

VILNIAUS UNIVERSITETAS

GYTIS JARAŠIUS

ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDŲ ĮTAKA LIETUVOS  
EKONOMIKAI

Daktaro disertacija  
Socialiniai mokslai, ekonomika (04 S)

Vilnius, 2014

Disertacija rengta 2010-2014 metais Vilniaus universitete, Ekonomikos Fakulteto Finansų katedroje

**Mokslinis vadovas:**

prof. dr. Birutė Galiniene (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika – 04 S)

## TURINYS

LENTELIŲ SĄRAŠAS .....	5
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS .....	6
PRIEDŲ SĄRAŠAS .....	9
SANTRUMPŲ SĄRAŠAS.....	10
ĮVADAS .....	11
1. ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDŲ RAIDA.....	27
1.1. AIF klasifikacija ir jų charakteristikos.....	27
1.1.1. Rizikos draudimo fondai .....	33
1.1.2. Privataus kapitalo fondai .....	38
1.1.3. Nekilnojamojo turto fondai .....	47
1.2. AIF rinkos raida ir plėtros tendencijos Lietuvoje .....	58
1.2.1. Lietuvos AIF vystymosi analizė.....	58
1.2.2. AIF raidos etapai Lietuvoje.....	77
1.2.3. Lietuvos ir Estijos AIF rinkos palyginimas.....	80
2. ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDŲ TEISINIO REGULIAVIMO TENDENCIJŲ ANALIZĖ .....	85
2.1. AIF teisinis reguliavimas tarptautinėse rinkose .....	85
2.2. AIF reguliavimas Lietuvoje .....	91
2.3. Teisės aktų pakeitimų įtaka AIF veiklai Lietuvoje .....	104
3. GALIMO ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDŲ POVEIKIO EKONOMIKAI BŪDAI.....	108
3.1. Teigiamas poveikis ekonomikai.....	108
3.2. Neigiamas poveikis ekonomikai .....	116
3.2.1. Sverto naudojimo ir likvidumo rizikos keliamos grėsmės .....	119
3.2.2. Įtaka kredito institucijoms .....	124
3.2.3. Poveikis finansų rinkoms .....	126
3.3. Metodologijos parinkimo galimybės ir veiksnių, kuriuos veikia AIF, išskyrimas.....	132
4. ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDŲ POVEIKIO LIETUVOS EKONOMIKAI GALIMYBIŲ TYRIMAS .....	141

4.1. Bendro AIF sektoriaus įtaka finansų sistemai.....	142
4.2. Atskirų AIF rūšių įtaka Lietuvos ūkio sektoriams .....	167
4.2.1. NTF įtaka Lietuvos NT rinkai .....	168
4.2.2. RDF įtaka Lietuvos finansų rinkai .....	184
4.2.3. PKF įtaka verslo plėtrai .....	201
4.3. AIF veiklos Lietuvoje prognozavimas .....	211
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI .....	219
LITERATŪROS SĄRAŠAS .....	228
PRIEDAI.....	240

## LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Rizikos draudimo fondų valdomo turto vertė 1980–1990 m. ....	33
2 lentelė. Pirmaujančios pagal privataus kapitalo fondų investicijas šalys .....	46
3 lentelė. Įvairių nekilnojamojo turto fondų rūšių palyginimas .....	53
4 lentelė. NT rizikingumo ir pelningumo palyginimas su kitomis investicijų klasėmis .....	54
5 lentelė. Lietuvoje registruotų AIF veiklos palyginimas tarptautiniu mastu ..	67
6 lentelė. AIF taikomo reguliavimo charakteristikos ir jų kaita .....	96
7 lentelė. Porinė koreliacija tarp RDF, akcijų ir obligacijų indeksų gražų 1994– 2012 m. ....	111
8 lentelė. Išpirkimo kapitalo fondų 1970–2007 m. sudarytų sandorių nutraukimas, proc.....	117
9 lentelė. AIF poveikio ekonomikai tyrimo metodų matrica.....	137
10 lentelė. AIF patirtų komisinių bankams sąnaudos 2012 m. pabaigoje .....	143
11 lentelė. Baltijos šalių akcijų kainų svyravimų tikimybės 2009–2012 m. ...	153
12 lentelė. Sverto naudojimo įtakos gryniesiems aktyvams modeliavimas ...	154
13 lentelė. AIF fondai ir jų klasifikacija 2013 m. II ketv. ....	167
14 lentelė. NTF investicijų objektai Lietuvoje .....	169
15 lentelė. NTF ir Lietuvos būsto rinkos palyginimas .....	176
16 lentelė. Lietuvoje registruotų RDF kaita .....	185
17 lentelė. RDF investicijų charakteristikos 2010–2013 m., Lt .....	186
18 lentelė. RDF grynųjų pinigų ir indėlių bei mokesčių finansiniams tarpininkams kitimas 2010–2013 m., Lt.....	189
19 lentelė. Porinė koreliacija tarp RDF pelningumų 2012–2013 m. ....	195
20 lentelė. Lietuvoje registruotų PKF kaita .....	202
21 lentelė. Lords LB Private Equity Fund I veiklos rodikliai .....	203
22 lentelė. UAB „Neptūno vandenys“ finansiniai rodikliai .....	205
23 lentelė. PKF investicijos šalies mastu.....	207
24 lentelė. PKF portfelio objektų dalis Lietuvos BVP struktūroje.....	208

## PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Disertacijos struktūra .....	24
2 pav. Žaliavų indekso ir S&P 500 indekso kainų kitimas 1991–2012 m.....	31
3 pav. AIF rūšys.....	33
4 pav. RDF skaičius 1980–1990 m., vnt.....	34
5 pav. RDF valdomas turtas ir skaičius 2000–2012 m. ....	36
6 pav. RDF valdytojų geografinis paskirstymas pagal valdomą turtą.....	38
7 pav. PKF principinė struktūra.....	41
8 pav. PKF skaičius pagal įsteigimo metus 1984–1999 m. ....	44
9 pav. PKF investicijų, pritrauktų lėšų ir valdomo turto kitimas 2000–2012 m., mlrd. JAV dolerių .....	45
10 pav. Investicinių fondų klasifikacija.....	48
11 pav. REIT skaičiaus ir kapitalizacijos kaita JAV 1971–1999 m. ....	50
12 pav. Europos NTF valdomas kapitalas 2000–2012 m. ....	51
13 pav. AIF klasifikacija.....	55
14 pav. AIF globali rinka ir jos kitimas .....	56
15 pav. Investicinių fondų raida (be PF) Lietuvoje 2001–2013 m.....	59
16 pav. AIF valdomo turto santykis su BVP .....	60
17 pav. AIF rinkos Lietuvoje charakteristikos 2008–2013 m. ....	61
18 pav. AIF ir KIS valdomo turto santykis Lietuvoje 2008–2013 m. ....	62
19 pav. AIF investicinio portfelio palyginimas su kitų Lietuvos rinkos dalyvių investiciniais portfeliais 2009–2012 m. ....	63
20 pav. Atskirų AIF rūšių skaičius ir valdomas turtas 2008–2013 m. ....	64
21 pav. AIF ir KIS valdomo turto apimčių augimas 2004–2013 m. ....	71
22 pav. AIF, KIS ir realaus BVP augimo tempai ketvirčiais .....	72
23 pav. AIF rinkos koncentracijos rodikliai ir jų kitimas.....	74
24 pav. Vidutinio AIF dydžio kitimas 2008–2013 m. ....	75
25 pav. AIF rinkos raida Lietuvoje 2008–2013 m.....	77
26 pav. Lietuvos ir Estijos AIF palyginimas 2008–2012 m. (su PF) .....	81

27 pav. Lietuvos ir Estijos AIF palyginimas 2008–2012 m. (be PF) .....	82
28 pav. Informuotojo investuotojo sąvoka .....	93
29 pav. Lietuvos teisės aktų, reguliuojančių AIF, vystymas .....	103
30 pav. AIF plėtra ir KISĮ pokyčiai 2008–2013 m. ....	105
31 pav. RDF naudojamo svarto dydis 1999–2012 m. ....	120
32 pav. Vidutinis maržos reikalavimas 2005–2012 m. ....	122
33 pav. S&P500 mėnesinių svyravimų ir Barclay Hedge Fund Index mėnesinių gražų dydžiai ir priklausomybė 1997–2012 m. ....	128
34 pav. AIF įtakos ekonomikai sritys .....	131
35 pav. Veiksniai, kuriuos veikia AIF .....	139
36 pav. AIF poveikio Lietuvos ekonomikai tyrimų planas .....	141
37 pav. LLBBFI ir AIF komisinių sąnaudų santykis 2009–2013 m. ....	145
38 pav. Kredito įstaigų pajamų iš AIF santykinė dalis 2009–2013 m. ....	146
39 pav. AIF komisinių išlaidos ir jų santykis su GA 2009–2013 m. ....	147
40 pav. Lietuvoje registruotų AIF kitų paslaugų sąnaudos 2009–2013 m. ....	148
41 pav. AIF naudojamos išvestinės finansinės priemonės ir svarto naudojimas 2009–2013 m. ....	150
42 pav. Baltijos šalių akcijų rinkos 2009–2012 m. laikotarpio akcijų kainų dieninių pokyčių histograma.....	152
43 pav. AIF išvestinių finansinių priemonių sandorių nuostoliai (apyvarta) 2009–2013 m. ....	156
44 pav. AIF investicijos Lietuvoje ir jų santykio kitimas 2009–2013 m. ....	158
45 pav. AIF investicijų Lietuvoje ir Lietuvos skolos ir nuosavybės VP rinkos kapitalizacija 2009–2013 m. ....	160
46 pav. AIF grynujų pinigų ir indėlių kitimas 2009–2013 m. ....	161
47 pav. AIF Lietuvos finansų sistemos kontekste 2001–2013 m. ....	164
48 pav. Lietuvos finansų sistemos pokytis pagal dalyvius 2008–2013 m. ....	165
49 pav. Būsto kainų ir NTF indeksų kitimas 1998–2013 II ketv. ....	171
50 pav. Būsto kainų ir NTF indeksų koreliacija 2010–2013 II ketv. ....	172
51 pav. KNT pasiūla 2008–2013 m. ....	177
52 pav. Biurų pardavimų kainų Vilniuje ir NTF įvykdytų sandorių sąsajos..	181

53 pav. Prekybos patalpų pardavimų kainų Kaune ir NTF įvykdytų sandorių sąsajos .....	183
54 pav. Lietuvoje registruotų KIS grupių VSK 2009–2013 m.....	198
55 pav. PKF investicijos Lietuvoje.....	204
56 pav. AIF valdomo turto apimčių Lietuvoje prognozavimas.....	213
57 pav. AIF, registruotų Lietuvoje, skaičiaus prognozavimas .....	215
58 pav. AIF valdomo turto santykinė dalis KIS turte.....	216



## PRIEDŲ SĄRAŠAS

1 priedas. Koreliacijos vertinimo skalė .....	240
2 priedas. RDF charakteristikos.....	240
3 priedas. PKF lėšų rezervo ir nerealizuoto kapitalo kitimas 2003–2012 m., mlrd. JAV dolerių .....	241
4 priedas. RDF skirstymas pagal naudojamas strategijas.....	241
5 priedas. AIF, registruotų Lietuvoje, sąrašas .....	242
6 priedas. Privataus kapitalo investicijų ir BVP santykis .....	244
7 priedas. KIS rinkos koncentracijos rodiklių kitimas .....	244
8 priedas. Vidutinis NTF dydis ir kitimas 2009–2013 m. ....	245
9 priedas. AIF ir KIS valdomo turto pokyčiai 2008–2013 m.....	245
10 priedas. Estijos ir Lietuvos AIF ir kitų KIS rinkos duomenys .....	246
11 priedas. KISĮ pakeitimai ir jų turinys .....	247
12 priedas. RDF, akcijų ir obligacijų indeksų pelningumų porinė koreliacija 2000–2007 ir 2008–2012 m. ....	249
13 priedas. Koreliacijos skaičiavimas.....	251
14 priedas. RDF strategijų porinė koreliacija.....	252
15 priedas. Lietuvoje registruotų AIF komisinių sąnaudos 2009–2013 m., nekaupiamuoju būdu, litais .....	253
16 priedas. AIF rūšių skaičiaus pokyčiai 2008–2013 m.....	253
17 priedas. Lietuvos akcijų rinkos kapitalizacijos struktūra.....	255
18 priedas. AIF skaičiaus ir valdomo turto kitimas 2008–2013 m.....	255
19 priedas. AIF turimi grynieji pinigai ir indėliai.....	256
20 priedas. AIF grynujų pinigų ir indėlių santykis su GA.....	258
21 priedas. Lietuvos finansų sektoriaus struktūra.....	260
22 priedas. Būsto kainas atspindinčio modelio rezultatai.....	262
23 priedas. KNT pasiūlą atspindinčio modelio rezultatai.....	263
24 priedas. Lietuvoje registruotų KIS (be AIF) VSK 2009–2013 m.....	265
25 priedas. KIS (be AIF) ir užsienio KIS, platinamų Lietuvoje, 2013 m. III ketv. duomenų palyginimas .....	265

## SANTRUMPŲ SĄRAŠAS

AIF	Alternatyvaus investavimo fondai
ARDC	American Research and Development Corporation
BVP	Bendrasis vidaus produktas
CR	Koncentracijos koeficientas
ECB	Europos Centrinis Bankas
EFAMA	Europos fondų ir turto valdymo asociacija
EK	Europos Komisija
ES	Europos Sąjunga
FMĮ	Finansų maklerio įmonė
GA	Grynieji aktyvai
HHI	Herfindahl-Hirschman indeksas
IF	Investicinis fondas
IIKISĮ	Informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas
JAV	Jungtinės Amerikos Valstijos
KISĮ	Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas
KNT	Komercinis nekilnojamasis turtas
LLBFFI	Lords LB Baltic Fund I
LLBPEFI	Lords LB Private Equity Fund I
Lt	Litas
m <sup>2</sup>	Kvadratinis metras
NT	Nekilnojamasis turtas
NTF	Nekilnojamojo turto fondas
PB	Pasaulio bankas
PF	Pensijų fondas
PIKISĮ	Profesionaliesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas
PKF	Privataus kapitalo fondas
RDF	Rizikos draudimo fondas
REIT	Nekilnojamojo turto investicijų trestas
RKF	Rizikos kapitalo fondas
s.d.	Skalė dešinėje
TVF	Tarptautinis valiutos fondas
VP	Vertybiniai popieriai
VVP	Vyriausybės vertybiniai popieriai

## ĮVADAS

Dėl alternatyvaus investavimo fondų (toliau – AIF) uždarmo, menko reguliavimo ir informacijos sklaidos, vis dar jaučiamas tyrimų, susijusių su darbe nagrinėjama tematika, stygius. Vis dėlto mokslinių tyrimų, susijusių su AIF, pastaraisiais metais daugėja, kadangi AIF įgyja vis didesnę svarbą, jų valdomas kapitalas sudaro vis didesnę dalį bendrame investicijų sraute. Remiantis Finansų planavimo asociacijos (angl. Financial Planning Association) (Schulaka, 2011) atlikta apklausa, aiški tendencija, jog alternatyvios investicijos pasauliniu mastu įgauna vis didesnę dalį bendrose investicijose, investuotojai noriai jomis naudojami, siekdami išnaudoti tokių investicijų menką koreliaciją su įprastiniais investavimo instrumentais (akcijomis, obligacijomis) ir taip sumažinti bendrą portfelio svyravimą. Tai tapo ypač aktualu pastaraisiais metais, finansų rinkoms patiriant nuolatinį spaudimą ir įtampą, bei pasaulio ekonomikoms susiduriant su krizėmis. Yra nemaža tyrimų, kuriuose tiriamas atskirų AIF tipų poveikis ekonomikai: Rankin B. (1999), Hedge Funds... (1999), Stulz R. M. (2007) darbuose aptariama rizikos draudimo fondų (toliau – RDF) įtaka ekonomikai, privataus kapitalo fondų (toliau – PKF) įtaka ekonomikai nagrinėjama Venture Impact... (2007), Phalippou L., Zollo M. (2009), Metrick A., Yasuda A. (2008) darbuose, o nekilnojamojo turto fondų (toliau – NTF) vertinimų galima rasti Bednarczyk T. P. (2002), Bivainis J., Volodzkienė L. (2008), Galinienė B., Bumelytė J. (2008) darbuose. Atskirų AIF tipų vertinimų ir veiklos nagrinėjimų mokslinėje literatūroje nuolat daugėja, tačiau nėra darbų, kuriuose kompleksiskai būtų vertinamas visas AIF sektorius.

Teigiama, jog AIF (tiksliau – RDF) galėjo prisidėti prie 2007 metais kilusios antrarūšių paskolų krizės, peraugusios į finansų ir ūkio krizes (Lutton, 2008<sup>1</sup>). Egzistuoja ir nuomonių (Kamal, 2013; Shadab, 2009) ginančių RDF nuo jiems metamų kaltinimų prisidėjus prie krizės sukėlimo, teigiant, kad RDF

---

<sup>1</sup> Šiame darbe susistemintai aptariamos daugelis žinomų finansinių sukrėtimų ir krizių, prie kurių prisidėjo rizikos draudimo fondai.

nedidino paskolomis padengtų VP paklausos ir nebuvo pirminiai investuotojai į tokius VP, o dalyvaudami šių priemonių rinkoje tik padidino jo stabilumą ir efektyvumą. Todėl ir naujos reguliavimo taisyklės, kurių reikalingumas grindžiamas siekiu suvaldyti negatyvią RDF veiklą, nėra pagrįstos. Dalis autorių (Dixon et al., 2012) iš dalies pripažįsta tam tikrą neigiamą RDF vaidmenį formuojantis krizei, tačiau tuo pačiu reziumuojama, kad kitų rinkos dalyvių vaidmuo sukeliant krizę buvo ženkliai svarbesnis. Dėl prieštaringo RDF ir kitų AIF rūšių veiklos vertinimo itin svarbu ir aktualu tinkamai suprasti AIF veiklą, išanalizuoti jų galimą poveikį (ir teigiamą, ir neigiamą) ekonomikai. Tik tinkamai įvertinus šių fondų poveikį ekonomikai, galima argumentuotai imtis priemonių siekiant stiprinti jų reguliavimą.

Nagrinėjama tema yra aktuali, kadangi AIF Lietuvos investuotojams yra pakankamai naujos investicinės priemonės, išplečiančios investavimo kryptių pasirinkimo galimybes, todėl svarbu tinkamai jas suprasti, įvertinti jų keliamus pavojus bei teikiamas galimybes. AIF reguliuojami menkai ir nenoriai atskleidžia savo veiklos rezultatus, dažnai šie fondai net nėra įstatymiškai įpareigoti to daryti.

AIF raidos ir veiklos tyrimai itin svarbūs ir aktualūs, nes tai visiškai nauja Lietuvos finansų sistemos vystymosi kryptis, kuri dėl itin menko ištyrimo laipsnio reikalauja daug dėmesio. Atliekami tyrimai leidžia išvelgti naujus dėsningumus ir vertinti AIF ateities perspektyvas per šiai rinkai pritaikytą požiūrio tašką. Taip pat tai sukuria prielaidas kokybiškesniam AIF įtakos ekonomikai tyrimui ir sukuria pagrindą tolimesniems darbams. Ilgėjant AIF veiklos laikotarpiui, kartu gali išaiškėti ir iki šiol neįžvelgtos veiklos tendencijos, kurios leis patobulinti naudojamus tyrimo metodus ir gauti objektyvesnius rezultatus.

Šis darbas aktualus ir dėl nagrinėjamos teisinės aplinkos Lietuvoje alternatyvaus investavimo fondų požiūriu. Nuo 2008 m. kovo 1 d. įsigaliojo Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas (toliau – KISĮ), kuris sudarė sąlygas Lietuvoje steigti alternatyvaus investavimo fondus. Nors duomenys rodo, kad ne visi mėginimai plėtoti AIF veiklą Lietuvoje yra sėkmingi, tačiau

svarbu ir aktualu išanalizuoti jų plėtros Lietuvoje galimybes, remiantis naujausiais teisės aktais. Dėl santykinai neseniai įsigaliojusio ir vis atnaujinamo įstatymo, reguliuojančio AIF, šių fondų veiklos Lietuvoje tema dar yra nauja ir nepakankamai išnagrinėta. Reguliavimo klausimas svarbus ir tuo, jog investuotojai, ypač instituciniai, labiau pasitiki reguliuojamais AIF, todėl svarbu nuolat tobulinti alternatyvių investicijų reguliavimą, siekiant apsaugoti visas suinteresuotas puses.

**Tyrimo objektas** – nagrinėjami AIF, registruoti Lietuvos Respublikoje ir veikiantys pagal KISĮ. Nėra nagrinėjami AIF, kurie vykdo veiklą Lietuvoje, tačiau jų įsteigimo vieta yra ne Lietuvos Respublika. Lietuvoje registruotiems AIF taikomi bendrą ES politiką alternatyvių investicijų atžvilgiu atitinkantys vietiniai teisės aktai, bent minimaliu lygmeniu vykdoma jų veiklos priežiūra, jiems taikomi standartizuoti investavimo ir portfelio struktūros apribojimai. Užsienio valstybėse įsteigti specialieji kolektyvinio investavimo subjektai (tarp jų patenka ir AIF), viešai savo investicinių vienetų ar akcijų Lietuvoje platinti neturi teisės, kadangi jiems nėra numatyta galimybė atlikti notifikavimo<sup>2</sup> procedūras. Užsienyje registruotuose AIF, Lietuvos investuotojai gali dalyvauti tarpininkaujant įmonėms, turinčioms teisę teikti investicines paslaugas (finansų maklerio įmonės ir kredito įstaigos). Vis dėlto užsienyje registruotiems AIF nėra apribojimų investuoti į Lietuvos rinką ir bet kuris fondas gali atlikti tokius veiksmus, neprivalėdamas registruoti savo veiklos Lietuvoje. Tokiais atvejais labai sudėtinga arba net neįmanoma identifikuoti tokių AIF kaip atskirų vienetų ir atitinkamai nagrinėti jų veiklą. Dėl šių priežasčių yra apsiribojama tik AIF, kurie yra registruoti Lietuvoje ir yra reguliuojami KISĮ.

Fondai, investuojantys į kitus kolektyvinio investavimo subjektus (toliau – KIS) (arba fondų fondai), nėra įtraukiami į tyrimo objektą, kadangi tokio tipo fondai menkai atitinka AIF keliamus reikalavimus. Fondų fondai dažniausiai tėra tik kapitalo teikėjai AIF ir nedalyvauja vykdydami tiesiogines

---

<sup>2</sup> Notifikavimo procedūros (išduodant KIS pasą (angl. *UCITS passport*)) taikomos tik suderintiems KIS, kurių investiciniai vienetai ar akcijos gali būti platinami kitose ES narėse.

investicijas į objektus, į kuriuos investuoja AIF. Verta paminėti, kad nagrinėjamu metu ši pasirinkimo galimybė Lietuvos atveju yra apibūdinama labiau teoriniu lygmeniu, kadangi nors ir yra įsteigti du fondų fondai, tačiau remiantis jų prospektais, šie fondai neinvestuoja į AIF, be to tokio tipo fondams taikomi griežtesni veiklos reikalavimai, nei kad AIF.

### **Mokslinė problema**

AIF negali būti traktuojami vien tik kaip įprastiniai fondai ir prilyginami jiems. AIF veikia ne kaip įprasti fondai, daugeliu atvejų jų veikla siejasi su realiuoju sektoriumi, todėl ir jų įtaka gali būti juntama ne tik finansų rinkoms, bet ir realiajam sektoriui. Tokiu būdu AIF gali greičiau ir didesne apimtimi paveikti šalies ekonomiką. Dėl suteikiamų diversifikacijos ir geresnės išteklių alokacijos galimybių, taip pat dėl galimybės dalyvauti rinkose, kuriose pavienis investuotojas galėtų dalyvauti tik su ženkliai didesnėmis išlaidomis, AIF gali pasiekti dideles apimtis. Taip pat AIF, vykdydami veiklą ir siekdami kuo didesnės nepriklausomybės nuo bendros situacijos rinkose ar norėdami pasiekti didesnį pelningumo lygį, gali pasitelkti naujausias finansų inžinerijos priemones, kurių privalumai ir ypač trūkumai, dar gali būti ne iki galo suprantami, tiek pačių jų naudotojų, tiek ir priežiūros institucijų. Visa tai lemia būtinybę kreipti didesnę dėmesį į AIF veiklą ir vertinti juos ne tik kaip investicinius fondus (toliau – IF), analizuojant jų pelningumą ar kitus investicinius rodiklius, bet ir tirti jų atliekamų investicinių veiksmų tiesioginę ar netiesioginę įtaką realiajam sektoriui bei finansų rinkai.

Iš AIF veiklos kylančios problemos itin aktualios Lietuvos atveju. AIF vis dar yra finansinė naujovė Lietuvoje, todėl šių fondų teikiamos naudos ir potencialiai keliamų grėsmių balansas gali būti įvertintas nepakankamai tiksliai ir AIF gali būti skiriamas nepakankamas priežiūros institucijų dėmesys ar taikomi pernelyg supaprastinti veiklos apribojimai. Tai gali lemti augančią riziką, susijusią su AIF vykdomais investiciniais veiksmais, tikimybę.

Su iš AIF veiklos kylančiomis problemomis susijęs ir disertacijos **tikslas** – Lietuvoje registruotų AIF įtakos ekonomikai ištyrimas, atskleidžiant

veiksnius, kuriems įtaką daro skirtingų rūšių AIF, ir nustatant AIF poveikį šių veiksmų kitimui, kartu vertinant kompleksinę AIF įtaką finansų sistemai.

Tikslui pasiekti formuluojami tokie **uždaviniai**:

1. Apibrėžti alternatyvių investicijų grupes ir išskirti fondus, priklausančius AIF, pagrindžiant tokį skirstymą ir išskiriant AIF charakterizuojančius požymius;

2. Išanalizuoti atskiras AIF rūšis, išsamiai aptarti jų pobūdį, veiklos ypatybes bei ištirti AIF raidą ir vystymosi tendencijas;

3. Išanalizuoti su AIF susijusius teisėkūros procesus, ištirti teisės aktų raidą pastaraisiais metais bei planuojamus ir įvykdytus pakeitimus ES teisinėje sistemoje, tiriant teisės aktų poveikį AIF veiklai Lietuvoje;

4. Teoriniu lygmeniu išanalizuoti AIF daromą įtaką ekonomikai ir išskirti pagrindinius poveikio perdavimo ekonomikai būdus ir kanalus;

5. Išsamiai išanalizuoti AIF steigimąsi Lietuvoje, įvertinti jų raidos tendencijas ir pagrindinius veiklą apibūdinančius rodiklius bei pateikti prognozuojamą AIF, registruotą Lietuvoje, vystymosi scenarijų artimiausiam laikotarpiui;

6. Išskirti konkrečius veiksmus, kuriems įtaką turi atskiros AIF rūšys, ir kuriuos analizuojant būtų vertinama AIF įtaka Lietuvos ekonomikai;

7. Atlikti bendrą AIF, registruotą Lietuvoje, galimybių paveikti Lietuvos ekonomiką tyrimą, analizuojant fondų veiklos ir kitus išvestinius rodiklius;

8. Atlikti atskirų AIF rūšių poveikio ekonomikai galimybių analizę, išskiriant tiesioginį ir netiesioginį poveikio būdus;

9. Atsižvelgiant į turimų duomenų ribotumą, parinkti atskiroms AIF rūšims tinkamiausius tyrimo metodus ir sudaryti modelius ar pasiūlyti tyrimo būdus, vertinančius AIF poveikį pasirinktiems kintamiesiems.

### **Tyrimo apribojimai ir duomenų prieinamumas**

Duomenų problema kyla iš pačios AIF veiklos esmės – neprivalėdami atskleisti didelės dalies su veikla susijusios informacijos, fondai tokios informacijos savanoriškai dažniausiai ir neteikia. Informacija atskleidžiama ir

su ja gali laisvai susipažinti stambūs ar instituciniai investuotojai, kurie parodo susidomėjimą ir norą dalyvauti fondo veikloje, o pavieniams smulkiesiems investuotojams ir visuomenei ši informacija nėra prieinama. Pastaruoju metu tendencijos gerėja skaidrumo link, ypač tam pasitarnavo vykusį pasaulinę finansų ir ekonomikos krizę, todėl AIF, norėdami ir toliau vykdyti savo veiklą, yra priversti labiau atsiverti. Vis dėlto šie procesai dar tik vyksta, be to neverta tikėtis, kad AIF taps tokie patys atskaitingi kaip ir įprasti fondai, todėl vis dar didelė dalis duomenų, susijusių su AIF veikla yra sunkiai arba visiškai neprieinami. Dauguma kokybiškų užsienio duomenų bazių yra komercinės ir neteikia informacijos moksliniais tikslais, be to akivaizdus ir tokių duomenų bazių fragmentiškumas, kadangi nėra aprėpiama visa rinka, į duomenų bazes patenka tik fondai, kurie jose užsiregistravę, tai taip pat susiję su fondų politika ir noru pritraukti investuotojus.

Dėl riboto duomenų prieinamumo ir jų įvairovės, disertacijoje pateikiami paveikslai ir lentelės bei juose analizuojamas laikotarpis yra skirtingas. Nagrinėjant globalios AIF rinkos raidą, tendencijas ir kitus klausimus, pateikiami duomenys apimantys laikotarpį iki 2012 m. pabaigos, kadangi apibendrinti ir patikimi 2013 m. globalios rinkos duomenys dar nėra paskelbti.

Teikiant su Lietuvos rinka ir joje registruotų AIF veikla susijusius apibendrintus duomenis pateikiama vėliausio prieinamo ketvirčio, t.y. 2013 m. III ketvirčio informacija. Dėl santykinai trumpo AIF veiklos Lietuvoje laikotarpio, imties praplėtimas ir papildomo laikotarpio įtraukimas padeda padidinti rezultatų patikimumą ir geriau nustatyti kitimo tendencijas.

### **Tyrimo metodai**

Teorinėje disertacijos dalyje, analizuojant su AIF susijusius reiškinius, daugiausia naudojama mokslinės literatūros, statistinių duomenų, lyginamoji ir loginė analizė, apibendrinimo metodai. Atliekant Lietuvoje registruotų AIF įtakos ekonomikai tyrimą, kaip pagrindinis tyrimo metodas naudojamas koreliacinė – regresinė analizė. Duomenys apdorojami ir regresiniai modeliai sudaromi pasitelkiant statistinį paketą GRETL. Vis dėlto tyrimo metodų



pasirinkimą apriboja duomenų prieinamumas ir imties dydis, todėl analitinėje dalyje naudojami ir papildantys tyrimo metodai, tokie kaip statistinių duomenų ir lyginamoji analizė.

### **Mokslinis naujumas ir praktinis reikšmingumas**

Dėl sąlyginai neseno AIF įteisinimo Lietuvoje, ir su tuo susijusio menko AIF veiklos Lietuvoje ištyrimo laipsnio, didžioji dalis analizės pasižymi naujumu ir daugeliu atvejų yra pirmasis žvilgsnis į šios rinkos veiklą ir vystymąsi Lietuvoje. Disertacijoje išsamiai aptartas AIF steigimasis ir raida Lietuvoje, išskirtos konkrečios AIF raidos fazės. Tai leidžia įvertinti dabartinę situaciją AIF rinkoje, prognozuoti ir vertinti ateities perspektyvas. Taip pat atlikta pirmoji mokslinė bendros AIF rinkos Lietuvoje analizė, aptarta šių fondų vieta ir reikšmė finansų sistemoje ir IF rinkoje. Įvertinta ir iširta bendra AIF rinka Lietuvoje, analizuojant AIF ir kitų investicinių fondų koncentraciją, tarpusavio susietumą ir kitus svarbius, rinką apibūdinančius požymius.

Disertacija pasižymi naujumu ir tuo, kad joje išsamiai aptartas teisinis AIF reguliavimas Lietuvoje, jo kitimas ir įtaka fondų steigimuisi. Susisteminta informacija, susijusi su AIF reguliavimu Lietuvoje ir jo pasikeitimais, susietas ES lygiu taikomas AIF reguliavimas su reguliavimo pokyčiais Lietuvoje.

Dėl didelės atskirų AIF rūšių įvairovės, kitų autorių tyrimai yra fragmentuoti ir dažnai pritaikyti konkrečiai fondų rūšiai ar problemai spręsti. Dėl šios priežasties atliktas tyrimo būdų, užsienio ir Lietuvos autorių naudojamų tirti AIF veiklos įtakai, apibendrinimas ir susistemimas taip pat turi naujumo požymių.

Išnagrinėjus kitų autorių naudojamas tyrimo metodikas ir įvertinant bei sprendžiant tyrimo duomenų ribotumo problemą, buvo sudaryti AIF, registruotų Lietuvoje, įtakos konkrečioms Lietuvos ekonomikos sektoriams vertinimo modeliai arba pasiūlyti tinkamiausi metodai, kuriais būtų galima tirti AIF poveikį šalies ekonomikos sektoriams ar tam tikriems apibrėžtiems kintamiesiems. Sudarytų modelių ir tyrimo instrumentų praktinė nauda pasireiškia tuo, kad kiti Lietuvos ar užsienio autoriai galės pasitelkti aprašytus modelius ir metodus ateityje tiriant Lietuvos AIF veiklą. Kadangi tai yra

pirmieji modeliai, tiriantys AIF įtaką Lietuvos ekonomikai, atsirandant naujiems duomenims, sudaryti modeliai galės būti atspirties tašku, tobulinant šios krypties tyrimus Lietuvoje.

Bendru atveju atliktų tyrimų praktinė nauda pasireiškia ir tuo, kad Lietuvos AIF dar nebuvo išsamiai ir kompleksiškai tirta. Atlikti tyrimai suteikia duomenų apie AIF rinkos Lietuvoje atsiradimą, vystymąsi ir galimus plėtros scenarijus. Tai leidžia turėti geresnį kontekstą priimant su fondų priežiūra susijusius sprendimus bei leidžia įvertinti jau priimtų sprendimų reikalingumą ir efektyvumą.

Disertacijos praktinė nauda galėtų pasireikšti ir potencialiems investuotojams į AIF, kadangi jie galėtų geriau susipažinti su tokių fondų veikla ir galimais rezultatais ir tinkamai įvertinti prisiimamą riziką. Kartu tai prisidėtų ir prie investuotojų švietimo gerinimo Lietuvoje.

### **Temos (mokslinės problemos) ištyrimo lygis**

Pirmieji AIF pradėjo kurtis daugiau nei prieš 60 metų, todėl egzistuoja nemenka mokslinės literatūros, nagrinėjančios šių fondų raidą ir veiklą, įvairovė. Pastaraisiais dešimtmečiais AIF veikla suintensyvėjo ir tapo įvairesnė, labiau struktūrizuota, tai lėmė ir išaugusį tyrėjų dėmesį šiai sričiai, o dalis darbų skiriama konkrečių AIF rūšių raidos istorinei analizei ir atsiradimo ištakoms tyrinėti. Ackerman C. et al., (1999), Ineichen A. M. (2002), Stulz R. M. (2007), Becker B., Doherty-Minicozzi C. (2000) darbuose nagrinėjama RDF raida, Metrick A. Yasuda A. (2008), Jenkinson T. (2008), Harris R. S., Jenkinson T., Kaplan S. N. (2013) tiria PKF vystymąsi, o Feng Z., Price S. M., Sirmans C. F. (2011), Eichholtz P., Kok N. (2007) darbuose koncentruojamasi į NTF.

Vis dėlto galima pastebėti, kad moksliniai darbai, susiję su AIF, yra labai konkretaus pobūdžio ir nagrinėjamos tam tikros siauros AIF veiklos sferos, yra labai nedaug darbų, išsamiai aptariančių bendrą AIF rinką ar bent jau tam tikrus jos sektorius. Dažniausiai analizuojama viena pasirinkta AIF rūšis ar rūšies tipas, tiriamas konkretus su fondo veikla susijęs įvykis. Nemaža dalis tyrimų susiję su AIF veiklos nagrinėjimu iš pelningumo perspektyvos, kai

tiriama ekonomikos kintamųjų ar kitų išorės veiksnių įtaka AIF pelningumui. Kadangi šie klausimai nėra susiję su disertacijos tema, išsamiau jie nėra aptariami.

Atskiri RDF atliekamų veiksmų vertinimai ekonomikai sutinkami Rankin B. (1999) darbe, kuriame analizuojama RDF veiklos įtaka vienos šalies (Australijos) finansų rinkai. Garbaravičiaus T., Dierick F. (2005), Burg I., Rasmussen P. N. (2007) darbuose teoriniu lygiu aptariama RDF veiklos įtaka finansų sistemai ir jos stabilumui, atliekama statistinių duomenų analizė. Taip pat dažnai tiriamas tam tikras reikšmingas įvykis (finansų krizė, likvidumo krizė ar pan.) ir RDF vaidmuo jame, charakteringi tokių tyrimų pavyzdžiai galėtų būti Hedge Funds... (1999), Shadab H. B. (2009), Dixon et al., (2012), Aragon G. O., Strahan P. E. (2011) darbai. Pastaruoju metu nemažas dėmesys skiriamas ir AIF, ypač RDF reguliavimo pasikeitimams, kuriuos lėmė 2008 m. prasidėjusi finansų ir ekonomikos krizė. Reguliavimo pasikeitimus, jų svarbą, reikalingumą ir įtaką RDF nagrinėjo Kamal S. (2012), Lutton D. (2008), Nabilou H. (2013), Oppold J. R. (2008), Wymmersch E. (2010).

Moksliniai darbai, analizuojantys PKF, taip pat labai įvairuoja pagal nagrinėjamas sritis ir gali būti suskirstyti į grupes pagal tyrimų atlikimo kryptis. Viena iš tyrimo krypčių yra susijusi su PKF veiklos analize tam tikros šalies ar regiono rėmuose (Amit et al., 1998; Alemany, Martí, 2005; Chemla, 2005; Beer, Nhleko, 2009; Cumming Johan, 2013), kai nagrinėjama PKF įtaka šalies ekonomikai per įmonių, kurios gavo PKF finansavimą veiklos rodiklius. Galima išskirti ir kitą tyrimų kryptį, kai analizuojama tik tam tikros PKF rūšies veikla (Kaplan S. N., Strömberg P. (2008) tiria vieną iš PKF rūšių – išpirkimo kapitalo fondus, Megginson W. L. (2004) analizuoja rizikos kapitalo fondų veiklą) arba nagrinėjamas tam tikras konkretus klausimas (Olsson M., Tag J. (2013) tiria išpirkimo kapitalo fondų įtaka užimtumui, Hotchkiss E. S. et al. (2014) analizuoja PKF veiklos sąsajas su įtampa finansų rinkose, Axelson U. et al (2008) nagrinėja PKF finansines struktūras). Galima pastebėti, kad užsienio autorių darbuose tyrimų kryptys ne visuomet būna išgrynintos ir apibrėžtos

kaip pateikta aukščiau, dažnai jos būna persipynusios tarpusavyje ir nagrinėjama tam tikra siauro pobūdžio problema.

Dėl egzistuojančio NTF klasifikavimo neaiškumo ir neapibrėžtumo, moksliniai darbai šia tema yra labai fragmentuoti ir ypač NTF atveju pasireiškia apibendrintos NTF rinkos tyrimų trūkumas. Autoriai koncentruojasi į temų, kurios yra aktualiausios jų rezidavimo šaliai nagrinėjimą – kaip pavyzdys galėtų būti pateiktas Vokietijos atvejis. Vokietijoje itin populiaru viena iš NTF rūšių – REIT, o tokių fondų veikla plačiai nagrinėjama šios šalies mokslininkų (Bednarczyk, 2002; Steffen, Marcel, 2006). Taip pat matoma tendencija, kad dauguma tyrimų susiję būtent su REIT veikla ir jų tyrimu - Eichholtz P., Kok N. (2007) nagrinėjo REIT kūrimąsi, veiklą ir reguliavimą ES lygmeniu, Brady P. J., Conlin M. E. (2004) tyrė REIT įtaką NT objektų pelningumui ir NT rinkai, Cannon S. E., Cole R. A. (2010) analizavo REIT likvidumo pokyčius. Mažesnioji užsienio autorių darbų dalis skirta likusių NTF rūšių analizei. Suarez J. L., Vassallo A. (2005) darbe lyginamos įvairios NTF rūšys, analizuojamas jų kūrimasis ir įtaka NT rinkoms, Matysiak, G. A., Fuerst F. (2011) analizavo nelistinguojamus NTF, jų charakteristikas ir plėtrą.

Papildomai šalia mokslinių darbų egzistuoja ir nemaža aukštos kokybės specializuotų tyrimų, kuriuos atlieka privačios organizacijos ar tyrimo centrai. Šie darbai (pvz. Assesing..., 2012; Venture..., 2007, 2011 ir pan.) skirti patenkinti potencialių ar esamų investuotojų, fondų valdytojų ar kitų vartotojų pirminių duomenų apie AIF poreikius, taip pat tokio pobūdžio tyrimuose pateikiami ir atskirų AIF rūšių statistiniai duomenis bei palyginamoji ir santykinė rodiklių analizė. Tyrimuose pateikiami duomenys leidžia įvertinti agreguotas skirtingų AIF rūšių investicijų apimtis ir kompleksiškai vertinti AIF raidą ir veiklos perspektyvas.

Nors mokslinių darbų, nagrinėjančių tam tikrus konkrečius su AIF susijusius klausimus yra pakankamai, akivaizdžiai jaučiamas darbų, pateikiančių apibendrinantį ir platesnį požiūrį į nagrinėjamas problemas, trūkumas. Tai galima sieti ir su plačiomis AIF veiklos apimtimis, rūšių įvairove ir komplikuotu duomenų prieinamumu, kai tampa sudėtinga ar net

neįmanoma globaliu ar net ir vienos šalies mastu pateikti apibendrintą AIF veiklos ir poveikio ekonomikai tyrimą.

Lietuvos atveju minėti apribojimai yra kiek mažesni, tačiau dėl temos naujumo taip pat vis dar yra itin mažai mokslinių tyrimų, analizuojančių AIF veiklą. Galima teigti, kad pradinį ir lietuviškoje literatūroje vieną iš pirmųjų supažindinimų su AIF pateikia Kancerevyčius G. (2009) savo knygoje „Finansai ir investicijos“, kurioje pakankamai išsamiai pateikiama RDF raidos istorija, apibrėžimai ir kitos charakteristikos. Kadangi Lietuvoje AIF įteisinti tik 2008 m. pabaigoje, knygoje nėra kalbama apie AIF Lietuvoje. Taip pat galima pastebėti, kad šio autoriaus naudojamos sąvokos ir siūlomi apibrėžimai nagrinėjamu metu jau yra pasikeitusios, o pakeitimai gana plačiai priimti – RDF sąvoka jau yra priimta ir dažnai naudojama visuomenėje, sutapatinant tokio pavadinimo fondus su anglų kalbos atitikmeniu „hedge fund“. Taip pat dažniausiai RDF jau nėra sutapatinami su alternatyvaus investavimo fondais, t.y. tapo priimta, kad į AIF sąvoką patenka keletas rūšių fondai, ne vien tik RDF. Kancerevyčius G. (2009) pateikia informacijos ir apie NTF veiklą, tačiau NTF traktuojami tik kaip nekilnojamojo turto investiciniai trestai (angl. REIT), nors REIT turi būti traktuojami kaip NTF porūšis. Jasienė M., Laurinavičius An. (2008) taip pat teoriniu lygmeniu nagrinėja AIF (konkrečiai – RDF ir dalies PKF) reguliavimą ir įtaką ekonomikos plėtrai.

Lietuvos autoriai išsamiau nagrinėja vieną iš AIF rūšių – NTF, kiek mažiau dėmesio yra skirta PKF, o RDF veikla Lietuvoje apskritai nebuvo nagrinėta. Egzistuoja nemažai Lietuvos autorių tyrimų ir straipsnių, susijusių su IF ir jų veikla būtent Lietuvoje, tačiau pasigendama AIF nagrinėjimo. Laurinavičius Al., Bikas E. (2009) aptaria NT panaudojimą portfelio formavime, tačiau šių autorių darbe NT investicijas atstoja NT kainų indeksai, o ne NTF. Tik keletas autorių (Galinienė, Bumelytė 2007, 2008, 2011; Bivainis, Volodzkienė, 2008) tiesiogiai nagrinėjo NTF ar su jais susijusias investicijas. Išsamiausiai NTF veiklą Lietuvoje nagrinėję autoriai yra Galinienė B. ir Bumelytė J. Šių autorių straipsniuose koncentruojamasi tik į NTF tiek tarptautiniu, tiek ir Lietuvos lygmeniu. Vis dėlto, atsižvelgiant į minėtų autorių

analizės laikotarpį, darbuose daugiausia dėmesio skiriama teisinei bazei ir jos pokyčiams, NTF klasifikacijai ir jų vietai investicinių fondų įvairovėje, o NTF veiklos analizei skiriamas mažesnis dėmesys, kadangi NTF dar tik buvo pradėję vykdyti savo veiklą.

Kitų AIF rūšių – PKF ir RDF veikla Lietuvoje yra tiriama dar mažiau. PKF Lietuvoje yra tyrę keletas autorių (Laurinavičius An. 2012; Laurinavičius An., Laurinavičius Al., 2011; Jurevičienė, Martinkutė, 2013), tačiau galima pastebėti, kad šių autorių darbuose pasirinkta analizuoti tik vieną iš PKF atmainų – rizikos kapitalo fondus (angl. *venture capital funds*, toliau – RKF), o išsamios ir plačios bendros PKF, veikiančių Lietuvoje, analizės nėra. Paramos iš valstybinio sektoriaus pagrindu veikiantys RKF sėkmingai veikia ir investuoja, todėl susilaukia ir tyrėjų dėmesio, tačiau analizuojami RKF nėra KIS, tai yra kitokio tipo fondai, kurie nėra Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo reguliavimo objektai. Galima manyti, kad tokia situacija susidarė ne dėl temos nepatrauklumo, bet dėl PKF investicinės veiklos Lietuvoje nepastovumo ir trumpalaikiškumo bei su tuo susijusio mažo duomenų kiekio. PKF nėra paklausūs tarp investuotojų ir valdymo įmonės neskuba jų steigti, daugumą laikotarpių PKF veiklos nevykdė ar iš viso tokie fondai nebuvo registruoti, nors AIF įteisinimo pradžioje šio tipo AIF buvo dominuojantys.

Priešingai nei stebimos pasaulinės tendencijos, Lietuvoje RDF analizei nėra skiriama pakankamai dėmesio ir mokslinės literatūros, kuri tirtų RDF ir jų veiklą Lietuvoje, nebuvo aptikta. Nors tam tikri Lietuvos autoriai, bendraja prasme kalba apie RDF ir jų veiklą pasauliniu mastu (pvz. Kancerevyčius, 2009; Garbaravičius, 2007; Jasienė, Laurinavičius An., 2008), tačiau apie RDF, registruotų Lietuvoje, veiklą nėra kalbama jokiuose darbuose (išskyrus tuos atvejus, kai nagrinėjant bendrą KIS rinką, pateikiami ir RDF valdomo turto ar juose dalyvaujančių investuotojų skaičiaus duomenys). RDF nagrinėjamu metu yra uždariausi ir menkai atskleidžia veiklos duomenis, todėl tai taip pat galėjo nulemti mokslinių tyrimų nebuvimą.

