$\bar{\sigma}_x$	0,322	8,515	5,084	4,037	19,506	9,703	54,140
Koreliacijos koeficientas r	–	0,8157	0,7481	0,7722	0,4412	0,6194	0,8764
Determinacijos koeficientas $R^2 = r^2$	–	0,6654	0,5597	0,5963	0,1946	0,3837	0,7681

Esant laisvės laipsnių skaičiui $k = n - 2 = 13 - 2 = 11$, t kritinės reikšmės pagal Stjudento skirstinį t_k prie atitinkamų reikšmingumo lygių α yra:

α	t_k
0,10	1,363
0,05	1,796
0,01	2,718

Teorinis indeksų reikšmingumas t_r

	RTSog	RTScr	RTStl	RTSfn	RTSmm	RTS
t_r	4,6772	3,7392	4,0311	1,6304	2,6170	6,0353
Reikšminga, kai tenkinama sąlyga $t_r > t_k$ prie bet kurio α lygio	reikšmingas	reikšmingas	reikšmingas	Nereikšmingas kai $\alpha = 0,05$	Nereikšmingas kai $\alpha = 0,01$	reikšmingas

Priklausomybių tarp „Templeton China“ GAV ir MSCI subindeksų skaičiavimas

Data	GAV	MSClog	MSCImtr	MSCIfn	MSCIIT	MSClut	MSCI Zhong Hua
08.01.2009	13,55	16,84	18,03	22,16	10,57	17,06	35,03
14.01.2009	13,08	17,18	19,21	23,25	10,94	17,23	33,40
20.01.2009	12,51	17,66	19,85	24,53	11,48	17,47	32,32
23.01.2009	12,34	17,85	20,06	24,51	11,59	17,34	31,29
02.02.2009	12,49	17,83	20,50	24,51	11,88	17,78	32,12
05.02.2009	13,28	18,61	21,59	26,00	12,18	18,16	33,10
11.02.2009	13,28	20,08	24,13	27,30	13,36	19,14	33,83
17.02.2009	12,85	20,47	25,05	27,72	13,68	19,54	32,49
27.02.2009	12,53	17,56	21,84	25,36	11,84	18,41	31,85
02.03.2009	12,02	17,55	22,29	25,36	11,99	18,75	30,55
06.03.2009	12,23	18,27	23,55	27,15	12,50	19,35	30,76
13.03.2009	13,00	17,79	22,65	26,24	12,43	18,89	32,63
20.03.2009	13,18	20,07	25,91	27,59	13,30	19,30	33,28
Σ	166,34	237,76	284,67	331,68	157,73	238,42	422,68
Vidurkis	12,80	18,29	21,90	25,51	12,13	18,34	32,51
Standartinis nuokrypis δ	47,3%	118,0%	210,7%	171,4%	92,4%	87,7%	125,4%

Data	GAV* MSClog	GAV* MSCImtr	GAV* MSCIfn	GAV* MSCIIT	GAV* MSClut	GAV* MSCI Zhong Hua
08.01.2009	228,19	244,31	244,11	143,26	231,18	474,72
14.01.2009	224,67	251,24	242,59	143,07	225,35	436,89
20.01.2009	220,87	248,33	237,85	143,56	218,61	404,34
23.01.2009	220,28	247,60	235,84	143,00	213,99	386,13
02.02.2009	222,75	256,04	244,35	148,36	222,08	401,21
05.02.2009	247,14	286,72	267,12	161,74	241,11	439,61
11.02.2009	266,71	320,49	291,88	177,43	254,22	449,30
17.02.2009	263,05	321,86	288,14	175,73	251,04	417,54
27.02.2009	219,99	273,66	253,59	148,40	230,71	399,11
02.03.2009	210,98	267,96	247,28	144,07	225,41	367,24
06.03.2009	223,38	288,07	263,54	152,91	236,68	376,19
13.03.2009	231,29	294,51	271,21	161,57	245,51	424,17
20.03.2009	264,53	341,47	292,92	175,30	254,32	438,69
Σ	3043,85	3642,26	4243,28	2018,39	3050,21	5415,14
Vidurkis	234,14	280,17	326,41	155,26	234,63	416,55