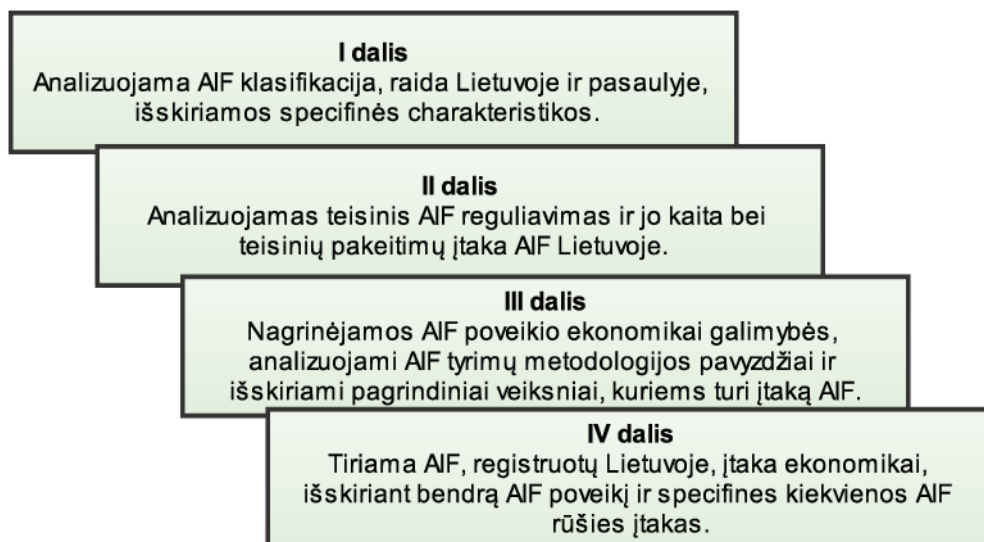
Tampa aišku, kad dėl objektyvių priežasčių (duomenų trūkumas, trumpa ir nepastovi veiklos istorija, fondų uždarumas) ne tik NTF, kurie yra

daugiausiai tiriami, bet ir PKF bei RDF veiksmai Lietuvoje dar nėra ištirti pakankamai ir egzistuoja gilesnės analizės poreikis. Taip pat dauguma vykdytų tyrimų nagrinėjo pačią pirmąją AIF veiklos Lietuvoje fazę, kai rinka dar tik formavosi, todėl būtina atnaujinti turimas žinias, kadangi AIF rinka Lietuvoje yra dar pakankamai nauja, sparčiai vystosi ir keičiasi.

Lietuvos autoriai yra tyrę IF rinką, tačiau vis dar nėra pakankamai dėmesio skiriama AIF. Iš dalies tai suprantama ir pateisinama, kadangi AIF Lietuvoje tapo teisėti santykiniai neseniai, todėl dar nėra sudaryta patikima jų veiklos duomenų bazė, dar tik prasideda nuoseklios AIF investicijos, formuojasi rinka ir aiškumas joje. Taip pat aiški tendencija, kad Lietuvos autoriai, kaip ir dauguma užsienio autorių, koncentruojasi į tam tikrą AIF rūšį, nėra nagrinėjama AIF rinka bendrame kontekste. Tais atvejais, kai paliečiama ir bendros AIF rinkos Lietuvoje tema (Žvirblis, Rimkevičiūtė, 2012; Jokšienė, Žvirblis, 2011; Plakys, 2010), nėra pateikiama išsamesnės AIF, kaip atskiro vieneto, analizės ar aptarimo. Autoriai nagrinėja bendrą fondų klasifikaciją, kitas temas, susijusias su fondų veiklai ir jų veiklos rezultatui įtaką darančiais veiksniais ir apsiribojama tik AIF, kaip neatskiriamos visų KIS rinkos dalies, nagrinėjimu. AIF nenagrinėjama kaip potencialus atskiras sektorius arba tam tikrais atvejais labiau domimasi teisine AIF reguliavimo puse (pvz., Gedeikis, 2006). Lietuvos atveju tai gali būti nulemta rinkos proporcijų – NTF dominuoja AIF rinkoje (pradiniu AIF veiklos etapu dominuojanti rūšis buvo PKF) ir turi ilgiausią veiklos duomenų eilutę, todėl ir darbų, susijusių su NTF, yra daugiausia.

### **Darbo struktūra**

Disertaciją sudaro 4 dalys, jos struktūrą ir turinį atskleidžia 1 paveikslas.



**1 pav.** Disertacijos struktūra  
Šaltinis: sudaryta autoriaus

Pirmoje dalyje, analizuojant AIF raidą pasauliniu ir Lietuvos mastu, nagrinėjama AIF klasifikacija, konkreitiems fondams būdingos charakteristikos. Tiriant įvairias su AIF susijusias charakteristikas, išsamiai analizuojamas AIF atsiradimo Lietuvoje momentas ir tolesnis šių fondų vystymasis. Iš pradžių analizuojamas apibendrintas AIF rinkos vystymasis, vėliau pereinama ir prie konkrečių AIF rūšių, registruotų Lietuvoje, nagrinėjimo. AIF, registruotų Lietuvoje, veikla palyginama bendros IF rinkos Lietuvoje kontekste, taip pat atliekamas palyginimas ir su užsienio šalies (Estijos) AIF rinka, ieškoma vystymosi panašumų ir skirtumų. Remiantis nustatytais AIF veiklos Lietuvoje tendencijomis, išskiriami AIF raidos etapai Lietuvos rinkoje.

Antroje disertacijos dalyje dėmesys koncentruojamas į teisinį AIF reguliavimą. Dėl pastaruoju metu besikeičiančio ir griežtėjančio AIF reguliavimo, šioms tendencijoms skiriamas deramas dėmesys ir šio klausimo aptarimui skirta atskira disertacijos dalis. AIF reguliavimo tendencijos aptariamos tarptautiniu mastu, taip pat analizuojama ir teisės aktų, susijusių su AIF veikla, plėtojimas Lietuvoje, teisiniai pakeitimai susiejami su AIF veiklos Lietuvos rinkoje tendencijomis.

Trečioje disertacijos dalyje analizuojamos teorinės AIF poveikio ekonomikai galimybės. Atsižvelgiant į gautus rezultatus, poveikis skirstomas į teigiamą ir neigiamą. Didžioji mokslinių tyrimų dalis yra susijusi su galimai



neigiama AIF įtaka ekonomikai, todėl ir disertacijoje šiai sričiai yra skiriamas didesnis dėmesys. Aptariant neigiamą AIF poveikį ekonomikai išskirtinis dėmesys skiriamas RDF, šių fondų neigiamo poveikio galimybės skirstomos į smulkesnes grupes ir aptariamos pasitelkiant kitų mokslininkų tyrimus, taip pat pateikiant ir disertacijos autoriaus atliktus skaičiavimus.

Ketvirtoje disertacijos dalyje atliekamas AIF, registruotų Lietuvoje, veiklos įtakos ekonomikai tyrimas. Ši dalis glaudžiai siejasi su trečia dalimi, kadangi tyrimų atlikimo kryptis ir metodai yra nulemti trečioje dalyje nustatytų dėsningumų. Tyrimas skaidomas į dvi pagrindines dalis – bendras AIF rinkos poveikis Lietuvos ekonomikai ir atskirų AIF rūšių daroma įtaka.

Disertacijos pabaigoje, įvertinus atliktą darbą, pateikiamos išvados ir pasiūlymai.

#### ***Mokslinio tyrimo rezultatų aprobavimas ir sklaida***

Pagrindiniai mokslinio tyrimo teiginiai ir rezultatai paskelbti 6 mokslinėse publikacijose, skaityti du pranešimai disertacijos tematika tarptautinėse konferencijose.

#### **Mokslinių publikacijų sąrašas:**

1. Jarašius G., Jasienė M. (2010). Alternatyvaus investavimo fondai Lietuvoje. *Apskaitos, audito ir mokesčių aktualijos*, Nr. 21. p. 2.
2. Jarašius G. (2012). Alternative Investment Funds: Regulation, Characteristics and Development in Lithuania. *Ekonomika*, Nr. 91(1), p. 157–172.
3. Galinienė B., Jarašius G. (2012). Regulation and development of alternative investment funds in Lithuania. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*, Nr. 140, p. 37-40.
4. Jarašius G. (2013). Nekilnojamojo turto fondai kaip alternatyvių investicijų rūšis, jų ypatybės ir plėtra Lietuvoje. *Turto vertinimo teorijos ir praktikos apybraižos 2013: recenzuojamas elektroninis leidinys*, p. 21-30.

5. Galinienė B., Jarašius G. (2013). Development of Alternative Investment Funds and Their Impact on Lithuanian Economy. *Ekonomika*. 2013, t. 92, nr. 3, suppl. A: International Conference Economic Transformations and Business Prospects 2013: conference proceedings. p. 134-144.
6. Galinienė B., Jarašius G. (2014). Alternatyvaus investavimo fondų įtaka finansiniam stabilumui Lietuvoje. *Veršlas: teorija ir praktika*, Nr. 15(4).

**Skaityti pranešimai tarptautinėse konferencijose:**

1. Galinienė B., Jarašius G. Regulation and development of alternative investment funds in Lithuania. Pranešimas skaitytas tarptautinėje konferencijoje “The Global Chalanges for Economic Theory and Practice in Central and Eastern European Countries”. Kijevas, Kijevo nacionalinis Taraso Ševčenkos universitetas, 2012 11 11-12
2. Galinienė B., Jarašius G. Development of Alternative Investment Funds and Their Impact on Lithuanian Economy. Pranešimas skaitytas tarptautinėje konferencijoje “Economic Transformations and Business Prospects”. Vilnius, Vilniaus universitetas, 2013 09 26-27

## 1. ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDUŲ RAIDA

Investiciniai fondai šiuolaikiniame finansų pasaulyje yra plačiai paplitę, egzistuoja nemenka jų įvairovė ir investuotojai turi didelį pasirinkimą, siekdami savo investicinių tikslų. Nuolat vystantis ir tobulėjant finansų sistemoms ir didėjant investuotojų poreikiams, lygiagrečiai įprastiems fondams pradėjo kurtis ir plėstis AIF rinka. Nors AIF atsirado gerokai vėliau nei įprasti IF, ši fondų grupė užsitikrino vietą rinkoje ir tampa vis populiareesnė tarp investuotojų.

### 1.1. AIF klasifikacija ir jų charakteristikos

Pirmieji investiciniai fondai atsirado dar XVIII a. Olandijoje – 1774 m. olandas Abraham van Ketwich įsteigė pirmąjį fondą, pavadinimu *Eendragt Maakt Magt* (liet. „vienybė sukuria stiprybę“) (Rouwenhorst, 2004). Fondo pavadinimas gerai atspindi tokių subjektų steigimo esmę ir tikslą – net ir smulkūs individualūs investuotojai bendrai gali investuoti dideles sumas ir vykdyti aktyvią prekybą, jei tai daroma centralizuotai, surinkus daugelio investuotojų lėšas. Vis dėlto, kaip teigia Rouwenhorst K. G. (2004), pagrindinis pirmojo investicinio fondo tikslas buvo suteikti investuotojams galimybę pasiekti didesnę diversifikacijos efektą, kurio itin trūko po 1772 – 1773 m. Didžiojoje Britanijoje ir vėliau Olandijoje įvykusios finansų krizės.

Paskatinti pirmojo investicinio fondo sėkmės panašūs fondai pradėjo kurtis ir kitose šalyse. Chambers D., Esteves R. (2013) nurodo, kad 1868 m., t.y. praėjus beveik šimtmečiui nuo pirmojo fondo įsteigimo Olandijoje, Didžiojoje Britanijoje įkurtas pirmasis vietinis fondas „Foreign and Colonial Government Trust“. Įdomu pastebėti, kad dažnai investicinių fondų ištakos siejamos ne su Olandija, nors joje ir įsteigtas pirmasis mūsų laikais įprastą investicinį fondą atitinkantis darinys, o su Didžiąja Britanija. Net ir tais atvejais, kai pripažįstamas Olandijos indėlis, akcentuojama, ypač angliškos kilmės mokslininkų, kad Didžiojoje Britanijoje pradėti steigti fondai buvo klestinčios investicinių fondų rinkos pradininkai. Iš dalies su tuo galima sutikti,

kadangi nepraėjus net dešimčiai metų, Londono biržoje jau buvo kotiruojami 20 investicinių fondų, o JAV investiciniai fondai pradėjo rasti tik 1920-aisiais (Chambers, Esteves 2013; Burton, Corner, 1968).

Remiantis Laurinavičius V. (2001), Vaičiulis P. (2013), galima spręsti, kad Lietuvoje investiciniai fondai, bent jau tokie, kokie jie suvokiami šiuolaikiniame finansų pasaulyje, atsirado gerokai vėliau nei kitose pasaulio šalyse ir tokie subjektai nebuvo steigiami iki pat modernių laikų atgavus nepriklausomybę. Remiantis Terleckas V. (2000), Terleckas V. (2011) Lietuvoje iki SSRS okupacijos vyravo įvairios komercinės ir valstybinės kredito įstaigos (žemės bankai, taupomosios kasos, smulkaus kredito draugijos, savitarpio kreditavimo organizacijos ir pan.). Lietuva kredito sistemos formavimosi pradžioje buvo labiau į žemės ūkį ir pramonę orientuota šalis, todėl tiek dėl ūkio struktūros, tiek dėl išorės jėgų, kredito ir finansų sistema taip pat buvo atitinkamai vystoma, o finansinėms inovacijoms buvo skiriamas mažesnis dėmesys.

Pirmasis darinys, kuris neginčijamai pripažįstamas kaip investicinis fondas, Lietuvoje buvo įsteigtas tik 2001 m. pradžioje, kai tuometinė Vertybinių popierių komisija išdavė leidimą veiklai investicinei kintamojo kapitalo bendrovei „NSEL 30 indekso fondas“ (Lietuvoje..., 2001). Antrasis IF „Hansa pinigų rinkos fondas“ buvo įsteigtas tik 2003 m., tais pačiais metais buvo pradėta ir pensijų sistemos reforma, kuri atitinkamai nulėmė pensijų fondų steigimąsi ir tolesnę jų plėtrą. 2003 m. priėmus Kolektyvinio investavimo subjektų ir Kontroliuojančiųjų investicinių bendrovių įstatymus, investicinių fondų plėtra paspartėjo. Palyginimui – per laikotarpį nuo 1995 m. iki 2003 m. (per 9 metus), kol galiojo Investicinių bendrovių įstatymas, buvo įsteigti tik 2 investiciniai fondai, o vien tik per 2004 m. buvo pritarta devynių naujų investicinių fondų (be pensijų fondų) steigimui (Metinės..., 2013). Tokia situacija be kitų nepaminėtų paskatų, galėjo būti nulemta spartėjančio Lietuvos ūkio augimo, gerėjančios tarptautinės padėties, besiplėtojančio investuotojų švietimo, kas kartu lėmė ir didėjančią poreikį šalyje teikiamoms investicinėms

paslaugos. Tačiau tai vaizdžiai byloja ir apie teisinio reguliavimo ir pagrįstų veiklos normatyvų ir taisyklių nustatymo svarbą.

Akivaizdu, kad vos per kiek daugiau nei 13 metų (nuo pirmojo investicinio fondo įsteigimo) investicinių fondų rinka Lietuvoje išsiplėtė, didėjo investicinių fondų skaičius, rūšys, investavimo geografija. Galima teigti, kad dabartiniu metu Lietuvos investicinių fondų rinka, net ir atsižvelgiant į santykinai mažą jos dydį bei reikšmę globaliu mastu, yra aukšto išsivystymo lygio ir seka pasaulines vystymosi tendencijas.

Žvelgiant į šiuolaikinę finansų sistemą matyti, kad investiciniai fondai sparčiai vystėsi ir jų reikšmė bėgant laikui tik didėjo. Pirmieji investiciniai fondai patyrė sėkmę, kadangi jų veikla buvo paremta inovatyviais sprendimais, taip pat jie galėjo pasiūlyti pavieniams ir smulkiesiems investuotojams turėti savo portfelyje įvairių pasaulio šalių investicinių priemonių, t.y. galėjo pasiūlyti sėkmingai diversifikuoti portfelį, patiriant santykinai mažas išlaidas. Atsižvelgiant į to meto finansų rinkų integraciją ir informacines sistemas, savo jėgomis pasiekti tokį diversifikacijos efektą pavieniams investuotojams būtų buvę sudėtinga tiek finansiškai, tiek laiko atžvilgiu. Net ir praėjus daugiau nei 200 metų nuo pirmųjų investicinių fondų atsiradimo, jų esmė nedaug tepakito – investiciniai fondai teikia papildomas diversifikavimo galimybes ir leidžia investuoti į tas sritis, kuriose dalyvauti pavieniams investuotojams su santykinai nedideliu kapitalu būtų itin sudėtinga. Galima manyti, kad vystantis investiciniams fondams, o lygiagrečiai su jais ir finansų sistemai, fondų teikiami pranašumai persikėlė į aukštesnį išsivystymo lygį, išsiplėtė ir tapo dar svarbesni, tačiau fondų veiklos esmė ir principai išliko panašūs ir iš esmės nesikeitė.

Bendrajai prasme kalbant apie alternatyvųjį investavimą ir tokio investavimo pagrindu kuriamus fondus turėtume kalbėti apie prekybos priemones bei strategijas, kurios yra santykinai naujos, neįprastos ir nėra taikomos dažnai. Tačiau galima pastebėti, jog alternatyvių prekybos priemonių galima rasti itin daug, todėl ir tinkamą apibrėžimą, kuris visiškai apibrėžtų šias

priemonės ir patį investavimą, pritaikyti sudėtinga. Todėl ir didžioji dalis autorių kiek skirtingai išdėsto fondus, kurie įeina į AIF apibrėžimą.

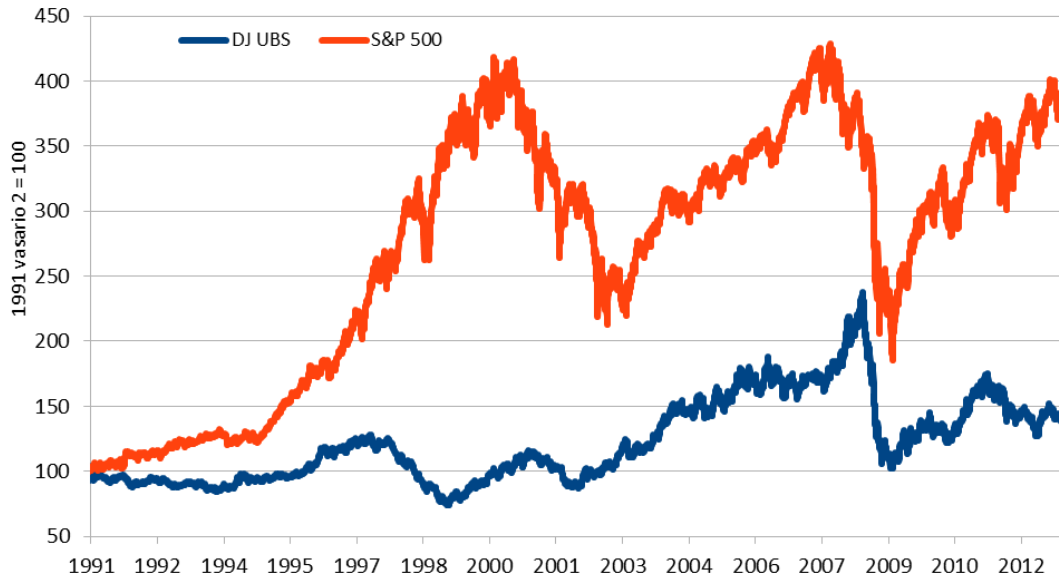
Spangler T., Paisner B. L. knygoje „A Practitioner's guide to Alternative Investments Funds“ teigiama, jog AIF galima priskirti trijų rūšių fondus: RDF (angl. *hedge funds*), PKF ir NTF (Spangler, Paisner, 2005). Thorsten D. (2008) nurodo, jog alternatyvioms investicijoms priskiriama RDF, privatus kapitalas (angl. *private equity*), valiutos, žaliavos. Taip pat kaip vienas iš skiriamųjų bruožų, padedantis tam tikras investicijų klases priskirti alternatyvioms investicijoms, nurodomas menkas koreliacijos su įprastinėmis investicijų klasėmis (akcijomis, obligacijomis) buvimas. Toliau disertacijoje, analizuojant ir klasifikuojant alternatyvias investicijas ir jų pagrindu sudaromus fondus, kaip vienu iš pagrindinių kriterijų, priskiriant investicijas alternatyvioms, yra laikomas menkas koreliacijos su įprastinėmis investicijų rūšimis laipsnis.

Kartais prie alternatyvių investicijų norima priskirti ir žaliavas. Nors šią investicijų klasę galima laikyti alternatyvia, tačiau tokiu pagrindu suformuoto investicinio fondo, nederėtų priskirti prie AIF. Žaliavų fondai tampa vis populiariesni, tačiau kol kas netikslinga jų priskirti prie AIF, kadangi susidomėjimas žaliavomis gali būti tik trumpalaikis, kol egzistuoja neapibrėžtumas akcijų rinkose ir ekonomikoje. Be to, žaliavų prekyba daugiausia vyksta prekiaujant išvestinėmis priemonėmis (tiek reguliuojamose, tiek nereguliuojamose rinkose). Taip pat, kaip rodo statistika, žaliavų kainas atspindintys indeksai rodo stiprią teigiamą koreliaciją su akcijų rinkos indeksais, todėl ir žaliavų prekyboje besikoncentruojantys fondai neturėtų būti priskiriami prie AIF. Konkrečiu atveju tai galima iliustruoti 2 paveiksle pateiktais duomenimis – jame vaizduojamas Dow Jones UBS Commodity Index indekso ir akcijų indekso S&P 500 kainų kitimas ir jų pagrindu apskaičiuotas koreliacijos koeficientas, kuris siekia apie 0,59 (vidutinio stiprumo tiesinė koreliacija<sup>3</sup>). Atsižvelgiant į išdėstyta, prekybą žaliavomis

---

<sup>3</sup> Koreliacijos reikšmių interpretavimas pateiktas 1priede. Tolesnėse disertacijos dalyse taip pat naudojamos šia koreliacijos reikšmių grupavimo skale.

tikslingiau būtų išskirti kaip vieną iš investicinių galimybių RDF, o fondus investuojančius į žaliavas laikyti RDF atmaina – RDF noriai investuoja į žaliavas dėl galimybės draustis nuo infliacijos, kainų kilimo, ir pan.



**2 pav.** Žaliavų indekso ir S&P 500 indekso kainų kitimas 1991–2012 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Yahoo Finance duomenimis

Nagrinėjant KISI redakciją, priimtą 2008 m. birželio 19 d. ir įsigaliojusią nuo 2008 m. liepos 3 d., matyti, kad yra vartojama sąvoka „alternatyvaus kolektyvinio investavimo subjektai“. Tai yra viena iš specialiųjų kolektyvinio investavimo subjekto rūšių, šiuo atveju savo turiniu atitinkanti jau minėtus RDF. Tačiau dėl pasirinktos alternatyvaus kolektyvinio investavimo subjekto formuluotės, kuri populiariai gali būti suprantama kaip AIF, ši sąvoka yra suprantama per siaura prasme, tai yra tiesiog kaip RDF, kai AIF, kaip jau aptarta, savyje talpina keleto formų ir rūšių fondus – privataus kapitalo, rizikos draudimo bei nekilnojamojo turto fondus.

Dėl minėtų priežasčių gali kilti abejonių, kaip teisingai vartoti ir suprasti sąvoką AIF, kadangi remiantis vien tik Lietuvoje priimtais teisės aktais, vartojama sąvoka galimai būtų suprantama per siauriai, kai tarptautiniu mastu ši sąvoka vartojama platesne prasme. Toliau disertacijoje naudojamas platesnis AIF apibrėžimas, į kurį įeina rizikos draudimo, privataus kapitalo ir nekilnojamojo turto fondai. Platesnis AIF traktavimas pasirinktas, kadangi jis

geriau atspindi AIF sektorių, nes įtraukia visas tris tokių fondų rūšis. Taip pat toks skirstymas sutinkamas ir KISI, todėl naudojant pastarąjį skirstymą galima tiksliau analizuoti AIF reguliavimą ir veiklą Lietuvoje.

Remiantis ECB gairėmis dėl pinigų, finansinių institucijų ir rinkų statistikos (ECB/2007/9), taip pat galima sudaryti tam tikro lygio AIF klasifikaciją. Pagal šį dokumentą nacionaliniai centriniai bankai teikia statistiką, skaidydami investicinius fondus į šias pagrindines kategorijas:

1. akcijų fondai;
2. obligacijų fondai;
3. mišrūs fondai;
4. nekilnojamojo turto fondai;
5. rizikos draudimo fondai;
6. kiti fondai<sup>4</sup>.

Nors įvairių šaltinių ar autorių siūloma klasifikacija yra kuriama siekiant skirtingų tikslų, tačiau panašumų yra jose visose. Taip pat ir ECB pateikta klasifikacija išskiria pagrindines fondų grupes, tarp kurių patenka dvi AIF rūšys. Tai patvirtina idėją, kad AIF tampa vis svarbesni rinkų dalyviai<sup>5</sup>, kurie dėl savo dydžio ir veiksmų pobūdžio gali kelti papildomų grėsmių ekonomikai ir finansų sistemai, todėl jie yra išskiriami iš kitų fondų, kad būtų galima atskirai sekti ir analizuoti jų duomenis. Vis dėlto nėra aišku, kodėl kaip atskiras subsektorius nėra išskirti PKF. Šie fondai užima svarbią dalį investicinių fondų įvairovėje, yra plačiai paplitę. Galima diskutuoti apie tai, kokios konkrečiai kolektyvinio investavimo bendrovės patenka po PKF sąvoka, tačiau visiško aiškumo nėra ir dėl RDF ar juo labiau dėl NTF klasifikavimo.

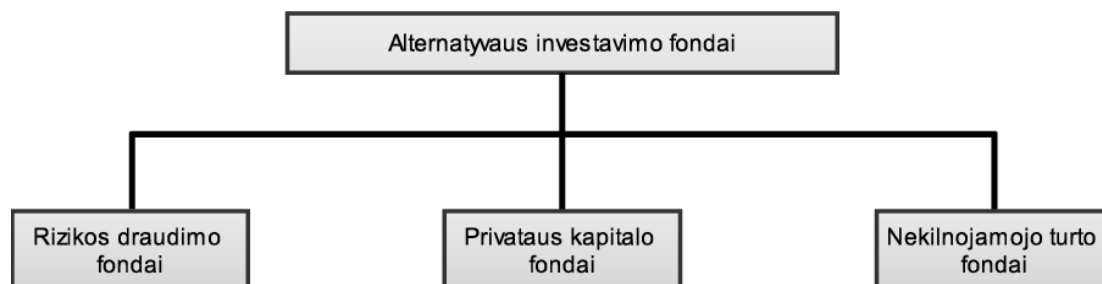
---

<sup>4</sup> Ši sub-kategorija nėra detalizuota, į ją patenka investiciniai fondai, kurie nėra 1-5 kategorijos investiciniai fondai.

<sup>5</sup> Alternatyvių investicijų ir tuo pačiu AIF svarbą pagrindžia alternatyvių investicijų dalis bendrame investicijų sraute. Šis dydis pasižymėjo nuolatiniu augimu ir išaugo nuo 7,7% 2005 m. iki 14,3% 2011 m. (The Mainstreaming..., 2012), taip pat remiantis apklausų duomenimis (Prečin..., 2013), instituciniai investuotojai yra linkę ir ateityje didinti investicijų nukreipiamą į alternatyvias investicijas dalį.



Atsižvelgiant į išdėstyta, AIF turi būti išskiriami kaip atskira investicinių fondų kategorija, o jai derėtų priskirti trijų rūšių fondus – RDF, NTF ir PKF. Tokį AIF rūšių suskirstymą grafiškai vaizduoja 3 paveikslas.



**3 pav.** AIF rūšys

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Nagrinėjant Lietuvoje vyraujančią požiūrį, galima pastebėti, kad kai kuriais atvejais AIF yra suvokiami ir traktuojami per siaura prasme, įtraukiant ne visas AIF rūšis, kurios turėtų priklausyti šiai kategorijai. Prie to prisideda ne tik įvairiuose kontinentuose egzistuojantys klasifikavimo skirtumai, bet ir tam tikra sąvokų painiava, atsiradusi užsienio terminus pritaikant vietinei rinkai.

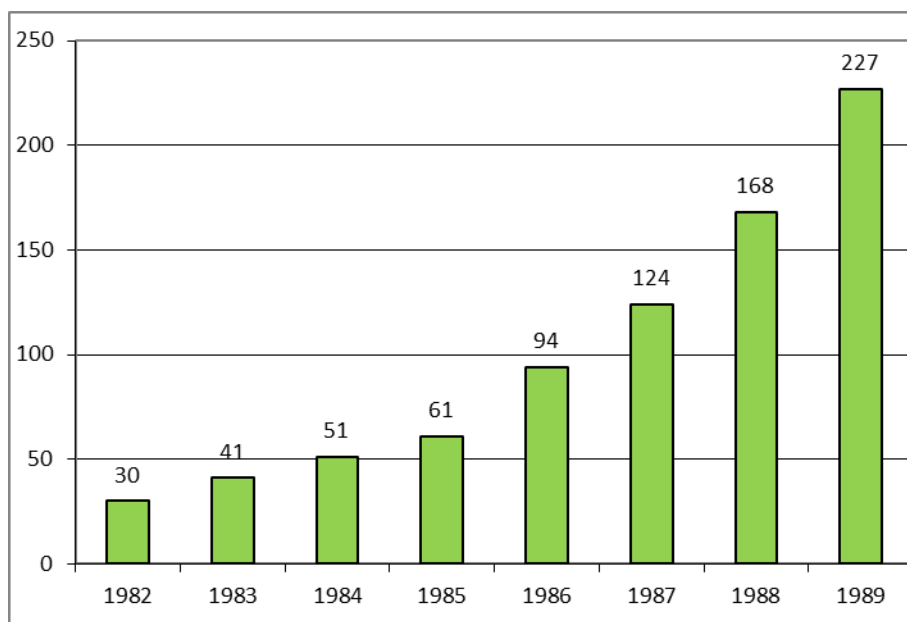
#### 1.1.1. Rizikos draudimo fondai

RDF egzistuoja jau daugiau nei 60 metų, tačiau tik pastarąjį dešimtmetį jie tapo labiau pastebimi bei buvo pradėta detaliau analizuoti jų veiklą, kadangi ir jų dydis bei vykdomos veiklos mastai pradėjo augti. Tai vaizdžiai iliustruoja 1 lentelė, kurioje pateikiama RDF valdomo turto dinamika nuo 1980 iki 1990 metų – remiantis pateiktais duomenimis, RDF sektorius augo net apie 44 kartus (pagal valdomo turto dydį). Nagrinėjant kitą RDF rinką atspindintį rodiklį – RDF skaičių – nėra fiksuojama tokio ženklus augimo, nors šių fondų skaičius ir išaugo apie 7 kartus (4 paveikslas).

**1 lentelė.** Rizikos draudimo fondų valdomo turto vertė 1980–1990 m.

		Metai		
		1980	1985	1990
Valdomas turtas, mln. JAV dolerių	be fondų fondų	193	624	7194
	su fondų fondais	193	814	8533

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Ineichen A.M., 2002



**4 pav.** RDF skaičius 1980–1990 m., vnt.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Ineichen A.M., 2002

Kaip galima spręsti iš RDF pavadinimo (angl. *hedge fund*), tokie fondai pradėjo veiklą kaip investicinės bendrovės, kurios galėjo turėti ir ilgąsias, ir trumpąsias tam tikro vertybinio popieriaus pozicijas (Ackerman et al., 1999; Vaughan, 2003). Taip buvo galima užtikrinti mažai kintančią turimų akcijų ar kitų vertybinių popierių vertę, kitaip sakant, apdrausti juos.

Pirmasis RDF įsteigtas JAV, 1949 m. pradžioje, o jo steigėju buvo Alfred Winslow Jones. Fondas pirmaisiais savo veiklos metais buvo žinomas tik siaurame investuotojų rate, tačiau jo veiklos rezultatai jau nuo pat pradžių buvo labai geri ir gerokai viršijo rinkos vidurkį. Per 10 metų laikotarpį nuo 1956 iki 1966 šio pirmojo RDF pelningumas siekė 670 %, o pelningiausias tuo metu rinkoje veikęs fondas per tą patį laikotarpį pasiekė 358 % grąžą (Loomis, 1966). Tokie fondo rezultatai skatino ir kitus steigti analogiškus fondus, tačiau didesnio populiarumo RDF sulaukė po 1966 m., kai buvo publikuotas straipsnis apie A. W. Jones fondą ir jo pasiekimus (Kancerevyčius, 2009).

Nuo pirmųjų RDF įsikūrimo praėjo nemenkas laiko tarpas, pasikeitė jų investavimo strategijos ir tikslai. Šiems fondams besivystant, keitėsi ir jų apibrėžimas, tačiau vis dar nesutariama, kaip tiksliai jie turėtų būti apibūdinami. RDF neturi visuotinai priimto ar oficialiai patvirtinto apibrėžimo,

kai kurios organizacijos bandė savo tyrimuose apibrėžti RDF, tačiau verta iš anksto pastebėti, jog jų pateikti apibrėžimai nėra tikslūs ar gerai atskleidžiantys dalyko esmę. JAV finansų rinkų darbo grupė (1999) RDF apibrėžia kaip bet kokią bendrai sudarytą investavimo priemonę, privačiai organizuotą, administruojamą profesionalių pinigų valdytojų bei kuri nėra plačiai prieinama visuomenei<sup>6</sup>.

ECB gairėse dėl pinigų, finansinių institucijų ir rinkų statistikos taikomas toks RDF apibrėžimas: „šiose gairėse bet kokios kolektyvinio investavimo bendrovės, nepriklausomai nuo joms būdingos nacionaliniuose įstatymuose numatytos teisinės struktūros, taikančios iš esmės neribotas investicijų strategijas teigiamai absoliučiai grąžai užtikrinti ir kurių vadovybė be įprasto atlygio gauna premijas už sėkmingus fondo rezultatus. Dėl šios priežasties rizikos draudimo fondai gali pasitelkti beveik neribojamas finansinių instrumentų rūšis, bei lanksčiai rinktis įvairias finansines technikas, kaip, pavyzdžiui, nuosavo ir skolinto santykį ar skolintų vertybinių popierių pardavimą. Ši sąvoka taip pat taikoma kitiems į rizikos draudimo fondus pilnai ar dalinai investuojantiems fondams, jei jie atitinka pateiktąjį apibrėžimą. Rizikos draudimo fondų atitikimas šiems kriterijams turi būti įvertintas remiantis viešuoju prospektu, fondo taisyklėmis, steigimo dokumentais, sudarytu statutu ar įstatais, pasirašymo dokumentais ar investicijų sutartimis, rinkodaros dokumentais ar kitais panašų poveikį turinčiais dokumentais.“ (ECB/2007/9, p. 230). Kadangi minėtos gairės naudojamos statistikos pateikimo ir atskaitomybės tikslams, fondų apibrėžimai pateikti gana konkrečiai, tačiau siekiant kuo didesnio konkretumo, nėra išvengiama ir painiavos. Toks pateiktas RDF apibūdinimas, nors ir pateikia tam tikrus požymius, skiriančius RDF nuo kitų fondų, nėra baigtinis ar įpareigojantis, paliekama laisvės interpretacijoms bei yra gana gremėzdiškas.

Gana lankstus ir pakankamai lengvai įsisavinamas RDF apibrėžimas gaunamas remiantis tuo, kuo nėra RDF ir koks reguliavimas jiems netaikomas.

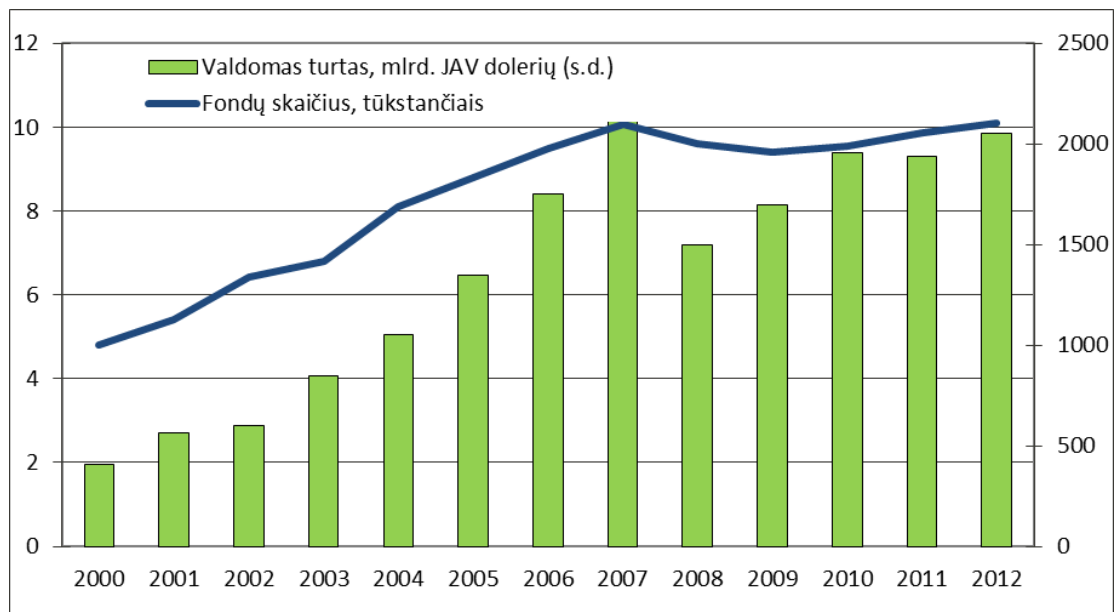
---

<sup>6</sup> *angl.* „any pooled investment vehicle that is privately organized, administered by professional money managers, and not widely available to the public“

Tuomet RDF apibrėžiamas kaip neregistruota, privati investicinė bendrija turtingiems ir patyrusiems investuotojams (ir privatiems, ir instituciniams), kuri naudoja tam tikrą finansinį svėrą, įgyvendindama savo investicinę strategiją (Becker, Doherty-Minicozzi, 2000). Tačiau pastaruoju metu pastebimas RDF reguliavimo griežtėjimas ir toks apibrėžimas taip pat tampa nepakankamai tikslus.

Kaip matyti iš pateiktų apibrėžimų, jie įvairuoja ir dažnai akcentuoja skirtingus fondo veiklos aspektus. Vis dėlto nepaisant tam tikros piniavos formaliame RDF apibrėžime, praktikoje retai iškyla klausimas dėl tam tikro fondo priklausymo šiai fondų kategorijai. Didėjant RDF reguliavimui, jau iš pateikto prospekto galima spręsti apie investicinio fondo rūšį, taip pat ir patys fondai dažnai teikia informaciją potencialiems investuotojams, pristatydami save kaip RDF.

Gilinantis į RDF veiklą, svarbu išskirti pagrindines charakteristikas, kuriomis minėti fondai pasižymi ir kurios aiškiai išskiria juos iš kitų investavimo subjektų. Dažniausiai literatūroje sutinkamos RDF charakteristikos susistemintai pateiktos 2 priede. Remiantis pateiktomis charakteristikomis galima išsamiai apibūdinti RDF ir geriau suprasti jų veiklą.



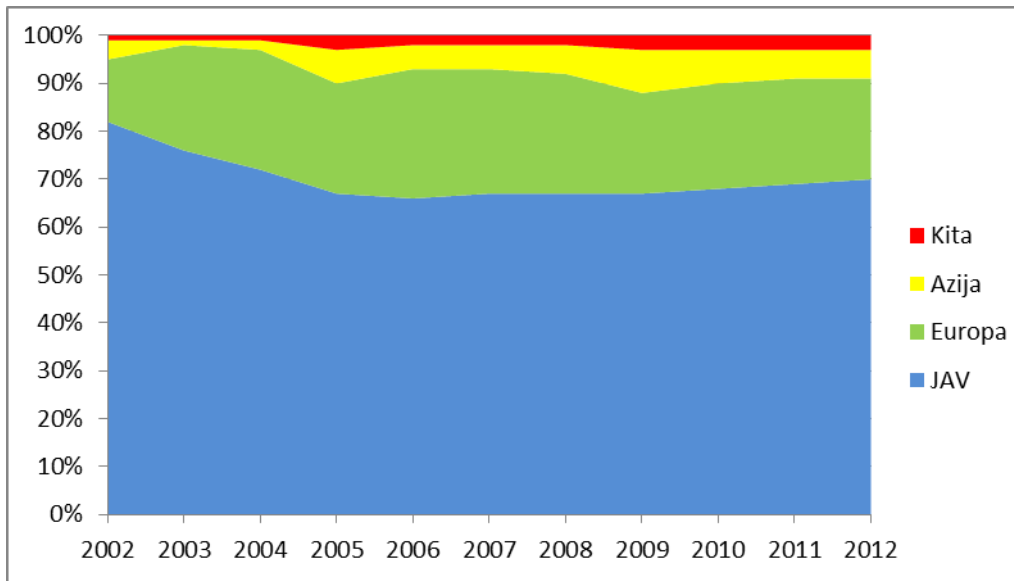
**5 pav.** RDF valdomas turtas ir skaičius 2000–2012 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Financial..., 2011a, Financial..., 2013

RDF augimo tendencijas pastaraisiais metais atspindi 5 paveikslas, rodantis šių fondų valdomo turto apimtį ir pačių fondų skaičių. Iki pat 2007 metų matomas spartus ir nuolatinis rodiklių augimas. 2008 m., dėl visame pasaulyje įsivyravusios finansų krizės, fiksuotas stiprus kritimas – valdomas turtas 2008 metais sumažėjo beveik 30 % ir siekė apie 1500 mlrd. JAV dolerių (Financial..., 2011a). Nuo 2009 metų, dėl atsigaunančių rinkų ir gerėjančių veiklos rezultatų, bei didėjančio investuotojų optimizmo vėl stebimas RDF valdomo turto apimčių didėjimas, nors kol kas jis ir neviršija piko pasiekto 2007 metais.

Taip pat matoma tendencija, kad RDF valdomo turto apimtys iki prieškrizinio lygio atsistatė pakankamai greitai, nors paskutiniaisiais paveiksle nagrinėjamais metais, valdomo turto augimas ir sulėtėjo bei tapo stabilesnis. Atsižvelgiant į nedidelius RDF skaičiaus pokyčio dydžius, galima teigti, kad valdomo turto sumažėjimas didžiąja dalimi susijęs su fondų vykdoma investicine veikla ir sverto naudojimu, o ne su fondų likvidavimu ir veiklos nutraukimu. Iki 2008 m. buvo naudojamas didesnis sverto dydis (išsamesnis aprašymas pateiktas prie 31 paveikslo), kas ir lėmė nuostolius ir valdomo turto mažėjimą prasidėjus finansų ir ūkio krizei, vėliau fondams sureagavus į neramumus rinkose, valdomo turto apimtys vėl pradėjo didėti.

Analizuojant RDF valdomo turto geografinį pasiskirstymą, kuris pateiktas 6 paveiksle, matyti, kad populiariausia šalis RDF steigimui yra JAV. Šie fondai pirmiausia ir buvo sukurti JAV, todėl nėra keista, kad iki šiol ši šalis išlieka populiari RDF steigimo vieta. Tai lemia išvystyta ir naujoves palankiai priimanti finansų rinka bei pakankamai lankstus reguliavimas, kas leidžia RDF išnaudoti specifines šiai fondų rūšiai suteikiamas galimybes ir sėkmingai veikti.



**6 pav.** RDF valdytojų geografinis paskirstymas pagal valdomą turtą

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Financial..., 2013

Vis dėlto nors 2012 m. pabaigoje JAV teko apie 70% valdomo turto, ši dalis yra sumažėjusi nuo paveiksle nagrinėjamo laikotarpio pradžioje buvusios reikšmės (~82%). Didžiąją paveiksle nagrinėjamo laiko dalį santykinai buvo pastovūs ir mažai kito. Europoje vyraujančią dalį pagal įsteigtų RDF valdomą turtą sudaro Didžioji Britanija su kitu didžiuoju finansų centru Londonu. Iš paveiksle pavaizduotų mažos apimties struktūrinių pasikeitimų, galima spręsti, kad globali RDF rinka yra pakankamai stabili ir nusistovėjusi, mažai veikiamą išorinių veiksnių. 2008 m. prasidėjusi finansų ir ekonomikos krizė nepadarė įtakos RDF valdomo turto struktūrai pagal valdymo įmonės veiklos vietą, kadangi krizė lygiagrečiai paveikė daugelį pasaulio ekonomikų ir atitinkamai mažėjo visose valstybėse veikiančių RDF valdomo turto apimtys.

### 1.1.2. *Privataus kapitalo fondai*

PKF yra AIF rūšis, taip pat sudaranti nemenką dalį šiame sektoriuje pagal valdomą turtą. Skirtingai nuo RDF, PKF pavadinimo klausimas nėra toks komplikotas, tačiau vis dėlto pasitaiko tam tikrų netikslumų. Disertacijoje autoriaus naudojamas tiesioginis vertimo variantas (angl. *private equity fund*). Remiantis Metrick A., Yasuda A. (2008) darbu, PKF rinka susideda iš dviejų pagrindinių PKF tipų: išpirkimo kapitalo fondų (angl. *buyout funds*) ir rizikos

kapitalo fondų (angl. *venture capital funds*). Abiejų tipų fondai atlieka panašias operacijas, skiriasi tik jų tikslai ir kapitalo dalis įmonėje, į kurią investuojama.

Rizikos kapitalą (angl. *Venture Capital*) galima apibrėžti kaip privataus kapitalo rūšį, kai lėšos investuojamos į ankstyvojoje ir augimo stadijose esančias įmones, iš to išplaukia, kad RKF investuoja lėšas į nelistinguojamas (daugiausia), naujai kuriamas įmones. Galima pateikti ir RKF apibrėžimą, koks jis sutinkamas Ūkio ministerijos užsakymu atlikto taikomojo mokslinio tiriamojo darbo išvadose ir pasiūlymuose - tai investicinis fondas, įsteigtas profesionalių rizikos kapitalo investuotojų, kuris daugiausia investuoja į nelistinguojamas, o kartais ir į naujai kuriamas įmones pagal iš anksto patvirtintas šio fondo investavimo taisykles. Investavimo terminas yra limituotas, o RKF veikla pasižymi didelės investicijų rizikos ir aukštos grąžos deriniu (Rizikos..., 2006).

Kita PKF rūšis – išpirkimo kapitalo fondai, skiriasi nuo aukščiau minėtų tuo, kad investuodami į įmonę, išperka didžiąją dalį ar net visas akcijas, taip gaudami teisę valdyti ir pačią įmonę. Gana populiarus būdas yra išpirkimas naudojantis svertu (angl. *leveraged buyout*), kai kompanija įsigyjama naudojant kapitalą tik mažai daliai pirkimo kainos finansuoti, o didžioji dalis reikiamų lėšų gaunama skolinantis (Kaplan, Strömberg, 2008). Kaip PKF rinkos struktūros pavyzdį Metrick A., Yasuda A. (2008) nurodo, jog bendras PKF valdomas turtas 2006 m. siekė apie 1 trilijoną dolerių, o du trečdaliai šių lėšų buvo išpirkimo kapitalo fondų rankose. Kadangi šie fondai gali naudotis svertu, jų investicijų dydis gali būti net keletą kartų didesnis, nei turimas pagrindinis kapitalas.

Aukščiau pateiktas PKF skirstymas nėra vienintelis, toks jis dažniausiai sutinkamas Europos mokslininkų ir analitikų darbuose. JAV PKF turi kiek kitą prasmę, kadangi minėtoje šalyje rizikos kapitalas suvokiamas ne kaip privataus kapitalo dalis, o kaip savarankiška dalis. Rizikos kapitalas JAV apibrėžiamas kaip profesionaliai valdomas pinigų portfelis, sukurtas vienam tikslui – vidutinės trukmės, aktyviai valdomai tiesioginio kapitalo investicijai į sparčiai augančias kompanijas. Toks kapitalas turi gerai apibrėžtą išėjimo strategiją –

dažniausiai pasitraukiama iš įmonės skelbiant pirminį viešąjį akcijų siūlymą (Megginson, 2004). Iš pateikto apibrėžimo ir rizikos kapitalo vertinimo JAV galime spręsti, jog rizikos kapitalas šioje šalyje suprantamas siaurąja prasme, kartais net sutapatinant su privačiu kapitalu, kai Europoje privatus kapitalas suvokiamas plačiąja prasme, skirstant jį į tam tikrus tipus. Toliau disertacijoje laikomasi europietiškojo modelio klasifikacijos.

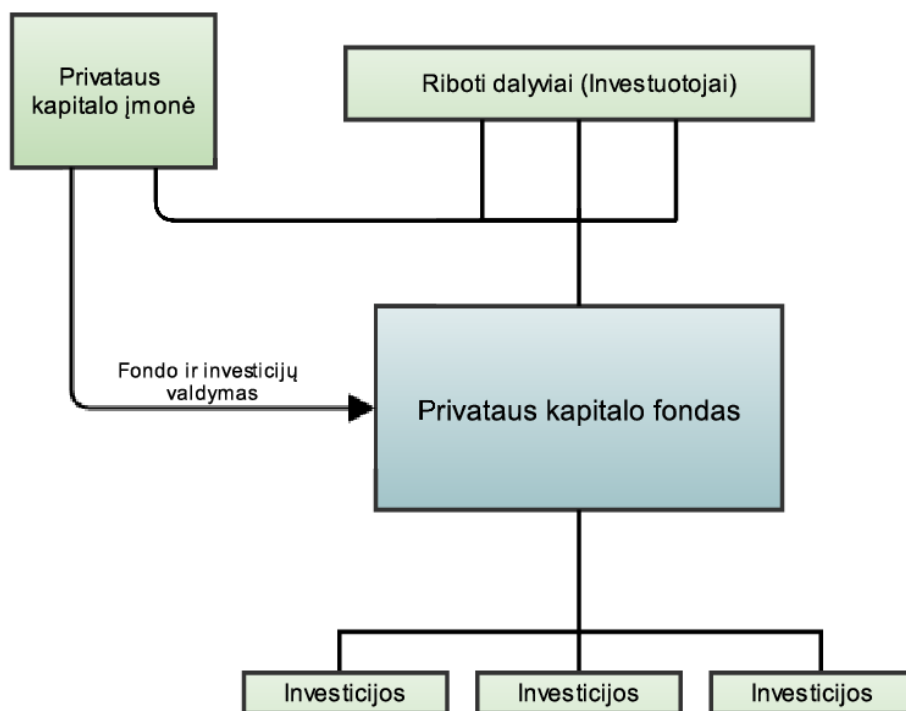
Įvairiuose specializuotuose informacijos šaltiniuose sutinkamas išsamesnis ir platesnis PKF klasifikavimas, tai susiję su platesnėmis analizės galimybėmis, siekiant pateikti kuo išsamesnę ir įvairiems investuotojų ir suinteresuotų asmenų tipams pritaikytą informaciją. Tarp pagrindinių papildomų PKF rūšių minimi augimo kapitalo fondai (angl. *growth capital*), skolos fondai (angl. *distressed funds*) (Private..., 2012). Augimo kapitalo fondai suteikia finansavimą įmonėms, kurios jau yra praėjusios ankstyvasias vystymosi fazes ir nėra naujos rinkoje. Finansavimas šiuo atveju įmonėms yra reikalingas įvairioms plėtros formoms. Skolos fondai investuoja į su paskolomis susijusius vertybinius popierius ar į finansinius sunkumus turinčias įmones, kai dėl pakankamai didelės rizikos investicijas galima įsigyti itin palankiomis kainomis. Taip pat galima sutikti minimų ir tokių PKF rūšių kaip „mezzanine“ fondai (finansavimas teikiamas jau veikiančioms, bet pirminio viešo siūlymo dar nepaskelbusioms įmonėms), subalansuoti fondai, specialių situacijų fondai (angl. *special situations*) ir kt. (Hobohm, 2008).

Moksliniuose šaltiniuose yra užsimenama apie įvairesnes PKF rūšis, tačiau tuo pačiu akcentuojama, kad labiausiai paplitęs klasifikavimas, kai PKF skirstomi į išpirkimo ir rizikos kapitalo fondus (Chemla, 2005; Hobohm, 2008; Wymmersch, 2010). Kitos paminėtos PKF rūšys neturėtų būti išskiriamos kaip lygiavertės išpirkimo kapitalo ir rizikos kapitalo fondams. Šios rūšys klasifikuojamos, siejant investicijų vykdymo laiką įmonės vystymosi fazės atžvilgiu ar siejant su investicijų objektu, todėl tai galėtų būti traktuojama kaip pagrindinių PKF rūšių žemesnio lygio klasifikavimas pagal tam tikrus charakterizuojančius požymius.



PKF dažniausiai veikia kaip ribotos atsakomybės bendrija, kurioje specializuota privataus kapitalo firma egzistuoja kaip vyriausiasis partneris (angl. *general partner*) (šį darinį galėtume interpretuoti kaip pagrindinį veiklos vykdytoją ir investicinių sprendimų priėmėją), o instituciniai investuotojai arba aukštas pajamas gaunantys individai suteikia didžiąją dalį kapitalo kaip riboti dalyviai (angl. *limited partner*). Dauguma PKF turi ribotą veikimo laiką, t.y. – jie įkurti 10 ar 12 metų, o praėjus šiam laikui likviduojami. Dauguma PKF draudžia atsiimti investicijas, kol nesuėjo fondo likvidavimo terminas (angl. *closed-end*). Nors PKF veikimo terminas apribotas iš anksto, tačiau daugumai akcininkų nutarus, fondo veiklos laikas gali būti pratęstas (Kaplan, Strömberg, 2008; Ljungqvist, Richardson, 2003).

Grafiškai PKF struktūrą galima pavaizduoti, kaip ji pateikta 7 paveiksle. Lietuvoje įsteigto ir veikiančio „Lords LB Private Equity Fund I“ valdymo struktūra irgi yra analogiška pavaizduotajai, tik dėl teisinio reguliavimo struktūriniai vienetai turėtų būti vadinami kitaip – Lietuvos atveju, privataus kapitalo įmonę atitinka valdymo įmonė, kuri surenka iš investuotojų lėšas, o sąvoka „riboti dalyviai“, turėtų būti pakeista į „investuotojai“.



**7 pav.** PKF principinė struktūra

Šaltinis: sudaryta autoriaus

PKF veiklos metu pagrindinė bendrovė vykdo įvairių tipų investicijas (pvz. rizikos kapitalo, išpirkimas, paremtas svarto naudojimu, išplėtimo kapitalo), turėdama įsipareigojimą nutraukti visas investicijas suėjus fondo veikimo terminui ir grąžinti investuotojams pajamas. Mažoji dalis fondų turi neribotą fondo gyvavimo laiką ir neturi privalomų įsipareigojimų likviduoti savo pozicijas.

Įkuriant fondą, ribotos rizikos dalyviai perduoda kapitalą ir jiems priklauso atitinkama fondo kapitalo procentinė dalis. Pirmieji penkeri metai skirti investuoti gautą kapitalą, o per likusį laiką reikia grąžinti fondo dalyviams kapitalą. Taip pat yra įprasta, jog vyriausiasis partneris prisidėtų savo kapitalu, kuris siekia apie 1 ar daugiau procentinių punktų nuo kapitalo (Kaplan, Strömberg, 2008).

Kai fondas gauna grąžos iš savo investicijų, gautos pajamos, atskaičius mokesčius ir „sėkmės mokestį“ proporcingai išdalijami investuotojams. Šios išmokos gali turėti įvairias formas: grynaisiais pinigais arba akcijomis (konvertuojamos, privilegijuotosios ar paprastosios). Tuo tarpu valdymo bendrovė gauna savo dalį kitomis formomis: tam tikras mėnesinis fiksuotas valdymo mokestis (tarp 1% ir 3%) nuo viso patikėto kapitalo. Papildomai, valdymo bendrovė gauna mokestį nuo kiekvieno atlikto sandorio (gali būti ir fiksuotas, ir procentinė dalis nuo sandorio vertės) ir gauna dalį iš „sėkmės mokesčio“<sup>7</sup> (angl. *carried interest*) (tai reiškia, jog 20% viso grynojo pelno (arba tik tokiu atveju, kai pasiektas tam tikras pelningumo lygis (angl. *hurdle rate*)) priklauso valdymo bendrovei, o likusi dalis paskirstoma investuotojams. PKF valdymo bendrovės dažnai valdo ne vieną fondą; naujas fondas steigiamas praėjus trims ar penkiems metams po to, kai baigiamas lėšų kaupimo ir didinimo procesas jau valdomame fonde.

Egzistuoja ir kitų PKF struktūrų. PKF gali turėti tik vieną dominuojantį ar išskirtinį investuotoją. Tokie atvejai pasitaiko, kai fondas yra valdomas

---

<sup>7</sup> Nors tai ir nėra tikslus pateikto termino vertimas, kadangi angliškai terminas skamba „carried interest“, tačiau pagal ekonominę prasmę tai atitinka Lietuvoje labiau paplitusį terminą – sėkmės mokestis, todėl toks vertimo variantas ir pasirinktas.

didelės draudimo bendrovės ar banko dukterinės bendrovės, kuri investuoja motininės bendrovės lėšas. (Phalippou, Zollo, 2005).

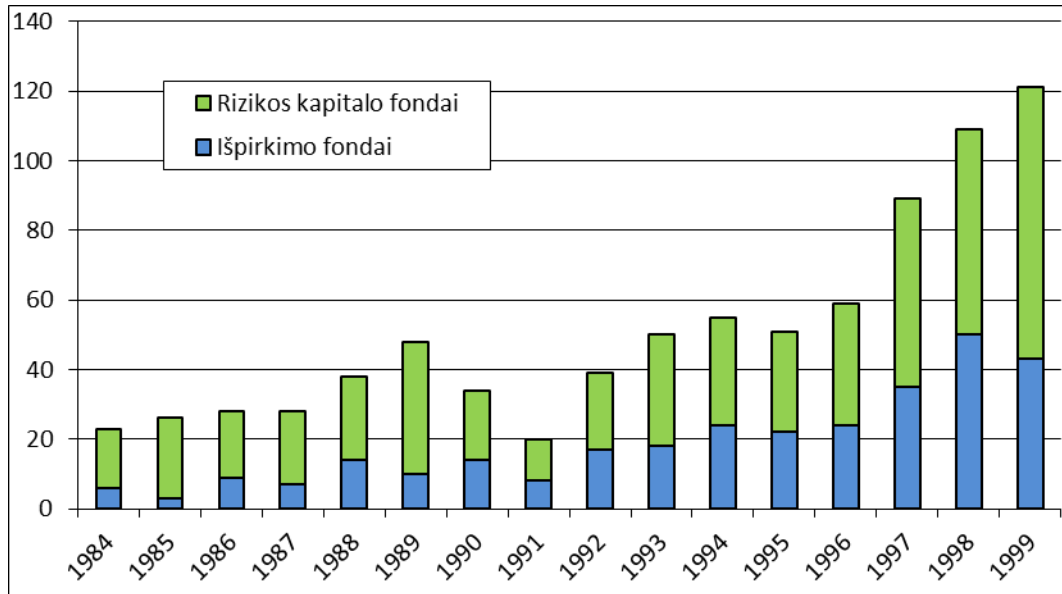
Pirmasis darinys, kuris gali būti laikomas privataus kapitalo firmos ir tuo pačiu PKF atitikmeniu, buvo įsteigtas 1946 m. JAV. JAV pertvarkius finansų sistemą, padidėjo pajamų mokesčiai, finansų sistema buvo reorganizuota taip, kad sumažino privačias investicijas į rizikingus objektus. Tuo pačiu dėl augančio investicinių fondų, kurie galėjo užtikrinti saugesnį ir stabilesnį investavimą, populiarumo, mažėjo investuotojų, linkusių rizikuoti dalis. Tokiu būdu susidarė investicijų į smulkias ir rizikingas įmones trūkumas. Naujai įkurta organizacija buvo pavadinta American Research and Development Corporation (toliau – ARDC), jos sukūrimas buvo susijęs su siekiu ištaisyti po Antrojo pasaulinio karo susidariusią situaciją, kai mažoms, besikuriančioms ir rizikingoms įmonėms buvo sudėtinga gauti finansavimą. ARDC steigėjų buvo suprasta, kad iš besikuriančių aukštųjų technologijų įmonių yra įmanoma uždirbti didelę grąžą, tačiau tuo pačiu iš tokių įmonių buvo sudėtinga generuoti pajamas. Vis dėlto sėkminga investicija į įmonę Digital Equipment Corporation, kai pardavus įmonės akcijas buvo gauta 101% metinė grąža<sup>8</sup>, pademonstravo, kad ir privataus kapitalo fondai geba uždirbti didelę grąžą (Hsu, Kenney, 2004).

8 paveiksle pateikta tik PKF, geografiškai besiorientuojančių į Š. Ameriką, istorinė informacija. Nors pateikiami tik daliniai duomenys, tačiau, kaip rodo pasaulinės tendencijos, Š. Amerikos žemyne veikiančios PKF yra dominuojantys, o PKF atsiradimo pradžioje šioje geografinėje zonoje veikiančios fondai sudarė didžiąją dalį visų PKF. Todėl toks apribojimas, kuris yra nulemtas ir duomenų trūkumo, neatima galimybės įvertinti PKF vystymosi tendencijų. Pateikti duomenys rodo, kad PKF vystymasis nors ir nebuvo itin spartus (1999 m., palyginti su 1984 m., PKF pradėjusių veiklą konkrečiais metais, skaičius išaugo kiek daugiau nei 5 kartus), tačiau pakankamai nuoseklus. Iš stebimos PKF skaičiaus kaitos galima spręsti, kad PKF išliko

---

<sup>8</sup> 1957 metais buvo investuota 70 tūkst. JAV dolerių, o 1968 m. pirminio viešojo siūlymo metu pardavus įmonę buvo gauta 355 mln. JAV dolerių pajamų.

patrauklūs investuotojams ir užsitikrino savo pozicijas investicinių fondų rinkoje.



**8 pav.** PKF skaičius pagal įsteigimo metus 1984–1999 m.

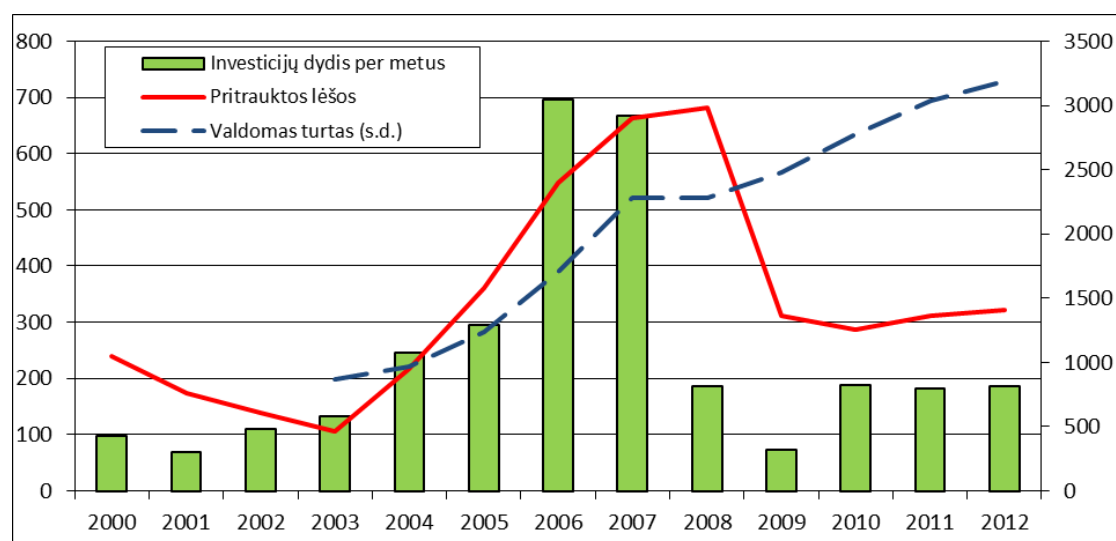
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Harris et al., 2013

Analizuojant šiuolaikines tendencijas ir PKF rinkos vystymąsi, galima teigti, kad PKF kaip ir kita, aukščiau aptarta AIF rūšis – RDF – išgyveno staigų augimą. Bene geriausias dydis, apibūdinantis bet kokio fondo ar sektoriaus augimą, yra jo valdomo kapitalo dydis ir plėtra. Todėl ir PKF atveju, jų augimas iliustruojamas valdomo kapitalo dydžio pokyčiais. Remiantis JAV pavyzdžiu, PKF valdomo turto vertė išaugo nuo 5 mlrd. JAV dolerių 1980 metais, iki 300 mlrd. JAV dolerių 2004 metais. Turint omenyje, jog AIF vykdydami savo investicinius sprendimus gali naudotis finansiniu svertu, jų įtaka ekonomikai gali būti ženkliai didesnė, nei būtų galima spręsti vien iš jų valdomo kapitalo dydžio (Phalippou, Zollo, 2005).

Analizuojant PKF investicijų dydį 2000 – 2012 metais (9 paveikslas), pastebima sparti augimo tendencija, tačiau su tam tikrais nuosmukiais – po 2000 metų sekęs investicijų apimčių mažėjimas sietinas su bendru augimo tempų mažėjimu ekonomikoje bei smukimu kapitalo rinkoje. 2008 m. įvykęs nuosmukis neabejotinai buvo nulemtas prasidėjusios pasaulinės finansų ir ekonomikos krizės. Iki 2012 m. pabaigos prieškrizinis investicijų dydis nėra

pasiektas ir svyruoja panašiam lygyje nuo 2008 iki 2012 m. Nors pagrindiniai ekonomikų rodikliai gerėja, o PKF turi nemažą lėšų rezervą (angl. „dry powder“), kuri yra pasiruošę investuoti, vis dar nėra pakankamai investicijoms tinkamų ir patrauklių objektų, todėl nėra matoma ir kasmetinių investicijų augimo tendencija.

Pritrauktų lėšų (tai lėšos, kurias PKF surenka iš savo dalyvių, tačiau kurios nebūtinai yra nedelsiant investuojamos) mažėjimą galima aiškinti tuo, jog 2000 m. buvo surinkta daug lėšų, kurios liko neinvestuotos, todėl po 2000 m. ėjusiais metais tokioms lėšoms gauti iš investuotojų poreikio nebebuvo. Analogiška situacija susidarė ir 2008 metais, kai investicijų dydis smuko beveik 72% iki 186 mlrd. JAV dolerių (Global, 2013b). Šis sumažėjimas taip pat sietinas su neramumais finansų rinkose ir su tuo susijusiu investuotojų atsargumu bei rizikos vengimu.



**9 pav.** PKF investicijų, pritrauktų lėšų ir valdomo turto kitimas 2000–2012 m., mlrd. JAV dolerių

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Global..., 2013b

Valdomo turto apimtys 9 paveiksle apskaičiuojamos kaip PKF turimo lėšų rezervo ir nerealizuoto kapitalo suma. Kaip matyti iš paveikslo, PKF valdomo turto apimtys nuolat auga, nors pasaulyje prasidėjus finansų ir ekonomikos krizei, valdomo turto augimas stabtelėjo, tai galima sieti ir su didesniu investuotų lėšų atitraukimu. Vėlesniais laikotarpiais (nuo 2009 m.)

pritrauktų investicijų srautams tapus stabiliems, vėl pradėjo augti ir valdomo turto apimtys. Dėl sumažėjusio ir tapusio stabiliu santykinai nedidelio sandorių skaičiaus, kartu nemažėja ir PKF turimi lėšų rezervai, kurie 2012 m. pabaigoje siekė beveik 900 mlrd. JAV dolerių (Global, 2013b) (žr. 3 priedą). Atsižvelgiant į naujų investicijų apimtį, kurios nuo 2008 m. yra gana stabilios ir siekia apie 180 mlrd. JAV dolerių per metus, bei, kaip minėta, mažai besikeičiančius PKF turimus lėšų rezervus, valdomo turto apimčių didėjimą galima aiškinti tuo, kad PKF dar nėra pabaigę prieškriziniu laikotarpiu atliktų sandorių, t.y. šios investicijos nėra parduotos ir laikomos fondų portfeliuose. Tokiu būdu kasmet atliekami nauji sandoriai didina bendras PKF valdomo turto apimtį.

PKF investicijų apimtys pagal šalis pateiktos 2 lentelėje. Pagal šį rodiklį pirmauja JAV, kuriai 2008 m. teko ketvirtadalis visų investicijų apimties (26%), o 2009 – 2011 metais ši dalis išaugo beveik iki pusės visų investicijų.

**2 lentelė.** Pirmaujančios pagal privataus kapitalo fondų investicijas šalys

	2008	2009	2010	2011	2012 <sup>9</sup>	
	Dalis, %	Dalis, %	Dalis, %	Dalis, %	Regionas	Dalis, %
JAV	<b>26,52</b>	<b>46,36</b>	<b>45,25</b>	<b>44,98</b>	Š. Amerika	<b>55,97</b>
JK	<b>17,68</b>	<b>18,18</b>	<b>17,32</b>	<b>12,05</b>	Europa	<b>23,83</b>
Prancūzija	6,63	4,55	4,47	5,22		
Kinija	7,18	6,36	5,59	8,03	Azija	13,89
Indija	6,08	2,73	3,91	4,02		
Kita	35,91	21,82	23,46	25,70	Kita	6,32
<b>Iš viso</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>		<b>100,00</b>

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis IFSL..., 2009b; Financial..., 2011b,

Prekin duomenimis

Europoje aiškiai išsiskiria Jungtinė Karalystė, kuriai tenka beveik 17% visų privataus kapitalo investicijų. Pastebėtina, jog ši dalis bendrose investicijose išlieka mažai pakitusi, net ir atsižvelgiant į tai, kad Azijos šalių ir besivystančių šalių rinkos mažiau nukentėjo nuo ekonomikos krizės ir privataus kapitalo sektoriuje tampa vis svarbesnės. Tai sietina su Londono, kaip vieno iš pasaulinio finansų centro reputacija, šiame mieste įsikūrusios

<sup>9</sup> Dėl duomenų trūkumo 2012 m. palyginamieji duomenys atspindi ne investicijų vertės, o priktraukto kapitalo apimtį pagal geografinius regionus.

didžiosios korporacijos, steigiasi daug naujų firmų, taip pat ir PKF valdytojai dažnai renkasi Londoną kaip savo būstinę.

Nagrinėjant 2012 m. buvusią PKF pritraukto kapitalo struktūrą pagal geografinius regionus, išlieka analogiškos tendencijos, kaip ir investicijų vertės struktūrinio pasiskirstymo atveju – Š. Amerikos regiono PKF pritraukė daugiau nei pusė viso kapitalo, antrasis pagal svarbą regionas buvo Europa. Azijai ir likusiems regionams teko kiek daugiau nei 20% viso pritraukto kapitalo. Tokia pritraukto kapitalo struktūra iliustruoja, kad PKF veikla koncentruota jau brandžiose ir gerai išsivysčiusiose rinkose, kuriose yra ir visuotinai pripažinti finansų centrai, o kitoms šalims vis dar tenka mažoji dalis PKF investicijų. Vis dėlto galima tikėtis, kad ateityje rinkose, kuriose PKF yra dar santykinai nauja investicinė alternatyva, šių fondų svarba augs ir tuo pačiu didės santykinė kitų regionų svarba PKF investicijose ir pritraukto kapitalo struktūroje.

Vyraujanti viešoji nuomonė yra itin palanki PKF. Šie fondai padeda jaunoms ir perspektyvioms firmoms gauti kapitalo (kuris gali būti sunkiai prieinamas naudojantis įprastomis kapitalo pritraukimo formomis) ir įgyvendinti savo tikslus, bei kurti konkurencingą verslo aplinką šalyje, tokiu būdu prisidedant ir prie ekonomikos augimo. Galima paminėti, jog ir lietuviškoje specializuotoje spaudoje yra pakankamai nuomonių apie PKF teigiamą įtaką verslui (pvz. Rutkauskaitė, 2007a; Rutkauskaitė, 2007b).

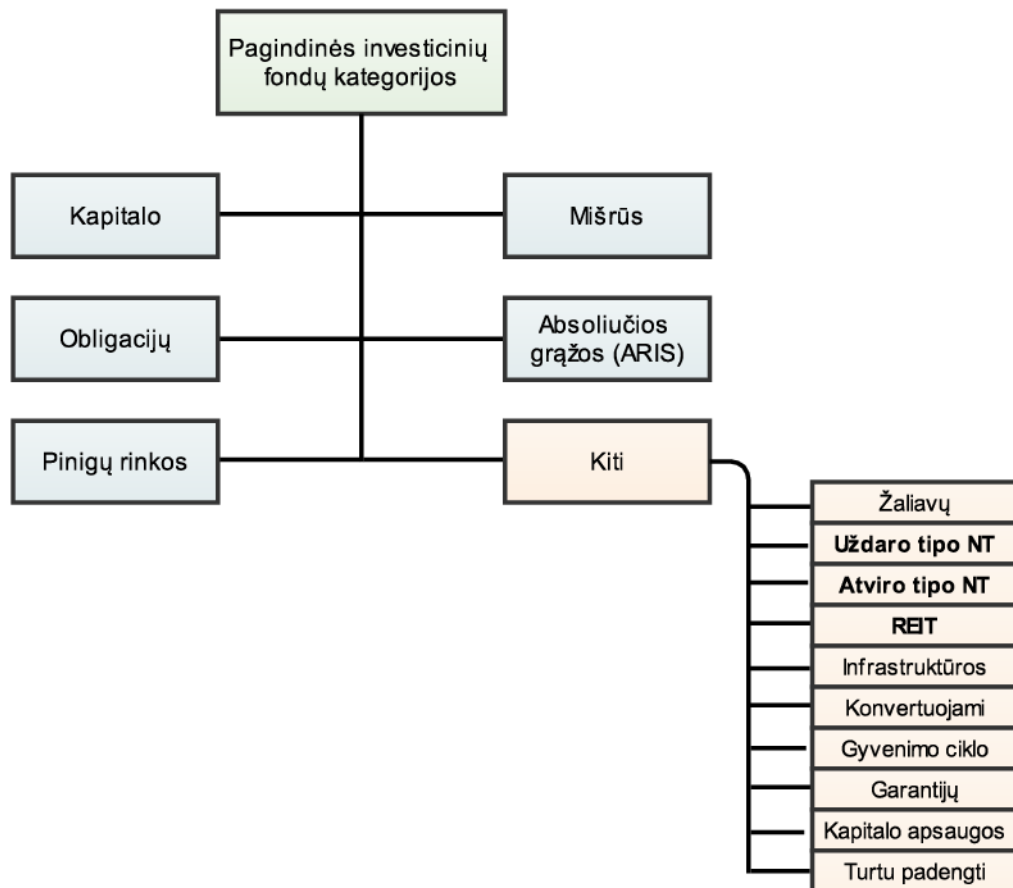
### *1.1.3. Nekilnojamojo turto fondai*

NTF (angl. *Real Estate Funds*) yra trečioji fondų rūšis, priskiriama prie AIF. Pagal ECB gaires dėl pinigų, finansinių institucijų ir rinkų statistikos, NTF yra apibrėžiami kaip „...investiciniai fondai, dažniausiai investuojantys į nekilnojamą turtą. Investicinių fondų klasifikavimo į nekilnojamo turto fondus kriterijai sudaromi remiantis viešuoju prospektu, fondo taisyklėmis, steigimo dokumentais, sudarytu statutu ar įstatais, pasirašymo dokumentais ar investicijų sutartimis, rinkodaros dokumentais ar kitais panašų poveikį turinčiais dokumentais.“ (ECB/2007/9, p. 229). Šiose gairėse nėra

konkretizuotos NTF rūšys ar kiti jiems būdingi požymiai, tačiau kartu su RDF, NTF yra išskiriami kaip atskiras investicinių fondų subsektorius.

Europos Komisijos inicijuotame ekspertų grupės atvirojo tipo NTF tyrime nurodoma, jog NTF sąvoka yra labai plati, dažnai priskiriama įvairiems produktams, kurių pagrindas yra nekilnojamasis turtas ar jie yra susieti su nekilnojamoju turtu. Vis dėlto minėtame tyrime išskirtos kelios pagrindinės NTF grupės – tai atvirojo tipo NTF, uždarojo tipo NTF, nekilnojamojo turto investicijų trestai (angl. *Real Estate Investment Trusts*) (toliau – REIT) ir kitos nekilnojamojo turto įmonės (Expert..., 2008).

Europos fondų ir turto valdymo asociacija (angl. *European Fund and Asset Management Association*, toliau – EFAMA) pateikusi investicinių fondų klasifikaciją ir sukūrusi galimybes aiškiam fondų palyginimui, vaidina svarbų vaidmenį Europos fondų sektoriuje (Galinienė, Bumelytė, 2011).



**10 pav.** Investicinių fondų klasifikacija

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis EFAMA..., 2012



Remiantis EFAMA klasifikacija, kuri pavaizduota 10 paveiksle, kaip viena iš fondų kategorijų yra išskiriama „kitų“ fondų grupė. Paveiksle papildomai yra pateiktas ir šios grupės išskaidymas į subkategorijas, kuriame kaip atskiros kitų fondų rūšys yra nurodyti ir fondai, patenkantys į NTF grupę – tai uždaro ir atviro tipo NTF bei REIT.

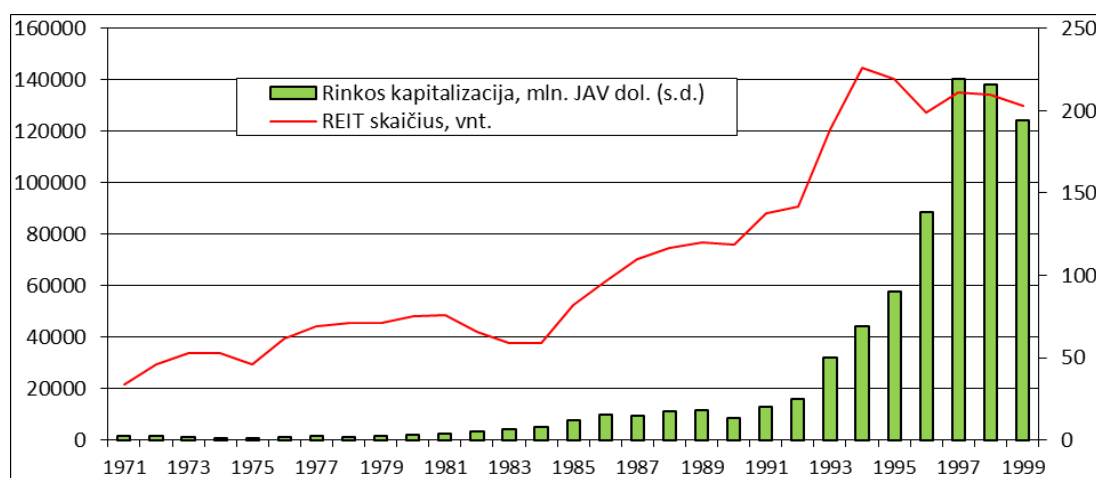
Bivainio J., Volodzkienės L. (2008) darbe, nagrinėjančiame NTF ir jų vietą investuotojo portfelyje, NTF suprantami ir nagrinėjami tik kaip nekilnojamojo turto investicijų trestai (REIT), tačiau tai yra pernelyg susiaurintas NTF interpretavimas, nors REIT ir yra labai populiarūs JAV bei dažnai vietiniuose leidiniuose ir publikacijose vadinami NTF. Tiek pagal EFAMA klasifikaciją, tiek kituose darbuose, NTF yra išskiriami iš kitų investicinių fondų ir skaidomi į smulkesnius pogrupius. Tai rodo NTF svarbą investicinių fondų įvairovėje, todėl ir disertacijoje NTF yra išskiriami kaip atskira AIF kategorija, o patys NTF skirstomi į uždaro, atviro tipo NTF, REIT ir kitas NT įmones, t.y. naudojama ekspertų grupės atliktame atvirojo tipo NTF tyrime pateikta klasifikacija.

REIT galima trumpai aptarti kaip tam tikrą ypatingą NTF rūšį. Tai yra nekilnojamo turto bendrovės, kurių viena iš pagrindinių veiklos paskatų yra mokestinės lengvatos. Tačiau šios lengvatos pasiekiamos tik tuo atveju, jei vykdomos sąlygos – t.y. didžioji pajamų dalis gaunama iš NT ir atitinkamai didžioji pelno dalis (nuo 85 iki 95%) yra išmokama akcininkams dividendų pavidalu. Tokiu būdu išvengiama apmokestinimo įmonės lygmeniu, pajamų mokesčius privalo susimokėti patys investuotojai. Taigi, REIT labiau primena įprastai veikiančias įmones, kurios dažnai yra listinguojamos VP biržoje. REIT, skirtingai nei atviro tipo NTF, neišpirkinėja išleistų investicinių vienetų investuotojams panorėjus, taip pat jų investiciniai vienetai yra vertinami ne pagal turimo turto grynujų aktyvų vertę, tačiau atsižvelgiant į paklausą ir pasiūlą. Taigi, šiuo požiūriu, REIT yra jautresni kainai ir jų investicinių vienetų vertės svyravimo amplitudė yra didesnė. Kita svarbi REIT savybė yra ta, jog šie NTF fondai dėl veiklos specifikos yra įprastinės akcinės bendrovės, todėl jiems nėra taikomas specifinis reguliavimas ir priežiūra, taikomas

investiciniams fondams (Expert..., 2008). REIT yra priskiriami prie NTF, kadangi didžioji jų veiklos dalis susijusi su NT valdymu, tačiau taip pat verta pastebėti, jog dėl veiklos specifikos REIT koreliacija su įprastinėmis kapitalo rinkos priemonėmis yra didesnė nei kitų tipų NTF. Lyginant NTF reguliavimą Lietuvoje, galima pastebėti, jog Lietuvoje iš esmės įteisintos tik dvi NTF rūšys – atviro ir uždaro tipo NTF.

Dėl komplikotos NTF klasifikacijos ir skirtingų požiūrių į tokius fondus, sudėtinga įvertinti ir nustatyti, kada atsirado ir pradėjo vystytis NTF, tačiau NTF ištakomis galima laikyti REIT atsiradimą JAV. 1960 metais JAV Kongresui priėmus teisės aktus, apibrėžiančius REIT, buvo įsteigtos ir pirmosios tokio tipo organizacijos. REIT buvo sukurti siekiant, kad ir pavieniai individualūs investuotojai turėtų galimybę dalyvauti didelio masto investicijose į nekilnojamąjį turtą su santykinai nedideliu kapitalu. Vėliau buvo atlikta nemažai teisinių pakeitimų, kurie paskatino REIT plėtrą, ypač prie šios industrijos spartaus augimo prisidėjo 1986 m. atlikta mokesčių reforma (Feng, Price, Sirmans, 2011; Xu, Yiu, 2010).

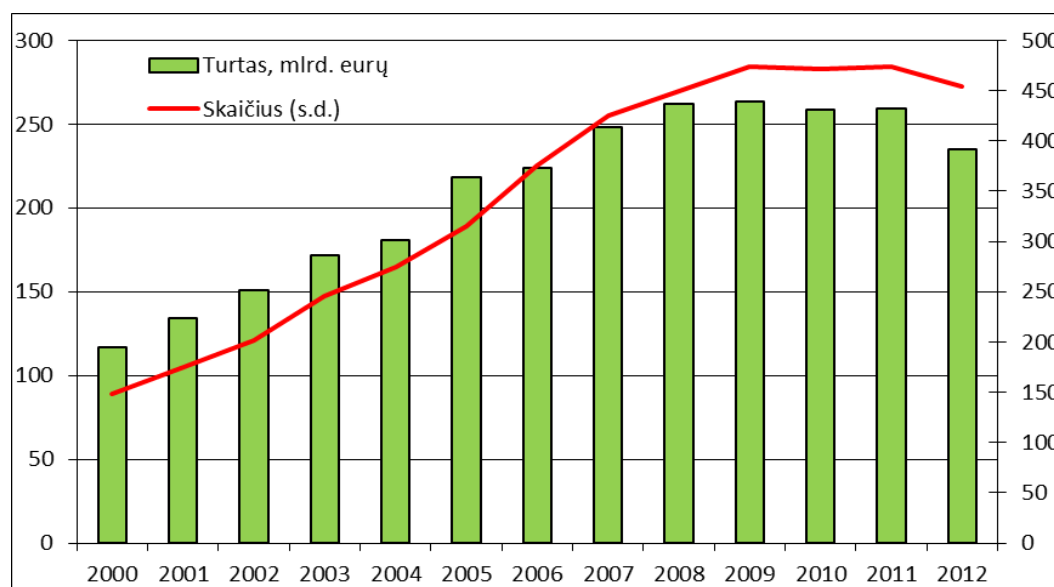
Tuojuo po REIT įteisinimo, buvo įsteigta Nacionalinė nekilnojamojo turto investicijų trestų asociacija (angl. NAREIT), kuri vienija šio tipo fondus, atstovauja jiems bei kaupia statistinę informaciją. Remiantis NAREIT duomenimis, 11 paveiksle pateikta JAV veikiančių REIT informacija nuo aktyvesnės jų veiklos pradžios iki 1999 m.



**11 pav.** REIT skaičius ir kapitalizacijos kaita JAV 1971–1999 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis NAREIT duomenimis

Iš paveiksle pateiktų duomenų aišku, kad REIT rinka nebuvo labai populiari įsteigimo pradžioje, o sparčiau vystytis pradėjo tik priėmus papildomus teisinius pakeitimus. Kaip minėta, ypač prie REIT vystymosi prisidėjo 1986 m. teisiniai pakeitimai, kurie supaprastino REIT reguliavimą (pvz. buvo įteisinti vidinis valdymas ir vertikali integracija) bei tuo pačiu panaikino palankų mokestinį reguliavimą komercinėms NT bendrijoms (angl. *real estate limited partnership*). Panaikinus buvusias lengvatas minėtoms bendrovėms, buvo užkirstas kelias individams išvengti mokesčių naudojantis komercinėmis NT bendrijomis, šalia to įvertinus ir supaprastintą REIT reguliavimą, atlikti pakeitimai ir lėmė didėjantį susidomėjimą REIT. Nuo minėtų metų prasidėjo ir fondų skaičiaus ir jų kapitalizacijos augimas (per 1985 – 1989 m. laikotarpį REIT skaičius ir kapitalizacija padidėjo apie 50%, per dešimtmetį kapitalizacija padidėjo apie 7,5 karto, o REIT skaičius kiek daugiau nei 2,5 karto). Aprašyti teisiniai pakeitimai galėtų būti tinkamas pavyzdys, kaip panaikinus įstatymų spragas ir lengvatas, galima investicijų srautus nukreipti norima ir skaidresne linkme.



**12 pav.** Europos NTF valdomas kapitalas 2000–2012 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Expert...2008, INREV..., 2012

Analizuojant naujausius NTF veiklos duomenis, tendencijos išlieka analogiškos – duomenys apie NTF veiklą yra smarkiai fragmentuoti, dažnai net prieštaringi, kadangi skiriasi sąvokų bei nagrinėjamo objekto interpretavimas.

Vis dėlto net ir tokie duomenys padeda susidaryti aiškesnį vaizdą apie NTF rinką. 12 paveiksle pateikti Europoje veikiančių nelistinguojamų NTF valdomo turto ir fondų skaičiaus duomenys.

Nuoseklus valdomo turto ir fondų skaičiaus augimas pradedant 2008 metais sulėtėjo ir visiškai sustojo, tai sietina su 2007 metais prasidėjusia finansų ir ūkio krize, kuri pirmiausia palietė nekilnojamojo turto sektorių. Paskutiniaisiais grafike nagrinėjamais metais, Europos NTF valdomo turto apimtys pakankamai ženkliai smuko, taip pat sumažėjo ir veikiančių fondų skaičius. Nors galima teigti, kad NT rinkos, kaip ir visa ekonomika, atsigauna, NTF valdomo turto apimčių mažėjimą pirmiausia galima sieti su sumažėjusiu pačių fondų skaičiumi. Dažniausiai fondai yra steigiami konkrečiam laikotarpiui, po kurio, akcininkams nepratęsus jo veiklos, fondas likviduojamas. Atsižvelgiant į 2007 m. prasidėjusią pirminių būsto paskolų krizę, ir su tuo susijusį NTF valdomo turto apimčių sąstingį, bei prastesnius fondų veiklos rezultatus, galima paaiškinti sumažėjusį investuotojų norą dalyvauti NTF.

Nors pateikti duomenys atspindi tik Europoje veikiančius NTF, tačiau net ir šis regionas sudaro nemažą dalį pagal valdomą turtą, lyginant su kitų rūšių AIF. Eichholtz P., Kok N. (2007) darbe nurodomi ir apytiksliai globalios NTF rinkos duomenys, vertinant nekilnojamojo turto įmonių sektoriaus akcijų rinkos vertę (įtraukiamos tik tos įmonės, kurių rinkos kapitalizacija viršija 50 milijonų JAV dolerių). Manoma, jog 2007 metais NTF rinka siekė 1,2 trilijono eurų, tačiau dėl naudojamo svarto, kuris vidutiniškai šiame sektoriuje sudaro apie 40%, disponuojamo turto vertė yra ženkliai didesnė ir gali siekti apie 2,1 trilijono eurų (Eichholtz, Kok, 2007).

Kaip matyti, egzistuoja nemenka NTF rūšių įvairovė, šalių mastu skiriasi ir jiems taikomas reguliavimas. Dėl itin jautraus ir specifinio pagrindinio NTF investavimo objekto kyla problemų dėl NTF veiklos platesniu mastu – sudėtinga gauti leidimą tam pačiam fondui veikti ir kitose šalyse. Dėl šių priežasčių NTF dažniausiai koncentruojasi savo kilmės šalyje.

NTF suteikia galimybę smulkiems investuotojams turėti savo portfelyje nekilnojamojo turto kitu, ne vien tik tradiciniu, būdu, t. y. įsigyjant nekilnojamojo turto. NTF galima charakterizuoti tam tikromis savybėmis<sup>10</sup>: šis fondas yra su rizika susijęs kolektyvinis kapitalo įdėjimas į nekilnojamąjį turtą, kuris yra valdomas ne pačių investuotojų, o profesionalių fondo valdytojų (Bednarczyk, 2002). JAV Vertybinių popierių komisija (angl. *U.S. Securities and Exchange Commission*) nurodo tam tikras aktyvų klases, į kurias investuoja NTF – tai įvairios nekilnojamojo turto rūšys, turtas, susijęs su nekilnojamoju turtu, įtraukiant ir prekybos centrus, biurų pastatus, viešbučius, VP padengtus nekilnojamoju turtu.

### 3 lentelė. Įvairių nekilnojamojo turto fondų rūšių palyginimas

Charakteristikos	Uždarojo tipo NTF	Atvirojo tipo NTF	REIT	Kitos NT įmonės
Minimali investicijų suma	Didelė	Maža	Maža	Maža
Likvidumas	Labai žemas	Vidutinis/Aukštas	Aukštas/Vidutinis	Aukštas/Vidutinis
Svyravimai (rizikingumas)	Žemas	Vidutinis	Aukštas	Aukštas
Koreliacija su vietine NT rinka	Dažniausiai didelė	Dažniausiai didelė	Aukšta	Dažniausiai didelė
Rizikos šaltiniai	Sudėtingas išėjimas	Likvidumo "neatitikimai" <sup>11</sup>	Akcijų rinkos rizika	Akcijų rinkos rizika

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Expert..., 2008

3 lentelėje pateiktos pagrindinės charakteristikos, apibūdinančios NTF. Iš NTF koreliacijos su vietine NT rinka galima spręsti, jog NTF dėl jiems taikomų apribojimų (REIT atveju) ar kitų priežasčių vis dar dažniausiai investuoja į savo šalies nekilnojamąjį turtą.

Vertinant teiginį, kad NTF vystydami savo veiklą dažniausiai koncentruojasi tik vietinėje rinkoje, apskaičiuotas Šveicarijos rinkos NTF indekso (SXI Real Estate Funds TR) ir ilgiausiai veikiančio Lietuvoje registruoto NTF Lords LB Baltic Fund I pelningumų koreliacijos koeficientas.

<sup>10</sup> Bednarczyk T. P. (2002) darbe šiomis savybėmis apibūdinami atvirojo tipo NTF, tačiau tokiomis pačiomis savybėmis gali pasižymėti ir kitų tipų NTF, ženklėsniai skirtumai išryškėja tik nagrinėjant jų organizacinę struktūrą ir teisinį reguliavimą.

<sup>11</sup> Tai susiję su tuo, jog nekilnojamasis turtas yra itin nelikvidus, o atviro tipo NTF suteikia galimybę išpirkti fondo vienetą bet kuriuo metu. Dėl tokių kraštutinumų ir kyla likvidumo rizika.

Gautas rezultatas yra artimas nuliui (koreliacija lygi 0,01, 12 stebėjimų, apimančių 2010 – 2012 metus). Rezultatas leidžia teigti, kad Lietuvoje registruoto NTF veiklos rezultatas nėra susijęs su kitose šalyse vykstančiais pokyčiais ir todėl galima patvirtinti teiginį, kad NTF vystydami veiklą daugiausia koncentruojasi vietinėse rinkose.

4 lentelėje vaizduojamas NT ir kitų investicinių priemonių rizikingumo ir pelningumo palyginimas skirtingose Europos valstybėse. Rizikingumas suprantamas kaip investicinės grąžos standartinis nuokrypis. Kaip matyti iš pateiktų duomenų, investicijos į NT yra pelningesnės nei pinigų rinkos priemonės, tačiau rizikos-pelno požiūriu ne tokios patrauklios kaip investicijos į akcijas (How... 2005). Nors NT ilgalaikiu laikotarpiu yra veikiamas makroekonominių kintamųjų ir ekonomikos ciklų, tačiau ši turto klasė turi menką koreliaciją su akcijų rinka, taip pat NT generuojami pinigų srautai yra stabilesni. Atsižvelgiant į tai, galima teigti, jog investicijos į šią turto klasę turėtų būti patrauklios ir perspektyvios.

**4 lentelė.** NT rizikingumo ir pelningumo palyginimas su kitomis investicijų klasėmis

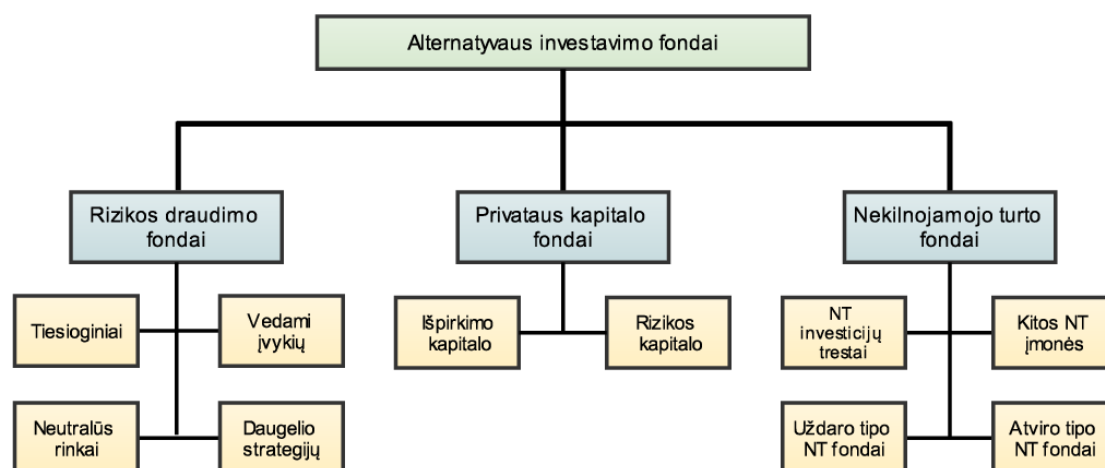
		iki 2005			2010-2012
		Didžioji Britanija	Švedija	Airija	Lietuva
Nekilnojamasis turtas	Rizikingumas	14,6	15,2	19,6	6,5
	Pelningumas	12,6	12,0	14,1	14,1
Vertybiniai popieriai	Rizikingumas	32,2	30,7	26,1	16,4
	Pelningumas	17,5	18,3	16,4	11,7
Vyriausybės VP	Rizikingumas	14,8	8,2	9,6	0,7
	Pelningumas	12,2	10,6	10,6	2,9
Grynieji pinigai	Rizikingumas	3,4	3,8	3,0	0,6
	Pelningumas	9,5	8,2	7,3	1,5

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis How..., 2005, Lietuvos..., 2013c, OMX Vilnius indekso duomenimis ir autoriaus skaičiavimais

4 lentelėje pateikiami ir autoriaus apskaičiuoti palyginamieji Lietuvos duomenys. Nekilnojamojo turto skiltyje pateikiami ilgiausiai veikiančio NTF Lords LB Baltic Fund I duomenų pagrindu apskaičiuoti pelningumo ir rizikos rodikliai. Atkreiptinas dėmesys, jog šis fondas, nors ir yra ilgiausiai veikiantis NTF registruotas Lietuvoje, tačiau investicinę veiklą vykdo tik nuo 2010 m. I ketv. (t.y. iki 2012 m. pabaigos susidaro 12 stebėjimų). Atitinkamai, siekiant

duomenų palyginamumo, ir kitų vertybinių popierių atveju skaičiavimams naudoti 2010 – 2012 m. duomenys. Vertybinius popierius ir jų rodiklius Lietuvoje atspindi Vilniaus VP biržos indeksas „OMX Vilnius“, VVP pelningumo ir rizikos duomenys apskaičiuoti naudojantis LR Finansų ministerijos teikiama Lietuvos valstybės skolos statistika, konkrečiai naudoti visų trukmių vyriausybės vertybinių popierių (obligacijų ir taupymo lakštų), denominuotų litais, pelningumų svertiniai vidurkiai 2010 – 2012 m. Grynujų pinigų statistikos apskaičiuotos remiantis Lietuvos banko teikiamais nefinansinių korporacijų ir namų ūkių naujų indėlių palūkanų normų duomenimis.