Data	GAV ²	MSClog ²	MSCImtr ²	MSCIfn ²	MSCIIT ²	MSClut ²	MSCI Zhong Hua ²
08.01.2009	183,60	283,60	325,08	491,02	12,19	18,21	34,43
14.01.2009	171,09	295,05	368,95	540,66	12,15	18,29	33,24
20.01.2009	156,50	311,72	394,03	601,71	12,11	18,39	31,79
23.01.2009	152,28	318,65	402,59	600,66	12,10	18,42	31,36
02.02.2009	156,00	318,05	420,23	600,74	12,11	18,39	31,74
05.02.2009	176,36	346,34	466,16	675,82	12,17	18,25	33,74
11.02.2009	176,36	403,37	582,41	745,53	12,17	18,25	33,74
17.02.2009	165,12	419,06	627,38	768,46	12,14	18,33	32,65
27.02.2009	157,00	308,26	476,99	643,05	12,11	18,39	31,84
02.03.2009	144,48	308,09	496,97	643,03	12,08	18,48	30,55
06.03.2009	149,57	333,61	554,80	737,16	12,09	18,44	31,08
13.03.2009	169,00	316,54	513,25	688,74	12,15	18,30	33,03
20.03.2009	173,71	402,84	671,23	761,21	12,16	18,27	33,49
Σ	2131,07	4365,17	6300,08	8497,81	157,73	238,42	422,68
Vidurkis	163,93	335,78	484,62	653,68	12,13	18,34	32,51

Tęsinys kitame puslapyje

Data	GAV	MSClog	MSCImtr	MSCIfn	MSCIIT	MSCIut	MSCI Zhong Hua
$\bar{\sigma}_x^2$	0,207	1,286	5,098	2,711	0,788	0,727	1,452
$\bar{\sigma}_x$	0,455	1,134	2,258	1,646	0,887	0,853	1,205
Koreliacijos koeficientas r	–	0,2412	-0,0196	-0,0743	0,0361	-0,0945	0,9572
Determinacijos koeficientas $R^2 = r^2$	–	0,0582	0,0004	0,0055	0,0013	0,0089	0,9163

Esant laisvės laipsnių skaičiui $k = n - 2 = 13 - 2 = 11$, t kritinės reikšmės pagal Stjudento skirstinį t_k prie atitinkamų reikšmingumo lygių α yra:

α	t_k
0,10	1,363
0,05	1,796
0,01	2,718

Teorinis indeksų reikšmingumas t_r

	MSClog	MSCImtr	MSCIfn	MSCIIT	MSCIut	MSCI Zhong Hua
t_r	0,8243	-0,0651	-0,2473	0,1198	-0,3149	10,9735
Reikšminga, kai tenkinama sąlyga $t_r > t_k$ prie bet kurio α lygio	Nereikšmingas	Nereikšmingas	Nereikšmingas	Nereikšmingas	Nereikšmingas	Reikšmingas

**Priklausomybių tarp „ZPR RSC“ GAV ir Russell 2000 bei Amerikos sektorių indeksų
saičiavimas**

Data	GAV, USD	Russell 2000	DJT	DJI	DJU	DJE
31.12.2008	994,88	1241,27	3537,15	8776,39	370,76	645,02
14.01.2009	972,89	1126,24	3121,31	8200,14	359,50	614,10
20.01.2009	908,81	1077,72	2959,40	7949,09	362,14	598,54
26.01.2009	940,70	1118,51	2967,59	8116,03	375,85	644,61
30.01.2009	942,24	1102,27	2965,20	8000,86	369,70	628,32
05.02.2009	970,45	1130,98	3056,88	8063,07	381,34	653,45
11.02.2009	952,22	1113,26	3006,93	7939,53	369,43	627,36
17.02.2009	902,77	1065,94	2803,62	7552,60	347,77	588,83
27.02.2009	748,31	966,80	2602,06	7062,93	323,97	555,28
02.03.2009	694,28	914,06	2332,88	6776,3,3	312,51	518,26
06.03.2009	642,11	872,44	2194,99	6626,94	296,89	522,59
13.03.2009	750,48	976,92	2419,89	7223,98	303,91	559,20
20.03.2009	841,89	994,37	2516,96	7278,38	327,37	576,16
Σ	11262,03	13700,80	36484,86	99566,27	4501,14	7731,72
Vidurkis	866,31	1053,91	2806,53	7658,94	346,24	594,75
Standartinis nuokrypis δ	11844,4%	10270,2%	37457,7%	62837,4%	2950,4%	4591,5%