Analizuojant atliktus skaičiavimus, Lietuvos atveju taip pat galima daryti panašias išvadas – NTF Lietuvoje nagrinėjamu metu yra pelningesni ir palankesni (atsižvelgiant į jų riziką) nei pinigų rinkos priemonės ar Vyriausybės VP. NTF ir įmonių VP pelningumai yra gana panašūs, tačiau NTF pasižymi gerokai mažesniu rizikos lygiu. Vis dėlto, reikėtų atsargiai vertinti apskaičiuotą NTF rizikingumo rodiklį, kadangi jis gautas nagrinėjant santykinai trumpą laikotarpį, per kurį stebėjimų skaičius taip pat buvo nedidelis.



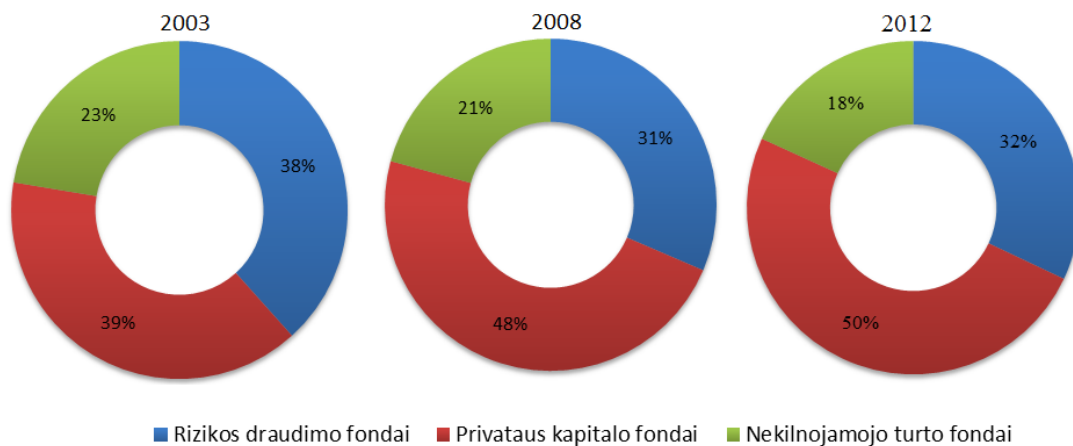
**13 pav.** AIF klasifikacija

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Apibendrinant aptartas AIF rūšis ir jų skirstymą į grupes, 13 paveiksle pateiktas grafinis AIF suskirstymas, tokiu būdu siekiama sistematizuoti šioje dalyje aptartus visų tipų AIF. Pateiktame paveiksle taip pat atsispindi ir jau

minėta NTF klasifikacijos problematika – šie fondai įvairiose šalyse interpretuojami pakankamai skirtingai ir nėra visiškai vieningos nuomonės dėl tam tikrų tipų fondų įtraukimo į NTF grupę. RDF klasifikavimui pasirinktas dažniausiai pasitaikantis skirstymas pagal fondų naudojamas strategijas. Paveiksle pateiktas apibendrinto lygmens grupavimas, kiekvieną iš kategorijų galima skaidyti dar smulkiau, detalesnio RDF klasifikavimo pagal naudojamas strategijas pavyzdys pateiktas 4 priede.

Verta panagrinėti ir apibendrintą globalų AIF rinkos vaizdą, kuris pateiktas 14 paveiksle. Dėl NTF rinkos charakteristikų ir ypatybių (skirtingo šiai fondų grupei priskiriamų instrumentų interpretavimo ir dažno veiklos apribojimo geografiniu mastu), paveiksle pateikti tik daliniai NTF valdomo turto duomenys – Europos nelistinguojamų NTF ir globalūs REIT valdomo turto duomenys. Nors atsižvelgiant į minėtus apribojimus, realūs globalaus NTF rinkos valdomo turto duomenys būtų didesni, net ir su daliniais NTF duomenimis galima spręsti apie AIF struktūrinį pasiskirstymą ir įvertinti kitimo tendencijas.



#### 14 pav. AIF globali rinka ir jos kitimas

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis Financial..., 2011a; Financial..., 2013; Global..., 2013b; Expert..., 2008; INREV..., 2012; Global..., 2007; Global..., 2009

Paveiksle matoma tendencija, kad santykinės atskirų AIF rūšių valdomo turto dalys menkai kinta įvairiais nagrinėjamais laikotarpiais. Nors galima buvo tikėtis, kad 2008 m. dėl finansų ir ekonomikos krizės investicijų santykis



pasikeis, tačiau minėtu laikotarpiu smuko bendros investicijų ir valdomo turto apimtys, investuotojai perėjo prie konservatyvesnių investavimo schemų ir tai vienodai palietė visus AIF tipus. Lyginant su 2003 m. yra sumažėjusi RDF santykinė dalis AIF valdomo turto apimtyse. Tai iš dalies sietina su didesniu RDF rizikingumu nei PKF ar NTF, kuris gali būti pateisinamas tik gaunant didesnę investicinę grąžą. 2007 metais JAV prasidėjus finansų krizei, kartu smuko ir RDF pelningumai. Kaip pavyzdys gali būti pateiktas Barclay Hedge Fund Index vidutinis metinis pelningumas: 2000 – 2012 m. laikotarpiu jis sudarė 6,8%, o 2007-2008 metais smuko ir buvo neigiamas (-6,8%). Taip pat ir vėlesniais metais jis nebesiekė buvusio lygio ir 2008 – 2012 m. laikotarpiu siekė vidutiniškai 2,3%. Taip pat galima manyti, kad vykstant krizėms ekonomiose ir rinkose vyraujant neapibrėžtumui, investuotojai perėjo prie mažiau rizikingų investicijų, kurios galėjo generuoti pastovesnę ir mažiau nuo rinkos svyravimų priklausančią grąžą.

Tam tikri investiciniai fondai, dėl naudojamų investavimo strategijų ir investicinių objektų pasirinkimo, yra sietini su alternatyviomis investicijomis ir apibendrintai vadinami alternatyvaus investavimo fondais. Tai neabejotinai yra atskira investicinių fondų grupė, kuri dėl pakankamai skirtingų ir specifinių atskirų fondų požymių dar yra skaidoma į tris pagrindines rūšis. Disertacijos autorius nagrinėjamu metu siūlo apsiriboti trijų rūšių AIF – tai būtų privataus kapitalo, nekilnojamojo turto ir rizikos draudimo fondai. Kitų tipų fondai (pvz. žaliavų) neturėtų būti priskiriami prie AIF, dėl galimai trumpalaikio susidomėjimo konkrečiomis aktyvų rūšimis ir jų pagrindu sudarytais fondais, dėl pakankamai aukštos koreliacijos su akcijų rinkos indeksais, taip pat dažnai tokio tipo fondai gali greičiau būti laikomi tam tikra AIF atmaina. Istoriniai duomenys pagrindžia aktyvią ir nuolatinę minėtų trijų AIF rūšių vystymosi tendenciją, todėl šios rūšys pagrįstai gali būti priskiriamos prie AIF.

Žvelgiant į ilgalaikes tendencijas ir remiantis istoriniais NTF, RDF ir PKF vystymosi duomenimis, tarptautinių organizacijų taikomomis investicinių fondų klasifikavimo schemomis ir teisiniais aktais įteisintu investicinių fondų

reguliavimu galima teigti, kad analizuojamu metu tik trys minėtos fondų rūšys gali būti pagrįstai priskiriamos AIF.

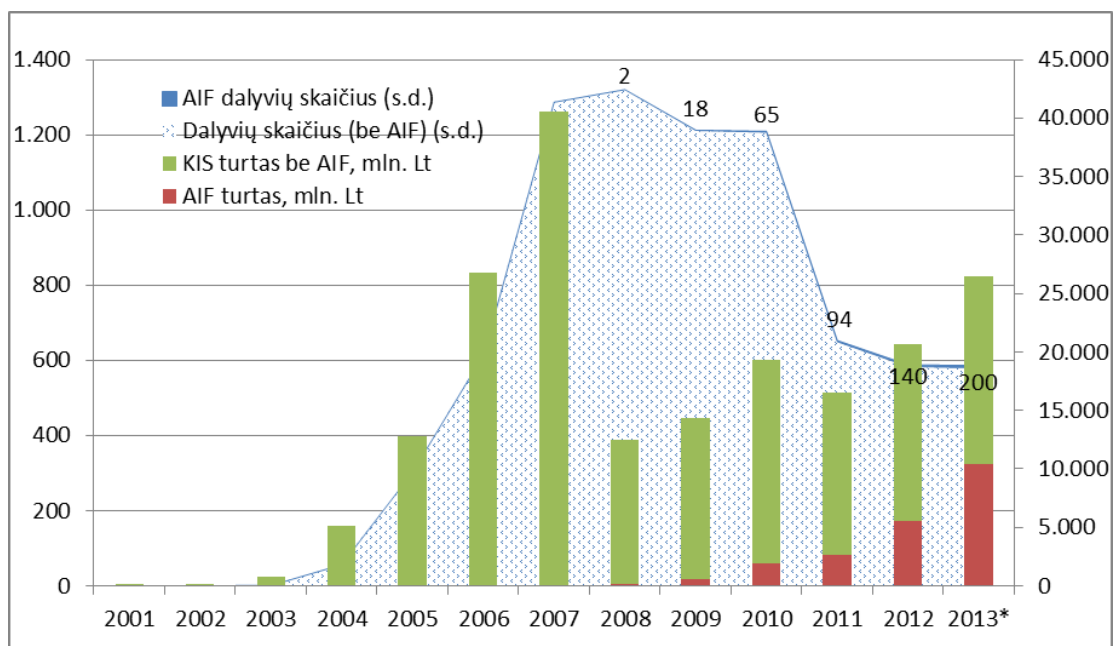
AIF priskiriamų fondų rūšių klasifikavimas yra pakankamai aiškus, tačiau egzistuoja nemaža įvairovė detalesnio atskirų AIF rūšių klasifikavimo variantų. Klasifikacija būna skirtinga, priklausomai nuo naudojimo paskirties – moksliniuose šaltiniuose ir akademiniais tikslais naudojama atskirų rūšių AIF klasifikacija apima stambesnes grupes, o tyrimus atliekančių organizacijų, sudarančių AIF duomenų bazes, naudojama klasifikacija yra suskaidyta į smulkesnius potipius ir detalesnė. Taip pat iki galo nėra visiškai sutariama ir dėl vieningo atskirų AIF rūšių apibrėžimo. Kaip vienas iš pagrindinių AIF klasifikuojančių požymių dažnai minimas menkas koreliacijos su įprastiniais investiciniais fondais ar akcijomis buvimas.

## 1.2. AIF rinkos raida ir plėtros tendencijos Lietuvoje

Pirmasis investicinis fondas Lietuvoje įsteigtas palyginti neseniai – 2001 m., dar po septynerių metų Lietuvos investuotojams prieinami tapo ir AIF. Tai iliustruoja, kad investicinių fondų rinka, o ypač AIF rinka, yra santykinai naujos, o jų ištyrimo laipsnis vis dar yra nepakankamas. Atsižvelgiant į aptartas AIF charakteristikas, jų veiklos specifiką, svarbu gerai išanalizuoti situaciją Lietuvos AIF rinkoje.

### *1.2.1. Lietuvos AIF vystymosi analizė*

Investicinių fondų raida Lietuvoje nuo jų atsiradimo atsispindi 15 paveiksle. Nors pirmasis investicinis fondas Lietuvoje įsteigtas dar 2001 m., tik nuo 2004 m. matoma itin sparti investicinių fondų rinkos plėtra Lietuvoje. Fondų dalyvių skaičius ir jų valdomas turtas kasmet padvigubėdavo, o 2007 m. buvo pasiektas aukščiausias taškas. Kitais metais, paveikus pasaulinei finansų ir ekonomikos krizei ir staigiai prastėjant fondų rezultatams, smarkiai smuko ir jų valdomo turto apimtys. Pastaruoju metu vėl matomos didėjimo tendencijos, ir artėjama prie buvusio lygio.



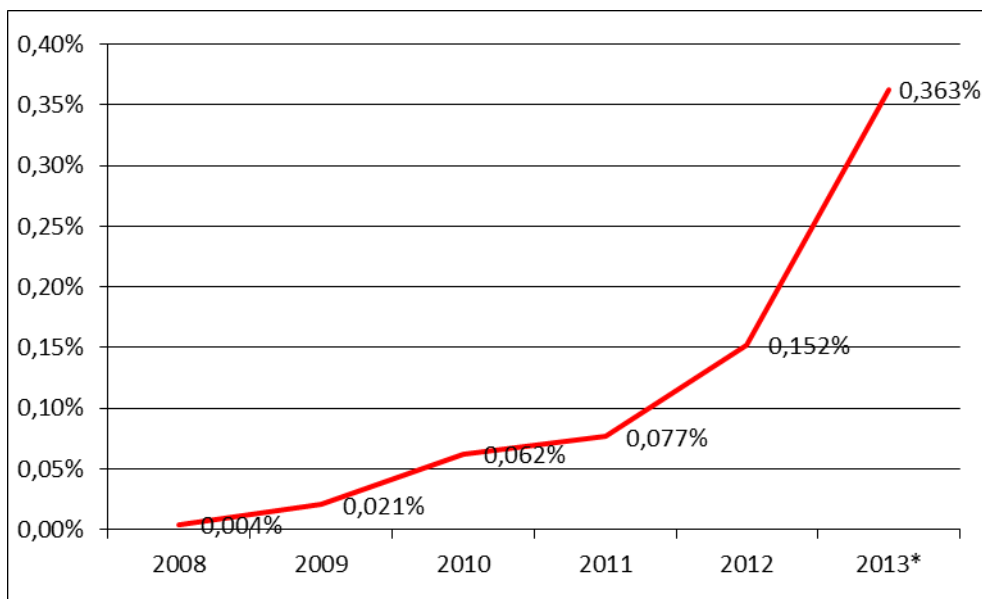
**15 pav.** Investicinių fondų raida (be PF) Lietuvoje 2001–2013<sup>12</sup> m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Metinės..., 2013, Galinienė B., Jarašius G., 2014

Nuo 2008 m., kai buvo leista Lietuvoje registruoti AIF, prasidėjo ir šių fondų augimas, (detali informacija apie įsteigtus ir veikiančius AIF pateikta 5 priede) kuris kartu lėmė ir visos KIS rinkos tolesnį atsigavimą ir augimą. Vienas iš charakteringų rodiklių, kuriuo AIF išsiskiria iš kitų Lietuvoje registruotų KIS, yra fondo dalyvių skaičius. 15 paveiksle investicinių fondų dalyvių duomenys pateikti užbrūkšniuotu plotu, o plotą apriboja linija, kuri nuo 2008 m. kartu vaizduoja ir AIF dalyvių dalį bendroje KIS rinkoje (15 paveiksle pateikti skaičiai atspindi AIF dalyvių skaičių). Ši reikšmė yra vos įžiūrima ir kiek ryškesnė tampa tik 2012 - 2013 m. 2012 m. pabaigos duomenimis vidutinis KIS dalyvių skaičius sudarė apie 695 vnt., o vidutinis AIF dalyvių skaičius siekė kiek daugiau nei 9 vnt. Taigi, didžioji dalis į AIF investuojančių subjektų yra instituciniai arba profesionalūs investuotojai, tai paaiškina ir mažą AIF dalyvių skaičių, nors AIF valdomo turto apimtys sudaro ženklia dalį visų KIS valdomame turte. Taip pat pateikti duomenys leidžia teigti, kad KIS rinkos

<sup>12</sup> 2013 m. duomenys apima tris metų ketvirčius, o iki 2004 (kol buvo priimtas Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas), pateikiamas ne fondo valdomas turtas, o jo aktyvų grynoji vertė, kuri dažniausiai yra kiek mažesnė nei fondo turtas.

atsigavimą nemaža dalimi nulėmė AIF atsiradimas, kadangi žvelgiant į KIS (be AIF) valdomo turto augimą, matoma, kad jis buvo gerokai lėtesnis – 2008 – 2013 m. laikotarpiu KIS (be AIF) turtas vidutiniškai augo 6,8%, o AIF turtas kasmet vidutiniškai augo po 155,8%. Kadangi AIF dalyvių skaičius yra nedidelis, o didžioji dalis investuotojų dalyvauja kitų nei AIF KIS veikloje, staigus įprastų KIS dalyvių kiekio mažėjimas 2010 m. ir vėlesnė stabilizacija, taip pat leidžia manyti, kad be AIF Lietuvos KIS rinka nebūtų patyrusi spartaus augimo ir nebūtų taip greitai atsigavusi po pasaulinės finansų ir ekonomikos krizės nulemtu smukimo.



### 16 pav. AIF valdomo turto santykis su BVP

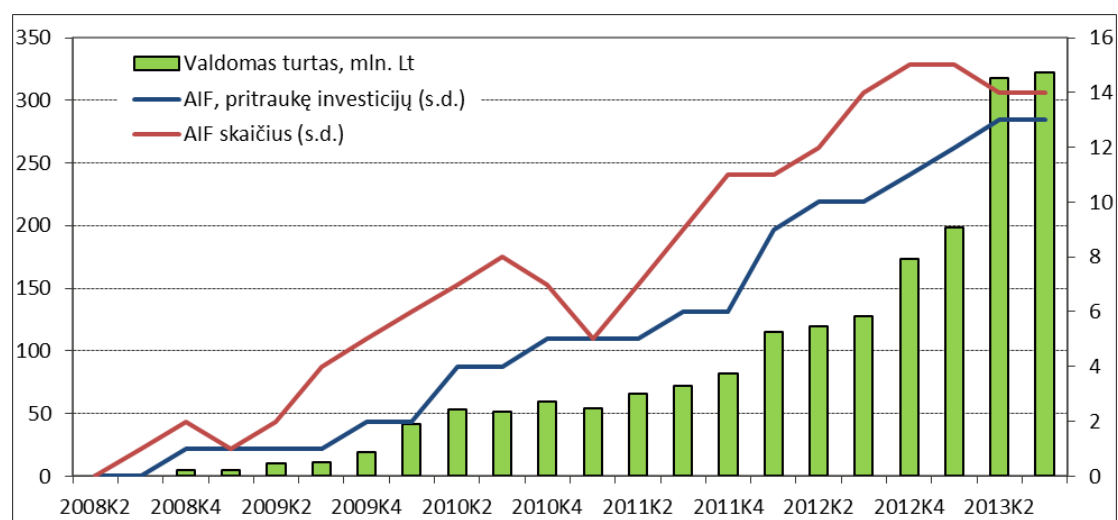
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2013a, Statistikos departamento duomenimis

AIF įteisinimas Lietuvoje sukūrė tinkamas sąlygas steigti AIF Lietuvoje, ir yra stebimas vis spartėjantis ir besiplečiantis šios rinkos formavimasis. Nors analizuojamu laikotarpiu AIF valdomas turtas visos šalies mastu nėra reikšmingas (16 paveiksle pateiktas AIF valdomo turto santykis su konkrečių metų BVP, 2013 m. pateikti III ketvirčių duomenys), tačiau jis nuolat auga ir tikėtina, kad ateityje AIF taps vis pastebimesni ir svarbesni.

Lietuvoje registruotų AIF valdomo skaičiaus ir kiekio kitimą atspindi 17 paveikslas, kuriame duomenys pateikti nuo 2008 m. II ketv., naująja KISĮ

redakcija įteisinus AIF. Iš pateiktų tendencijų galima spręsti, kad praėjus kiek daugiau nei penkeriems metams nuo leidimo Lietuvoje registruoti AIF, šie fondai gana sėkmingai įsitvirtino bendroje investicinių fondų rinkoje. Nagrinėjamu laikotarpiu matoma aiški valdomo turto didėjimo tendencija, kuri yra nulemta didėjančio įsteigtų ir veiklą vykdančių AIF skaičiaus. AIF valdomo turto dydis beveik nuolat augo ir tik keletą ketvirčių buvo neženkliai smukęs, o paskutiniaisi nagrinėjamais ketvirčiais AIF valdomo turto apimčių augimas dėl veiklą pradėjusių vykdyti naujų fondų buvo itin ženklaus. Tokius rezultatus galima sieti su atsigaunančiomis finansų rinkomis ir didėjančiu investuotojų susidomėjimu alternatyviomis investicijomis, kurios gali suteikti ir didesnę investicinę grąžą. Papildomai į investicinį portfelį įtraukus ir AIF, galima sėkmingai jį diversifikuoti ir sumažinti bendrą portfelio riziką, kadangi AIF pasižymi menka koreliacija su įprastiniais investiciniais instrumentais.

Taip pat galima atkreipti dėmesį, kad nagrinėjamo laikotarpio pabaigoje sumažėjo skirtumas tarp įregistruotų ir veikiančių AIF skaičiaus. Tai rodo, kad rinkoje nusistovi aiškumas, veikia tik tie fondai, kurie yra priimtini investuotojams, nebėra bandymų steigti fondus, iš anksto neužsitikrinus jo veiklos sėkmės ir tinkamai neįvertinus investicijų pritraukimo galimybių.

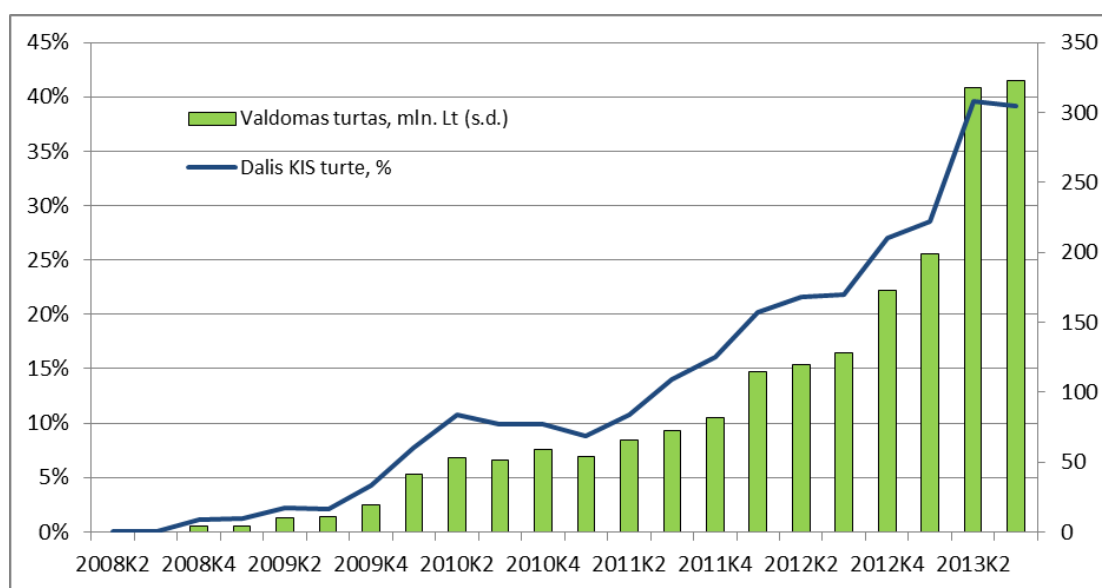


**17 pav.** AIF rinkos Lietuvoje charakteristikos 2008–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos ..., 2013a

Iš viso Lietuvoje per nagrinėjamą laikotarpį buvo įregistruoti 22 AIF (8 NTF, 8 RDF ir 6 PKF), 2013 m. III ketv. pabaigoje veiklą vykdo 15 AIF, o

investicijų yra pritraukę 14 iš jų. Gana didelė santykinė steigiamų fondų dalis (32,8%) buvo priversti nutraukti savo veiklą, dažniausia to priežastis – sunkumai pritraukiant investicijas. 2013 m. III ketv. pabaigoje Lietuvoje buvo registruoti 43 KIS (įskaitant ir subfondus), 15 iš jų buvo AIF, todėl galima teigti, kad AIF Lietuvoje steigiami pakankamai sparčiai, taip pat ir jų įvairovė yra gana plati. Nors kaip buvo minėta, nemaža dalis AIF yra likviduojami, tokia tendencija labiau siejama su pirmine šių fondų veiklos Lietuvoje stadija – dauguma nesėkmingai veikusių ar nesugebėjusių pritraukti investicijų fondų buvo likviduoti iki 2010 m. pabaigos, tai buvo susiję tiek su tuo metu dar vykusia ekonomikos ir finansų krize ir netikrumu finansų rinkose, tiek ir su investuotojų nepasiruošimu ir nenoru nestabiliu metu investuoti į rizikingesnius investicinius produktus. Atsigaunant ekonomikai ir investuotojams pereinant nuo konservatyvių investicijų prie potencialiai pelningesnių ir kartu rizikingesnių, pastaraisiais ketvirčiais (ypač nuo 2011 IV ketv.) matomas aiškus AIF skaičiaus augimas (Galiniene, Jarašius, 2013).



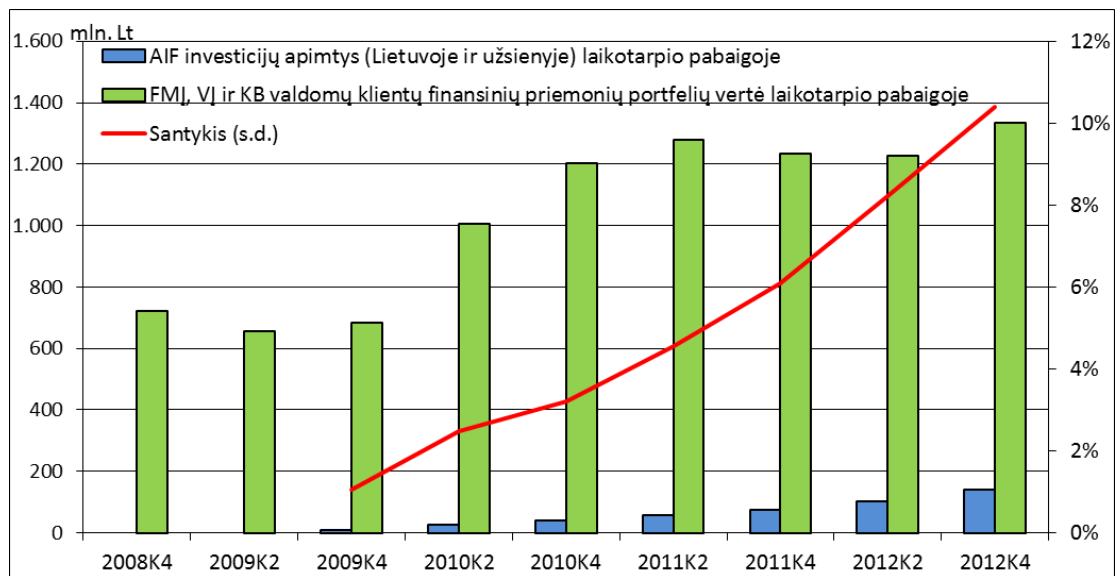
**18 pav.** AIF ir KIS valdomo turto santykis Lietuvoje 2008–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos ..., 2013a

Nors AIF Lietuvoje buvo įteisinti per patį pasaulinės ūkio ir finansų krizės įkarštį, tačiau nuo 2008 m. pradžios iki 2013 m. III ketv. AIF turto dalis visų KIS turte išaugo net iki 39,2% ir tai yra pati didžiausia dalis nuo AIF veiklos Lietuvoje pradžios. Taip pat iš 18 paveikslo matyti, kad santykinė AIF

valdomo turto dalis nuolat augo (ypač paskutiniais nagrinėjamais ketvirčiais), kartu augant ir AIF valdomo turto apimtims. Tik 2010 – 2011 m. sandūroje buvo stebimas nagrinėjamos charakteristikos sumažėjimas, kurį nulėmė PKF likvidavimas ir dėl to kiek sumažėjusios bendro AIF valdomo turto vertės (nuo didesnio sumažėjimo apsaugojo išaugęs NTF valdomas turtas). Itin staigus AIF valdomo turto ir dalies KIS valdomame turte augimas rodo spartų AIF vystymąsi, kuris viršija kitų KIS rinkos augimą. Tai pagrindžia mintį, kad AIF Lietuvoje buvo laukiami ir sulaukė pripažinimo bei užpildė rinkoje buvusią galimybės investuoti į alternatyvius šaltinius spragą.

19 paveiksle pateiktas bendras AIF investicijų (geografinė prasme šiame paveiksle pateikti duomenys apima investicijas Lietuvos ir užsienio rinkose) palyginimas su kitų rinkos dalyvių<sup>13</sup> turimais investiciniais portfeliais ir jų apimtėmis.



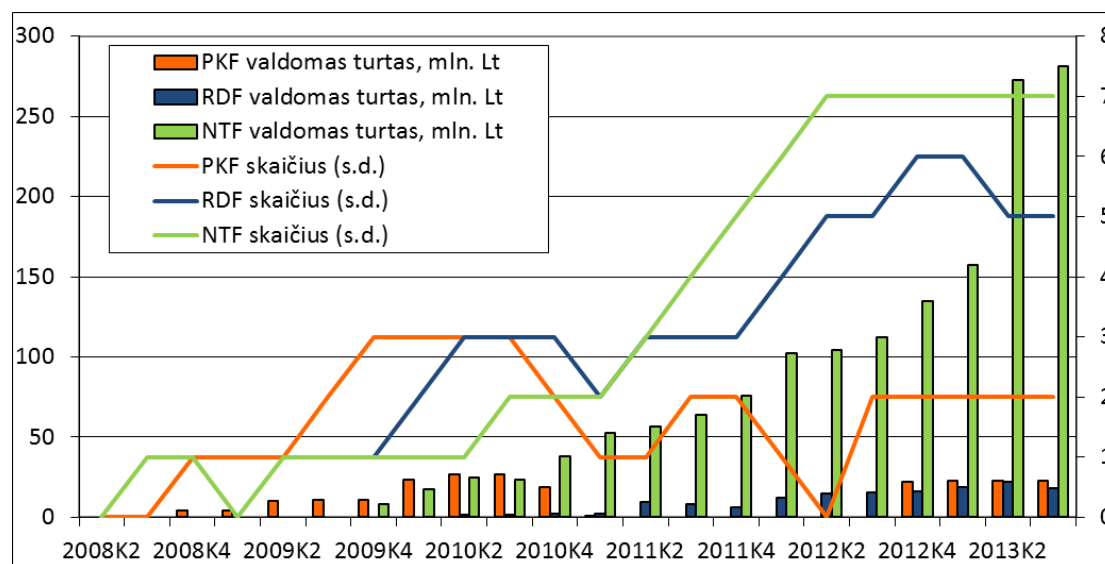
**19 pav.** AIF investicinio portfelio palyginimas su kitų Lietuvos rinkos dalyvių investiciniais portfeliais 2009–2012 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis, LB duomenimis

<sup>13</sup> Pagal Lietuvos banko teikiamus statistinius duomenis, į nagrinėjimą įtraukiamos finansų maklerio įmonės, komerciniai bankai, teikiantys investicines paslaugas ir valdymo įmonės. Dėl pasikeitusios priežiūros aplinkos (Vertybinių popierių komisija ir Draudimo priežiūros komisija buvo likviduotos ir jų funkcijos perduotos Lietuvos bankui) nuo 2010 m. pradžios keitėsi pateikiamų duomenų forma, todėl laikotarpiams iki 2010 m. į nagrinėjimą traukiamos finansų maklerio įmonės, komerciniai bankai, teikiantys investicines paslaugas, investiciniai fondai ir investicinės kintamo kapitalo bendrovės. Pastarosios dvi atitinka vėlesniais laikotarpiais pateikiamą valdymo įmonių statistiką.

Tiek nagrinėjamų AIF, tiek kitų rinkos dalyvių valdomų investicinių portfelių apimtys gana nuosekliai didėjo, atskirai analizuojant kitų rinkos dalyvių valdomus portfelius pastebima, kad 2011 m. viduryje jiems pasiekus iki tol aukščiausią lygį, vėlesniais laikotarpiais augimas nusistovėjo ir finansinių priemonių portfelių vertė kito tik pakankamai nežymiai. AIF valdomų portfelių apimtys tuo pačiu periodu nuolat didėjo, tai ir nulėmė didėjančią jų svorį – paveiksle pateiktas santykis tarp AIF investicinio portfelio ir kitų rinkos dalyvių turimų investicinių portfelių apimties (linija paveiksle, skalė dešinėje) sparčiai augo ir 2012 m. pabaigoje siekė 10,4%. Analizuojamos tendencijos dar kartą patvirtina didėjančią AIF svarbą Lietuvos rinkoje.

Didėjant AIF valdomo turto apimtims, nuolat auga ir įregistruotų bei pritraukusių investicijas fondų skaičius. Detalius pokyčius, įvykusius Lietuvoje, pagal atskiras AIF rūšis pateikia 20 paveikslas. Nagrinėjant AIF, registruotų Lietuvoje, veiklą atskirai pagal jų rūšis, matoma aiški tendencija, kad nuo 2010 m. pabaigos prasidėjęs NTF dominavimas tebesitęsia iki 2013 m. III ketvirčio ir dominuojanti pozicija rinkoje vis stiprėja – tiek valdomo turto apimtimi, tiek dalyvių skaičiumi populiariausi yra NTF.



**20 pav.** Atskirų AIF rūšių skaičius ir valdomas turtas 2008–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2013a

Lietuvos banko duomenimis, 2013 m. III ketvirčio pabaigoje Lietuvoje buvo registruoti 7 NTF ir vis jie vykdė investicinę veiklą, šių NTF valdomas



turtas siekė 281,38 mln. litų – tai sudaro 34,2% viso KIS valdomo turto arba net 87,3% AIF valdomo turto. Nors NTF valdomo turto santykinė dalis tarp visų AIF investicijų ir sumažėjo (maksimumą buvo pasiekusi 2011 m. I ketv ir siekė 96,4%), tačiau nuolat auga NTF investicijų dalis bendrame visų KIS valdomame turte.

Nagrinėjamu metu iš esmės tik NTF geba pakankamai sėkmingai veikti Lietuvoje (valdomo turto apimčių prasme) ir nuosekliai didinti savo valdomą turtą. Nors Lietuvoje įregistruotas panašus RDF skaičius kaip ir NTF, tačiau ženkliai skiriasi šių dviejų rūšių fondų valdomo turto apimtys. 2013 m. III ketvirčio pabaigoje Lietuvoje veikė 5 RDF (visi buvo pritraukę investicijų), jų valdomas turtas siekė 18,19 mln. litų, tai sudarė 2,2 % viso KIS valdomo turto Lietuvoje. PKF veikla nebuvo pastovi nagrinėjamu laikotarpiu ir tik paskutiniaisiais nagrinėjamais ketvirčiais šie fondai vėl pradėjo vykdyti veiklą ir jų valdomas turtas yra panašių apimčių kaip ir RDF. Didesnį NTF populiarumą Lietuvoje išryškina ir santykinai didelis (lyginant su kitais AIF) fondo dalyvių skaičius.

Atsižvelgiant į pateiktus duomenis ir remiantis Jarašius (2013) galima manyti, kad RDF dar nėra tokie paklausūs tarp investuotojų. Dėl pakankamai konservatyvios Lietuvos finansų rinkos struktūros ir jos teikiamų galimybių, šiems fondams sudėtinga iki galo išnaudoti visas įstatymo leidžiamas investicines galimybes, kurios galėtų suteikti konkurencinį pranašumą prieš kitus investicinius fondus. Išsakytus teiginius pagrindžia ir kitose disertacijos dalyse detaliau aptarta fondų veiklos ataskaitų analizė – RDF gana vangiai naudojami sverto teikiamomis galimybėmis, taip pat didelę santykinę dalį lėšų laiko bankų sąskaitose. Tokios situacijos ypač būdingos fondo veiklos pradžioje, vėlesniais fondo veiklos etapais, grynųjų pinigų dalis mažėja, tačiau išlieka santykinai didelė, kadangi RDF turi būti pasiruošęs patenkinti kreditorių reikalavimus, susiklosčius nepalankioms aplinkybėms. Taip pat laikantis investicinės strategijos dalis lėšų gali būti laikomos likvidžia forma, siekiant kuo skubiau išnaudoti atsiradusias palankias progas. Visa tai apsunkina RDF

užduotį pasiekti aukštą pelningumą ir gali sumažinti investuotojų pasitikėjimą fondu, jei nepavyksta pasiekti planuotų investicinių tikslų.

Nors nagrinėjamu metu NTF yra populiariausi tarp Lietuvoje registruotų ir veiklą vykdančių AIF, tačiau priėmus naująją KISĮ redakciją situacija buvo kitokia – NTF nebuvo noriai steigiami. Nenorą steigti daugiau NT KIS galėjo lemti ne tik ne itin palanki teisinė bazė, bet ir bendras NT rinkos bei ūkio nuosmukis. UAB „Sindicatum Capital International“ Lietuvoje 2008 m. III ketvirtį buvo įsteigę uždaro tipo NTF „Sindicatum Growth Fund“. Nors fondas buvo įregistruotas, tačiau jau po pusės metų jo veikla buvo nutraukta, nepradėjus vykdyti jokių veiksmų, kadangi nepavyko pritraukti investuotojų lėšų. Vėlesni (nuo 2009 m. pabaigos) įvairių valdymo bendrovių mėginimai steigti NTF sulaukė sėkmės ir iš 8 registruotų NTF tik aukščiau paminėtas NTF buvo priverstas nutraukti veiklą. Tokia situacija galėjo susiklostyti dėl keleto aplinkybių derinio. Fondo įsteigimo metu šalyje jau buvo prasidėjusi ūkio ir finansų krizė, kuri palietė ir NT sektorių, o tokio tipo fondas buvo naujovė Lietuvos investicinių fondų rinkoje. Atsižvelgiant į kitų NTF (kurie buvo pradėti steigti tik keletu ketvirčių vėliau nei „Sindicatum Growth Fund“) pasisekimą, galima manyti, kad vienas iš svarbių faktorių buvo netinkamas NTF įvedimo į rinką laikas.

Papildant ir atnaujinant Jarašiaus G. (2013) atliktą tyrimą, 5 lentelėje pateiktas Lietuvoje registruotų ir ilgiausiai veikiančių kiekvienos AIF rūšies veiklos rezultatų (vidutinio metinio pelningumo ir rizikingumo, kuris įvertinamas apskaičiuojant pelningumo standartinį nuokrypį) palyginimas tarptautiniu mastu. Kadangi PKF aktyvią veiklą pradėjo tik 2012 m. IV ketv. šio fondo palyginamieji duomenys nėra pateikiami, nes iš keleto laikotarpių apskaičiuotų statistikų nebūtų įmanoma objektyviai vertinti ir palyginti. Fondų valdytojai pateikia fondo grąžą kaupiamuoju būdu, tačiau toks rodiklis netiksliai atspindi fondo veiklos rezultatus, todėl naudojantis papildomais, pačių fondų valdytojų teikiamais duomenimis, fondų veiklos grąža buvo perskaičiuota. Apskaičiuojant fondų veiklos pelningumą (bendrąją grąžą – BG) naudotasi 1 lygtimi (Matysiak, Fuerst, 2011):

$$BG_n = \frac{(GAV_n + PD_n - KP_n + KS_n) - GAV_{n-1}}{GAV_{n-1}}, \quad (1)$$

kur GAV – grynoji aktyvų vertė

PD – paskirstyti dividendai,

KP – kapitalo padidėjimas naujais įnašais

KS – kapitalo sumažėjimas išperkant investicinius vienetus.

Analizuojami NTF ir RDF neturi lyginamojo indekso, todėl NTF atveju pelningumas ir rizikingumas lyginamas su Šveicarijos rinkos NTF indeksu (SXI Real Estate Funds TR), analogiška RDF veiklos informacija lyginama su RDF veiklą atspindinčiu indeksu – „EurekaHedge Small European Hedge Fund Index“ (į indeksą įtraukti tik tie RDF, kurių portfelio vertė nesiekia 100 mln. JAV dolerių).

Kadangi nagrinėjami AIF savo veiklą pradėjo skirtingu metu, siekiant tikslesnio palyginamumo, indeksų duomenys taip pat buvo skaičiuojami remiantis analogiškų periodų, kai AIF vykdė veiklą, duomenimis.

**5 lentelė.** Lietuvoje registruotų AIF veiklos palyginimas tarptautiniu mastu

	Pavadinimas	Pelningumas	Rizikingumas
	2010K1-2012K4		
NTF	SXI Real Estate® Funds TR	6,29%	6,70%
	Lords LB Baltic Fund I	14,13 %	6,46 %
	2010K2-2012K4		
RDF	Axia Value Fund	-8,6%	21,3%
	EurekaHedge Small European Hedge Fund Index	0,58%	6,33%

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Analizuojamas laikotarpis pasižymėjo finansų rinkų nepastovumu ir neigiamomis nuotaikomis, tai atsispindi ir apskaičiuotose RDF charakteristikose – Lietuvoje registruoto „Axia Value Fund“ pelningumas yra neigiamas, o palyginamojo indekso pelningumas svyruoja apie nulį. NTF rizikingumo lygis yra santykinai žemas (tai yra uždaro tipo NTF, iš 3 lentelėje pateiktų charakteristikų matoma, kad uždaro tipo fondai ir turėtų pasižymėti žemu rizikos lygiu) ir panašus į pasirinkto palyginamojo indekso teikiamą rizikos lygį. NT rinka yra stabilesnė ir ne taip smarkiai veikiama svyravimų finansų rinkose, tai atsispindi ir NTF bei pasirinkto palyginamojo indekso

rizikingumo lygyje, kurio pelningumo standartinio nuokrypio reikšmės nėra didelės. Nors investicijos į NT yra nelikvidžios, šios turto klasės generuojami pinigų srautai yra pastovesni – NTF „Lords LB Baltic Fund I“ teikiama rizika yra nedidelė, analogiškai kaip ir lyginamojo indekso (kito NTF „Lords LB Opportunity Fund I“ pelningumas yra panašus, tačiau teikiama rizika gerokai didesnė ir siekia 29,51%. Šis fondas veikia trumpiau nei „Lords LB Baltic Fund I“, natūralu, kad pirminiu veiklos etapu jam būdingi didesni investicinio vieneto vertės svyravimai, kurie kartu didina ir galutinį rezultatą).

RDF investiciniai veiksmai susiję su aktyvia prekyba ir didesne portfelį sudarančių aktyvų kaita, tokia strategija ne tik leidžia tikėtis didesnio laukiamo pelningumo, bet ir didina fondo rizikingumą, tai yra esminė priežastis, kodėl RDF rizikingumo lygis yra gerokai didesnis nei NTF. Skirtingai nei Lietuvoje registruoto RDF, analizei naudoto palyginamojo indekso rizikingumo lygis yra santykinai mažas, tačiau ir jo grąža nėra aukšta. Tikėtina, kad siekiant aukštesnio pelningumo, lygiagrečiai didėtų ir prisiimama rizika. Iš 5 lentelėje pateikto palyginimo galima spręsti, kad Lietuvoje registruotų AIF, konkrečiai kalbant apie ilgesnę veiklos istoriją turinčius NTF fondus, veiklos tendencijos atitinka tarptautines analogiškų AIF veiklos tendencijas ir pasiekiamą pelningumo lygį.

Apibendrinant galima pastebėti, kad nagrinėjamu metu patraukliausi Lietuvos rinkoje yra NTF, jų valdomas turtas yra didžiausias tarp visų AIF, tai galima paaiškinti ir teigiama jų veiklos grąža bei suteikiama galimybe netiesiogiai investuoti į NT, neįsigyjant viso NT objekto. Nors NTF ir suteikia platesnes investavimo ir diversifikavimo galimybes vietas investuotojams, tačiau dėl augančių valdomo turto apimčių šio tipo fondai gali daryti įtaką Lietuvos ekonomikai ar kelti jai papildomų pavojų. AIF veiklos Lietuvoje pradžioje PKF užėmė dominuojančią rinkos dalį, tačiau vėliau jų veiklos apimtys sumenko, tam tikrą laiką tokie fondai visiškai nefunkcionavo. Mokslinėje literatūroje ir atliekant tyrimus akcentuojamos teigiamos PKF savybės ir jų veiklos įtaka ekonomikai, todėl nėra netikėta, jog ir Lietuvoje šios rūšies AIF buvo populiariausi. Taip pat ir KISĮ PKF taikomos palankesnės

veiklos sąlygos, nei kitiems AIF (mažesni diversifikavimo reikalavimai, plačios investicinių priemonių pasirinkimo ir finansinio svarto naudojimo galimybės) (Galinienė, Jarašius, 2012).

Dėl paminėto palankaus požiūrio į PKF, galima buvo tikėtis, kad PKF, kaip ir AIF veiklos Lietuvoje pradžioje, toliau išlaikys dominuojančią rinkos poziciją, tačiau jau 2011 m. pabaigoje nebeliko veiklą vykdančių PKF. 2012 m. pabaigoje šių fondų veikla buvo atnaujinta, tačiau nei fondų ar dalyvių skaičiumi, nei valdomo turto apimtimis PKF dar negali lygintis su kitų rūšių AIF, registruotais Lietuvoje. Tai reiktų sieti su ES struktūrinių fondų teikiamu finansavimu ir su pastaruoju metu populiarėjančiu rizikos kapitalo finansavimo teikimu mažoms ir vidutinėms įmonėms pagal JEREMIE iniciatyvą. JEREMIE – tai Europos Komisijos ir Europos Investicijų Fondo parengta iniciatyva, kuria siekiama pagerinti mažų ir vidutinių įmonių galimybes gauti finansavimą. Pagal pasirašytą JEREMIE finansavimo sutartį, Lietuvai yra skirta 210 mln. eurų (725 mln. Lt) ES struktūrinės paramos lėšų (JEREMIE..., 2012). Iš struktūrinės paramos lėšų 2007 – 2013 m. laikotarpiu Lietuvai skirta 275 mln. Lt.

Tampa aišku, kad Lietuvoje įgyvendinamos iniciatyvos ir jų pagrindu sukurti fondai palankiomis sąlygomis patenkina nemažos dalies įmonių kapitalo poreikį. Atsižvelgiant į tai, galima teigti, kad PKF, steigiamų pagal KISĮ, JEREMIE iniciatyvos įgyvendinimo laikotarpiu, veiklos perspektyvos nėra optimistinės, tai iliustruoja ir PKF veiklos tendencijos Lietuvoje bei nedidelės veikusių ir veikiančių PKF apimtys, dalyvių ir portfelio objektų skaičius.

Remiantis Europos rizikos ir privataus kapitalo asociacijos (EVCA) duomenimis matyti, kad visose Baltijos šalyse vyraujančią privataus kapitalo dalį sudaro vyriausybinis sektorius (2012 m. vyriausybės agentūros sudarė apie 88,4% visų privataus kapitalo naujų investicijų, o ir ankstesniais laikotarpiais vyriausybės agentūros sudarydavo dominuojančią ar vienvaldę dalį šiame rodiklyje). Kitose Baltijos valstybėse taip pat veikia analogiškas paramos verslui mechanizmas, todėl ir Latvijoje bei Estijoje tendencijos yra

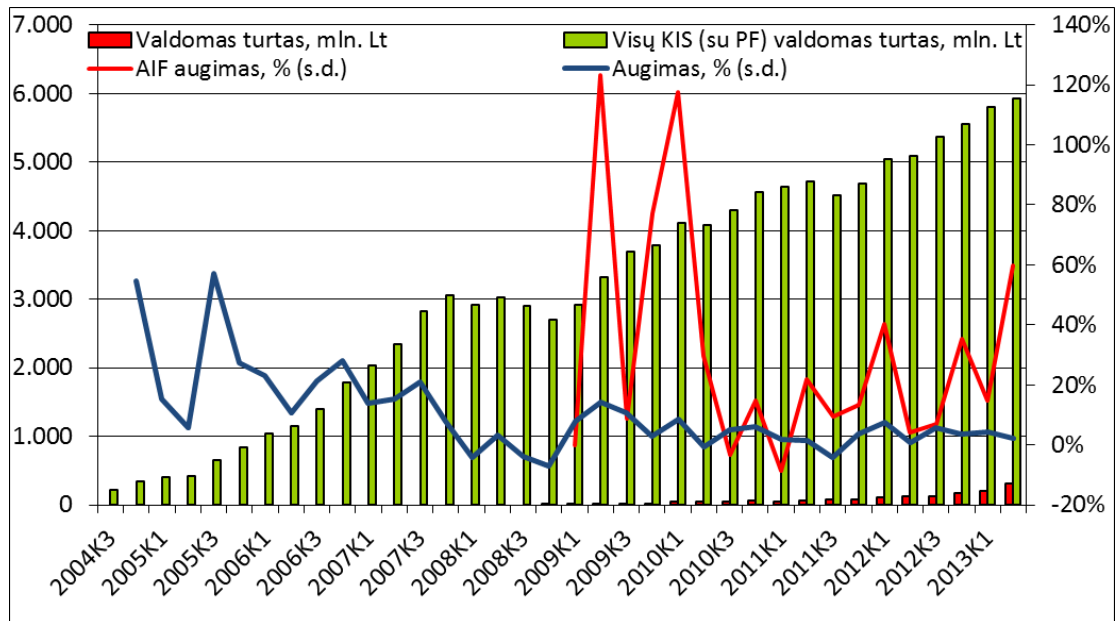
identiškos stebimoms Lietuvoje. Vis dėlto nors privataus kapitalo rinka Lietuvoje ir kitose Baltijos šalyse plečiasi, didžiaja dėka dėl ES paramos, šalys pagal privataus kapitalo investicijas vis dar keliskart atsilieka nuo privatų kapitalą geriau išplėtojusių šalių, tokių kaip JAV (žr. 6 priedą).

Amit et al (1998) nustatė, kad rizikos kapitalas stengiasi orientuotis į vėlesnėse veiklos fazėse esančias įmones, nes turi pranašumą mažinant informacijos asimetrijos riziką, kai kalbama apie vėlesnėse veiklos stadijose esančias įmones, o ne apie besisteigiančias įmones. Dėl net ir RKF valdytojams nepasiekiamo informacijos asimetrijos keliamos rizikos visiško panaikinimo, Lietuvoje veikiantys su vyriausybinio sektoriumi susiję RKF turi konkurencinį pranašumą prieš PKF, įsteigtus pagal KISĮ, kai kalbama apie investicijas į ankstyvoje veiklos fazėje esančias įmones, nes tokiems fondams įmonės ar projekto rizikos vertinimas yra kiek mažiau aktualus. Lietuvoje stebimą PKF plėtrą, kai AIF įteisinimo pradžioje pradėję veikti PKF buvo priversti nutraukti veiklą, o analizuojamo laikotarpio pabaigoje veikia PKF, artimesni rizikos kapitalo kryptiniai, besiorientuojantys į augimo fazėje esančias įmones, iš dalies paaiškina teiginys, kad rizikos kapitalas didesnę pranašumą turi investuojant į vėlesnėse veiklos fazėse esančias įmones. Todėl galima manyti, kad analizuojamu laikotarpiu, kol Lietuvos rinkoje egzistuoja kitos rizikos kapitalo formos, kuriuos gauna dalinį finansavimą iš valstybinio sektoriaus, didesnę potencialą sėkmingai veikti turi PKF, investuojantys į augimo fazėje esančias įmones, kadangi šioje srityje jie dar gali konkuruoti su RKF, įsteigtais pagal JEREMIE iniciatyvą.

Pereinant prie detalesnės AIF veiklos Lietuvoje analizės, naudojami ne metiniai, o ketvirtiniai fondų veiklos duomenys, taip siekiant išspręsti vieną iš aktualiausių – duomenų problemą. Išplečiant tyrimo imtį ir nagrinėjant ketvirtinius duomenis galima aiškiau išskirti atsirandančias tendencijas ir tiksliau vertinti vykstančius pokyčius.

21 paveiksle pateiktos KIS ir pensijų fondų (toliau – PF) investicijų apimtys nuo 2004 m. Toks analizuojamas laikotarpis paveiksle pasirinktas,

kadangi nuo 2004 m. Lietuvoje buvo pradėta įgyvendinti pensijų kaupimo sistema ir atsirado pirmieji pensijų fondai.

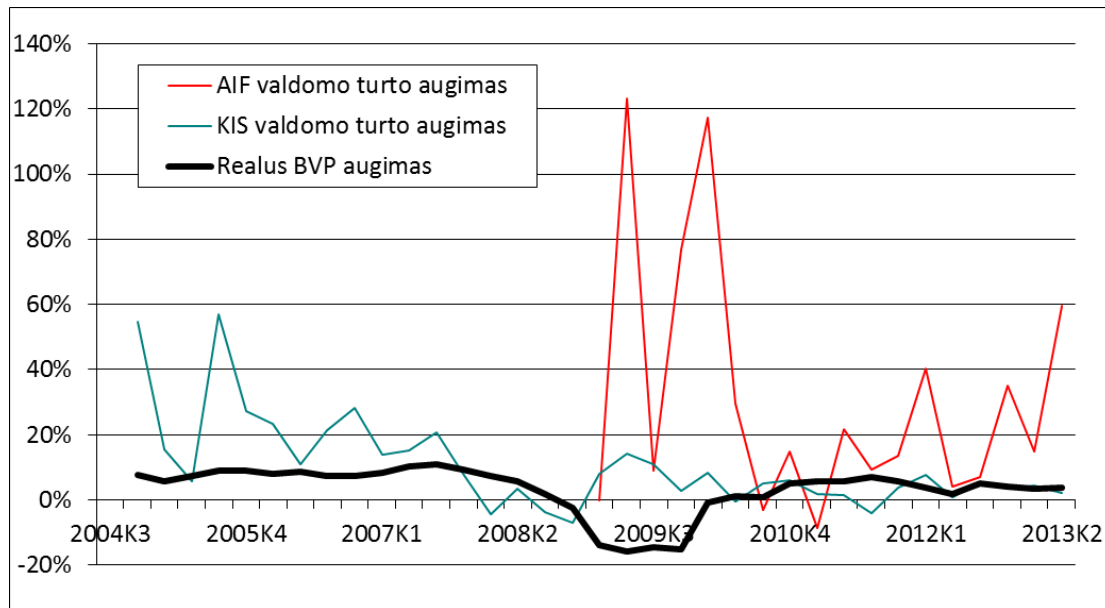


**21 pav.** AIF ir KIS valdomo turto apimčių augimas 2004–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2013a

Iš pateiktų duomenų matyti, kad pradinėje fazėje AIF valdomo turto augimo svyravimai buvo itin dideli ir nepastovūs, vėliau, vystantis ir nusistovint šiai rinkai, svyravimai mažėjo ir jų amplitudė tapo ne tokia plati. AIF tendencijos buvo panašios kaip ir kitų KIS ir PF jų veiklos pradžioje. Galima manyti, kad veiklos pradžioje rinkos ir investuotojų poreikiai dar nėra iki galo aiškūs, todėl stebima didesnė pačių fondų skaičiaus ir tuo pačiu jų valdomo turto kaita. Laikotarpiu nuo 2009 m. iki 2013 m. vidurio, koreliacija tarp AIF ir visų KIS su PF valdomo turto pokyčių siekė 0,44, o AIF rinkai stabilizavusis (laikotarpis nuo 2010 m. vidurio, kai matoma mažėjanti AIF valdomo turto augimo svyravimų amplitudė) analogiškas koreliacijos koeficientas sumažėjo iki 0,09 (labai silpnas ryšys). Nors nagrinėjamas laikotarpis apima nedidelį stebėjimų skaičių (nuo 2009 m. – 18, nuo 2010 m. vidurio – 12), vis dėlto galima teigti, kad AIF valdomo turto kitimas yra lemiamas kitų veiksnių, nei tų, kurie lemia įprastinių KIS turto pokyčius. AIF

rinka dar pakankamai jauna, šių fondų<sup>14</sup> investavimo specifika taip pat yra kitokia nei įprastinių fondų, todėl tokia prielaida yra reali ir tik patvirtina, kad AIF rinka turi ir gali būti analizuojama ir kaip atskira KIS rinkos dedamoji.



**22 pav.** AIF, KIS ir realaus BVP augimo tempai ketvirčiais

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2013a, Statistikos departamento duomenimis

22 paveiksle pateikti ketvirtiniai AIF, KIS su PF ir realaus BVP augimo tempai nuo 2004 m. pradžios. Grafiškai vertinant sąsajas tarp paveiksle pateiktų kintamųjų matyti, kad tarp realaus BVP kitimo tempo ir AIF ar KIS su PF valdomo turto apimčių augimo teigiamo ryšio nėra arba jis labai silpnas. Apskaičiuotas koreliacijos koeficientas tarp AIF valdomo turto augimo ir realaus BVP augimo tempų siekia -0,40, o koreliacija su KIS (įtraukiant ir PF) valdomo turto augimu siekia 0,26.

Akcijų rinkos pokyčius atspindintys indeksai ekonominėje literatūroje laikomi pralenkiančiu (angl. „leading“) indikatoriumi (Hyman, 1992; Baumol, Blinder, 1991). Su akcijų rinka glaudžiai susiję ir investiciniai fondai bei jų generuojama grąža, todėl galima priimti prielaidą, kad KIS valdomo turto apimtys ir jų kitimas turėtų iš anksto atspindėti realaus BVP pokyčius (todėl ir

<sup>14</sup> Šioje vietoje galima išskirti RDF, kadangi disertacijos autoriaus atlikti tyrimai rodo pakankamai aukštą RDF pelningumą susietumą su kitų investicinių fondų grupių pelningumais. Vis dėlto tokie rezultatai lemiami ir mažo stebėjimų skaičiaus, be to RDF sudaro mažą santykinę dalį tarp visų AIF, todėl bendrų tendencijų krypties nelemia.



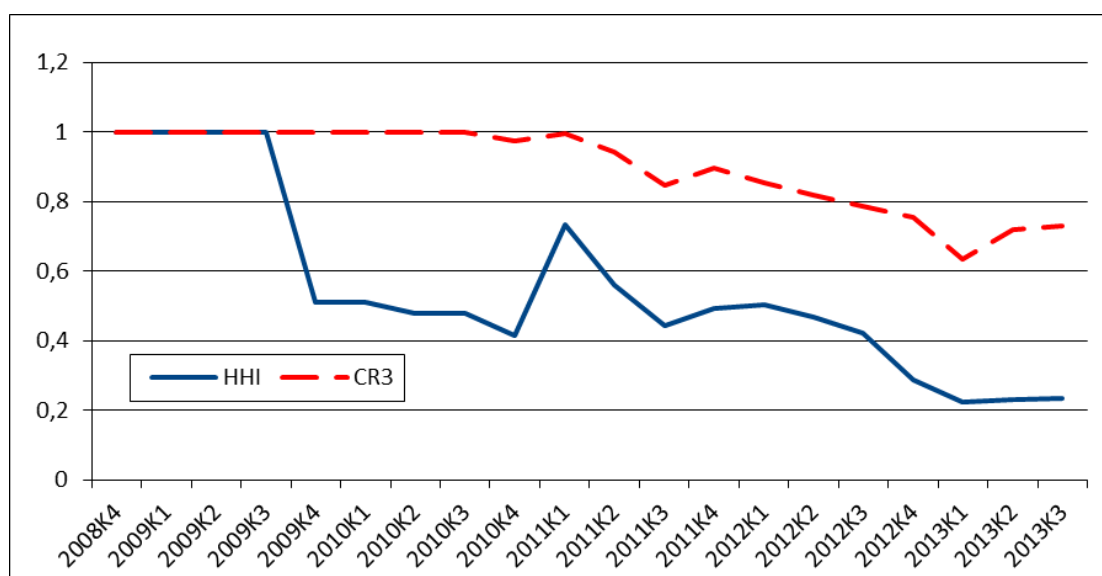
koreliacijos, apskaičiuotos neįvertinus šios aplinkybės iš dalies yra ekonomiškai nelogiškos ir ryšio stiprumas yra ne toks, kokio būtų galima tikėtis). Atsižvelgiant į priimtą prielaidą ir kintamuosius paslinkus per 4 ketvirčius stebimos priešingos tendencijos – koreliacija tarp KIS su PF valdomo turto augimo ir realaus BVP pokyčių siekia 0,49, o AIF atveju koreliacija siekia 0,03. Rezultatai rodo, kad BVP pokyčiai yra susiję su KIS (įtraukiant ir PF) veikla, tačiau to paties negalima pasakyti apie AIF. Nors gautas rezultatas galėjo būti nulemtas mažo stebėjimų skaičiaus (14 stebėjimų), tačiau, autoriaus nuomone, rezultatams didesnę įtaką turi AIF veiklos specifika – AIF yra mažiau priklausomi nuo finansų rinkų pokyčių (pavyzdžiui didžiąją AIF dalį sudaro NTF, o NT nėra taip smarkiai veikiamas akcijų rinką lemiančių veiksnių, taip pat AIF koreliacija su įprastiniais KIS ir kitais VP yra menka, AIF gali naudoti išvestines finansines priemones ir pan.). Visa tai lemia nagrinėjamo ryšio nebuvimą.

Svarbus rodiklis, apibūdinantis tam tikrą rinką yra koncentracijos rodiklis. Egzistuoja įvairių šio rodiklio apskaičiavimo būdų, todėl skaičiavimams parinkti du bene labiausiai paplitę ir naudojami rodikliai, kuriais vertinama rinkos koncentracija – tai Herfindahl-Hirschman indeksas (toliau – HHI) ir koncentracijos koeficientas (toliau – CR). Koncentracijos koeficientas yra itin dažnai naudojamas dėl savo paprastumo ir nereiklumo duomenims. Apskaičiuojant šį koeficientą nėra pritaikoma bendra taisyklė, koks objektų kiekis turėtų būti įtraukiamas į skaičiavimus (Bikker..., 2000). Nagrinėjamu atveju pasirinktas trijų rinkos dalyvių koncentracijos koeficientas  $CR_3$ , kuris apskaičiuojamas kaip trijų didžiausių valdomą turtą turinčių AIF santykis su visų AIF valdomu turtu. CR gali būti išreiškiamas procentais, tačiau siekiant paprastesnio grafinio palyginimo jo reikšmė paveiksluose pateikiama neprocentiniu pavidalu.

HHI apskaičiuojamas kaip rinkos dalių kvadratų suma, konkrečiu AIF rinkos atveju HHI susideda iš kiekvieno atskiro fondo užimamos rinkos (valdomo turto prasme) dalies kvadratų sumos. Priimta, kad rinka laikoma

labai koncentruota, jei  $HHI > 0,25$  ir vidutiniškai koncentruota, kai  $0,15 \leq HHI \leq 0,25$  (Hirschman..., 1945, Hirschman..., 1964, Horizontal..., 2010).

23 paveiksle pateikti Lietuvos AIF rinkos koncentracijos duomenys. Pirminių AIF veiklos etapų koncentracijos rodikliai buvo maksimalūs, kadangi iki 2009 m. pabaigos tik vienas fondas buvo pritraukęs investicijų. Vėliau, pradėjus veikti ir daugiau AIF, HHI reikšmė sumažėjo (nors ir išliko ribose, kai rinka laikoma labai koncentruota) o  $CR_3$  rodiklis išliko 1 iki pat 2010 m. IV ketv., kadangi iki to laikotarpio veikė ne daugiau nei 3 AIF ir visi jie buvo įtraukti skaičiuojant koncentracijos koeficientą.



**23 pav.** AIF rinkos koncentracijos rodikliai ir jų kitimas

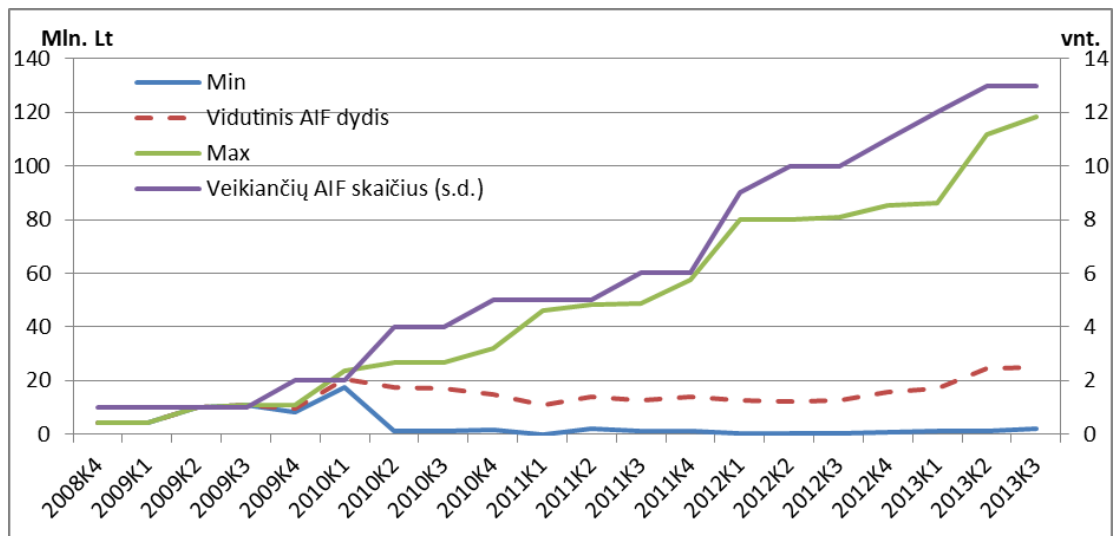
Šaltinis: sudaryta autoriaus

Iki nagrinėjamo laikotarpio pabaigos koncentracijos rodikliai toliau mažėjo, tačiau AIF vis dar išlieka labai koncentruota (2013 m. III ketv. pabaigoje HHI buvo lygus 0,23, o  $CR_3$  - 73,0%). Taip pat iš matomų tendencijų negalima daryti prielaidos, kad artimiausiu metu koncentracija galėtų sumažėti. Tai susiję ir su AIF rinkos specifika – ši rinka yra labai ribota fondų rūšių įvairove, investuotojų skaičius, dalyvaujantis AIF, dėl papildomų reikalavimų yra nedidelis, todėl nėra paskatų smarkiai didėti ir rinkoje dalyvaujančių fondų skaičiui. Esant mažam rinkos dalyvių skaičiui, net ir vieno dalyvio valdomo turto apimčių pasikeitimai, gali turėti didelę įtaką visai rinkos koncentracijai – 2011 m. I ketv. HHI padidėjo 0,32 punkto ir sudarė 0,73,

kadangi vienas iš NTF pradėjo aktyviai vykdyti veiklą ir formuoti savo portfelį.

Verta paminėti, kad ir KIS rinka yra pakankamai koncentruota, rinkoje dominuoja keletas stambių fondų, o šalia papildomai veikia ir daug smulkių fondų. Tokios tendencijos ypač gerai pastebimos vertinant koncentracijos koeficientą (žr. 7 priedą). Analogiškai vystosi ir AIF rinka – nors veiklą vykdančių fondų daugėja, tačiau didžiąją dalį rinkos užima keletas fondų.

Iš dalies AIF rinkos koncentracijos rodiklių kitimas padeda paaiškinti ir vidutinės AIF dydžio reikšmės kitimą, pateiktą 24 paveiksle. Paveiksle pateikti kiekvieno ataskaitinio laikotarpio didžiausia ir mažiausia tam tikro AIF valdomo turto reikšmė, taip pat vidutinis AIF dydis valdomo turto prasme. Kaip matyti iš duomenų, fondų sklaida šiuo požiūriu yra gana didelė ir rinkoje vyrauja įvairaus dydžio AIF. Santykinai nedidelis vidutinis fondo dydis taip pat siejasi su AIF skaičiaus įvairove pagal fondų rūšį – didžiausias valdomo turto apimtis turi NTF, tačiau egzistuoja ir kitų rūšių AIF, kurių valdomas turtas yra gerokai mažesnis, tai lemia, kad vidutinis AIF dydis yra pasislinkęs arčiau horizontaliosios ašies pradžios.



**24 pav.** Vidutinio AIF dydžio kitimas 2008–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2013a

AIF pradėjus veikti aktyviau, tuo pačiu nusistovėjo ir vidutinis AIF dydis – nuo 2010 m. pradžios jis svyruoja pakankamai mažame režyje ir per

laikotarpį nuo 2010 m. pradžios iki 2013 m. III ketv. pabaigos vidutinio AIF dydžio augimas vidutiniškai tesudarė 3,0%. Paveiksle nagrinėjamo periodo pabaigoje vidutinis AIF dydis pradėjo augti kiek smarkiau, tai buvo nulemta itin išaugusių NTF valdomo turto apimčių (žr. 8 priedą).

Pateikti duomenys leidžia teigti, kad AIF veikla yra vykdoma užtikrintai ir šie fondai sudaro svarbią dalį Lietuvos KIS rinkoje. Didėjanti AIF valdomo turto santykinė dalis visų KIS turte, augantis tokių fondų skaičius ir mažėjantis dėl nenumatytų (pvz. investicijų nepritraukimas ar licencijos panaikinimas) priežasčių veiklą nutraukiančių fondų skaičiaus patvirtina, kad AIF sėkmingai įsitvirtino Lietuvos investicinių fondų rinkoje ir paremia Galinienės B., Jarašiaus G. (2014) gautas išvadas. Nors Lietuvoje yra registruoti ir veiklą vykdo visų rūšių AIF, tačiau bendri AIF rinką charakterizuojantys rodikliai rodo, kad dominuojanti rinkos pozicija tenka NTF ir tik šio tipo AIF geba sėkmingai veikti ir pritraukti reikiamą kapitalą. Tokia NTF užimama pozicija yra nuoseklaus vystymosi ir kitų palankių aplinkybių sąveikos pasekmė. AIF veiklos Lietuvos rinkoje pradžioje dominuojančias pozicijas užėmė PKF, tačiau daugiausia dėl su vyriausybinio sektoriumi susijusių privataus kapitalo investicijų atsiradimo, PKF skaičius mažėjo ir kurį laiką tokių fondų apskritai nebuvo. Tuo pačiu metu dėl demonstruojamo aukšto NTF pelningumo, pakankamai mažo rizikos lygio, nedidelės priklausomybės (kuri kiek mažesniu mastu būdinga ir kitiems AIF) nuo bendros šalies makroekonominės padėties, NTF skaičius ir valdomas turtas nuolat augo. Dabartinis NTF dominavimas atsiliepija ir AIF bei bendrai KIS rinkos koncentracijai. AIF įteisinimo Lietuvoje pradžioje ši rinka buvo itin koncentruota, vėliau koncentracijos rodikliai mažėjo, tačiau dėl didelių NTF valdomo turto apimčių rinka vis dar išlieka stipriai koncentruota (ypač tai iliustruoja CR3 rodiklis, kurį skaičiuojant įtraukiami trys didžiausi fondai, daugeliu atvejų visi trys fondai būna NTF), o tai potencialiai gali sudaryti sąlygas atsirasti įtampai rinkoje, jei NTF veikla būtų paveikta šoko.



vyravo neapibrėžtumas, kadangi tai buvo naujovė Lietuvoje, taip pat ir sudėtinga ekonominė situacija pasaulyje ir Lietuvoje neprisidėjo prie palankesnio investuotojų požiūrio į AIF. Dalį stebimų tendencijų galima pavadinti ir poreikių aiškinimusi, kadangi per I-ąjį etapą buvo įsteigta visų trijų rūšių AIF. Dėl mažo fondų skaičiaus, jų valdomo turto kitimas pasižymėjo didele svyravimo amplitude, kai nors vienam fondui pritraukus investicijų, smarkiai išaugdavo bendras AIF valdomas turtas. Analogiškai kito ir santykinės skirtingų AIF rūšių dalys bendrame turte – pirmojo etapo pradžioje visiškai dominavo PKF, o baigiantis šiam etapui beveik pusę AIF rinkos jau užėmė investicijų pritraukęs vienas NTF. Šis etapas dėl tų pačių priežasčių pasižymėjo ir itin aukšta koncentracijoje rinkoje.

*II etapas.* Antrasis etapas taip pat pasižymėjo tolesniu AIF skaičiaus augimu, kai buvo įsteigti 10, o likviduoti 3 AIF (visi panaikinti fondai buvo PKF). Galima teigti, kad buvo įvertintos rinkos sąlygos ir susikoncentruota į tų fondų vystymą, kurie Lietuvos rinkos aplinkybėmis buvo sėkmingesni ir patrauklesni didesnei daliai investuotojų. II-asis AIF raidos Lietuvoje etapas pasižymėjo sulėtėjusiu ir stabilesniu valdomo turto augimu, tačiau net ir sulėtėjęs augimo tempas vis dar buvo pakankamai aukšto lygio (vidutinis augimas per ketvirtį siekė 13,5%). Šiame etape aktyvią investicinę veiklą pradėjo vykdyti ir RDF, kurie gali būti laikomi pačiais rizikingiausiais iš AIF. RDF gali naudotis įvairiomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis, todėl, nepaisant itin aukšto jų rizikos lygio, šie fondai taip pat gali suteikti ir didesnes diversifikacijos galimybes bei uždirbti teigiamą grąžą net ir nuosmukio laikotarpiu. Tuo galima paaiškinti sėkmingai pradėtą RDF investicinę veiklą, nors Lietuvoje vis dar tęsėsi ekonomikos ir finansų krizė. Nuo 2011 m. pradžios itin suaktyvėjo ir NTF – buvo steigiami vis nauji fondai, jie sėkmingai pritraukdavo investuotojus, augo jų valdomas turtas ir santykinė dalis AIF turte. Dėl nenuosekliai augančio fondų skaičiaus analogiškai kito ir koncentracija rinkoje – didesniai fondai pradėjus veiklą, koncentracija ženkliai išaugdavo, vėliau HHI rodiklis vėl grįždavo į prieš tai buvusį lygį, o etapui einant į pabaigą, HHI rodiklis demonstravo stabilizavimosi tendencijas.

II-asis etapas pavadintas rinkos vystymosi etapu, kadangi buvo išgryninti investuotojų poreikiai, išskirtos patraukliausios veiklos sritys ir pradėti formuoti investiciniai portfeliai. Artėjant II-ojo etapo pabaigai jau veikė didžioji dalis fondų, kurie veikia ir viso nagrinėjamo laikotarpio pabaigoje, tačiau jų valdomo turto apimtys vis dar augo.

III etapas. Kaip minėta, II-ojo etapo pabaigoje veikė beveik visi AIF, ir per paskutinįjį etapą buvo įsteigti 3 nauji AIF (du PKF, vienas RDF, fondai įsteigti 2012 m. III ir IV ketvirčiais, t.y. III-iojo etapo pradžioje) ir likviduotas vienas RDF. Nors fondų valdomo turto augimas vėl paspartėjo, ypač, paskutinį nagrinėjamą ketvirtį, kai augimas siekė beveik 60%, trečiąjį etapą galima vadinti stabilizacijos etapu. Neįtraukiant 2013 m. II ketvirčio, tiek AIF turto santykis su kitų KIS turtu, tiek ir proporcijos tarp pačių AIF jau yra nusistovėjusios ir keičiasi mažiau nei ankstesniais ketvirčiais. II-ojo etapo pabaigoje pradėjus stabilizuotis rinkos situacijai, aiškesnes krypties tendencijas įgavo ir HHI rodiklis, o III-iajame etape rinkos koncentracija, nors ir likdama labai aukšta, dar labiau sumažėjo ir rodiklio svyravimų amplitudė sumažėjo.

Šis etapas, palyginti su kitais, yra trumpesnis, tačiau jis pagrįstai gali būti vadinamas stabilizacijos, kadangi, žvelgiant į ateities perspektyvas, numatomas kai kurių didžiųjų NTF likvidavimas (pasibaigus iš anksto nustatytam fondo veiklos laikotarpiui jų investicijos bus parduotos, ir fondai likviduoti). Todėl tikėtina, kad net jei ir bus steigiami nauji fondai, susidarys balansas tarp steigiamų ir likviduojamų fondų ir rinka nebedemonstruos staigių pokyčių.

Apibendrinant galima teigti, kad iki 2013 m. vidurio AIF rinkos vystymasis jau perėjo tam tikrus raidos etapus ir situacija šioje rinkoje yra pakankamai aiški ir nusistovėjusi fondų rūšių ir jų skaičiaus prasme, tačiau valdomo turto apimčių prasme rinka vis dar sparčiai, nors ir ne visai reguliariai auga. Taip pat galima pastebėti, kad šios rinkos vystymasis nagrinėjamu laikotarpiu menkai priklausė nuo makroekonominės padėties šalyje (22 paveikslo aptarimas) ar nuo teisinio reguliavimo pokyčių po AIF įteisinimo Lietuvoje (žr. 30 paveikslą). Tai buvo nulemta ne tik AIF išskirtinumo ir

mažesnės priklausomybės nuo finansų rinkų ir situacijos jose, bet ir palyginti trumpo veiklos periodo. Pradedant veiklą nuo pradžių, ir steigiant vis naujus ir įvairių rūšių AIF, ne taip smarkiai buvo jaučiama ir neigiama situacija investicijų rinkoje, nei tuo atveju, jei rinka jau būtų susiformavusi. Šiuo atveju nepasiteisinusius fondus likviduojant, jų vietą užimdavo kiti (kito tipo AIF) ir būdavo išlaikomas rinkos augimas. Dėl šių priežasčių ir AIF bei kitų KIS augimo tendencijos gerokai išsiskyrė (žr. 9 priedą). Pateiktas AIF veiklos Lietuvoje raidos grupavimas yra labiau sąlyginis, kadangi vystantis rinkai ir ilgėjant AIF veiklos laikotarpiui, atitinkamai bus reikalinga perskirstyti ir raidos etapus, prailginant atskirus raidos etapus ir grupuojant juos pagal charakteringus požymius.

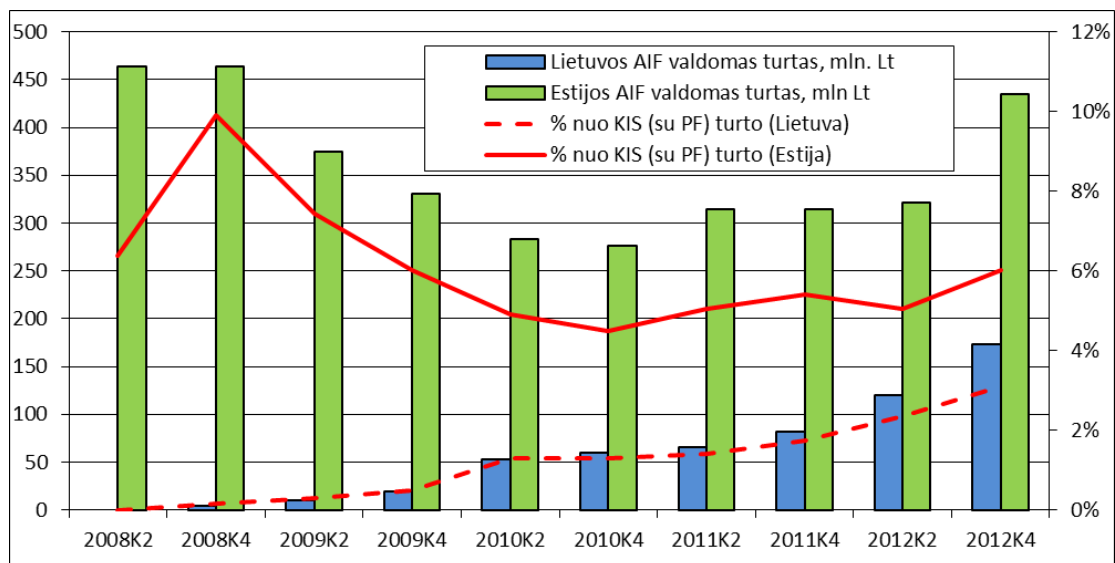
### *1.2.3. Lietuvos ir Estijos AIF rinkos palyginimas*

26 paveiksle pateiktos Lietuvos ir Estijos AIF vystymosi tendencijos. Toks palyginimas yra vertingas tuo, kad Estija, kaip ir Lietuva yra ES narė, jų ekonomikos yra santykinai panašios ir tai kartu suteikia galimybę išsamiau įvertinti AIF veiklą Lietuvoje. Palyginimas tikslingas ir tuo, kad Estijoje turi būti įgyvendinamos tos pačios ES direktyvos, kurios yra inkorporuojamos ir į Lietuvos teisinę sistemą. Dėl šios priežasties naudojamos analogiškos sąvokos ir AIF fondų klasifikacija kaip ir Lietuvoje.

Pastebėtina, kad pagal Estijoje galiojančius teisės aktus, RDF nėra reguliuojami, leidžiama steigti tik NTF ir PKF. Nors šalyje nėra vietinių RDF, tačiau veikia kitose šalyse registruoti RDF. Dažnai RDF nėra geografiškai apriboti, skirtingai nei PKF ar ypač NTF, kurie jau savo steigimo dokumentuose būna apsibrėžę geografines investavimo ribas. Taip pat vietiniai NTF ir PKF turi konkurencinį pranašumą, kadangi geriau išmano vietinę rinką ir jos veiklą bei tradicijas, kai RDF atvirkščiai – naudodami įvairias prekybos ir investicijų pasirinkimo bei diversifikavimo strategijas ir siekdami maksimalaus pelno, dažniausiai yra priversti neapsiriboti vien tik vietine rinka. Tokiu atveju netenkama konkurencinio pranašumo vietinėje rinkoje ir RDF teikiamas perspektyvas investuotojams geriau išpildo dideli ir ilgesnę veiklos



patirtį bei labiau patyrusius fondų valdytojus turintys RDF. Dėl šių priežasčių užsienio RDF daugeliu atvejų yra pranašesni už vietinius RDF.



**26 pav.** Lietuvos ir Estijos AIF palyginimas 2008–2012 m. (su PF)

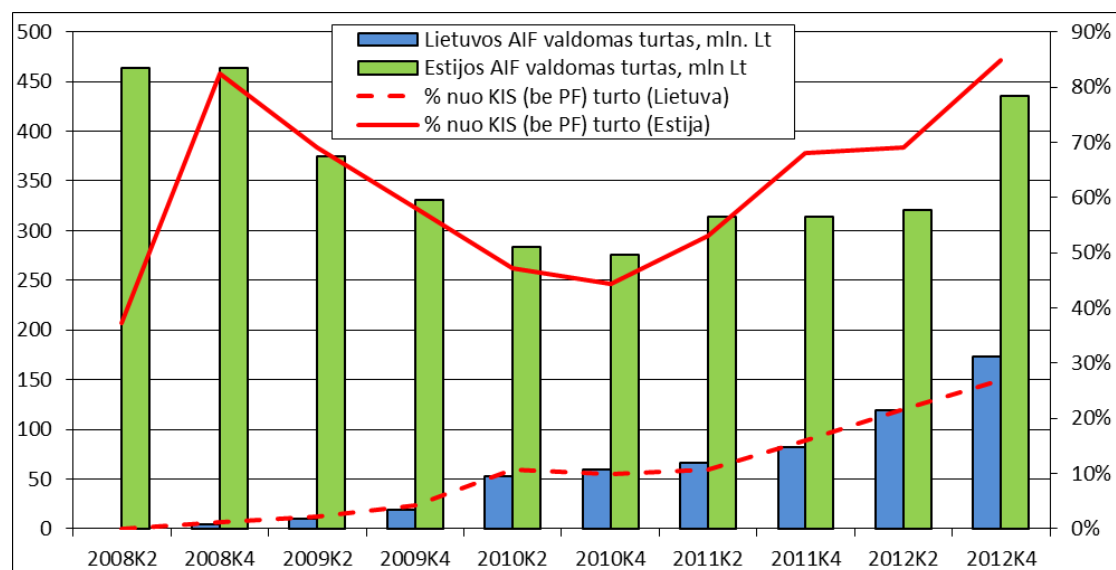
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2013a, Estonian..., 2013

Iš 26 paveiksle pateiktų duomenų matyti, kad Estijoje AIF yra gerokai populiariesni nei Lietuvoje, jei vertinsime juos valdomo turto apimtimi – 2012 m. pabaigoje Lietuvos AIF valdomas turtas siekė 173,06 mln. Lt, o Estijos AIF – 435,05 mln. Lt, taigi buvo kiek daugiau nei 2,5 karto didesnis. Analogiška išvada galioja visam analizuojamam periodui, ankstesniais laikotarpiais valdomo turto apimčių skirtumas buvo netgi dar didesnis. Estijoje nuo pat nagrinėjamo laikotarpio pradžios AIF turto apimtys buvo didelės ir vėlesniais laikotarpiais smuko, o iki 2012 m. pabaigos dar nėra pasiektas 2008 m. viduryje buvęs lygis. Estijoje AIF registravimas įteisintas nuo 2007 m. pradžios, analogiškai kaip ir Lietuvos atveju, pirminėje įteisinimo fazėje, Estijoje vyravo PKF, tačiau vėliau jų valdomo turto apimtys mažėjo ir NTF užėmė dominuojančią poziciją (duomenys pateikti 10 priede).

Be absoliučių valdomo turto apimčių, tikslinga panagrinėti ir AIF valdomo turto santykį su bendra KIS rinka<sup>15</sup>. Lietuvos atveju matoma, kad AIF investicijų santykinė dalis, palyginti su bendra KIS rinka, nuolat auga ir 2012

<sup>15</sup> Prie KIS, atliekant skaičiavimus, yra priskiriami ir yra įtraukiami II bei III pakopos pensijų fondų valdomo turto duomenys.

m. pabaigoje pasiekė 3,1%. Estijoje AIF santykinė investicijų dalis, kaip ir Estijos AIF valdomas turtas kito kita kryptimi – nagrinėjamo laikotarpio pradžioje AIF valdomas turtas ir kartu šio turto santykinė dalis buvo aukščiausiam lygyje. Vėlesniais laikotarpiais, daugiausia dėl pasaulinės finansų ir ekonomikos krizės, kuri paveikė daugelį šalių, investicijų apimtys mažėjo – nors mažėjo ir tradicinių KIS valdomo turto apimtys, bet AIF turto apimtys smuko labiau, kadangi krizės laikotarpiu investuotojai persiorientuoja ir pirmenybę teikia mažiau rizikingoms investicijoms. Dėl šių priežasčių nagrinėjamas santykis mažėjo ir tik nuo 2010 m. pabaigos vėl pradėjo augti. 2012 m. pabaigoje santykis siekė 6,0% ir tai buvo beveik dvigubai daugiau nei analogiškas rodiklis Lietuvoje.



**27 pav.** Lietuvos ir Estijos AIF palyginimas 2008–2012 m. (be PF)

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2013a, Estonian..., 2013

27 paveiksle pateikti Estijoje ir Lietuvoje registruotų AIF valdomo turto duomenys, lyginant juos su kitais šalyje veikiančiais KIS subjektai, kai į nagrinėjimą nėra įtraukti pensijų fondai. Lyginant 26 ir 27 paveikslus ir remiantis 10 priedu, matyti, kad didžiąją abiejų rinkų dalį sudaro pensijų fondų valdomas turtas, o kiti KIS, tarp jų ir AIF, sudaro mažąją bendros KIS rinkos dalį. Tai demonstruoja vis dar santykinai mažą, tačiau kartu ir nuolat augančią kitų KIS ir AIF svarbą šalių finansų rinkose. Analizuojant 27 paveiksle pateiktą AIF valdomo turto santykį su visų šalyje registruotų KIS (be pensijų

fondų) valdomu turtu, išryškėja ta pati tendencija – Estijoje analizuojamas rodiklis yra gerokai aukštesnis nei Lietuvoje, pavyzdžiui 2012 m. pabaigoje Estijoje jis siekė 84,8%, o Lietuvoje – 27,0%. Lietuvoje šis santykis nuo AIF veiklos pradžios nuolat auga, kaip ir AIF valdomo turto apimtys, tam įtakos neturėjo net ir vykusi finansų ir ekonomikos krizė, o Estijos AIF valdomo turto santykis su šios šalies KIS (be pensijų fondų) valdomu turtu nuo pat analizuojamo laikotarpio pradžios buvo aukštas ir kito analogiškai kaip ir rodiklis nagrinėtas 26 paveiksle.

Didelis AIF valdomo turto santykis KIS turte taip pat byloja, kad Estijoje įprastų investicinių fondų, kurie yra registruoti pačioje šalyje, kiekis yra santykinai mažas. Galima manyti, kad dėl artimų geografinių ir finansinių sąsajų su Skandinavijos šalimis, gero finansų sistemos išsivystymo bei investuotojų žinių lygio, šalyje sėkmingai veikia ir savo paslaugas aktyviau nei vietiniai KIS siūlo užsienio šalyse registruoti KIS. Surinkti duomenys atskleidžia, kad Estijoje dominuoja NTF ir PKF, įprastai šio tipo AIF dėl investavimo specifikos savo veiklą koncentruoja vienoje šalyje ar kaimyninėse valstybėse. Tokių fondų galimybės sėkmingai ir konkurencingai veikti ir kitose šalyse yra ganėtinai ribotos, todėl ir jų registracijos vieta įprastai sutampa su šalies, kurioje jie investuoja, vieta. Įprastiniai KIS, kurių investicijos gali būti ir neapribotos geografinė sritimi, ir kurie registruojami šalies viduje, netenka pranašumo prieš užsienio valstybėse registruotus KIS, kadangi egzistuoja ženkliai mažesnis specifinių ir su vietine rinka susijusių žinių poreikis, nėra būtinybės, kad fondo valdytojas būtų vietinę rinką išmanantis asmuo, taip pat užsienyje registruoti KIS dažnai turi ilgesnę veiklos istoriją, geresnę reputaciją ir praeities veiklos rezultatus. Tuo galima paaiškinti aukštą Estijos AIF valdomo turto proporciją KIS turte, kadangi AIF atveju aukščiau paminėti užsienio KIS teikiami pranašumai, dėl investavimo specifikos nėra tokie aktualūs ir AIF registruoti šalyje gali sėkmingai veikti.

Apibendrinant analizuojamas santykio tendencijas galima spręsti, kad Lietuvos AIF dar turi vystymosi potencialo ir ateityje gali užimti didesnę KIS rinkos dalį – Estijoje AIF visiškai dominuoja KIS rinkoje, jei nėra nagrinėjami

pensijų fondai. Šią išvadą paremia ir stebimas absoliučių AIF valdomo turto apimčių skirtumas. Sudėtinga įvertinti tokių skirtumų susidarymo priežastis, tačiau tokie skirtumai gali atsirasti dėl keleto priežasčių. Visų pirma Estijos finansų rinkos išsivystymas yra kiek aukštesnio lygio, tiek dėl artimesnių sąsajų su Skandinavijos šalių finansų sistemomis, tiek dėl dalyvavimo eurozonoje. Tai suteikia papildomų konkurencinių pranašumų, pritraukia daugiau investuotojų ir papildomo kapitalo bei žinių. Taip pat galima teigti, kad Estijos teisinė aplinka, susijusi su investicijomis, yra palankesnė ir stabilesnė – šalyje įvesta aiškesnė ir mažiau komplikauta mokesstinė sistema, palankesni pelno mokesčiai, dėl stabilios valdžios ir jos priimamų sprendimų patiriama mažesnė politinė rizika.

## 2. ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDŲ TEISINIO REGULIAVIMO TENDENCIJŲ ANALIZĖ

Vienas iš pagrindinių rinkos egzistavimą lemiančių veiksnių yra teisinės aplinkos sukūrimas. Taip pat ir vėlesnis teisinio reguliavimo tobulinimas ar keitimas gali turėti didelę įtaką rinkos ir jos dalyvių veiksmams, todėl šis klausimas toliau yra išsamiai analizuojamas, įvertinant pasaulines ir vietines AIF reguliavimo tendencijas ir jų įtaką fondų veiklai

AIF, ypač kalbant apie RDF, yra reguliuojami pakankamai silpnai, dažnai jų valdymo įmonės įsikūrusios lengvatinių mokesčių zonose, kuriose nėra taikomos jokios reguliavimo normos, jie retai teikia informaciją apie savo veiklą. Netgi jei tokie fondai registruoti ir įprastinėse vietose Europoje ar JAV, jų reguliavimas taip pat gana ribotas. Vis dėlto pastaruoju metu šios tendencijos kinta, pastebimas vis didesnis susirūpinimas dėl AIF vykdomos veiklos ir palyginti menko jų reguliavimo laipsnio. Tiek ES, tiek JAV priimami nauji teisės aktai, padedantys reguliuoti AIF, siekiant padaryti juos ir jų atliekamus veiksmus rinkose skaidresnius, tuo pačiu mažinant jų įtaką rinkoms.

ES lygiu taikomos ar planuojamos taikyti AIF reguliavimo normos svarbios ir Lietuvai, kuri kaip pilnavertė ES narė turi savo teisėje pritaikyti ES lygiu priimtas direktyvas ir suderinti nacionalinius teisės aktus, todėl AIF reguliavimo tendencijos ir bendras požiūris į šiuos fondus po kurio laiko turi būti perimtas ir Lietuvoje.

### 2.1. AIF teisinis reguliavimas tarptautinėse rinkose

Prasidėjusi finansų ir ūkio krizė privertė susimąstyti apie griežtesnį finansinio sektoriaus reguliavimą, ne išimtis yra ir AIF. Kaip vieną iš svarbių atsako į susidariusią krizę dalių Europos Komisija pasiūlė naują AIF valdytojų direktyvą („Directive on Alternative Investment Fund Managers“) (toliau – direktyva). Kaip teigiama Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje „Dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų ir direktyvų 2004/39/EB ir

2009/.../EB dalinio keitimo“ poveikio vertinimo santraukoje, finansų krizė atskleidė finansų sistemos silpnas vietas, norint užtikrinti tinkamą reguliavimą ir priežiūrą, reikia užpildyti spragas tam tikrose srityse – viena iš jų susijusi su AIF ir jų valdytojais. Ši direktyva ir jos įdiegti reikalavimai yra laikomi vieni iš plačiausių ir ambicingiausių teisinių rinkos pertvarkymų, o naujieji reikalavimai neabejotinai turės ilgalaikes ir kol kas sunkiai įvertinamas pasekmes visai investicinių fondų sistemai.

Tam tikros aplinkybės leidžia manyti, kad direktyvos priėmimo skatinimas buvo labiau politinis klausimas, o ne ekonominių paskatų sukeltas poreikis. Nors ekspertai nesiūlė RDF taikyti papildomų reguliavimo apribojimų (Alternative..., 2006), tačiau kai kurių ES šalių, ypač Vokietijos, iniciatyva ir pasitaikius palankioms sąlygoms, direktyva, kuri riboja ne tik RDF, bet ir kitų AIF valdytojų veiklą, buvo priimta (Nabilou..., 2013).

Ši direktyva įsigaliojo 2011 m. liepos 21 dieną (vėliausias terminas AIF prisitaikyti prie reikalavimų yra 2014 m. liepos 22 d.) ir reikalauja, jog AIF<sup>16</sup> valdytojai būtų sankcionuoti ir jiems būtų taikomi harmonizuoti reguliavimo standartai. Pagrindinės priemonės, kuriomis būtų siekiama mažinti sisteminę riziką ir stebėti ją galinčius veikti veiksniai apimtų aukštesnį atskaitomybės (reguliuojančioms institucijoms ir investuotojams) laipsnį, svarto reguliavimą, kapitalo reikalavimus, užmokesčio politiką ir pan. (Directive..., 2013). Tokie veiksmai turėtų padidinti AIF veiksmų skaidrumą. Tai yra pirmasis mėginimas sukurti išsamią AIF reguliavimo ir priežiūros sistemą. Šia direktyva siekiama apimti kuo didesnę AIF valdytojų skaičių, tačiau atsižvelgiant į skirtingas verslo struktūras ir nesistengiant į reguliavimą įtraukti smulkesnių fondų valdytojų (pvz. direktyva taikoma tokių fondų valdytojams, kurių valdomas turtas viršija 100 milijonų eurų. Jei nenaudojamas svertas ir taikomas 5 metų pirminio lėšų išaldymo terminas tuomet riba yra 500 milijonų eurų). Esant tokiems kapitalo reikalavimams, turėtų būti reguliuojami 30 % AIF valdytojų,

---

<sup>16</sup> AIF suprantami kaip fondai, kurie nėra reguliuojami 1985 m. gruodžio 20 d. Tarybos direktyva 85/611/EEB, reguliuojančia kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektus (KIPVPS) (angl. UCITS). Todėl direktyva reguliuoja RDF, PKF, NTF, taip pat ir kitų rūšių fondus, kurie atitinka direktyvoje nurodytas sąlygas.

kurių valdomas turtas sudarytų apie 90 % viso AIF, kurių registracijos vieta yra Europos Sąjungoje, turto. Taip pat būtų siekiama reguliuoti pagrindinius rizikos kanalus, reguliuojant ne tik pačius fondų valdytojus, tačiau ir užtikrinant griežtą pagrindinių AIF teikiamų paslaugų teikėjų reguliavimą.