Data	GAV* Russell 2000	GAV* DJT	GAV* DJI	GAV* DJU	GAV* DJE
31.12.2008	1234916,86	3519039,79	8731454,88	368861,71	641717,50
14.01.2009	1095709,55	3036691,29	7977834,20	349753,96	597451,75
20.01.2009	979444,43	2689532,31	7224212,48	329116,45	543959,14
26.01.2009	1052184,20	2791611,91	7634749,42	353562,10	606384,63
30.01.2009	1038604,70	2793930,05	7538730,33	348346,13	592028,24
05.02.2009	1097561,46	2966549,20	7824806,28	370071,40	634140,55
11.02.2009	1060070,29	2863258,88	7560179,26	351778,63	597384,74
17.02.2009	962300,34	2531024,03	6818260,70	313956,32	531578,06
27.02.2009	723467,38	1947147,52	5285261,15	242429,99	415521,58
02.03.2009	634614,69	1619671,93	4704669,70	216969,44	359817,55
06.03.2009	560203,43	1409425,03	4255224,44	190636,04	335560,26
13.03.2009	733160,21	1816079,05	5421452,51	228078,38	419668,42
20.03.2009	837151,63	2119003,45	6127595,34	275609,53	485063,34
Σ	12009389,15	32102964,44	87104430,70	3939170,08	6760275,75
Vidurkis	923799,17	2469458,80	6700340,82	303013,08	520021,21

Data	GAV ²	Russell 2000 ²	DJT ²	DJI ²	DJU ²	DJE ²
31.12.2008	989786,21	1540756,60	12511430,12	77025021,43	137462,98	416050,80
14.01.2009	946514,95	1268420,97	9742576,12	67242296,02	129240,25	377118,81
20.01.2009	825935,62	1161484,46	8758048,36	63188031,83	131145,38	358250,13
26.01.2009	884916,49	1251069,00	8806590,41	65869942,96	141263,22	415522,05
30.01.2009	887816,22	1215003,40	8792411,04	64013760,74	136678,09	394786,02
05.02.2009	941773,20	1279120,24	9344515,33	65013097,82	145420,20	426996,90
11.02.2009	906722,93	1239352,17	9041628,02	63036136,62	136478,52	393580,57
17.02.2009	814993,67	1136232,06	7860285,10	57041766,76	120943,97	346720,77
27.02.2009	559967,86	934705,52	6770716,24	49884980,18	104956,56	308335,88
02.03.2009	482024,72	835508,61	5442329,09	45918634,72	97662,50	268593,43
06.03.2009	412305,25	761154,22	4817981,10	43916333,76	88143,67	273100,31
13.03.2009	563220,23	954376,04	5855867,61	52185887,04	92361,29	312704,64
20.03.2009	708778,77	988775,17	6335087,64	52974815,42	107171,12	331960,35
Σ	9924756,12	14565958,45	104079466,20	767310705,32	1568927,75	4623720,66
Vidurkis	763442,78	1120458,34	8006112,78	59023900,41	120686,75	355670,82

Tęsinys kitame puslapyje

Data	GAV, USD	Russell 2000	DJT	DJI	DJU	DJE
$\bar{\sigma}_x^2$	12949,763	9736,272	129515,097	364480,749	803,547	1946,002
$\bar{\sigma}_x$	113,797	98,673	359,882	603,722	28,347	44,114
Koreliacijos koeficientas r	–	0,9608	0,9312	0,9508	0,9488	0,9533
Determinacijos koeficientas $R^2 = r^2$	–	0,9231	0,8671	0,9040	0,9002	0,9087

Esant laisvės laipsnių skaičiui $k = n - 2 = 13 - 2 = 11$, t kritinės reikšmės pagal Stjudento skirstinį t_k prie atitinkamų reikšmingumo lygių α yra:

α	t_k
0,10	1,363
0,05	1,796
0,01	2,718

Teorinis indeksų reikšmingumas t_r

	Russell 2000	DJT	DJI	DJU	DJE
t_r	11,489	8,473	10,1781	9,960	10,463
Reikšminga, kai tenkinama sąlyga $t_r > t_k$ prie bet kurio α lygio	Reikšmingas	Reikšmingas	Reikšmingas	Reikšmingas	Reikšmingas

Pagrindinės sąvokos

Akcijų indeksas - tai priemonė, skirta atspindėti bendrą vertybinių popierių kainų lygį bei tų kainų kitimo tendencijas tam tikroje rinkoje arba vertybinių popierių grupėje.

Aktyvus fondo valdymas – valdymo būdas, kai investiciniai sprendimai daromi remiantis ateities tendencijų prognozavimu (atliekama tam tikros rinkos, ūkio subjektų ir pan. analizė).

Atvirasis investicinis fondas - fondas, kuris gali supirkti ir parduoti akcijas pareikalavus investuotojui.

Augimo fondas – fondas, kurio tikslas yra kapitalo prieaugis po ilgesnio investavimo laikotarpio.

Emitentas - juridinis asmuo, leidžiantis ar išleidęs savo vertybinius popierius.

Efektyvus portfelis - vertybinių popierių portfelis, turintis didžiausią pelningumą, esant tam tikram rizikos lygiui.