Direktyvoje siūloma ir daugiau priemonių (reikalavimai dėl depozitoriumo, registracijos taisyklių, ataskaitų auditavimo ir pan.), kuriomis būtų pasiektas didesnis skaidrumas AIF sektoriuje bei sumažinta šio sektoriaus rizika, keliamą finansų sistemai ir ekonomikai. Direktyvą bus privalu perkelti ir į Lietuvos teisės aktus, todėl ir Lietuvoje veikiantiems AIF galios aukščiau trumpai aptarti reikalavimai. Į nacionalinius teisės aktus direktyva turėjo būti perkelta iki 2013 m. liepos 22 d.<sup>17</sup>, tačiau pakeitimai bus labiau formalūs, kadangi Lietuvos rinka yra santykinai nedidelė ir mažos kapitalizacijos, todėl fondų valdytojams, veikiantiems joje, būtų sudėtinga pasiekti minimalų valdomo kapitalo dydį, kuriam esant būtų taikoma direktyva. Rinktis Lietuvą tik kaip alternatyvaus fondo registravimo vietą nagrinėjamu metu nebūtų tikslinga, kadangi taikomi apribojimai yra gana griežti, lyginant su kitomis šalimis (pvz. JAV ar šalimis, kurios garsėja kaip „mokesčių rojai“), todėl Lietuvoje neturėtų būti AIF, kurie patektų į direktyvos rėmus.

Ženklius pokyčiai įvyko ir JAV – 2010 m. liepą priimtas Wall Street'o reformos ir vartotojų apsaugos aktas (angl. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act). Šiuo dokumentu siekiama, gerinant finansų sistemos atskaitomybę ir skaidrumą, skatinti JAV finansinį stabilumą, išgyvendinti paplitusį požiūrį „per didelis, kad žlugtų“, apsaugoti JAV mokesčių mokėtojus baigiant teikti pagalbą finansų institucijoms, apsaugoti vartotojus nuo piktnaudžiaujamos finansinių paslaugų praktikos, taip pat siekiama ir kitų tikslų (Dodd-Frank..., 2010). Be paminėtų reguliavimo objektų, svarbus dėmesys skiriamas ir AIF, konkrečiai – RDF ir PKF.

---

<sup>17</sup> Analizuojamu laikotarpiu direktyvos perkėlimas į Lietuvos teisės sistemą vėluoja, yra planuojama priimti direktyvos nuostatas atspindintį profesionaliesiems investuotojams skirtą kolektyvinio investavimo subjektų valdytojų įstatymą.

Viena iš pokyčių sričių apima veiksmus, susijusius su nepakankamu reguliavimu – nauju teisės aktu reikalaujama RDF ir PKF valdytojams (konsultantams) registruotis vertybinių popierių komisijoje (angl. SEC) ir teikti informaciją apie vykdomus sandorius ir turimą investicijų portfelį (tuo atveju kai fondo valdomas turtas viršija 100 mln. JAV dolerių arba 150 mln. JAV dolerių, jei fondo valdytojai dirba tik su privačiais fondais). Šios informacijos reikalingumas grindžiamas siekiu įvertinti sisteminę riziką. AIF įtakos turės ir kitos minėto teisės akto nuostatos, tiesiogiai nereguliuojančios AIF valdytojų – konkrečiai prekybos išvestinėmis priemonėmis reglamentavimas, kai tam tikrais atvejais, AIF sudarant užbiržinius išvestinių priemonių sandorius, fondai taptų reguliavimo, susijusio su išvestinėmis priemonėmis, objektu (Brown, 2010).

Taip pat verta atkreipti dėmesį, kad Europoje įgyvendintas reguliavimas turi įtakos ir tarptautiniu mastu. Šioje vietoje galima akcentuoti JAV fondų valdytojus, kurie aktyviausiai vykdo veiklą ir veikia įvairiose rinkose, taip pat ir Europos. Įsigaliojus naujoms EK direktyvoms, jų reikalavimai yra taikomi ir kitų šalių, ne vien tik ES, fondams, kurie investuoja ar bando pritraukti kapitalą Europoje. Kaip matyti iš KPMG atliktos tarptautinių fondų valdytojų apklausos, nemaža dalis fondų dar nėra apsvarstę, kaip jų veiklą paveiks Europoje priimtos naujos taisyklės, nors ir yra tvirtai apsisprendę toliau sieti savo veiklą su Europos šalimis. Tokios tendencijos kelia tam tikras grėsmes sklandžiam fondų veiklos organizavimui, gali lemti padidėjusias veiklos išlaidas ir dalies klientų praradimą, ilgalaikėje perspektyvoje tai taip pat gali atsiliepti ir fondų pelningumui (Last..., 2012).

Kamal S. (2012) analizuodamas ES direktyvos reikalavimus teigia, kad RDF vaidino ne esminį vaidmenį prisidedami prie finansų krizės kilimo 2008 m., ir direktyvoje numatyti reguliavimo apribojimai, taikomi AIF, yra per griežti, ypač kalbant apie RDF. Griežti reikalavimai gali paskatinti lengvatinėse zonose veiklą vykdančius RDF valdytojus nesilaikyti ES mastu privalomų taisyklių ir aplenkti Europos šalių investuotojus. Dėl sumažėjusių operacijų apimčių tai gali pakenti ES ekonomikai ir sumažinti vietiniams



investuotojams pasirinkimo galimybes. Ilguoju laikotarpiu tai gali atsiliiepti ir ES konkurencingumui globalioje rinkoje.

Nuogastavimus patvirtina ir BNY Mellon (AIFMD..., 2013) atliktos fondų valdytojų apklausos dėl direktyvos įgyvendinimo klausimų. Rezultatai atskleidė, kad dauguma apklaustųjų laikosi nuomonės, jog jų vadovaujamos organizacijos nukentės dėl naujosios direktyvos reguliavimo, taip pat prognozuojamas ir fondo administravimo išlaidų išaugimas. Sugriežtinti atskaitomybės reikalavimai ženkliai padidins AIF išlaidas, tai lems ir išaugusius fondo valdymo mokesčius investuotojams. Net ir neatsižvelgiant į kitus veiklos apribojimus, kurie taip pat reikalaus papildomų išlaidų, šios papildomos išlaidos neigiamai atsiliieps AIF pelningumui. Apklaustieji tikisi ir AIF skaičiaus mažėjimo, kuris bus nulemtas dalies fondų uždarymo ar apjungimo, veiklos perkėlimo į kitas, ne ES šalis, todėl tikėtina, kad nauja reguliavimo tvarka sumažins pasirinkimo įvairovę investuotojams. Vis dėlto nagrinėjant šią situaciją iš kitos, t.y. investuotojų, perspektyvos, tikimasi, kad investuotojai pajus direktyvos naudą ir nors AIF skaičius gali sumažėti, tačiau dėl didesnio skaidrumo, apsaugos laipsnio ir geresnio fondų prieinamumo, investuotojų skaičius ir kartu pritrauktas kapitalas gali išaugti.

Naujausios apklausos taip pat atskleidžia, kad net ir likus itin nedaug laiko iki visiško direktyvos įgyvendinimo, nemaža dalis fondų (apie 81% apklaustųjų) dar nėra pateikę reikiamų dokumentų, kad galėtų veikti pagal naujas taisykles. Tai gali kelti papildomą įtampą ir skubėjimą, kadangi administracinės procedūros, susijusios su direktyvos reikalavimais užtrunka, ir kyla rizika, kad dalis fondų nespės laiku įvykdyti reikalavimų bei turės stabdyti savo veiklą (Over..., 2014). Neabejotina, kad naujoji direktyva turės ilgalaikių pasekmių investicinių fondų rinkai, tačiau dėl skirtingų laukiamų veiksmų iš fondų valdytojų ir investuotojų pusės itin sudėtinga prognozuoti galimą poveikį, taip pat ir poveikis įvairioms sritims gali būti skirtingas.

Matoma aiški tendencija, kad AIF reguliavimas sugriežtėjo visose pagrindinėse pasaulio ekonomikose, siekiama labiau viešinti jų veiklą ir padaryti ją skaidresne, tačiau tai susiję tik su didelių apimčių fondais, kurie gali

turėti sistemine įtaka, todėl priimtos teisinės normos kol kas Lietuvai didesnės tiesioginės įtakos neturės, išskyrus tai, jog ES direktyvos turės būti perkeltos į nacionalinę teisės sistemą. Žvelgiant iš platesnės perspektyvos, ES priimta direktyva be reguliavimo sugriežtinimo, siekiant mažinti sistemine riziką, taip pat yra siekiama paskatinti AIF persidisllokavimą iš lengvatinio reguliavimo zonų į griežtesnio reguliavimo zoną. Tikslas turėtų būti pasiektas, direktyvos nuostatas taikant ne tik ES reziduojantiems fondams ir jų valdytojams, bet ir fondams bei jų valdytojams, esantiems kitose valstybėse, tačiau atliekantiems veiksmus ES šalyse. Dėl priimtų teisinio reguliavimo pakeitimų kompleksiskumo ir jų taikymo netiesioginio neapsiribojimo Europos šalimis, kyla tam tikros grėsmės dėl sklandžios AIF veiklos pereinamuoju laikotarpiu, kadangi nemaža dalis fondų valdytojų nėra įvykdę visų formalumų. Taip pat galima ir neigiama priimtų pakeitimų įtaka AIF veiklai – galima laukti fondų skaičiaus mažėjimo, veiklos vykdymo išlaidų išaugimo ir šių veiksmų nulemtu pelningumo smukimo. Analizuojant su teisės aktų pakeitimu susijusius tyrimus ryškėja nuomonė dėl RDF pavojingumo pervertinimo. Dažnai RDF vertinami kaip itin pavojingi ir keliantys dideles grėsmes finansų sistemai ir ekonomikai, tačiau taip pat viešojoje nuomonėje dažnai būna nepagrįstai neigiama ir smarkiai politizuota šių fondų atžvilgiu, todėl itin svarbu moksliskai ir objektyviai vertinti RDF veiklą ir jai taikyti pagrįstus apribojimus, nediskriminuojant kitų AIF rūšių atžvilgiu.

ES mastu analizuojant Lietuvos situaciją, padėtis yra kiek kita, nei apibūdinta aukščiau. Galima teigti, kad Lietuvos finansų rinka ir jos vystymasis yra pakankamai konservatyvus, todėl ir pakeitimai, susiję su direktyvos įgyvendinimu, potencialiai turėtų būti naudingi, kadangi direktyvos reikalavimai yra ne tokie griežti nei iki šiol galiojusios veiklos sąlygos AIF, veikiantiems pagal KISĮ. Tiesa, kaip minėta, mažai tikėtina, kad direktyva bus taikoma Lietuvoje registruotiems fondų valdytojams, nes jie nepasieks minimalaus investicijų dydžio slenksčio.

Lietuvoje priėmus naująjį Informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymą (toliau – IIKISĮ), AIF valdytojais

turės daugiau investicinių ir veiklos formos galimybių, o potencialiems investuotojams taikomi reikalavimai yra mažesni, visa tai gali lemti AIF investicijų populiarėjimą, bent jau dalyvių skaičiaus prasme. Detaliau Lietuvoje taikomas AIF reguliavimas ir jo raida pastaraisiais metais aptariama kitame skyriuje.

## 2.2. AIF reguliavimas Lietuvoje

Pagrindinis įstatymas šiuo metu reguliuojantis Lietuvoje veikiančius investicinius fondus yra LR Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas. 2003 metais priimtame KISĮ išsamiai aprašomi Lietuvoje galimi investiciniai fondai, jų teisės, pareigos ir veikla. Pirmojoje šio įstatymo redakcijoje nebuvo užsiminta apie AIF, buvo minimi tik įprasti investiciniai fondai. Galima manyti, jog tuomet Lietuvos rinka dar nebuvo pasirengusi ir pribrendusi didelei ir sudėtingai investicinių priemonių įvairovei, todėl ir AIF šiame įstatyme vietos neatsirado. Šiuo įstatymu buvo norima įgyvendinti Europos Tarybos 1985 m. gruodžio 20 d. direktyvą 85/611/EEB dėl įstatymų, taisyklių ir administracinių nuostatų, susijusių su kolektyvinio investavimo į vertybinius popierius subjektais, ir jos pakeitimus, padarytus 2002 m. sausio 21 d. direktyvomis 2001/107/EB bei 2001/108/EB. Papildomai suteikta galimybė sukurti riboto platinimo kolektyvinio investavimo subjektą, kurio investiciniai vienetai ar akcijos galėjo būti viešai platinamos tik Lietuvoje, bet ne už jos ribų. Tačiau, kaip nurodo Galinienė B., Bumelytė J. (2008), tai buvo daugiau teorinė galimybė, kadangi alternatyvaus investavimo schemas, kurios būtų naudojamos investuotojų, nebūtų buvusios pripažintos Lietuvoje.

2007 metų lapkritį buvo priimta nauja KISĮ redakcija. Esminis skirtumas nuo senesnių redakcijų, itin aktualus nagrinėjamai temai – sudarytos sąlygos steigti specialiams kolektyvinio investavimo subjektams, tokiems kaip privataus kapitalo, nekilnojamojo turto, alternatyvaus kolektyvinio

investavimo<sup>18</sup> fondams. Šioje redakcijoje taip pat atsirado galimybė steigti uždaro tipo kolektyvinio investavimo subjektams. Įstatymas įsigaliojo nuo 2008 m. kovo 1 dienos, tuomet atsirado galimybė steigti specializuotus KIS. Nors KISĮ pakeitimų būta ir daugiau, daugelis jų AIF reguliavimo beveik nekeitė arba keitė ne iš esmės. Detalūs įstatymo pakeitimai ir jų turinys pagal chronologinę tvarką pateikti 11 priede.

Esminis įstatymo pakeitimas priimtas 2013 m. viduryje, kai priėmus IIKISĮ, atitinkamai buvo pakeistas ir papildytas iki tol galiojęs KISĮ. Pagal naująjį KISĮ, susiaurėjo reguliavimo objektų skaičius. Naujasis KISĮ taikomas tik:

- 1) suderintiems KIS;
- 2) neprofesionaliesiems investuotojams skirtiems specialiesiems KIS, išskyrus tuos, kurių investiciniai vienetai ar akcijos nėra viešai siūlomi;
- 3) suderintųjų kolektyvinio investavimo subjektų ir neprofesionaliesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų valdymo įmonėms.

Atsižvelgiant į tai, kad visi Lietuvoje registruoti AIF yra skirti tik profesionaliesiems investuotojams<sup>19</sup> ir laikantis nuomonės, kad tik profesionaliesiems investuotojams (informuotiesiems investuotojams) skirti fondai gali būti laikomi tikraisiais AIF, naujai steigiami AIF bus reguliuojami IIKISĮ, o ne KISĮ. RDF ir anksčiau galėjo būti skirti tik profesionaliesiems investuotojams, todėl naujoje KISĮ redakcijoje šie fondai apskritai nebėra minimi.

Iki IIKISĮ įsigaliojimo veikę AIF turi galimybę ir toliau veikti vadovaudamiesi KISĮ (galiojusiame iki 2013 m. liepos 1 d.) įtvirtintais

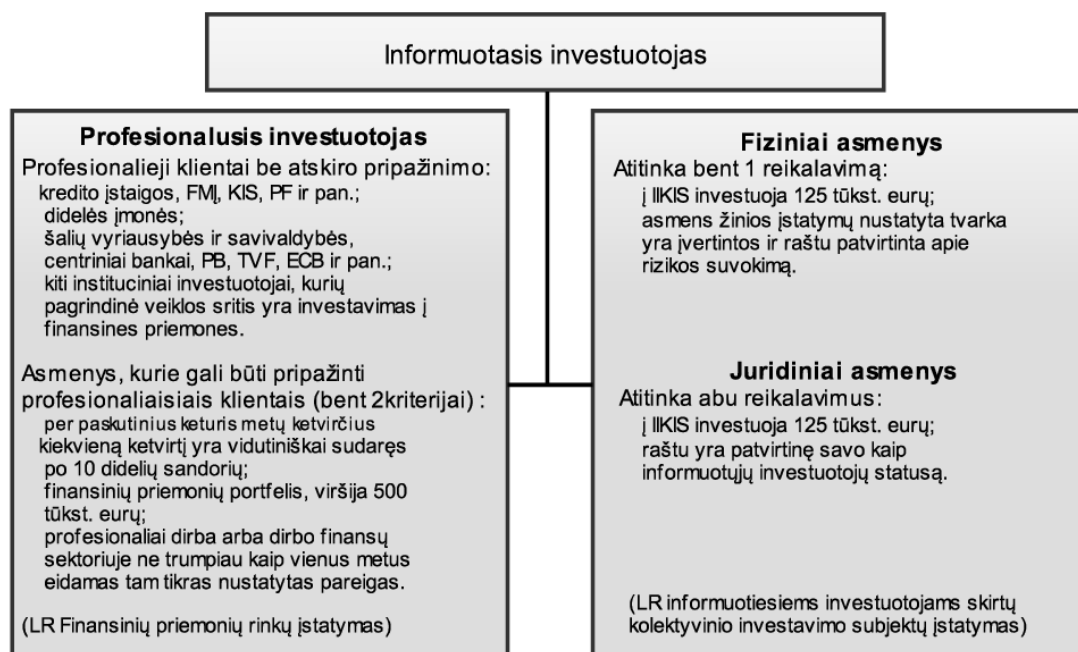
---

<sup>18</sup> Pirmoje dalyje buvo aptarti terminų, naudojamų KISĮ ypatumai, ir užuot naudojus įstatyme įtvirtintą angliško termino „hedge funds“ vertimą kaip „alternatyvaus kolektyvinio investavimo subjektas“, buvo vartojamas tikslesnis terminas – „rizikos draudimo fondai“. Vis dėlto šiame poskyryje, jei nebus nurodyta kitaip, siekiant išlaikyti autentiškumą vartojam įstatymo terminologija.

<sup>19</sup> Nors 2013 m. liepos 1 d. įsigaliojusi KISĮ profesionalaus investuotojo sąvokos nebeliko ir IIKISĮ atsirado sąvoka informuotasis investuotojas, siekiant išvengti painiavos, sąvoka profesionalusis investuotojas bus naudojama kalbant apie jau įsteigtus ir prospekto bei taisyklių nepakeitusius AIF, kadangi juose vis dar vartojama tokia sąvoka. Pagal naująjį KISĮ redakciją, anksčiau veikę AIF gali ir po pakeitimų toliau vykdyti savo veiklą vadovaudamiesi senosiomis KISĮ nuostatomis, kol baigsis fondo veiklos terminas.

reikalavimais, kol sueis fondo veiklos termino pabaiga. Taip pat AIF gali pasirinkti ir kitą variantą bei veikti pagal IIKISĮ tuo atveju, jei atitinka šiame įstatyme keliamus reikalavimus. Kadangi anksčiau įsteigti AIF turi teisę veikti vadovaudamiesi ankstesnėmis KISĮ nuostatomis, toliau disertacijoje aptariamas ir KISĮ ir IIKISĮ sukuriamas reguliavimas, kartu analizuojant pasikeitimus ir jų įtaką AIF veiklai Lietuvoje.

Naujuoju IIKISĮ įtvirtinta ir papildoma investuotojų klasifikacijos kategorija – informuotasis investuotojas. Prie anksčiau buvusios profesionaliojo investuotojo kategorijos atsirado ir informuotojo investuotojo sąvoka, kurią grafiškai apibrėžia 28 paveikslas.



**28 pav.** Informuotojo investuotojo sąvoka

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2007b, Lietuvos..., 2013d

Apibendrintai galima pastebėti, kad naujuoju įstatymu patvirtinta sąvoka yra platesnė į ją galinčių patekti dalyvių apimtimi (į šią investuotojų kategoriją patenka profesionalieji investuotojai ir investuotojai, atitinkantys kitas papildomas sąlygas, numatytas IIKISĮ) ir nors informuotajam investuotojui taikomos sąlygos vis dar yra pakankamai ribojančios, tačiau palyginti vien tik su profesionaliojo investuotojo apibrėžimu matomas akivaizdus palengvinimas tapti investuotoju, kuris gali investuoti į

specializuotus KIS. Tokiu būdu potencialiai yra padidinamas klientų skaičius, kurie galėtų investuoti į AIF.

Dėl atsiradusio naujojo teisės akto, reguliuojančio AIF, ir palikus galimybę jau įsteigtiems AIF veikti pagal iki IIKISĮ įsigaliojimą buvusias KISĮ nuostatas, susidaro situacija, kai vienu metu skirtingi AIF gali vykdyti veiklą vadovaudamiesi skirtingų teisės aktų nuostatomis, todėl toliau disertacijoje teisinis reguliavimas nagrinėjamas atsižvelgiant į šias aplinkybes ir atskirai analizuojant tiek ir KISĮ reikalavimų vystymąsi ir kaitą, tiek ir IIKISĮ nuostatų atsiradimą. Be to, didesnis dėmesys yra skiriamas KISĮ pasikeitimams, kadangi didžioji dalis jau veikusių AIF pasiliko prie senojo reguliavimo, taip pat šio įstatymo nuostatos buvo taikomos beveik visu analizuojamu laikotarpiu, kai Lietuvoje buvo steigiami AIF.

#### ***AIF reguliavimo kaita pagal KISĮ (redakcijos iki 2013-07-01)***

Remiantis KISĮ nuostatomis, galiojusiomis iki 2013 m. liepos mėnesio, kai buvo priimta su IIKISĮ atsiradimu susijusi redakcija, specialieji kolektyvinio investavimo subjektai Lietuvoje galėjo būti steigiami investicinės bendrovės arba investicinio fondo veiklos forma, juos skirstant į tam tikras rūšis:

- 1) kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektai;
- 2) nekilnojamojo turto kolektyvinio investavimo subjektai;
- 3) privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjektai;
- 4) kolektyvinio investavimo subjektai, investuojantys į kitus kolektyvinio investavimo subjektus;
- 5) alternatyvaus kolektyvinio investavimo subjektai.

Specialieji kolektyvinio investavimo subjektai pagal įstatymą galėjo būti atviro (atviro tipo investiciniai fondai ar investicinės kintamojo kapitalo bendrovės) arba uždaro tipo (uždaro tipo investiciniai fondai ar uždaro tipo investicinės bendrovės). Uždaro tipo fondai ar bendrovės išperka savo išleistas akcijas ar investicinius vienetus tik pasibaigus jų veiklos laikui. Toks pasirinkimas turėtų būti populiariesnis nei atviro tipo subjektų kūrimas, kadangi

leidžia užsitikrinti didesnę saugumą, sumažina likvidumo riziką ir padeda sėkmingiau siekti numatytų tikslų, nesibaiminant trumpalaikių svyravimų įtakos. Jei subjektas skirtas tik profesionaliems investuotojams, tuomet jis dar mažiau reguliuojamas (neprivalo skelbti ataskaitų duomenų, fondo prospekto). Pagal KISĮ galiojusią iki 2012-07-01 tik uždaro tipo RDF ir PKF, kurie skirti tik profesionaliesiems investuotojams, neprivalėjo viešai skelbti duomenų apie savo veiklą. NTF turėjo prievolę paskelbti prospektą (jei ne uždaro tipo ir sutrumpintą prospektą), metinę ir pusmetinę finansines ataskaitas. Pagal vėlesnius KISĮ pakeitimus (kol šis įstatymas reguliavo specialiuosius KIS), specialieji KIS privalo skelbti prospektą, pagrindinės informacijos investuotojams dokumentą ir metines bei pusmečio finansines ataskaitas, tik tuo atveju jei jie nėra skirti vien tik profesionaliesiems investuotojams.

Verta atkreipti dėmesį, jog visi specialieji KIS, išskyrus alternatyvaus KIS, gali būti skirti ir plačiam investuotojų ratui, ir vien tik profesionaliesiems investuotojams. Tai gali signalizuoti, jog alternatyvaus KIS suprantami kaip rizikingesni nei kitų tipų specialieji KIS, kadangi juose leidžiama dalyvauti tik profesionaliesiems investuotojams, kurie gali tinkamai įvertinti riziką ir suprasti fondo veikimo principą bei atliekamus veiksmus.

Aptariant privataus kapitalo, nekilnojamojo turto ir alternatyvaus KIS reguliavimą, apsiribojama tik tais atvejais, kai šie subjektai yra skirti vien tik profesionaliems investuotojams, kadangi tik tuomet, autoriaus nuomone, galima juos traktuoti kaip AIF. Kitu atveju, kai fondai prieinami plačiajam investuotojų ratui, jų reguliavimas yra didesnis, taip pat, kas ir yra svarbiausia, fondų veiksmų laisvė yra gerokai apribota. Be to, nagrinėjamu metu (2013 m. III ketv.) visi AIF, registruoti Lietuvoje, yra skirti tik profesionaliesiems investuotojams. Apibendrintai 6 lentelėje pateikiami visoms AIF rūšims taikomo reguliavimo apribojimai ir jų kaita susijusi su naujomis KISĮ redakcijomis.

**6 lentelė. AIF taikomo reguliavimo charakteristikos ir jų kaita<sup>20</sup>**

Iki 2012-01-01			
	RDF	PKF	NTF
Sverto naudojimas	Iki 200%	Iki 80%	Iki 75%
Diversifikacija	Griežtai nenustatyta	Griežtai nenustatyta	Griežtai nustatyta
Grynųjų aktyvų vertės nustatymas	Ne rečiau kaip kartą per pusmetį	Ne rečiau kaip kartą per pusmetį	Ne rečiau kaip kartą per ketvirtį
Galimybės skolinti	Iki 50%	Iki 50%	Draudžiama
Tipas	Uždaras/atviras	Uždaras/atviras	Uždaras/atviras
Investuotojai	Tik profesionalieji	Visi	Visi
Nuo 2012-01-01 iki 2012-06-30			
	RDF	PKF	NTF
Sverto naudojimas	Iki 200%	Iki 80%	Iki 75%
Diversifikacija	Griežtai nenustatyta	Griežtai nenustatyta	Griežtai nustatyta
Grynųjų aktyvų vertės nustatymas	Ne rečiau kaip kartą per pusmetį	Ne rečiau kaip kartą per pusmetį	Ne rečiau kaip kartą per ketvirtį
Galimybės skolinti	Iki 50%	Iki 50%	Draudžiama
Tipas	Uždaras/atviras	Uždaras/atviras	Uždaras/atviras
Investuotojai	Tik profesionalieji	Visi	Visi
Nuo 2012-07-01 iki 2013-06-30			
	RDF	PKF	NTF
Sverto naudojimas	Nenustatyta	Iki 100%	Iki 50%
Diversifikacija	Griežtai nenustatyta	Griežtai nenustatyta	Griežtai nustatyta
Grynųjų aktyvų vertės nustatymas	Ne rečiau kaip kartą per pusmetį	Ne rečiau kaip kartą per pusmetį	Ne rečiau kaip kartą per ketvirtį
Galimybės skolinti	Iki 100%	Iki 100%	Draudžiama
Tipas	Uždaras/atviras	Uždaras/atviras	Uždaras/atviras
Investuotojai	Tik profesionalieji	Visi	Visi
Nuo 2013-07-01			
	RDF	PKF	NTF
Sverto naudojimas	Nereguliuojami	Iki 80%	Nenumatyta
Diversifikacija		Griežtai nustatyta	Griežtai nustatyta
Grynųjų aktyvų vertės nustatymas		Ne rečiau kaip kartą per ketvirtį	Ne rečiau kaip kartą per ketvirtį
Galimybės skolinti		Draudžiama	Draudžiama
Tipas		Uždaras/atviras	Uždaras/atviras
Investuotojai		Tik neprofesionalieji	Tik neprofesionalieji

Šaltinis: sudaryta autoriaus

<sup>20</sup> Pasikeitimai tarp skirtingose KISĮ redakcijose numatytų apribojimų pažymėti pilka spalva.



Nagrinėjant įstatymo nuostatas<sup>21</sup>, reguliuojančias PKF kūrimąsi ir veiklą, akivaizdžiai matomas reguliavimo skirtumas, kai fondas yra skirtas tik profesionaliems investuotojams – fondas gali skolinti iki 100 % savo grynujų aktyvų vertės, gali turėti įvairių klasių investicinių vienetų ar akcijų. Profesionaliems privataus kapitalo KIS netaikomas ir investicijų portfelio diversifikavimo reikalavimas, tačiau numatyta pareiga valdyti portfelio riziką, nors įstatyme ir nėra detaliau nurodoma, kaip reikia vykdyti ar interpretuoti šį nurodymą. Profesionaliems investuotojams skirtas privataus kapitalo KIS turi nustatyti savo grynujų aktyvų vertę ne rečiau kaip kas pusę metų, visais atvejais ji turi būti nustatyta metų pabaigoje, kai visoms investuotojų rūšims skirtas PKF tai turi atlikti kas ketvirtį. Taip pat tik profesionaliesiems investuotojams skirtas PKF, turi teisę naudoti didesnę finansinį svertą – iki 100%, atitinkamai visiems investuotojams skirtas PKF – iki 80%.

Apibendrinant privataus kapitalo KIS reguliavimą Lietuvoje, kai šis fondas skirtas tik profesionaliesiems investuotojams, galima teigti, jog tokio fondo steigimuisi ir veiklai sudarytos pakankamai palankios sąlygos, nėra bereikalingų apribojimų ir suvaržymų, investicinių priemonių pasirinkimas taip pat yra platus (jį riboja tik pačios rinkos išsivystymo lygis). Taip pat pastebima tendencija, kad PKF taikomas reguliavimas kiek sušvelnėjo ir šiems fondams pradėti taikyti didesni maksimalūs reikalavimų dydžiai (6 lentelė). Tai galima būtų sieti su dažnai akcentuojama teigiama PKF įtaka ekonomikai ir naujoms bei besivystančioms įmonėms ir taip skatinant PKF veiklą.

Alternatyvaus KIS taikomas panašus reguliavimas, kaip ir jau aptartiems privataus kapitalo KIS. Be minėtos nuostatos, jog į tokį fondą gali investuoti tik profesionalieji investuotojai, alternatyvaus KIS griežtai netaikomas ir diversifikavimo principas – įstatyme tik nurodoma, jog „... investicijų portfelis privalo visais atvejais būti diversifikuotas tiek, kad užtikrintų tinkamą investavimo rizikos išskaidymą“ (Lietuvos..., 2007a, p. 74).

---

<sup>21</sup> Čia ir toliau tekste, jei nepaminėta kitaip, aprašant AIF taikomus reguliavimo apribojimus, nagrinėjamas KISĮ, kurio nuostatos įsigaliojo nuo 2012 m. liepos 1 d., kadangi jau įsteigtiems AIF suteiktas pasirinkimas ir toliau veikti pagal galiojusias KISĮ nuostatas.

Tinkamas investavimo rizikos išskaidymas nėra apibrėžtas kokybiškai, todėl atsiranda gana platus „tinkamumo“ interpretavimas. Ankstesnėse KISĮ redakcijose alternatyvaus KIS buvo numatyta galimybė skolintis savo sąskaita, o maksimali paskolos suma negalėjo viršyti 200 % paskolos dieną turimų grynujų aktyvų vertės. Šiuo punktu fondams leidžiama naudoti svertą, taip padidinant galimą pelno dydį (tendencijoms pasikeitus ir nuostolio). Naujausioje KISĮ redakcijoje alternatyvaus KIS nėra apribotas maksimalus sverto dydis, taikoma tik tokia nuostata, kad skolinimosi dydžiai, terminai ir tvarka turi būti numatyti fondo steigimo dokumentuose. Iš 31 paveiksle pateikto pasauliniu mastu apibendrinto RDF naudojamo sverto dydžio ir jo kitimo tendencijų matyti, kad RDF geba patys sėkmingai reguliuoti sverto dydį ir koreguoti jį, atsižvelgiant į rinkos situaciją. Konkretaus sverto dydžio nustatymo KISĮ atsisakymas iš dalies sumažina papildomus apribojimus RDF, be to, atsižvelgiant į tendencijas, mažai tikėtina, kad tokio dydžio svertas, koks jis buvo nustatytas anksčiau, apskritai būtų naudojamas, kadangi tai būtų susiję su pernelyg didele rizika. Vis dėlto galimybė naudotis svertu neribojamai potencialiai kelia ir grėsmių finansų rinkoms ir finansiniam stabilumui, todėl yra būtina stebėti RDF naudojamo sverto dydį, atsižvelgiant ir į santykinę RDF svarbą Lietuvos KIS rinkoje, ir esant būtinybei reaguoti į susidarancias grėsmes. Papildomai išnagrinėjus sverto naudojimo galimybes Lietuvos finansų rinkos kontekste (nagrinėjama toliau disertacijoje), reikalinga pakartotinai įvertinti ir sverto dydžio reguliavimo tikslingumą. Grynujų aktyvų vertės nustatymo dažnumas alternatyvaus KIS atveju yra identiškas kaip ir privataus kapitalo KIS.

KISĮ 136 straipsnyje nustatyta NTF pagrindinė veikla – investicijos į nekilnojamąjį turtą. Šiuo straipsniu numatoma, jog profesionaliems investuotojams skirtas NT KIS, investuodamas į nekilnojamą turtą, turi gauti vertinimus iš vieno nepriklausomo nekilnojamojo turto vertintojo (jis negali būti valdymo įmonės darbuotojas), o investuojant į užsienio nekilnojamojo turto objektus, turi būti gautas užsienio rinkos nekilnojamojo turto vertintojo įvertinimas. Tai gali būti viena iš NTF veiklą ribojančių aplinkybių, kadangi

turto vertinimas gali būti susijęs su papildomomis išlaidomis. Kita vertus, investicijos į nekilnojamąjį turtą nėra atliekamos dažnai, todėl papildomos išlaidos vertintojams tokiu atveju nesudarytų ženklios sumos, palyginti su fondo valdomu turtu. Tačiau Estijoje NTF reguliavimas nėra toks griežtas – egzistuoja tik minimalūs apribojimai nekilnojamajam turtui ir kitoms investicinėms priemonėms, susijusioms su nekilnojamuoju turtu, portfelio struktūroje (Investment..., 2004). Tai gali suteikti konkurencinį pranašumą ir paskatą steigti NTF Estijoje, kadangi Baltijos šalys dažnai suvokiamos kaip viena rinka ir planuojant investuoti į Baltijos šalis, fondo steigimo valstybė gali būti pasirinkta pagal palankiausio reguliavimo kriterijų.

Pagal KISĮ, nekilnojamojo turto KIS negali pirkti ar parduoti nekilnojamojo turto objektų kaina, kuri ženkliai viršija turto vertintojų nustatytą. KIS įstatyme ženklų kainų skirtumą apibūdinant vartojama sąvoka „daug“, kas suprantama kaip 15 % skirtumas nuo įvertintos kainos. Diskutuotina, ar toks ribojimas tikslingas, kadangi fondas yra pelno siekianti organizacija ir savo noru neturėtų stengtis tokiu būdu manipuluoti kainomis rinkoje, nes patirtų nuostolius (taip samprotaujama remiantis prielaida, jog NT KIS nesiekia vykdyti neteisėtos veiklos). Įstatyme išskirtiniais atvejais palikta galimybė NT KIS įsigyti NT objektus ir kainomis, viršijančioms įvertintą kainą didesniu nei 15% skirtumas dydžiu, tačiau tokiu atveju reguliuojančiai institucijai reikia nurodyti sandorio motyvus.

Kaip ir alternatyvaus KIS, nekilnojamojo turto KIS leidžiama naudoti svertą – įstatyme numatyta galimybė pasiskolinti iki 50 % nekilnojamojo turto vertės steigimo dokumentuose iš anksto numatytam terminui (anksčiau buvo leidžiama iki 75% paskolos sudarymo dieną buvusių grynujų aktyvų vertės). NT KIS grynujų aktyvų vertės nustatymui reiktų teikti nemažą reikšmę, kadangi didžioji dalis šių fondų turto yra itin nelikvidi. KISĮ numatyta, jog „NT KIS grynujų aktyvų vertė nustatoma atsižvelgiant į KIS turto rinkos kainą ir remiantis šiame įstatyme ir priežiūros institucijos teisės aktuose nustatytais grynujų aktyvų vertės skaičiavimo principais, kolektyvinio investavimo subjekto steigimo dokumentuose nustatytais grynujų aktyvų vertės

nustatymo taisyklėmis“ (Lietuvos..., 2007a, p. 69). Grynujų aktyvų vertė, nepriklausomai nuo to, ar fondas skirtas tik profesionaliems investuotojams, ar į jį gali investuoti platesnis investuotojų ratas, turi būti nustatoma bent kartą per tris mėnesius. KISĮ užsimenama ir apie NT KIS turimų nekilnojamojo turto objektų įvertinimą – jie pripažįstami įvertintais, jei tai buvo atlikta 6 mėnesių laikotarpyje. Keliama ir papildoma rinkos kainų sąlyga, t.y. net jei nuo vertinimo nepraėjo 6 mėnesiai, NT objektai laikomi kaip neįvertinti, jei ekonomikoje ar NT rinkoje buvo esminių pasikeitimų.

NTF taikomos ir papildomos diversifikavimo nuostatos, kuriomis siekiama apsaugoti nuo mėginimų NTF paversti įprastais fondais, nevykdant tokiems fondams būdingos specifinės veiklos. Pagal KISĮ nuostatas, ne daugiau nei 20% NTF grynujų aktyvų gali būti investuota į su NT nesusijusias finansines priemones (daugiausia į įvairius vertybinius popierius ir pinigų rinkos priemones). Reguluojamos ir investicijos į NT – į vieną NT objektą negali būti investuota daugiau nei 30% fondo grynujų aktyvų. Šis reikalavimas nėra taikomas tuo atveju, jei tokia investicija yra į kontroliuojamą bendrovę, kuri gautas lėšas investuoja į NT objektus. Be kitų, mažiau reikšmingų diversifikavimo reikalavimų, NTF taip pat gali investuoti ne daugiau nei 20% NTF sudarančių grynujų aktyvų į statomus NT objektus. Atsižvelgiant į NTF taikomus gerokai griežtesnius diversifikavimo reikalavimus, KISĮ taip pat numatyta ir išlyga, kad pirmaisiais 4 NTF veiklos metais fondo turtas gali neatitikti numatytų diversifikavimo reikalavimų. Ankstesnėse KISĮ redakcijose išsamių diversifikavimo reikalavimų nebuvo pateikta, tačiau buvo numatyta, kad NTF turtą privalo sudaryti ne mažiau kaip 4 atskiri nekilnojamojo turto objektai ir ši nuostata negalioja tik pirmaisiais 4 fondo įsteigimo metais. Galima pastebėti, kad nuo 2012 m. pradžios (dauguma aprašytų diversifikavimo reikalavimų įsigaliojo jau nuo 2012 m. sausio 1 d.) NTF grynujų aktyvų valdymas tapo sudėtingesnis, atsižvelgiant į papildomai nustatytus griežtesnius ir išsamesnius diversifikavimo reikalavimus. AIF valdomo turto diversifikavimo reikalavimų konkretumo ir aiškumo nebuvimas buvo vienas iš KISĮ trūkumų, tačiau naujai priimti reikalavimai nors ir yra

naudingi investuotojams, kadangi suteikia jiems didesnę apsaugą dėl fondo valdytojo priimamų investicinių sprendimų, sukelia papildomų apribojimų NTF valdytojams. Su tuo gali būti susijęs ir sudėtingesnis ar sulėtėjęs naujų NTF steigimas ir vystymasis.

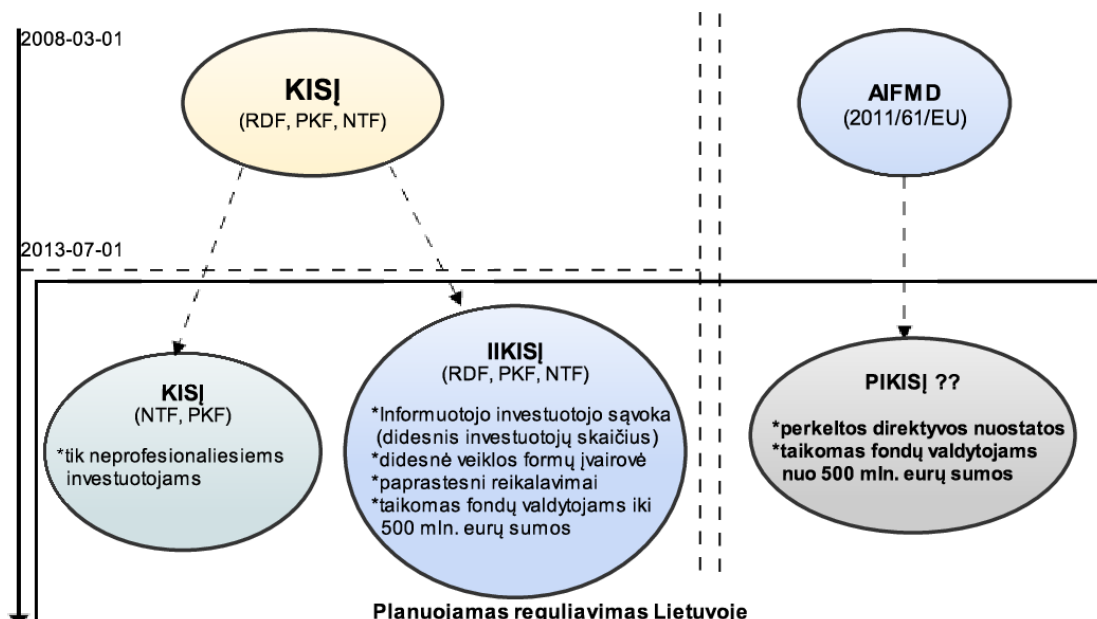
Išanalizavus NTF veiklai taikomus apribojimus, galima teigti, jog NT KIS taikomas panašus reguliavimas kaip ir kitiems AIF. Griežtesni reikalavimai susiję tik su fondo turto įsigijimu ir vertinimu, tai galima motyvuoti tokio fondo veiklos ir portfelį sudarančių objektų specifika. Lietuvos rinkoje jau būta bandymų steigti NT KIS, nors tik priėmus naująją KISĮ redakciją nebuvo skubama steigti NTF. Nenorą steigti daugiau NT KIS galėjo lemti ne tik ne itin palanki teisinė bazė, bet ir bendras NT rinkos bei ūkio nuosmukis. UAB „Sindicatum Capital International“ Lietuvoje bandė kurti ir uždaro tipo NTF „Sindicatum Growth Fund“. 2008 m. liepos 3 dieną LR VPK patvirtino šio fondo prospektą ir fondas buvo įregistruotas, tačiau jau po pusės metų „Sindicatum Growth Fund“ nusprendė nutraukti savo veiklą, realiai nepradėjęs vykdyti jokių veiksmų. Kaip teigiama VPK pranešime, nekilnojamojo turto KIS valdymo įmonei nepavyko pritraukti investuotojų lėšų, tik pati valdymo įmonė įnešė pradinį įnašą į sąskaitą. Fondo nesėkmę galėjo lemti keletas aspektų: nepakankamai didelė rinka ir pasirengusių investuoti rinkos dalyvių trūkumas bei prasidėjusi ūkio ir finansų krizė, kuri smarkiai paveikė ir nekilnojamojo turto sektorių. Vis dėlto jau 2009 birželį buvo įsteigtas dar vienas NTF – „Lords LB Baltic Fund I“, valdomas UAB „Lords LB Asset Management“ (Lietuvos..., 2013a). Ši valdymo bendrovė vėliau įsteigė dar keturis NTF – Lords LB Opportunity Fund I, Lords LB Opportunity Fund II, Lords LB Baltic Fund II ir Lords LB Baltic Fund III. Pastarasis investicijų dar nėra pritraukęs, kadangi įsteigtas tik 2012 m. II ketv. (Lietuvos..., 2013a).

Kaip matyti iš pateiktos 6 lentelės, KISĮ redakcijoje, įsigaliojusioje nuo 2013 m. vidurio nebereguliuojami RDF, taip pat ir likę AIF gali būti skirti tik neprofesionaliesiems investuotojams. Tai susiję su naujojo įstatymo – IIKISĮ – priėmimu, kuriuo nuo priėmimo momento yra reguliuojami AIF. Nors

formaliai AIF gali būti steigiami ir remiantis KISĮ nuostatomis, tačiau atsižvelgus į tai, kad tokie fondai galėtų būti skirti tik neprofesionaliesiems investuotojams ir jiems būtų taikomi didesni reguliavimo ir veiklos apribojimai, galima teigti, kad mažai tikėtina, jog AIF bus steigiami vadovaujantis KISĮ nuostatomis, tai turėtų būti labiau išimtis nei taisyklė. Tai galima pagrįsti ir faktu, kad didžioji dalis iki šiol įsteigtų AIF buvo skirti profesionaliesiems investuotojams. Tai rodo fondų valdytojų siekį AIF steigti siekiant vykdyti inovatyvesnę ir rizikingesnę veiklą su mažiau apribojimų, todėl naujai steigiami AIF, remiantis tais pačiais principais, turėtų būti steigiami pagal IIKSĮ.

Papildomai, įvedus informuotojo investuotojo sąvoką, išsiplėtė asmenų, kurie atitinka šią sąvoką, ratas, o tai potencialiai turėtų padidinti AIF dalyvių skaičių ir AIF taip pat nelieka paskatos veikti pagal KISĮ nuostatas. Net ir įkurti pagal KISĮ fondai neturėtų būti laikomi tikraisiais AIF, nes dėl didelio jų veiklos apribojimo, jie sunkiai pakliūtų į AIF taikomo sąlyginio apibrėžimo rėmus ir savo veikla būtų artimesni įprastiniams fondams. Iki 2013 m. vidurio galiojusios KISĮ nuostatos reikalingos ir aktualios tuo, kad didžioji dalis jau veikusių AIF (neskaitant RDF, kurių perėjimas prie IIKISĮ nuostatų yra privalomas) ir toliau veiks pagal jų steigimo ir veiklos vykdymo laikotarpiu galiojusias KISĮ nuostatas, todėl mažiausiai dar keletą ateinančių metų, bus aktualios ir senosios redakcijos KISĮ nuostatos.

29 paveiksle pateiktas sistematizuotas Lietuvos teisinėje sistemoje įvykusių AIF reguliavimo pokyčių ir ateityje planuojamų atliktų veiksmų vaizdas. Nuo 2013 m. vidurio atsirado du teisės aktai reguliuojantys AIF. Naujojo teisės akto (IIKISĮ) priėmimas nėra susijęs su ES direktyvos perkėlimu, šio įstatymo priėmimu buvo siekiama sukurti lankstesnę KIS teisinį reguliavimą ir paskatinti KIS plėtrą Lietuvoje (Numatomi..., 2012). Pastarasis įstatymas buvo kurtas vadovaujantis pasauline praktika ir perimant galiojančią fondų reguliavimą iš kitų Europos šalių (konkrečiai – Liuksemburgo atvejis), turinčių gerai išvystytą fondų rinką.



**29 pav.** Lietuvos teisės aktų, reguliuojančių AIF, vystymas

Šaltinis: sudaryta autoriaus

IIKISĮ konkrečiai nebeapibrėžti arba palengvinti KISĮ galioję reikalavimai, apimantys diversifikavimo nuostatas, informacijos atskleidimą investuotojams, teisinę formą, o fondo veiklos sąlygos ir kiti reikalavimai, laikantis IIKISĮ nuostatų, turi būti apibrėžti paties fondo ir nustatyti fondo steigimo dokumentuose. Toks AIF teisinio reguliavimo palengvinimas be priešasčių, paminėtų aukščiau, tai pat grindžiamas ir idėja, kad informuotieji investuotojai geba gerai suprasti ir įvertinti savo atliekamus veiksmus ir prisiimamą riziką, todėl jiems turi būti taikoma tik minimali investuotojų apsauga, atsisakant reikalavimų, kurie yra būtini siekiant apsaugoti neprofesionaliųjų investuotojų teises ir interesus.

Dalis teisinio reguliavimo pakeitimų, kaip matyti iš 29 paveiksle pateiktos informacijos, esančios dešinėje pusėje, yra susiję ir su ES lygiu priimtomis direktyvomis. AIF valdytojų direktyva iki 2013 m. liepos 22 d. turėjo būti perkelta į Lietuvos teisinę sistemą. Nagrinėjamu metu šis procesas vėluoja, tačiau yra planuojama priimti Profesionaliesiems investuotojams skirtą kolektyvinio investavimo subjektų valdytojų įstatymą (PIKISĮ), kuris perkeltų direktyvos reikalavimus ir būtų taikomas fondų valdytojams, valdantiems daugiau nei 500 mln. eurų. Akivaizdu, kad artimiausiu metu toks

įstatymas nebūtų aktualus ir taikomas nors vienam Lietuvoje registruotam fondų valdytojui, tačiau jis būtų svarbus tuo, kad pagal jį, net ir neatitinkantys minimalaus slenksčio AIF valdytojai turėtų teikti tam tikrą informaciją (investavimo strategija, naudojamos investicinės priemonės, rizikos koncentracija) priežiūros institucijai.

Baigus Lietuvos teisinės sistemos KIS reguliavimo procesus, planuojama turėti tris teisės aktus, kurie reguliuotų AIF. Pagal KISĮ besisteigiantys AIF galės būti skirti tik neprofesionaliesiems investuotojams ir tik teoriškai galėtų būti vadinami AIF, didžioji dalis AIF turėtų veikti pagal IIKISĮ, o tais atvejais, jei fondo valdytojo valdomas turtas viršytų 500 mln. eurų (100 mln. eurų jei naudojamas svertas), jam turėtų būti taikomos PIKISĮ nuostatos. Ši planuojama reguliavimo schema 29 paveiksle grafiškai pateikta apatinėje dalyje nubraižytame stačiakampyje.

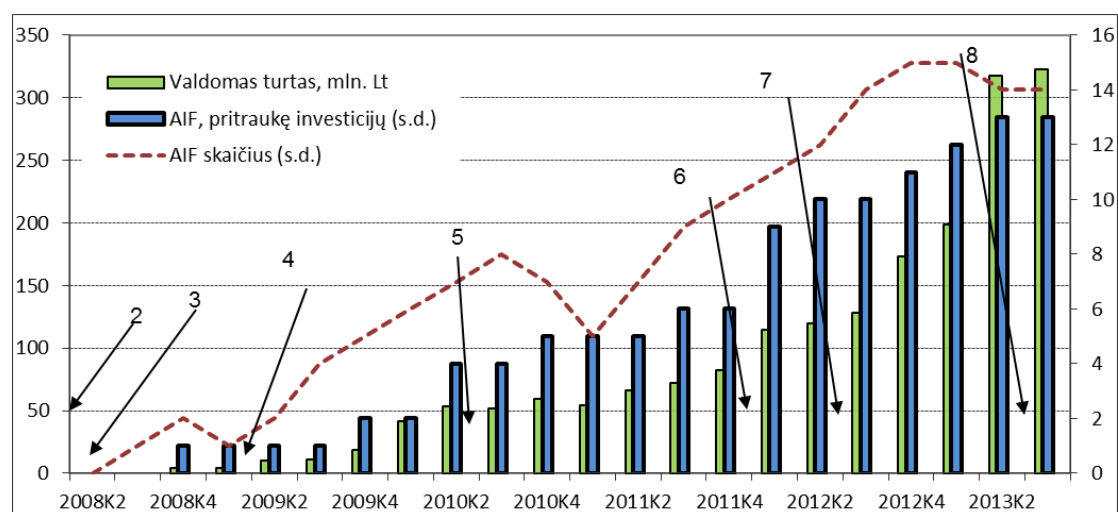
Apibendrinant įvykusius teisinės sistemos, susijusios su AIF reguliavimo, pasikeitimus, aiškiai matyti, kad per pakankamai trumpą laikotarpį nuo AIF leidimo registruoti Lietuvoje (2008 m. I ketvirtis) buvo atlikta nemažai teisinio reguliavimo pakeitimų. Tai galėjo atsiliepti AIF veiklai ir jų plėtrai, dėl galimai sumažėjusio investuotojų ir fondų valdytojų pasitikėjimo valdžios ir priežiūros institucijomis ir kylančių abejonių dėl teisinės AIF reguliavimo sistemos stabilumo, užtikrintumo ir vientisumo. Dėl šių priežasčių tolesniame skyriuje vertinamas AIF reguliavimo pakeitimų poveikis AIF rinkai ir jos vystymuisi Lietuvoje.

### 2.3. Teisės aktų pakeitimų įtaka AIF veiklai Lietuvoje

AIF plėtros Lietuvoje duomenys 2008-2013 m., susiejant juos su pagrindiniais teisinio AIF reguliavimo pasikeitimais pateikti 30 paveiksle (skaičiai prie rodyklių atitinka 11 priede pateiktą KISĮ pakeitimų numeraciją). Tiek iš priedo duomenų, tiek iš paveiksle pateikto grafinio vaizdo matyti, kad būta nemažai teisinio reguliavimo pasikeitimų per santykinai trumpą laiką. Dažnas teisės normų keitimas nėra naudingas nei patiems fondams, nei potencialiems investuotojams, kuriems gali būti sudaromas įspūdis, jog teisinė



bazė yra nestabili ir bet kuriuo metu keičiama, neatsižvelgiant į investuotojų interesus. Vis dėlto dalis pakeitimų nėra tiesiogiai susiję su AIF, kiti pakeitimai tik neženkliai patobulino reguliavimą ar netgi jį palengvino. Lietuvoje teisinė AIF bazė dar tik formuojama, ji yra pritaikoma atsižvelgiant į Europos Komisijos direktyvas, todėl natūralu, kad vykdomi reguliavimo pakeitimai ir po truputį artėjama prie ES galiojančio reguliavimo. Analizuojant 30 paveiksle pateiktas tendencijas galima įvertinti, ar vykdyti pakeitimai turėjo realią įtaką AIF veiklai Lietuvoje.



**30 pav.** AIF plėtra ir KISĮ pokyčiai 2008–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2013a, Lietuvos..., 2007a

30 paveikslo laiko grafoje KISĮ įsigaliojimas, kuriuo atsirado galimybė steigti AIF, pažymėtas antru numeriu. Iki 2012 m. pradžios KISĮ buvo papildytas 3 kartus, tačiau pakeitimai buvo neesminiai, daugelis jų AIF reguliavimo nekeitė, keletas papildymų buvo susiję su NTF reguliavimu (papildytas diversifikavimo taisyklių sąrašas, suteiktos galimybės NTF įgyti poveikį emitentams). Kaip matyti iš paveikslo duomenų, po AIF įteisinimo pirmieji fondai investicinę veiklą pradėjo vykdyti po pusmečio. 2008 metų pabaigoje Lietuvoje įsteigtas pirmasis AIF – tai buvo uždaro tipo profesionaliesiems investuotojams skirtas privatus kapitalo investicinis fondas „Sindicatum Private Equity Fund“ (vėliau pakeitęs pavadinimą į „Synergos Private Equity Fund“). 2011 m. II ketv. fondo valdytojams dėl užfiksuotų pažeidimų buvo panaikinta licencija ir PKF realios veiklos nebevykdo, tačiau

geriausiu savo veiklos etapu – 2010 m. II ketv. valdė turto už 24,87 mln. Lt. (Lietuvos..., 2013a).

Pirmasis AIF buvo įsteigtas 2008 m. III ketvirtį, t.y. praėjus tik vienam ketvirčiui po tokios galimybės atsiradimo (per pirmuosius KISĮ galiojimo metus buvo įsteigti dar trys nauji AIF). Vėlesnė šio bei kitų pirmųjų PKF ir NTF veikla demonstruoja, kad komplikotas investicinių lėšų pritraukimas, kai dalis fondų visiškai nepritraukė investicijų, dalis pritraukė tik tam tikrą planuotą dalį, buvo nulemtas ne esamos AIF teisinės bazės neadekvačių apribojimų ar trūkumų, bet bendrų makroekonominių tendencijų šalyje, kai pirmenybė buvo teikiama konservatyvesnėms ir mažiau rizikingoms investicijoms.

Ketvirtuoju numeriu pažymėtas KISĮ papildymas buvo susijęs su neženkliai NTF veiklos apribojimų sumažinimu ir po jo sekęs AIF skaičiaus augimas taip pat objektyviai neturėtų būti nulemtas teisinės aplinkos pokyčių, kadangi jį nulėmė augantis PKF ir RDF skaičius. Taip pat atsižvelgiant į tam tikrą laiko tarpą, kai priimti KISĮ pakeitimai galėjo paveikti AIF rinkos vystymąsi, galima matyti tendenciją, kad penktuoju numeriu pažymėtas įvykis galėjo turėti įtakos AIF skaičiaus sumažėjimui 2010 m. pabaigoje, tačiau šis AIF skaičiaus sumažėjimas atsirado dėl savo veiklą nutraukusių dviejų PKF ir vieno RDF. Aptariamas KISĮ pakeitimas buvo susijęs su NTF, ir todėl neturėjo įtakos kitų AIF rūšių teisiniam reguliavimui.

30 paveiksle numeriais 6, 7 ir 8 pažymėtos priimtose naujos KISĮ redakcijos. Galima atkreipti dėmesį, kad naujos redakcijos buvo išleidžiamos pakankamai dažnai – nuo 2012 m. pradžios iki 2013 m. liepos mėnesio buvo priimtose trys naujos KISĮ redakcijos. Pirmoji (įsigaliojusi nuo 2012 m. pradžios) nebuvo susijusi su esminiais AIF reguliavimo pakeitimais, tačiau vėlesnės dvi redakcijos pakankamai smarkiai keitė galiojusias teisine normas.

Grafiškai matyti, kad po septintuoju numeriu pažymėtos KISĮ redakcijos priėmimo, vėlesniais ketvirčiais išaugo AIF skaičius, fondų valdomas turtas ir veikiančių AIF skaičius. AIF skaičiaus padidėjimą nulėmė įsteigti du nauji PKF, jie iš dalies prisidėjo ir prie valdomo turto augimo, tačiau

to negalima sieti su pakeistu AIF reguliavimu, nes PKF taikomos teisinės normos, kaip ir kitų AIF rūšių atveju, nors ir buvo pakeistos, tačiau atlikti pakeitimai (20% padidintas leidžiamas naudoti sveto dydis, leista skolinti 50% daugiau) nelemia ženkliai palankesnių sąlygų fondų veiklai. Pagal veikiančių fondų duomenis matyti, kad AIF, net ir RDF, menkai naudojami finansiniu svetu, taip pat retai naudojami ir galimybe skolinti, todėl ir atlikti pakeitimai, padidinantis tokias galimybes, neturėjo būti paskata aktyvesnei AIF veiklai Lietuvoje.

Valdomo turto apimčių augimas yra nulemtas natūralios fondų veiklos eigos – valdomo turto augimą labiausiai lėmė NTF, o visi pastarieji fondai buvo įsteigti dar iki minėto KISĮ pakeitimo (iki 2012 m. II ketv.). Tam tikrą laikotarpį NTF pritraukinėjo investicijas ir palaipsniui pradėjo formuoti investicinį portfelį, tai ir lėmė sparčiai augantį AIF turtą.

Priėmus IIKISĮ (8 numeris 30 paveiksle) buvo sudaryta galimybė jau veikusiems AIF ir toliau tęsti veiklą pagal galiojusias KISĮ nuostatas, preliminariais duomenimis, visi veiklą vykde AIF (išskyrus RDF, kurie privaloma tvarka turi veikti pagal IIKISĮ) pasirinko šią galimybę, todėl nėra stebima jokia įstatyminio reguliavimo pakeitimo įtaka nei AIF skaičiui, nei jų valdomam turtui.

Apibendrinant KISĮ pakeitimus ir susiejant juos su AIF veiklos dinamika Lietuvoje, galima patvirtinti ir praplėsti Galinienės B., Jarašiaus G. (2012) darbe išsakytą teiginį, kad KISĮ pakeitimai, atlikti Lietuvoje, neturėjo aiškios įtakos AIF skaičiaus ar valdomo turto apimčių augimui. Negalima teigti, kad atskiri KISĮ pakeitimai lėmė esminius pokyčius AIF rinkoje, nes pakeitimai nebuvo apimantys plačias reguliavimo sritis ir daugeliu atvejų ne apribojantys, o tik kiek supaprastinantys AIF taikomą reguliavimą. Teisinis reguliavimas lemia investicinės aplinkos formavimą ir didina jos patrauklumą, todėl ilgalaikėje perspektyvoje, kartu veikiant ir makroekonominės aplinkos ir bendros situacijos šalyje veiksniai, tai yra vienas iš veiksnių skatinančių AIF rinkos vystymąsi ir plėtojimąsi.

### 3. GALIMO ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDŲ POVEIKIO EKONOMIKAI BŪDAI

Dėl pastarąjį dešimtmetį suaktyvėjusios fondų plėtros ir investicijų apimčių didėjimo AIF daromos įtakos ekonomikai klausimas tapo itin aktualus. Dėl savo dydžio AIF turi galimybių daryti įtaką atskiros šalies ekonomikai, nuogaštavimus stiprina ir vis dar santykinai menka šio sektoriaus institucinė kontrolė. AIF, kaip ir visi kiti subjektai, gali daryti dvejopą įtaką ekonomikai – teigiamą ir neigiamą. Šios dvi įtakų grupės aptariamoms, išskaidant AIF į rūšis ir atskirai nagrinėjant RDF, PKF ir NTF poveikius ekonomikai, kadangi jų veikimo principai ir naudojamos investicinės strategijos yra skirtingos. Su AIF vykdoma investicinės veiklos sritimi ir pobūdžiu glaudžiai susijęs ir AIF poveikio tyrimo metodų parinkimas, todėl šiam klausimui taip pat skiriamas deramas dėmesys.

#### 3.1. Teigiamas poveikis ekonomikai

Globaliu mastu vyrauja tendencija, kad RDF yra siejami su neigiamais įvykiais ir į jų veiklą dažnai žiūrima pakankamai nepalankiai. Vis dėlto galima išskirti ir keletą svarbių RDF teigiamo poveikio ekonomikai būdų. RDF, dėl naudojamų investicinių strategijų ir atliekamų veiksmų, prisideda prie likvidumo didinimo rinkose. Klausimas, ar RDF suteikia rinkoms likvidumo, tapo itin aktualus pastaraisiais metais, ir yra susijęs su stambių bankų bankrotais JAV. Svarbu žinoti, ar RDF žlugimas susijęs su sumažėjusiu rinkos likvidumu. Buvo gauta įrodymų (Aragon, Strahan, 2011), kad augančios RDF prekybos apimtys didina likvidumą trumpu laikotarpiu, kadangi esant trumpalaikiams šokams RDF prekybą vykdo racionaliau ir gali kompensuoti pavienių investuotojų atliekamus veiksmus, kurie dažnai būna paremti emocijomis. Dėl RDF dydžio, jie turi galimybę papildomai investuoti, siekdami gauti neviešos informacijos, o tokios informacijos naudojimas didina

nepalankios atrankos išlaidas<sup>22</sup> (angl. *adverse selection cost*) kitiems, mažiau informuotiems, investuotojams. Atitinkamai RDF prisidedami prie likvidumo didinimo rinkoje, kartu uždirba ir didesnę pelną tiek dėl galimybės naudotis nevieša informacija, tiek dėl to, kad suteikia likvidumo atsitiktiniams investuotojams.

RDF svarbūs ir tuo, jog dažnai prisiima priešingas nei rinkos tendencija pozicijas, gali naudotis svertu formuodami portfelį bei turi galimybių dažniau keisti savo pozicijas nei įprasti fondai. Naudodami arbitražo strategijas, jie išlygina kainas skirtingose rinkose, galima sakyti, jog prisideda prie tolesnės finansų rinkų integracijos. RDF yra linkę prisiimti riziką įvairiose rinkose. Prisiimdami ilgąsias ir trumpąsias pozicijas, bei tam pasitelkdami ir svertu teikiamas galimybes, RDF prisiima riziką, teikia kapitalo rinkoms ir prisideda prie jų efektyvumo didinimo (McGuire, Tsatsaronis, 2008). Tokia jų elgsena svarbi dar jaunose ir nepakankamai išsivysčiusiose rinkose, taip pat sudėtingose ir moderniose rinkose, kuriose sunku kiekybiškai įvertinti rizikos laipsnį. Tokiose rinkose RDF turi konkurencinį pranašumą dėl jų naudojamo investavimo modelio. Vienas iš pavyzdžių galėtų būti RDF veikla išvestinių kredito priemonių rinkoje. Britų bankininkų asociacijos duomenimis, RDF, kaip vertybinių popierių pardavėjų, dalis šioje rinkoje išaugo nuo 5% 2001 metais iki 15% 2003 metais. (Garbaravicius, Dierick, 2005).

Remiantis „Fitch“ reitingų agentūros atliktais tyrimais, RDF dalis tokiose rinkose kaip aukšto pajamingumo vyriausybės vertybinių popierių, išvestinių kredito priemonių, turtu garantuotų skolos VP<sup>23</sup> (angl. *collateralised debt obligations*) siekė nuo 15 iki 30% visos apyvartos, o aukšto rizikingumo skolos VP rinkoje<sup>24</sup> (angl. *distressed debt*) net 80%. (Fitch Ratings, 2005). Smarkiau nei RDF reguliuojamos institucijos dažniausiai nenori ar negali

---

<sup>22</sup> Nepalankios atrankos rizika (arba netinkamos informacijos atrankos rizika) – tai viena iš informacijos asimetrijos keliamų rizikų, kai individualiam investuotojui yra sudėtinga pasirinkti kur investuoti ir kokią riziką prisiimti, siekiant tam tikro pelningumo lygio (Mačerinskienė, 2013).

<sup>23</sup> Tai viena iš struktūrizuotų, turtu padengtų VP rūšių.

<sup>24</sup> Tai VP tokių organizacijų, kurios jau yra netoli bankroto, ar jau paskelbusios apie įsipareigojimų nevykdymą.

prisiimti tokios rizikos, jie tenkinasi pajamomis gaunamomis iš investicijų su mažesne rizika. RDF aktyvus dalyvavimas rinkose prisideda prie geresnių rizikos valdymo metodų vystymo, padeda išsklaidyti riziką tarp rinkos dalyvių.

Garbaravicius T., Dierick F. (2005) teigia, kad RDF gali mažinti rinkos svyravimus, kadangi jie mažiau suinteresuoti trumpalaikė prekyba bei skiria investuotojams ilgesnius lėšų atsiėmimo terminus. Šį argumentą paremia ir RDF polinkis rizikuoti savo kapitalu ir investuoti, kai rinkoje fiksuojami dideli svyravimai, tai prisideda prie rinkos šokų absorbavimo. Atsižvelgiant į nagrinėjamų fondų galimybę naudoti skolintų VP pardavimą, taip prisiimant priešingas pozicijas, šiems fondams galima priskirti ir atsvaros prieš per didelį rinkos entuziazmą, kuris dažnai būna pagrįstas tik emocijomis (vadinamasis „minios efektas“), funkciją. Papildomai, RDF dalyvaudami rinkose padidina rinkų efektyvumą ir padidina aktyvų kainų įvertinimo tikslumą (Reca et al., 2013; Kamal, 2012; Oppold, 2008).

7 lentelėje pateikti disertacijos autoriaus apskaičiuoti porinės koreliacijos koeficientai tarp RDF ir juos atspindinčių indeksų ir akcijų bei obligacijų rinkų indeksų gražų. Skaičiavimams naudojami du agreguotą RDF veiklą atspindintys indeksai – Barclay Hedge Funds Index ir Credit Suisse Hedge Funds Index. RDF, naudojančių skirtingas strategijas, pelningumo duomenis atspindi CreditSuisse<sup>25</sup> pateikiami subindeksai, į kuriuos patenka tik tam tikrą strategiją naudojančios RDF. Palyginimui pelningumų porinės koreliacijos skaičiavimuose pateikiami pagrindiniai akcijų rinkų indeksai – JAV akcijų rinką atspindintis indeksas S&P500 ir Europos rinkai (Londono akcijų rinkai) skirtas indeksas FTSE100. Vyriausybės VP rinką atspindi fondas Vanguard Total Bond Market Index Inv, kuris seka JAV VP rinką atspindintį indeksą.

Atlikti skaičiavimai gerai iliustruoja vieną iš RDF teigiamų poveikių ekonomikai ir rinkoms – platesnes diversifikacijos galimybes. RDF pagal porinės koreliacijos koeficientą, apskaičiuotą remiantis 1994 – 2012 metų

---

<sup>25</sup> CreditSuisse indeksai ir subindeksai apskaičiuojami remiantis RDF duomenų baze, į kurią įtraukti apie 9000 RDF ir kuri susideda iš RDF, valdančių daugiau nei 50 mln. JAV dolerių turtą ir veikiančių ilgiau nei 12 mėnesių.

mėnesiniais pelningumo duomenimis, menkai koreliuoja ir su akcijų, ir su VP indeksais (koreliacijos koeficientas neviršija 0,2, o daugeliu atvejų svyruoja tarp -0,1 ir 0,1.

**7 lentelė.** Porinė koreliacija tarp RDF, akcijų ir obligacijų indeksų gražų 1994–2012 m.

	RDF indeksai		RDF strategijos							Akcijų rinkos indeksai		VVP indeksas
	Barclay HF Index*	Credit Suisse HF Index	Konvertuojamų VP arbitražo	Besivystančios rinkos	Neutrali rinkai	Ivykių vedami	Globali makro	Ateities sandorių	Daugelio strategijų	S&P 500	FTSE 100	Vanguard Total Bond Market Index Inv
Barclay HF Index*	1											
Credit Suisse HF Index	0,86	1										
Konvertuojamų VP arbitražo	0,61	0,54	1									
Besivystančios rinkos	0,83	0,72	0,45	1								
Neutrali rinkai	0,31	0,29	0,21	0,17	1							
Ivykių vedami	0,85	0,75	0,65	0,70	0,31	1						
Globali makro	0,42	0,81	0,33	0,45	0,08	0,39	1					
Ateities sandorių	0,00	0,18	-0,08	-0,03	0,00	-0,03	0,30	1				
Daugelio strategijų	0,66	0,50	0,71	0,31	0,36	0,56	0,26	0,04	1			
S&P500	0,10	0,03	0,14	-0,03	-0,02	0,03	-0,05	-0,08	0,14	1		
FTSE 100	0,03	-0,03	0,09	-0,03	-0,08	0,03	-0,09	-0,17	0,04	0,82	1	
Vanguard Total Bond Market Index Inv	-0,15	-0,07	-0,02	-0,17	-0,18	-0,14	0,03	0,04	-0,01	0,03	-0,01	1

\* Duomenys apima 1997 - 2012 m.

Šaltinis: autoriaus skaičiavimai, Yahoo, CreditSuisse, Barclay Group duomenys

Gauti duomenys patvirtina AIF apibrėžimo teiginį, pagal kurį alternatyviomis investicijomis vadinamos tos, kurios menkai koreliuoja su įprastinėmis investicijų klasėmis. Taip pat esant tokiai koreliacijai tarp skirtingų investicijų rūšių, RDF, net ir būdami santykinai aukštos rizikos investavimo į juos požiūriu, remiantis investicinio portfelio sudarymo teorijomis, gali sėkmingai sudaryti dalį investicinio portfelio ir netgi sumažinti bendrą portfelio riziką. Galima pastebėti, kad ir parinkus trumpesnį analizės laikotarpį ir į skaičiavimus įtraukus 2008 – 2012 m. duomenis, koreliacija tarp RDF ir akcijų bei obligacijų rinkų išaugo pakankamai neženkliai, net ir atsižvelgiant į analizuojamu laikotarpiu prasidėjusią pasaulinę krizę ir jos

sukeltus neramumus finansų rinkose (pagrindžiantys skaičiavimų duomenys pateikti 12 priede).

Kalbant apie PKF teigiamą poveikį ekonomikai, Ljungqvist A., Richardson M. P. (2003) teigia, jog esant konkurencingai privataus kapitalo rinkai, PKF šoko atveju padėtų sureguliuoti ir atstatyti ekonomiką, kadangi galėtų įmonėms pasiūlyti kapitalo, kurio joms tuo metu itin reikėtų, tačiau iš kitų šaltinių sudėtingomis sąlygomis jo būtų galima gauti tik už žymiai didesnius kaštus. Jei rinka vadovaujasi racionalumo kriterijumi, investuotojai savo kapitalą teiks PKF, kol grynosios laukiamos pajamos, įvertintos atsižvelgus į riziką, bus didesnės, nei būtų galima gauti investuojant kitais būdais. PKF pritrauktas lėšas investuotų į perspektyvius, nors ir rizikingus, verslo projektus, kuriančius konkurencinį pranašumą ir kartu padedančius atsigausti ekonomikai. Gompers P. A., Lerner J. (1999) taip pat teigia, jog PKF yra pigiausias finansavimo šaltinis, kai privačios firmos patiria smarkią informacijos asimetriją ir didelį netikrumo laipsnį.

Atlikta nemažai tyrimų, rodančių, jog įmonės, į kurias yra investavę PKF veikia geriau nei tos, kurios tokių investicijų nėra sulaukusios. „Global Insight“ atlikto tyrimo duomenimis, 2006 metais 17,6 % JAV BVP sukūrė kompanijos, į kurias buvo investavę PKF (angl. *Venture Capital Backed Companies*), šiose kompanijose dirbo 9,1% visų privataus sektoriaus dirbančiųjų. Tyrime taip pat nurodoma, jog minėtos kompanijos savo pardavimų ir darbuotojų skaičiaus augimu lenkia bendrus rinkos augimo rodiklius (pardavimų augimas viršijo bendrą pardavimų augimą 5,3%) (Venture..., 2007). Šios organizacijos analogiškas tyrimas atliktas 2011 metais atskleidė, kad ir finansinės krizės laikotarpiu įmonės, sulaukusios PKF investicijų, veikė sėkmingiau. 2008 – 2010 m. periodu tokių įmonių užimtumas sumažėjo vidutiniškai 23% mažiau nei bendras rinkos vidurkis ir jos pasižymėjo teigiamu pajamų augimu, kai rinkoje buvo fiksuojamas pajamų mažėjimas, o PKF investicijas gavusių įmonių indėlis JAV BVP toliau augo ir 2011 m. sudarė jau 21 % (Venture..., 2011).



Nagrinėjant įmones, veikiančias Europoje, matoma panaši tendencija – kompanijos, kurios sulaukė kapitalo investicijų iš PKF, pasižymi didesniais pardavimų, eksporto ir naujų darbo vietų kūrimo augimo tempais, daugiau lėšų išleidžia tyrimams (1990 – 1995 metų duomenimis) (Megginson, 2004). Nuo 2000 metų PKF investavo virš 270 mlrd. eurų į daugiau nei 56000 kompanijų Europoje, vien tik 2006 metais investicijų apimtys siekė 71 mlrd. eurų (Guide..., 2007). Alemany L., Martí J. (2005) savo tyrime nustatė, jog Ispanijoje egzistuoja įrodymų, kad firmose, į kurias investavo PKF (būtent rizikos kapitalo fondai) jaučiama teigiama šių investicijų įtaka, kuri matuojama per tam tikrų ekonominių kintamųjų (užimtumas, pardavimų lygis, turto augimas, sumokėtų mokesčių dydis) augimą. Kaip teigia šio tyrimo autoriai, nors išvados ir negali būti visa apimančios, tačiau galima manyti, jog kitose šalyse, kuriose PKF labiau išsivystę ir veikia jau ilgesnį laiką, rezultatai būtų panašūs (Alemany, Martí, 2005).

Cumming D. J., Johan S. (2013) darbe gauta įrodymų, kad PKF teigiamai veikia Australijos ekonomiką. Visų pirma tokio tipo fondai sukūrė sąlygas atsirasti ir veikti įmonėms, kurios kitu atveju apskirtai nebūtų įsisteigusios ir kurioms buvo būtina pritraukti kapitalą dar įmonės steigimo fazėje, tačiau dėl informacijos asimetrijos ir didelio rizikingumo bei turto neturėjimo, jos jo nebūtų gavusios iš įprastų finansavimo šaltinių. Tyrimo rezultatai taip pat atskleidė, kad PKF teigiamai prisidėjo prie išlaidų tyrimams ir inovacijų didėjimo, užimtumo didėjimo ir taip skatino ekonominį augimą. Galima pastebėti, kad skirtingų PKF rūšių atveju didesnė įtaka buvo stebima kiek skirtingiems veiksniams – RKF labiau skatino inovacijų ir išlaidų tyrimams plėtrą, o kiti PKF labiau veikė užimtumą. Tai akivaizdžiai siejasi su skirtingų PKF rūšių veiklos strategijomis ir investicijų atrankos kriterijais – RKF investuoja į naujai besikuriančias, dažniausiai aukštųjų technologijų įmones, o kiti PKF gali investuoti ir į jau augimo stadijoje esančias bendroves.

Amit et. al (1998) darbe teigiama, kad rizikos kapitalas padeda sumažinti informacijos asimetrijos keliamas rizikas (angl. *moral hazard* ir *adverse selection*). Šių rizikų buvimas dažnai užkerta kelią gauti pakankamą

rinkos finansavimą įmonėms, o tokios įmonės apskritai neegzistuotų, jei į jas neinvestuotų RKF. Dėl geresnių kompetencijų informacijos asimetrijos mažinimo srityje rizikos kapitalas geba egzistuoti rinkoje bei tokiu būdu padaryti jos veiklą efektyvesnę. Vis dėlto autoriai pastebi, kad informacijos asimetrijos keliamų pavojų rizikos kapitalas negali visiškai panaikinti, o kadangi tokia rizika yra aktuali jaunoms ir ypač aktuali besisteigiančioms įmonėms, rizikos kapitalas stengiasi orientuotis į vėlesnėse veiklos fazėse esančias įmones. Rizikos kapitalas turi pranašumą mažinant informacijos asimetrijos rizikas palyginti su kitais investuotojais, tačiau šis pranašumas akivaizdesnis kalbant apie vėlesnėse veiklos stadijose esančias įmones, o ne apie besisteigiančias įmones.

Pateikti moksliniai darbai ir juose atliktų tyrimų įvairovė geografiniu ir laiko požiūriu bei pakankamai panašios rezultatų prasme autorių išvados leidžia teigti, kad PKF teikiami privalumai įmonėms ir tokių įmonių daroma įtaka ekonomikai nėra vienadienis ar fragmentiškas reiškinys. Tai yra nuoseklus ir nuolatinis procesas, kuris atskleidžia ir dar labiau akcentuoja PKF atliekamų veiksmų svarbą ir jų reikalingumą. Vis dėlto pateiktuose skaičiuose ir tyrimuose galima išvelgti ir neigiamų aspektų – esant nepalankioms rinkos ar ekonomikos sąlygoms, per didelę priklausomybę nuo vieno finansavimo šaltinio (šiuo atveju nuo PKF) gali sustiprinti atsiradusį neigiamą poveikį, kuris atsilieptų ir visai ekonomikai.

Nepaisant aukščiau minėtos kritikos, aprašyti skaičiai ir tyrimų išvados rodo, jog PKF veikla yra tikrai reikšminga ekonomikai ir jos ilgalaikiai plėtrai, todėl nenuostabu, jog dažnoje šalyje PKF kūrimasis ir investicijos į įmones yra skatinamos.

NTF pagrindinė teigiama savybė yra teikiama galimybė netiesiogiai investuoti į labai nelikvidų turtą, o NTF egzistavimas padidina diversifikacijos galimybes (Galinienė, Bumelytė, 2008). NTF suteikia galimybę investuotojams panaudoti savo lėšas efektyviausiu būdu, dalį jų investuojant į NTF ir pasiekiant optimalią portfelio struktūrą. Tokiu atveju, kai pasiekiami efektyvi kapitalo alokacija, juntamas ir teigiamas poveikis ekonomikai. Tačiau verta

pažymėti, jog ne vien tik NTF teikia tokias galimybes, visi AIF teorinėje plotmėje yra tinkami pagerinti investuotojų portfelių diversifikacijos laipsnį.

NTF taip pat itin svarbūs rizikos valdymo metodų plėtojimo, tobulinimo ir investicinių fondų valdytojų kompetencijos didinimo prasme. NT yra itin nelikvidus, todėl NTF valdytojai susiduria su didesniais iššūkiais, siekdami optimaliai valdyti turimą investicinį portfelį. NTF privalo ne tik užtikrinti žadėtą investicijų grąžą, kuri savo ruožtu turėtų būti didesnė nei įprastų investicinių fondų, kadangi ir jų rizika yra didesnė, bet ir sumaniai valdyti pinigų srautus, kad reikiamu metu turėtų pakankamai likvidžių lėšų investuotojų reikalavimams patenkinti. Ypač tai aktualu atviro tipo NTF – atviro tipo NTF privalo išpirkti investuotojų turimus investicinius vienetus, arba būti pasiruošęs investuoti naujai gautas lėšas, todėl pinigų srautų valdymas ir investicijų pasirinkimo klausimas yra itin komplikuoatas ir netgi aktualesnis nei RDF atveju.

Verta paminėti ir bendrą AIF netiesioginį poveikį ekonomikai, kuris gali būti ir teigiamas, ir neigiamas, priklausomai nuo susiklosčiusių aplinkybių. Veikdami ir norėdami tinkamai ir efektyviai vykdyti ir priimti sprendimus, AIF turi turėti tam tikrą infrastruktūrą. Tam reikalingos įvairios jiems teikiamos paslaugos – pirminiai brokeriai<sup>26</sup> (angl. *prime brokers*), audito paslaugos, turto priežiūra (ir materialaus, ir nematerialaus), administravimas (apskaita, investuotojų analizės ir pan.). Plečiantis AIF rinkai šių paslaugų poreikis didėja, didėja paslaugų teikėjų pajamos, suteikiamas papildomas stimulus ekonomikai.

Aptartą poveikį gerai iliustruoja investicinių bankų pavyzdys. 2007 metais investicinių bankų pajamos iš RDF verslo siekė apie 60 mlrd. JAV dolerių ir tai sudarė apie 21% visų jų pajamų (IFSL..., 2009a). 2012 m. pabaigos duomenimis, trys didieji JAV investiciniai bankai (Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley Prime Brokerage) teikė pirminio brokerio

---

<sup>26</sup> Pirminis brokeris – tai bendrinis pavadinimas paslaugų paketo, kurį rizikos draudimo fondams ar kitiems profesionaliems investuotojams teikia investiciniai bankai ar maklerių firmos. Šiomis paslaugomis naudojasi tie, kuriems reikalinga galimybė pasiskolinti VP ar grynuosius pinigus, kad galėtų investuoti naudodamiesi svertu.

paslaugas 45% visų veikiančių RDF (Financial..., 2013). Atsižvelgiant į pasaulines RDF valdomo turto apimtis ir su tuo susijusius mokesčius pirminiam brokeriui, galima spręsti, kad investicinių bankų pajamos iš RDF vis dar sudaro ženklų dalį visų banko pajamų. Tačiau dėl atsiradusios tendencijos naudotis keletu pirminių brokerių paslaugomis, mažėjo ir RDF taikomi mokesčių dydžiai. Kartu su mažėjusiomis RDF valdomo turto ir investicinės veiklos vykdymo apimtimis, tai lėmė ir mažėjančias absoliučias pirminių brokerių pajamas. Manoma, kad 2012 m. jos sudarė apie 12 mlrd. JAV dolerių. (Krudy, 2013; The Balancing..., 2013).

Atlikus teigiamo AIF poveikio ekonomikai analizę matyti, kad visi AIF teoriniu lygmeniu yra tinkami pagerinti investicinio portfelio diversifikaciją. Taip pat šie fondai suteikia ir kitų, sunkiau kiekybiškai įvertinamų galimybių – efektyvesnių rizikos valdymo metodų kūrimo, ar efektyvesnės išteklių alokacijos. Be visiems AIF būdingų teigiamų savybių, atskiros AIF rūšys pasižymi teigiamu poveikiu ekonomikai, kuris susijęs su specifine jų vykdoma veikla (investicijomis į įmones ar nekilnojamąjį turtą). Vis dėlto aiški tendencija, kad AIF (išskyrus PKF) atveju teigiama jų įtaka ekonomikai yra tiriami ženkliai rečiau ir didesnis dėmesys skiriamas galimai neigiamai AIF įtakai ekonomikai analizuoti.

### 3.2. Neigiamas poveikis ekonomikai

Literatūroje daugiau nagrinėjamas ir aptartas RDF poveikis ekonomikai, dažnai iš neigiamos pusės, o PKF ir NTF skiriamas ženkliai mažesnis dėmesys. Tai galima būtų aiškinti skirtinga šių dviejų fondų rūšių investavimo politika, naudojamu laiko horizontu ir rinkų, į kurias kreipiamos investicijos, pasirinkimu.

Visuotinai sutariama, jog PKF itin teigiamai veikia ekonomiką, vis dėlto yra ir nuogąstavimų, susijusių su galima neigiama šių fondų įtaka ekonomikai. Daugiau nuogąstavimų susiję su tais PKF, kurie naudodamiesi svertu išperka didžiąją dalį įmonės, tokiu būdu įmonės savininkai praranda kompanijos

valdymą, o naujieji savininkai (PKF) gali būti suinteresuoti gauti trumpalaikę naudą, neatsižvelgiant į ilgalaikius įmonės tikslus ir nesiekiant išvystyti jos pilno potencialo ilgesniu laiku. Burg I., Rasmussen P. N. (2007) ataskaitoje teigiama, kad dėl PKF (konkrečiai – išpirkimo kapitalo fondų) investicijų mažėja informacijos prieinamumas visuomenei (nutraukus kompanijos kotiravimą VP biržoje), atsiranda korporatyvinio valdymo (angl. *corporate governance*) pablogėjimo rizika (kadangi fondas siekia pilnos įmonės kontrolės), taip pat iškyla darbo vietų skaičiaus mažinimo pavojus, kadangi siekiama kuo labiau mažinti darbo užmokesčio išlaidas.

Vis dėlto kitų autorių atlikti tyrimai iš dalies paneigia kaltinimus, metamus išpirkimo kapitalo fondams. Olsson M., Tag J. (2013) savo darbe tyrė šių fondų įtaką Švedijos įmonių užimtumo rodikliams 1998 – 2004 metais ir nustatė, kad po išpirkimo kapitalo fondų investicijų vidutinis atleidimų skaičius buvo panašus kaip ir kitų įmonių, nesulaukusių PKF investicijų. Taip pat šie autoriai reziumuoja, kad išpirkimo kapitalo fondai Švedijoje neturėjo įtakos nedarbo lygio kitimui ar darbuotojų pajamų mažėjimui.

**8 lentelė.** Išpirkimo kapitalo fondų 1970–2007 m. sudarytų sandorių nutraukimas, proc.

Išsigijimo metai Sandoriai (%) nutraukti per	Išsigijimo metai							Visas periodas
	1970 - 1984	1985 - 1989	1990 - 1994	1995 - 1999	2000 - 2002	2003 - 2005	2006 - 2007	
24 mėnesius	14	12	14	13	9	13	-	12
60 mėnesių	47	40	53	41	40	-	-	42
84 mėnesius	61	58	70	56	55	-	-	58
120 mėnesių	70	75	82	73	-	-	-	76

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Kaplan S. N., Strömberg P., 2008

Kaplan S. N., Strömberg P. (2008) naudodamiesi 17171 sandorių, kurie buvo sudaryti nuo 1970 iki 2007 m., duomenimis ištyrė, jog sandorio užbaigimo terminai nesutrumpėjo lyginant istorinius duomenis (žiūrėti 8 lentelę). Buvo užfiksuota kaip tik priešinga tendencija – analizuojant atliktų investicijų trukmę padidėjo procentinė dalis nuo visų sandorių, kai investicija išlaikoma nuo vienu iki penkių metų ir daugiau (nutrauktų sandorių procentinė dalis lentelėje mažėja).

PKF investuoja ilgesniam laikui, jų pozicijos ne tokios likvidžios, todėl jie ne taip greitai gali keisti savo sprendimus ir likviduoti nepelningas bei nepasiteisinusias pozicijas. PKF taip pat gali būti mažiau priklausomi nuo laikinų kainų svyravimų, kadangi jie koncentruojasi į vidutinį ir artėjantį link ilgo investavimo laikotarpį (vertinant 8 lentelėje pateiktus istorinius duomenis matyti, kad didžioji dalis PKF sandorių nutraukiama tik per 5 – 10 metų) ir siekia rezultato vidutiniu laikotarpiu. Literatūroje (pvz. Lerner, Schoar, 2004) galima aptikti ir teiginių, jog investuotojams, dalyvaujantiems PKF veikloje nėra tikslinga anksčiau laiko nutraukti savo investicijas, kadangi jos yra itin nelikvidžios ir jų atgauta suma nebūtų reikšminga.

Visa tai leidžia manyti, kad neigiama PKF įtaka daugeliu atvejų yra susijusi su išpirkimo kapitalo fondų tipu. Vis dėlto net ir tokių fondų atveju skirtingi autoriai dažnai gauna prieštaraujancias išvadas. Todėl dėl išliekančios neigiamos PKF poveikio ekonomikai galimybės būtina konkrečius atvejus nagrinėti individualiai, kadangi negalima iš anksto apibendrintai teigti, jog PKF turės neigiamą įtaką bendrovei ar tam tikriems jos veiklos rodikliams.

NT yra itin nelikvidus, todėl tokių aktyvų pagrindu sudaryti fondai susiduria su nemenkais likvidumo stokos keliamais iššūkiais. Atsižvelgiant į tai, logiška manyti, kad NTF turėtų būti kaip galima labiau apsaugoti nuo likvidumo sukeltų grėsmių, t.y. optimalu, jog būtų apribotos investuotojų galimybės, bet kuriuo momentu atsiimti investuotas lėšas. Todėl galima teigti, jog atviro tipo NTF, kur investicijas galima atsiimti faktiškai kasdien, yra rizikingesni ir jų keliamos grėsmės yra didesnės.

Kadangi atvirojo tipo NTF aktyvų įvertinimas vyksta tik finansinių metų pabaigoje, esant NT kainų mažėjimui, galima iš anksto numatyti, jog išperkamu NTF investicinių vienetų vertė bus ženkliai kritusi. Tokiu atveju investuotojams yra naudinga parduoti investicinius vienetus anksčiau ir įsigyti juos atgal po pervertinimo. Faktas, jog išpirkimas ir vienetų kainos įvertinimas nesutampa laike, turi savyje pavojų, kad fondas patirs bankrotą, jei tik NT kainos smarkiai sumažės (Steffen, Marcel, 2006). Kadangi aktyvų kainos vertinamos tik tam tikru nustatytu periodiškumu, atviro tipo NTF investuotojai

gali tuo pasinaudoti – jei ekonomikoje aiški NT kainų mažėjimo tendencija, investuotojai gali siekti parduoti turimus atviro tipo NTF vienetus, kad vėliau juos perkainojus, galėtų atpirkti mažesne kaina. Panaši situacija nutiko NTF „Rodamco“, kuris buvo vienas didžiausių NTF pasaulyje. Dėl palūkanų didėjimo ir NT kainų JAV mažėjimo, kapitalas išplaukė iš NTF „Rodamco“ ir jo vienetų vertė smarkiai krito. Investuotojai pasinaudojo aukščiau aprašyta NT kainos kitimo sudaroma galimybe, ir NTF gelbėdamasis turėjo keisti savo formą į uždaro tipo NTF bei kotiruotis rinkoje. Taigi, galima teigti, jog finansų sistemą neigiamai paveikti gali ne tiek NTF savo investiciniais veiksmais (nes jie investuoja vidutiniam ir ilgam laikotarpiui), o investuotojai, investuojantys į atvirojo tipo NTF, siekdami išnaudoti matomus NT kainų kitimus ir taip veddami NTF prie bankroto. Tuo atveju, jei NTF yra didelis, dėl informacijos asimetrijos tai gali sukelti grandininę reakciją ir paveikti visą finansų sistemą.

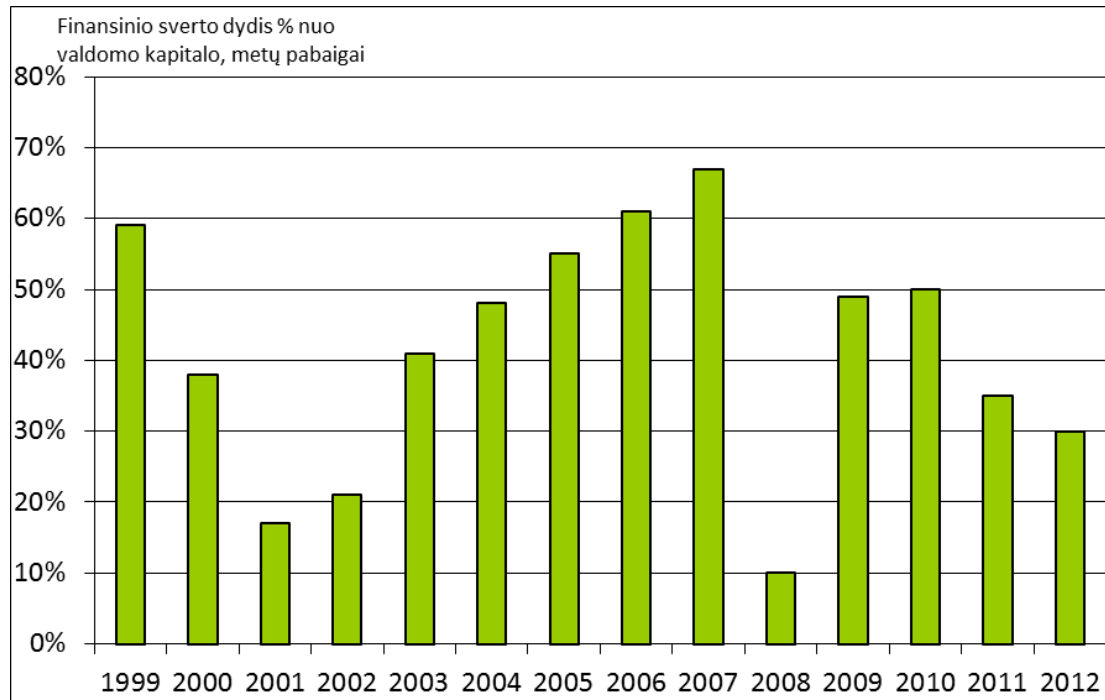
Galima pagrįstai teigti, jog NTF yra svarbus savalaikis aktyvų kainų vertinimas, tai itin aktualu atviro tipo NTF. Šio klausimo svarba atsispindi ir KISI nuostatose – tik NTF privalo savo aktyvus vertinti ne rečiau nei kas ketvirtį, kai kitų tipų AIF aktyvus gali vertinti kas pusmetį. Atviro tipo NTF atveju tai yra teisingas sprendimas, tačiau kitų tipų NTF, kurie nėra smarkiai veikiami nesavalaikio aktyvų kainų vertinimo, tai yra ribojantis veiklos veiksnys, susijęs su papildomomis išlaidomis.

RDF dažnai suvokiami kaip potencialiai rizikingesni ir pavojingesni fondai, mokslinėje literatūroje dažniau ir plačiau nagrinėjamos šių fondų keliamos grėsmės, todėl analizuojant RDF keliamas grėsmes poveikio ekonomikai būdai grupuojami į tris pagrindines grupes ir kiekviena grupė aptariama atskirai.