Fondo mokesčiai – tai netiesioginės rinkliavos iš investuotojo už fondo akcijų platinimą, išpirkimą, valdymą ir kitas tiesiogines bei netiesiogines fondo patiriamas išlaidas.

Fondų fondas - investicinis fondas, investuojantis į kitus investicinius fondus, kuriuos atsižvelgiant į situacijas rinkose, parenka ir keičia profesionalūs valdytojai.

Grynujų aktyvų vertė (GAV) – skirtumas tarp investicinį fondą sudarančio turto vertės ir fondo ilgalaikių bei trumpalaikių finansinių įsipareigojimų. Nustatydamas grynąją aktyvų vertę, investicinis fondas kiekvieną dieną perskaičiuoja savo investicijas rinkos kaina, atima visus fondo prisiimtus įsipareigojimus ir padalija gautą sumą iš apyvartoje esančių fondo vienetų skaičiaus.

Indekso fondas - kolektyvinio investavimo subjektas, investuojantis į tam tikrą indeksą sudarančias bendroves, taip tikintis gauti grąžą, lygią tos rinkos grąžai.

Investavimo politika - investicijų portfelio turto paskirstymas tarp įvairių aktyvų grupių, kuris priklauso nuo nustatytų investicinių tikslų, teisinių apribojimų ir kitų aplinkos veiksnių.

Investicijų valdymo įmonė - įmonė, kurios pagrindinė veikla yra investicinių fondų ar investicinių kintamojo kapitalo bendrovių valdymas.

Investicinis fondas - tai finansinių paslaugų organizacija, kuri gauna pinigus iš savo akcininkų ir juos savo nuožiūra investuoja š diversifikuotą vertybinių popierių portfelį.

Investicinis fondo vienetas - investicinio fondo akcijų paketas, kurį investuotojas įgyja investuodamas į fondą.

Investicinis portfelis – kliento arba investicinio fondo pasirinktų investicijų rinkinys. Fondo valdytojas arba galbūt pats investuotojas stengiasi suformuoti savo investiciją iš įvairių

investicinių priemonių, siekdamas sumažinti riziką ir nepriklausyti nuo vienintelės investicinės priemonės, ir pasiekti stabilesnį pelną su mažiausia įmanoma investicine rizika.

Kapitalizacija - tai suma, kurią investuotojas turėtų sumokėti, norėdamas rinkoje įsigyti bendrovę. Kapitalizacija apskaičiuojama vertybinių popierių skaičių dauginant iš šių vertybinių popierių rinkos kainos.

Pajamų fondas - fondas, kurio tikslas yra uždirbti pajamas (dividendus) einamuoju laikotarpiu.

Palyginamasis indeksas – kiekvienam fondui skaičiuotinas rodiklis, su kuriuo lyginamas fondo pelningumas.

Pasyvus valdymas - valdymo būdas, kuriuo siekiama, kad investicijų grąžos ir rizikos charakteristikos atitiktų tam tikro rinkos segmento ar indekso grąžą bei riziką, t. y. formuojamas toks portfelis, kuris yra identiškas rinkos segmento ar indekso kompozicijai.

Pinigų rinkos fondas - fondas ar investicinė bendrovė, investuojanti į didelio pelningumo pinigų rinkos priemones, tokias kaip Vyriausybės vertybiniai popieriai, indėlių sertifikatai ir komerciniai vekseliai.

Prospektas - investuotojams ir visuomenei skirtas dokumentas, kuriame pateikiama pagrindinė informacija apie emitentą (finansinė atskaitomybė, fondo vadovai, vykdyti sandoriai, auditoriaus išvada ir t. t.) ir apie jo išleidžiamą naują vertybinių popierių emisiją.

Reinvestavimas - bendrovės uždirbto pelno investavimas atgal į bendrovę, plečiant jos veiklą, t. y. kai dividendai ne išmokami investuotojams, o darkart investuojami.

Rizikos diversifikavimas - investicijų rizikos mažinimas, kai vienu metu investuojama į skirtingą turtą - akcijas, obligacijas ir nekilnojamąjį turtą, kurių vertės kritimas ar kilimas vienu metu yra mažai tikėtinas.

Šarpo rodiklis - fondo grąžos ir svyravimo santykis, parodantis papildomą vieno investicijos rizikos vieneto grąžą. Rodiklis naudojamas parodyti, kaip gerai investicijos grąža atlygina už prisiimtą riziką.

Uždarasis investicinis fondas - fondas, kuris gali supirkti ir parduoti savo akcijas tik kolektyviai pritarus investuotojams.

Vertės akcijos - „nuvertintos“ akcijos, kurių kaina rinkoje nėra didelė lyginant su vienai akcijai tenkančiu įmonės turtu.