### *3.2.1. Sverto naudojimo ir likvidumo rizikos keliamos grėsmės*

RDF savo veikloje naudoja svertą įvairiais būdais, dažniausiai per išvestines finansines priemones ir kitus susitarimus, kai nereikia padengti pilnos pozicijos kainos, užtenka tik įmokėti užstatą ir esant reikalui jį papildyti. RDF naudojamą svertą globaliu mastu iliustruoja 31 paveikslas. McGuire P.,

Tsatsaronis K. (2008) teigimu, perteklinis svarto naudojimas dažnai siejamas su įtampa finansų rinkose, todėl svarto stebėjimas ir vertinimas yra itin svarbus. Jei taikomi maži maržos reikalavimai, tai automatiškai lemia aukštesnį naudojamo svarto lygį, ir staiga sumažėjus kreditavimo galimybėms, fondai būtų priversti parduoti turimas pozicijas, taip sudarydami sąlygas aktyvų kainų smukimui (Dixon et al., 2012).



**31 pav.** RDF naudojamo svarto dydis 1999–2012 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis IFSL..., 2009a, Financial..., 2011a

McGuire et al. (2005) remdamiesi atlikto RDF naudojamo svarto tyrimu, teigia, kad po vieno žinomiausių RDF „Long-Term Capital Management“ žlugimo RDF sumažino savo naudojamo svarto dydį ir iki autorių nagrinėjamo laikotarpio pabaigos (2004 m. pabaiga) svarto naudojimo kitimo trendas rodė stabilų ir mažesnį svarto lygį, analogiški rezultatai gauti analizuojant visas RDF strategijas.

Remiantis 31 paveikslo duomenimis, po buvusio 1999 m. maksimumo svarto naudojimas sumažėjo ir kurį laiką laikėsi žemesniame lygyje, tačiau vėliau nuosekliai pradėjo augti. Per 2008 metus dėl sumažėjusio likvidumo RDF sumažino savo naudojamą svartą itin smarkiai (nuo 68% iki 10%) ir 2008 metais įgytų pozicijų dydis sudarė 110 procentų valdomo turto (IFSL...,

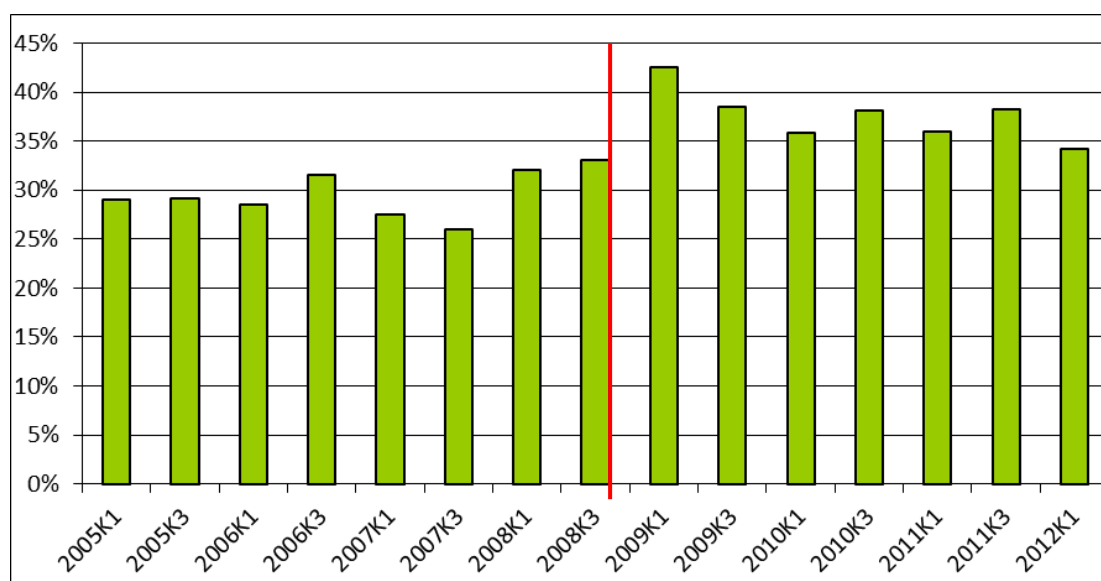


2009a). Dėl sumažėjusio sverto naudojimo galima būtų teigti, kad esant neramumams rinkose priverstinio likvidavimo ir to sukeltų padarinių tikimybė analizuojamu metu yra mažesnė, kadangi mažiau priemonių yra įsigyta naudojantis svertu, kainų svyravimo atveju būtų mažiau pozicijų, kurioms reikėtų papildomų įnašų arba reikėtų jas likviduoti. Taip pat galima pastebėti, kad RDF sėkmingai adaptuojasi prie rinkos sąlygų ir geba sumažinti naudojamo sverto dydį esant nepalankiai situacijai rinkoje, o rinkoms atsigaunant, vėl gauti iš to naudos, didinant finansinio sverto rodiklį. Tai matoma nagrinėjant finansinį svertą 2009 – 2012 m., kai jis vėl išaugo iki 50% ir vėlesniais metais nuosekliai mažėjo, kol 2012 m. pabaigoje siekė 30%. RDF adaptavo naudojamo sverto dydį per patį finansų ir ekonomikos krizės įkarštį, o vėliau, siekdami efektyviau išnaudoti didelius rinkos svyravimus, net ir esant sudėtingoms kreditavimo sąlygoms, jį vėl didino, tačiau kiek atsargiau nei ikikriziniu periodu, kai svertas siekė iki 70%.

Nors sverto naudojimas yra vienas iš RDF turimų privalumų ir reikalingas siekiant įgyvendinti specifines ir tik šiems fondams būdingas strategijas, stebimos sverto naudojimo tendencijos kelia klausimą dėl RDF veiklos atsakingumo ir sverto dydžio, kuris yra objektyviai reikalingas vykdant užsibrėžtą strategiją, naudojimo. Staigūs naudojamo sverto pokyčiai ištikus neramumams rinkose ir vėlesnis, santykinai spartus, sverto didinimas iki buvusio lygio, gali byloti apie RDF finansinės atminties nebuvimą ir godumu pagrįstą veiklos strategiją, kai siekiama visais įmanomais būdais gauti didesnę pelną, neatsižvelgiant į rinkos situaciją, ateities scenarijus ir paties fondo situaciją. Vėlesnis, negatyvių aplinkybių nulemtas, staigus sverto dydžio mažinimas yra susijęs su praradimais ir nuostoliais, tokie įvykiai potencialiai galėtų turėti įtakos ir finansų rinkai, todėl turėtų būti skatinama ir siekiama, kad RDF palaikytų objektyviai reikalingą ir iš anksto apsibrėžtą maksimalų sverto lygį, taip siekiant išvengti trumpalaikių manipuliacijų juo ir perteklinio sverto naudojimo.

Kamal S. (2012) nurodo, jog sverto naudojimas ne tik leidžia padidinti gaunamą pelną, bet ir keliskart padidinti nuostolius. Įvykiams pasisukus

neigiama linkme, ir fondui naudojant aukštą sverto lygį, fondas gali būti priverstas parduoti dalį kapitalo, kad patenkintų skolintojo užstato reikalavimus. Tuo atveju, jei fondo turimi aktyvai nėra likvidūs, fondui gali kilti problemų įvykdyti maržos reikalavimus<sup>27</sup>. Tokie įvykiai galėtų turėti efektą ir persiduoti į kitas rinkas. Nagrinėjant galimą poveikį rinkai vertėtų nepamiršti ir galimybes, jog bankų ar investicinių bendrovių makleriai taip pat gali naudoti panašias į RDF strategijas, tokie veiksmai tik dar labiau padidintų neigiamą poveikį rinkai, esant stresinei situacijai.



**32 pav.** Vidutinis maržos reikalavimas 2005–2012 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Assessing..., 2012

32 paveiksle pateiktas taikomas maržos pareikalavimo dydis, kaip procentas nuo turimos suminės ilgosios pozicijos vertės. Aiškiai matyti, kad nuo 2007 metų pabaigos (prasidėjusi finansų krizė ir investicinių bankų žlugimai; paveiksle nubrėžta linija), maržos pareikalavimai išaugo – vidutinis maržos reikalavimas laikotarpiu nuo 2005 m. balandžio iki 2007 m. spalio mėnesio buvo apie 29%, palyginti su vidutiniu beveik 37% maržos reikalavimu laikotarpiu nuo 2007 m. spalio iki 2012 m. pabaigos.

Didindami maržos reikalavimo procentą, taikomą RDF, bankai užsitikrina didesnę apsaugos laipsnį, RDF bankroto atveju. RDF atveju didesni

<sup>27</sup> Maržos reikalavimas (angl. *margin call*) – tai reikalavimas padidinti einamąją sąskaitą iki reikalaujamo minimumo.

maržos reikalavimai apsunkina investicinę veiklą, tai susiję ir su didesnėmis išlaidomis. Kadangi maržos reikalavimai didinami rinkoje esant neapbrėžtai ir įtemptai situacijai, tai dar labiau padidina riziką, kad RDF siekdami įvykdyti maržos reikalavimus, bus priversti likviduoti turimas pozicijas. Iš 31 paveiksle pateiktų RDF naudojamo svarto dydžio duomenų matyti, kad kriziniu laikotarpiu RDF sumažino naudojamo svarto dydį, viena iš to priežasčių galėjo būti ir didėjantys maržos reikalavimai. Padidėjus pirminių brokerių taikomiems maržos reikalavimams, RDF naudojamas svertas sumažėjo, ir šių veiksmų visuma neleido padidėti rizikai dėl galimo priverstinio portfelio pozicijų likvidavimo, siekiant įvykdyti maržos reikalavimus.

Kalbant apie RDF likvidumą, didelę reikšmę vaidina pinigų išėmimo iš fondo periodiškumas ir terminai. Priklausomai nuo to, kokiai kategorijai priklauso RDF, jis gali būti ilgesnis ar trumpesnis, tačiau, kaip teigiama ECB rengiamoje finansinio stabilumo apžvalgoje (Financial..., 2006), ryškėja tendencija, jog ilgėja pirminio lėšų išaldymo terminas (angl. *lock-up period*) ir terminas prieš kurį reikia įspėti ketinant atsiimti investuotas lėšas. Nors atrodytų, jog tai tik suteikia RDF didesnę galimybę vykdyti savo strategiją, nepaisant trumpalaikių neigiamų rezultatų, tačiau čia slypi ir tam tikri pavojai. RDF gali pradėti naudoti didesnę svertą arba agresyvesnę strategiją, kad pasiektų didesnę grąžą, tačiau jei tokie veiksmai nepasiteisintų ir fondo rezultatai dar labiau suprastėtų, investuotojai parduotų turimus investicinius vienetus ir fondai būtų priversti likviduoti savo pozicijas, kas galėtų sukelti grandininę reakciją rinkoje.

Likvidumo rizika, kuri gali smarkiai paveikti rinkos elgesį ir aktyvų kainą rinkoje, gali būti sukelta ir RDF, ypač jei per daug fondų turi tas pačias pozicijas rinkoje. Tendencijoms pablogėjus, RDF staiga norėtų likviduoti savo pozicijas, kas būtų sunkiai įmanoma, esant dideliame to paties aktyvo turėtojų skaičiui. Esant tokiai situacijai, galimos dvi tolesnės įvykių sekos. Viena galimybė, jog investuotojas, ketinantis prisiimti priešingą poziciją sandoryje su RDF, per kainą sureaguos pernelyg jautriai, antra galimybė – likvidumas gali smarkiai kristi. Sumažėjus likvidumui, RDF nebegalėtų parduoti savo pozicijų

ir jų rizika išaugtų, kas didintų grėsmę finansinėms institucijoms, jos taip pat turėtų mažinti savo pozicijas (Stulz, 2007). Tokio pobūdžio rizikos atsiradimo galimybę didina ir pastaruoju metu stebima įvairių RDF panašėjimo tendencija (šis klausimas plačiau aptariamas 3.2.3. poskyryje). Dixon et al. (2012) pabrėžia, kad net jei ir pavieniai RDF nėra pakankamai stambūs, kad galėtų kelti grėsmę finansų sistemai, neigiami šokai gali paveikti visą RDF rinką ir toliau persiduoti ekonomikai. Stulz R. M. (2007) taip pat daro išvadą, jog nepalankus šokas rinkoje gali priversti RDF atsikratyti savo investicijų bei išsigryninti pinigus tuo metu, kai įtampa finansų rinkose auga, ir taip dar labiau bloginti padėtį.

### *3.2.2. Įtaka kredito institucijoms*

RDF veikla gali kelti pavojų ir finansų institucijoms, kadangi fondai nėra atskirti, o norėdami vykdyti savo veiklą turi naudotis tarpininkų paslaugomis. Šiuo atveju tokiais tarpininkais tampa finansų institucijos (bankai, maklerių įmonės ir kt.). Dėl komercinių bankų vystymosi, smarkiai išsiplėtė jų vykdomos veiklos spektras, kartu vystantis ir RDF rinkai, išsivystė glaudūs santykiai tarp RDF ir bankų sektoriaus. RDF sukuria kredito riziką bankams keliais būdais: skolindamiesi, atlikdami transakcijas su VP, jie dažnai būna priešinga šalis sudarant išvestinius sandorius (Chan et al., 2005). Dėl sverto naudojimo, fondas gali susidurti su problemomis, jei jo aktyvai patiria smarkų kritimą bei tų aktyvų rinka yra nelikvidi, kadangi tuomet nebeįmanoma išėiti iš turimos pozicijos. RDF žlugimas galėtų turėti toli siekiančių pasekmių, jei jis yra didelis. Tokiu atveju net galima sulaukti grandininės reakcijos visame finansų sektoriuje.

Nors tiksliai įvertinti pirminių brokerių ir RDF ryšius yra labai sudėtinga, tačiau ir turimi duomenys rodo egzistuojant pavojingas tendencijas. RDF keliamos rizikos kredito institucijoms itin aktualios investiciniams bankams, ypač veikiantiems JAV rinkoje, kurioje investicinė bankininkystė yra gerokai populiarsnė. 2007 metais investicinių bankų pajamos iš RDF verslo sudarė apie 21% visų jų pajamų (IFSL..., 2009a). Vėlesnių, Ernst&Young

atliekamų, apklausų duomenimis matyti tokių pajamų ženklus mažėjimo tendencija po 2008 m., prasidėjus kredito ir finansų krizei ir žlugus Lehmans investiciniam bankui, kuris kartu buvo ir pirminis brokeris nemažai daliai RDF. Siekdami sumažinti susijusios sandorio šalies riziką (angl. *counterparty risk*), RDF pradėjo naudotis daugiau nei vieno pirminio brokerio paslaugomis, taip diversifikuodamiesi ir mažindami realiai atsiradusias grėsmes. Tačiau ir 2012 m. pabaigos duomenys vis dar rodo aiškią RDF įtaką kredito įstaigoms, kadangi trys didieji JAV investiciniai bankai (Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley Prime Brokerage) teikė pirminio brokerio paslaugas 45% visų veikiančių RDF (Financial..., 2013). Atsižvelgiant į pasaulines RDF valdomo turto apimtis ir su tuo susijusius mokesčius pirminiam brokeriui, galima spręsti, kad investicinių bankų pajamos iš RDF vis dar sudaro ženklią dalį visų banko pajamų.

Daugelyje literatūros šaltinių (Garbaravicius, Dierick, 2005, Stulz, 2007, Aragon, Strahan, 2011) kaip charakteringas tokios rizikos ir neigiamo poveikio ekonomikai pavyzdys yra pateikiamas RDF „Long-Term Capital Management“ nuosmukis 1998 metais ir žlugimas vėlesniais metais. Dėl Rusijos skolos ir finansų krizės 1998 metais šis fondas prarado apie pusę savo kapitalo per mažiau nei keturis mėnesius. Tokie dideli nuostoliai atsirado dėl itin didelio sverto naudojimo – aktyvai balanse viršijo kapitalą 25 kartus. Federalinis rezervų bankas ir 14 kitų bankų suskubo gelbėti šio fondo, kadangi jam visiškai žlugus padariniai JAV ekonomikai būtų buvę milžiniški. Kadangi šis fondas naudojo itin dideliu svertu, jo nemokumas galėjo vesti prie didelių kreditorių nuostolių ir tolesnio žlugimo ir taip labai jautrių rinkų, ką puikiai iliustruoja faktas, kad siekdamas ištaisyti situaciją, Federalinis rezervų bankas kartu su 14 bankų organizavo fondo gelbėjimą. Vis dėlto kaip pastebi Stulz R. M. (2007) „Amaranth“ fondo staigūs nuostoliai 2006 metų pabaigoje<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Rizikos draudimo fondas „Amaranth“ vien tik per 2006 metų rugsėjo mėnesį patyrė nuostolių už 6 mlrd. JAV dolerių. Skaičiuojant procentais, 2006 m. rugsėjo mėnesį buvo užfiksuotas 66 proc. neigiamas pokytis.

nepadarė žymios žalos rinkoms, tačiau tai buvo dar vienas postūmis reikalauti didesnio RDF reguliavimo.

Dėl RDF veiklos bankai ar kitos finansų institucijos patiria ir keletą netiesioginių rizikos rūšių. Netiesioginė kredito rizika gali susidaryti dėl kredito rizikos sandorio šalių, kurios turi prisiėmusios didelę riziką iš RDF, atžvilgiu. Tokiu atveju, tam, kad kredito rizika susidarytų, nebūtinai turi įvykti finansinės institucijos įsipareigojimų nevykdymo paskelbimas (angl. *default*), netgi ir mokėjimų problemos įtraukiant pagrindinį pirminį brokerį gali paveikti finansų sistemos stabilumą. Kita netiesioginė rizika – pirminio brokerio turimo portfelio pozicijų kainos gali būti paveikiamos RDF vykdomų veiksmų. Žlugus stambiam RDF ar įvykus kitiems nenumatytiems veiksniams, RDF būtų priversti likviduoti savo pozicijas, tai mažintų likvidumą ir persiduotų kitiems fondams, o visuomenei sužinojus apie glaudžius bankų ryšius su RDF, galėtų nukentėti bankų turimos portfelio pozicijos. Taip pat jie gali nukentėti tuo būdu, kad ir toliau plečiantis RDF, jie praras dalį pajamų iš aktyvų valdymo verslo. Tačiau kaip rodo apklausos (Large..., 2005), bankų sektoriaus atstovų nuomone, ši netiesioginė rizika nėra reikšminga, lyginant su kitomis netiesioginėmis rizikomis.

### *3.2.3. Poveikis finansų rinkoms*

Dėl savo galimybių greitai keisti pozicijas ir performuoti turimą portfelį, RDF turi nemenką poveikį finansų rinkoms trumpuoju laikotarpiu, teigiama Garbaravicius T., Dierick F. (2005) darbe. Dėl šios priežasties ir jų įtaka negali būti vertinama vien tik pagal valdomo kapitalo dydį. RDF pirmenybę teikia likvidžioms ir „anonimiškoms“ rinkoms, kuriose galima greitai atlikti operacijas su mažomis išlaidomis.

Sudėtinga tiksliai įvertinti RDF daromą poveikį ir jo mastą rinkoms ir ekonomikai, kadangi vis dar trūksta patikimų ir tikslių duomenų apie šių fondų veiklą. Galima rasti publikacijų, nagrinėjančių praeities įvykius, kuriems

poveikį galėjo turėti ir RDF. Dauguma jų susiję su „Macro“ strategijos<sup>29</sup> RDF, kurie stengiasi išnaudoti abejones dėl klaidingos makroekonominės politikos stabilumo, taip pat siekia išbandyti netvirtus valiutos kurso režimus.

Australijos rezervų bankas atliko tyrimą dėl Australijos dolerio rinkos elgesio 1998 metais, kadangi tais metais RDF buvo itin aktyvūs minėtoje rinkoje. Buvo prieita išvados, jog RDF dominavo rinkoje nuo 1998 metų vidurio, paveikdami Australijos dolerio kurso dinamiką savo dominavimo laikotarpiu. Pabrėžiama, jog tokie veiksmai buvo vykdomi, nors Australijos dolerio kursas buvo plaukiojantis, nebuvo galimybės surengti prieš jį tokios atakos, kokią galima surengti prieš valiutas, turinčias fiksuotą kursą (Rankin, 1999).

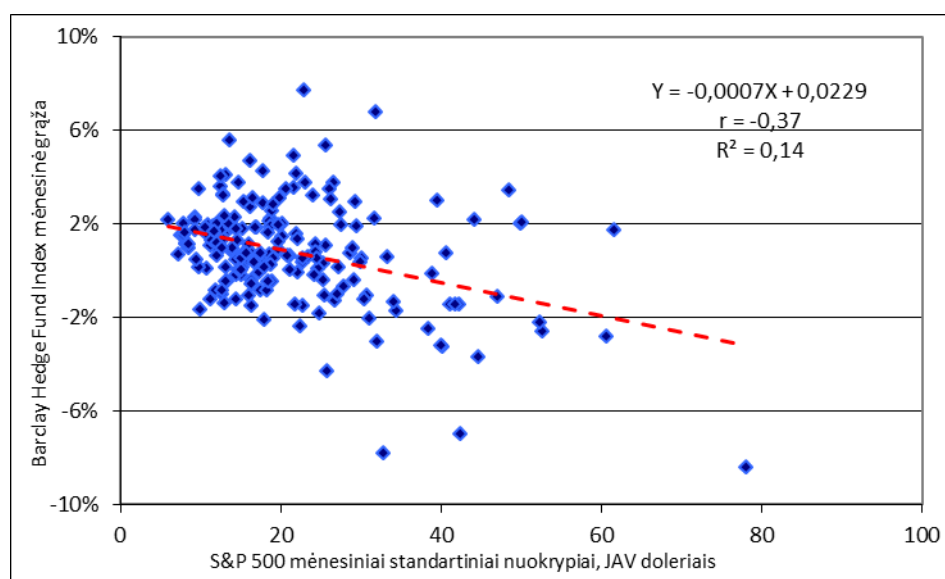
Nagrinėjant RDF keliamą riziką finansų rinkoms, yra svarbūs keletas klausimų. Visų pirma ar RDF sukuria rinkoje svyravimus (angl. *volatility*), ar šiems fondams yra naudingi svyravimai rinkose ir galų gale ar RDF gali perpildyti rinką naudodami tas pačias strategijas (angl. *crowded trades*). Dažnai kyla klausimas, ar RDF stabilizuoja, ar destabilizuoja finansų rinkas. Jei prekybos stilius yra pirkti, kai kainos pradeda kilti ir parduoti, kai jos pradeda kristi, tuomet tokie veiksmai gali sustiprinti kainos svyravimus, vesti prie kainų burbulo formavimosi. Tuo tarpu prekyba prieš rinką, kai prisiimamos priešingos pozicijos, gali padėti stabilizuoti rinką. Kaip teigia Garbaravicius T., Dierick F. (2005), RDF turėtų daugiau veikti antruoju būdu, kadangi tik prekiaujant prieš minią galima tikėtis generuoti nuolatinį perteklinį pelną. Vis dėlto sunku nustatyti, ar tam tikri RDF (jų rūšys) veikia rinkoje prieš tendą ar kartu su juo.

Net jei RDF savo veiksmais ir sukuria papildomus svyravimus rinkose, reikia įvertinti ir tokių veiksmų naudą jiems. Siekiant tai iširti, analizuojama koreliacija tarp RDF indekso, kuris rodo šių fondų veiklos rezultatus (grąžą) ir rinkų, kuriose veikia RDF, indeksų svyravimo dydžių. Tiriamas JAV biržos indekso S&P 500 ir „The Barclay Group“ skaičiuojamo RDF indekso Barclay

---

<sup>29</sup> Išsami informacija apie rizikos draudimo fondų skirstymą į strategijas pateikta 4 priede.

Hedge Fund Index sąryšis. Pastarasis indeksas sudarytas iš visų „The Barclay Group“ valdomoje duomenų bazėje esančių RDF. Skaičiavimams naudojami mėnesiniai indekso duomenys nuo 1997 metų pradžios iki 2012 metų gruodžio mėnesio (imtina) apie RDF grąžą. S&P 500 indekso duomenys apima tą patį laikotarpį, buvo skaičiuojamas šio indekso mėnesinis standartinis nuokrypis, kuris atspindi indekso svyravimus, taip pat visuotinai pripažįstamas kaip rizikos matas. Disertacijos autoriaus atlikto tyrimo rezultatai pateikti 33 paveiksle, platesnis skaičiavimo aprašymas pateiktas 13 priede.



**33 pav.** S&P500 mėnesinių svyravimų ir Barclay Hedge Fund Index mėnesinių grąžų dydžiai ir priklausomybė 1997–2012 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis The Barclay..., 2013, Yahoo Finance duomenimis

Apskaičiuotas koreliacijos koeficientas tarp akcijų rinkos svyravimų ir RDF pelningumų yra neigiamas (-0,37), ir nors tiesinė priklausomybė gali būti apibūdinta kaip silpna, tačiau iš jos neigiamo dydžio galima daryti išvadą, jog RDF grąža atvirkščiai proporcinga rinkos svyravimams, t.y. fondai pasiekia geresnių rezultatų, kai svyravimai rinkoje yra mažesnių amplitudžių. Tokį rezultatą būtų galima aiškinti sverto įtaka – naudojant svertą, kainos kritimas keletu procentų darytų žymiai didesnę įtaką fondo valdomo kapitalo nuosmukiui, priklausomai nuo naudojamo sverto dydžio pozicijoje. Fitch Ratings (2005) pranešime teigiama, jog didesni kainų svyravimai gali versti



RDF dažniau atsisakyti nuostolingų pozicijų, įgytų naudojant svertą (dėl vidinių rizikos valdymo sistemų naudojimo, dėl maržos pareikalavimo). Jei parduodama kainoms rinkoje krentant, tai gali dar labiau padidinti kainos svyravimus (tai aktualu, jei pozicija yra reikšminga ir fondas vykdo aktyvius veiksmus rinkoje).

Nagrinėjant rinkos perpildymo problemą, galima pastebėti, kad didėjant RDF skaičiui, kurie naudoja panašias strategijas palankioms progoms išnaudoti, jie tampa vis panašesni ir todėl gali perpildyti rinką, tai šoko rinkoje atveju sukeltų likvidumo kritimą ir neadekvačius kainų pokyčius. Tuo pačiu, dėl didėjančio fondų skaičiaus, gali mažėti fondų uždirbama grąža, kas, savo ruožtu, gali versti RDF prisiimti daugiau rizikos (Finacial..., 2006). Siekiant įvertinti, ar RDF strategijos tampa panašios ir ar dėl to gali grėsti rinkos perpildymas analizuojami disertacijos autoriaus apskaičiuoti (skaičiavimų rezultatai pateikti 7 lentelėje; detalesni duomenys pagal skirtingus laikotarpius pateikti 12 priede) pelningumų porinės koreliacijos koeficientai skirtingų RDF strategijų viduje.

Nagrinėjant ilgesnio laikotarpio duomenis, porinė koreliacija tarp skirtingų RDF strategijų nėra žymi, tačiau nagrinėjamą laikotarpį išskaidžius į grupes, matomi akivaizdūs skirtumai. 12 priede pateiktuose duomenyse matyti skirtumai tarp porinių koreliacijų, kai nagrinėjamas laikotarpis, apimantis 2008 – 2012 metus. Šiuo laikotarpiu porinės koreliacijos koeficientai grupių viduje jau buvo gerokai didesni ir kai kuriose strategijose (pvz. draudimosi, įvykių vedamų RDF ar besivystančių rinkų) vidutinis porinės koreliacijos koeficientas siekė beveik 0,5 (mediana siekė daugiau nei 0,7). Analogiška tendencija stebima daugelio RDF strategijų atveju ir tik keleto strategijų, kurios ir turėtų itin menkai koreliuoti su rinka dėl naudojamos investicinės strategijos (neutrali rinkai ir ateities sandorių), porinės koreliacijos koeficientai išliko žemi. Todėl negalima teigti, kad analizuojamo laikotarpio eigoje RDF, naudojantys skirtingas strategijas, nėra glaudžiai susiję. Taip pat galima tikėtis, kad esant nepalankioms aplinkybėms fondų susietumas gali dar labiau išaugti (šį teiginį iliustruoja ir 2007 – 2008 m. porinės koreliacijos duomenys, kai daugelio

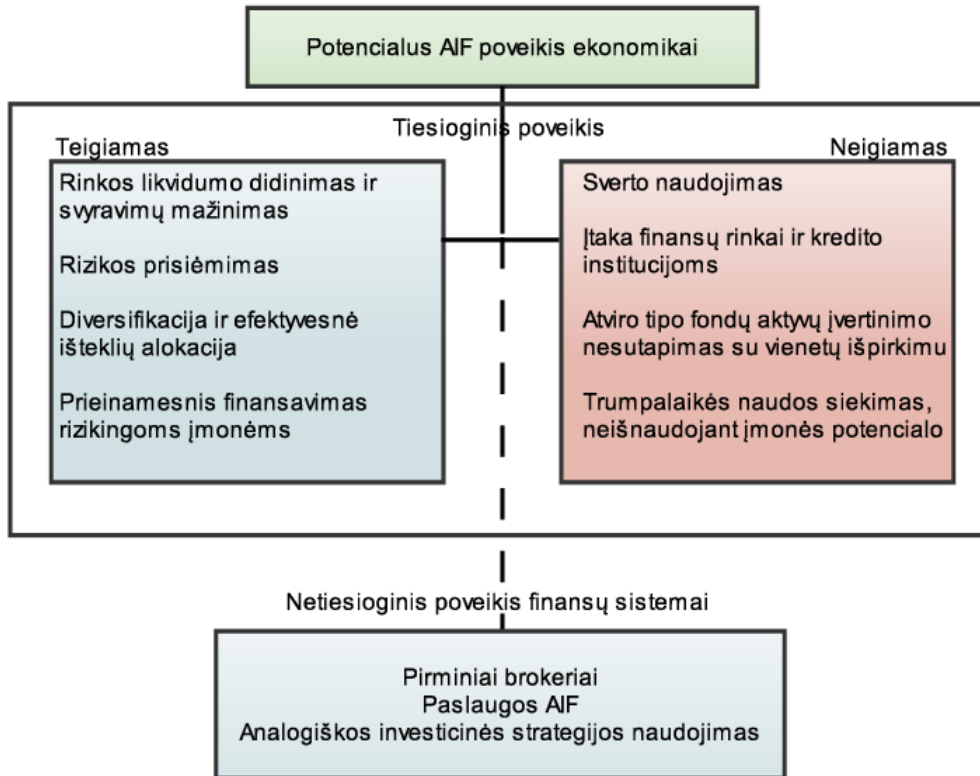
strategijų vidutinis porinės koreliacijos koeficientas pakilo iki 0,6, nors prieš tai buvusi laikotarpiu nuo 2000 iki 2007 šis rodiklis nesiekė ir 0,3, daugeliu atvejų ir 0,25 (duomenys pateikti 14 priede)). Tokiu atveju vienodi fondų veiksmas bei noras likviduoti savo pozicijas gali vesti prie perpildymo bei įtampos kilimo finansų rinkose.

Kaip buvo aptarta, RDF gali kelti papildomą riziką kredito institucijoms, tačiau negalima pamiršti, jog gali egzistuoti rizika ir iš kitos sandorio pusės – t.y. bankas, veikdamas kaip pirminis brokeris ir teikdamas paslaugas, gali kelti papildomas rizikas RDF, jei patirtų bankrotą. Charakteringas to pavyzdys yra rehipotekizacijos (angl. *rehypothecation*) procesas, kai bankas RDF įsigytus ir kaip užstatą pateiktus VP naudoja savo veikloje, pateikdamas juos trečiajai šaliai. Taip bankas uždirba didesnius komisinius, tačiau bankroto atveju RDF teisės į VP būtų smarkiai apribotos ir ginčytinos (Aragon, Strahan, 2011). Tokiu atveju RDF galimai patirtų nuostolių, tuo pačiu esant neramumams rinkoje, smarkiai kristų ir šio aktyvo likvidumas, kadangi RDF negalėtų atlikti jokių veiksmų su šiais aktyvais. Jei daugelis klientų negali prekiauti savomis akcijomis (kadangi jos užšaldytos, t.y. pirminis brokeris yra jas paskolinęs kitai šaliai), tikėtina, kad šių pozicijų rinkos likvidumas smuks ir bus paveikta finansų rinka.

Priešingai nei teigiamo AIF poveikio ekonomikai atveju, neigiama AIF įtaka ekonomikai yra labiau struktūrizuota ir skirtinga atskirų AIF rūšių atveju. Apibendrinant AIF daromą teigiamą ir neigiamą poveikį ekonomikai, sudarytas 34 paveikslas.

Geresnių diversifikacijos galimybių suteikimas investuotojams yra būdingas visiems AIF, kadangi šie fondai pasižymi žemo lygio koreliacija su įprastiniais investiciniais instrumentais. RDF, skirtingai nei PKF ar NTF, aktyviau vykdo investicinius veiksmus, jų investavimo ir investicijų laikymo periodas yra gerokai trumpesnis, jie dalyvauja daugelyje įvairių rinkų ir naudojami didele investicinių priemonių įvairove. Todėl tokie teigiami bruožai, kaip rinkos likvidumo didinimas, svyravimų mažinimas bei nevensimas dalyvauti rizikingose rinkose daugiausia yra priskiriami RDF. Finansavimo

palankesnėmis sąlygomis nei kiti kredito šaltiniai teikimas naujai besikuriančioms ar ankstyvojoje veiklos fazėje esančioms įmonėms yra pagrindinė PKF veikla. Tai leidžia sėkmingai vystyti įmonėms ir skatina inovacijų įsisavinimą, kas teigiamai gali paveikti ir šalies ekonomiką.



**34 pav.** AIF įtakos ekonomikai sritys

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Nors manoma, kad PKF (ypač išpirkimo kapitalo fondai) dėl santykinai trumpo investavimo laikotarpio ir siekio gauti užsibrėžtą pelną ilgalaikėje perspektyvoje gali turėti neigiamą įtaką įmonės vystymuisi ir užimtumo ar kitų su įmonių veikla susijusių rodiklių kitimui, o NTF atveju ekonomikai kyla grėsmės dėl atviro tipo NTF aktyvų kainų ir fondo investicinių vienetų išpirkimo neatitikimo laike, dažniausiai sutariama, kad didžiausios rizikos ekonomikai kyla iš RDF. RDF neigiamas poveikis ekonomikai aptariamas kur kas dažniau, jį sąlyginai galima skirstyti į tris grupes: dėl sverto naudojimo atsirandančios grėsmės, įtaka kredito institucijoms ir poveikis finansų rinkoms. Pasitelkdami svertą RDF turi aktyvų pozicijas, kurios yra žymiai jautresnės kainų svyravimams, staigių svyravimų rinkoje atveju jos turėtų būti skubiai

likviduotos, kas galėtų vesti prie dar didesnės apimties svyravimų. RDF vykdydami veiklą naudojami tarpininkų paslaugomis (skolinasi iš jų, būna priešinga sandorio puse) ir taip sukelia kredito institucijoms kredito riziką. Fondo nesėkmės atveju, kredito institucijos, glaudžiai susijusios su RDF, taip pat patirtų rimtų nuostolių. Dėl galimybės greitai keisti pozicijas, naudoti svertą ir dėl didėjančio RDF tarpusavio panašumo, jie taip pat gali turėti ir nemenką poveikį finansų rinkoms, ypač trumpuoju laikotarpiu.

Netiesioginis AIF poveikis yra susijęs su poveikiu finansų sistemai ir jis tam tikru lygmeniu būdingas visiems AIF. Netiesioginis poveikis pasireiškia per su AIF susijusias institucijas ir nuo AIF priklausančią tokių institucijų veiklos dalį, taip pat per kitus veiksnius, kurie tik iš dalies lemiami AIF ir nėra kiekybiškai išmatuojami (pvz. didėjantis investuotojų švietimo lygis, rizikos valdymo metodų tobulinimas ir pan.). Netiesioginio poveikio finansų sistemai kryptis daugeliu atvejų negali būti konkrečiai klasifikuojama ir tik pasireiškus tam tikroms aplinkybėms ar priklausomai nuo poveikį darančio rodiklio apimčių, poveikis gali tapti teigiamas ar neigiamas. Kredito įstaigos ir finansų tarpininkai gali būti investicinių fondų pirminiai brokeriai, gali suteikinti paskolas fondų veiklai ar uždirbti pajamų iš atliekamų operacijų komisinių mokesčių pavidalu. Taip pat jie gali taikyti panašias investavimo strategijas kaip AIF. Jei fondai valdytų didelės apimties turtą ir būtų glaudžiai susiję su kredito įstaigomis, problemos, susijusios su AIF veikla, tam tikru mastu atsilieptų ir susijusių įstaigų veiklai (mažėtų pajamų dalis, uždirbama iš operacijų su AIF, ar nukentėtų turimų pozicijų vertė dėl AIF vykdomų portfelio pozicijų likvidavimo) ir tai jau būtų neigiamo netiesioginio AIF poveikio finansų sistemai pavyzdys.

### 3.3. Metodologijos parinkimo galimybės ir veiksnių, kuriuos veikia AIF, išskyrimas

Gerai parengus ar pritaikius metodą žymiai palengvinamas ir tyrimo atlikimas. Todėl svarbu pasirinkti tinkamus analizei metodus, kadangi tik tuomet galima gauti teisingus ir korektiškus rezultatus. Šis klausimas itin

aktualus AIF atveju, kadangi tai yra nauja sritis, kuri tik pastaruoju metu susilaukė didesnio mokslinės bendruomenės dėmesio ir naudojama tyrimo metodologija labai įvairuoja. Dėl šių priežasčių visų pirma yra būtina aptarti, kaip kiti autoriai tyrė panašius klausimus, įvertinti naudotas tyrimų metodologijas ir, atsižvelgiant į nustatytas tendencijas, parengti metodologiją AIF veiklos įtakai Lietuvoje tirti.

Metodų parinkimas AIF veiklos įtakai Lietuvos ekonomikai tirti galėtų ir turėtų būti laikomas pirmuoju žingsniu šioje srityje, kadangi kol kas nėra kitų darbų, skiriančių dėmesio šiai problemai. Atsirandant vis daugiau istorinių duomenų, parinkti tyrimo metodai galės būti tobulinami, tačiau tai nesumenkina analizuojamu laikotarpiu atliekamo tyrimo svarbos, kadangi AIF fondai, kaip matyti iš tarptautinių tendencijų, potencialiai gali turėti didesnę įtaką, nei dauguma kitų kapitalo rinkos dalyvių.

Verta iš anksto pastebėti, kad išanalizavus mokslinę literatūrą, matoma tendencija, jog nėra nusistovėjusios metodikos, naudojamos tirti AIF poveikį ekonomikai. Taip pat vis dar retai tiriamas AIF poveikis ekonomikai apskritai, dažniausiai tiriama tam tikra konkreti problema ir tokiu būdu analizuojamas AIF poveikis ekonomikai. Neegzistuoja ir apibendrintų viso AIF sektoriaus poveikio ekonomikai tyrimų, dažniausiai koncentruojamasi į tam tikrą AIF rūšį. Visa tai galima susieti su keletu veiksnių – AIF veiklos duomenys yra gana fragmentuoti, dažnai ne visiškai patikimi ir tikslūs, todėl yra pakankamai sudėtinga kiekybiškai vertinti jų poveikį ekonomikai. Taip pat duomenys apie AIF veiklą daugeliu atvejų nėra vieši ir sunkiai surenkami. Vis dėlto pastaraisiais metais pastebima griežtėjanti AIF veiklos kontrolė ir su tuo susijęs didesnis šių fondų vykdomos veiklos skaidrumas, todėl tikėtina, kad ateityje atsiras vis daugiau tyrimų analogiškais temomis, jie taps vis konkretesni ir patikimesni. Tačiau taip pat galima tikėtis ir tendencijos, kad AIF veikla (atliekamų investicinių veiksmų ir pelno/rizikos santykio prasmėmis) taps artima įprastinių fondų atliekamiems investiciniams veiksams.

Kalbant apie tyrimus, susijusius su AIF, taip pat verta paminėti, kad daugeliu atvejų yra tiriama, kaip makroekonominės sąlygos veikia pačius AIF

ir jų veiklos rodiklius, o ne kaip AIF veikia ekonomiką. Šis klausimas dažniausiai nagrinėjamas tik teoriniu lygmeniu, atsisakant detalesnės analizės.

PKF dažniausiai suvokiami kaip kuriantys teigiamą pridėtinę vertę ekonomikai, todėl ir tyrimo metodai, kuriais tiriama šių fondų įtaka yra atitinkama. Tiriant PKF poveikį ekonomikai buvo sudaromos (arba jomis naudojamos) PKF duomenų bazės (Venture..., 2007; Venture..., 2011; Megginson, 2004; Cumming, Johan, 2013 ir kt.), kurias nagrinėjant ir buvo įvertinta šių fondų įtaka. Analizuojant į kokias kompanijas yra investavę PKF, buvo rasta santykinė tokių įmonių dalis (pelno, darbo vietų kūrimo prasme) visos šalies ekonominiuose rodikliuose.

Alemanya L., Martí J. (2005) savo tyrime nustatė, jog Ispanijoje egzistuoja įrodymų, kad firmose, į kurias investavo PKF (būtent rizikos kapitalo fondai) jaučiama teigiama šių investicijų įtaka, kuri matuojama per tam tikrų ekonominių kintamųjų (užimtumas, pardavimų lygis, turto augimas, sumokėtų mokesčių dydis) augimą. Minėtame darbe tyrimai buvo atliekami keletu metodų – analizuojant įmonių, sulaukusių finansavimo iš PKF veiklos rezultatus ir jų pokyčius ir šiuos rezultatus lyginant su kontroline grupe. Kitas tyrimo metodas – sudarant ekonometrinį modelį, naudojant panelinius duomenis ir įtraukiant fiktyvius kintamuosius. Vienu iš modelių siekiama rasti teigiamą PKF įtakos poveikį ekonomikai tuo atveju, kai PKF (konkrečiau – rizikos kapitalo fondas) yra įmonės akcininkas. Tokie nagrinėjamų įmonių kintamieji kaip užimtumas, pardavimai, kapitalas, verslo mokesčiai, nekilnojamasis turtas yra vidiniai (endogeniniai) kintamieji ir jie naudojami vertinti poveikį ekonomikai. Poveikis ekonomikai aprašomas kaip BVP ir dviejų fiktyvių kintamųjų funkcija – vienas iš fiktyvių kintamųjų įgyja 1 reikšmę tuo atveju, kai PKF yra įmonės akcininkas ir 0 kai nėra, antrasis fiktyvus kintamasis įgyja 1 reikšmę nuo to momento, kai įmonė gauna PKF finansavimą ir 0 iki to laiko, kol tai nutinka.

Cumming D., Johan S. (2012) tirdami PKF veiklos įtaką Australijos ekonomikai, taip pat pasitelkė įmonių rodiklių duomenų bazę ir remdamiesi šiais paneliniais duomenimis, sudarė momentinio stebėjimo regresijas (angl.

*cross-sectional regression*). Tokiu būdu tiriant vieno konkretaus laikotarpio įmonių duomenis, kaip priklausomi kintamieji buvo nagrinėti rodikliai, kuriems gali turėti poveikį PKF, tokie kaip užimtumas, tyrimo išlaidos ir kiti išvestiniai rodikliai. Kaip nepriklausomi kintamieji buvo parinkti fiktyvūs investuotojų tipo kintamieji (privataus kapitalo, rizikos kapitalo fondai), metų efekto kintamieji (investavimo į įmonę metai, pirminio viešo siūlymo metai) ir regionus bei ūkio šaką atspindintys fiktyvūs kintamieji. Sudarant tyrimo duomenų bazę buvo įtraukta 40% visų įmonių, negavusių PKF finansavimo, populiacijos, todėl momentinės regresijos rezultatai leido spręsti, kokią įtaką PKF finansavimas daro priklausomam kintamajam, palyginti su įmonėmis, kurios tokio finansavimo nebuvo gavusios.

Nagrinėjant NTF poveikį ekonomikai, svarbus veiksnys yra tai, kad NTF veikla susijusi su itin nelikvidžiu turtu, todėl ir šių fondų poveikio tyrimo metodai turi būti parenkami atsižvelgiant į šią aplinkybę. Steffen S., Marcel T. (2006) savo darbe nagrinėdami NTF poveikį ekonomikai taip pat nenagrinėja jų poveikio ekonomikai apskritai, tačiau nagrinėja per tam tikrą prizmę. Konkrečiai argumentuojama, kad NTF yra panašūs į bankus, kadangi jie taip pat vykdo likvidumo transformacijas didelėmis apimtimis. Dėl to, tirdami NTF stabilumą ir tikimybę patirti bankrotą, minėti tyrėjai naudoja pusiausvyros susidarymo modelius ir nagrinėja Nash pusiausvyrą. Kaip buvo minėta, didžiausią pavojų kelia atviro tipo NTF, kurie dėl savo struktūros yra itin pažeidžiami likvidumo šokų, todėl ir šiuo atveju buvo tiriami atviro tipo NTF.

Brady P. J., Conlin M. (2004) tyrė NTF (konkrečiai – REIT) įtaką NT objektų pelningumui. Šiam tikslui buvo sudaryta NT objektų (viešbučių) vienoje iš JAV valstijų duomenų bazė. Jos pagrindu analizuoti įvairūs santykiniai rodikliai ir atliktas jų palyginimas su NT objektais, kurių valdytojai buvo ne NTF. Taip pat su surinktais paneliniais duomenimis buvo atlikta ir regresinė analizė, kurios metu buvo tiriama NTF įtaka (NTF dalyvavimą NT objekto nuosavybėje pasitelkiant kaip fiktyvų kintamąjį) konkrečioms NT objekto veiklos charakteristikoms (pelningumui, užimtumui ir pan.).

Garbaravičiaus T., Dierick F. (2005) darbe išsamiai nagrinėjamas RDF poveikis ekonomikai. Tikslinga paminėti, kad poveikis ekonomikai taip pat nagrinėjamas ne absoliučia prasme, tačiau išskiriant sritis, kurioms gali turėti įtakos šių fondų atliekami investiciniai veiksmai. Tyrimo metodai, naudojami darbe yra pakankamai įvairūs, tačiau dažniausiai analizuojami fondų veiklos statistiniai duomenys (naudojamas svertas, pirminio lėšų įšaldymo terminas, pelningumas, svyravimai ir t.t.), juos lyginant ir skaičiuojant konkrečius rodiklius (pvz. koreliacija su akcijų ar obligacijų rinka).

Taip pat dažnai RDF poveikis ekonomikai nagrinėjamas analizuojant konkrečią problemą ar situaciją, kaip kad Rankin B. (1999) darbe, kuriame tirama ar RDF galėjo turėti įtakos Australijos dolerio kurso kitimui 1998 m. Tyrimui atlikti buvo nagrinėjami konkretūs valiutos prekybos duomenys. Taip pat buvo sudarytas ekonometrinis modelis, kuriuo bandyta sumodeliuoti Australijos dolerio kitimą, jei jį lemtų tik įprastiniai valiutos kurso kitimą lemiantys veiksniai. Šiuo modeliu gautą valiutos kurso kitimą lyginant su realiais pokyčiais buvo daromos išvados apie kitus, neįprastus, veiksnius, nulėmusius pokyčius. Tarp šių veiksmių autorius mini ir neigiamą RDF poveikį.

Apibendrinant AIF įtakos ekonomikai tyrimų metodikas, sudaryta 9 lentelė. Lentelėje pateikti atskiroms AIF rūšims charakteringi tyrimo atlikimo būdai, suskirstant naudojamus tyrimo metodus į grupes, pagal tyrimo atlikimo esmę.

Dėl konkrečios ir aiškiai struktūrizuotos PKF veiklos, šių fondų poveikio ekonomikai tyrimo metodika yra bene aiškiausia ir labiausiai nusistovėjusi, palyginti su kitais AIF. Kai tiriamas PKF veiklos poveikis, dažniausiai pasitelkiamos įmonių rodiklių duomenų bazės ir duomenys yra toliau apdorojami taikant ekonometrinius tyrimo metodus. Matoma tendencija, kad kai PKF investicijų apimtys yra nedidelės ar pati rinka yra formavimosi stadijoje, atliekant PKF veiklos tyrimą taikomi palyginimo metodai. Siekiant įvertinti ilgesnį laiką veikiančios PKF rinkos įtaką ekonomikai pasitelkiami



paneliniai duomenys ir su jų taikymu susijusios technikos, kurios leidžia gauti patikimesnius ir tikslesnius rezultatus.

**9 lentelė.** AIF poveikio ekonomikai tyrimo metodų matrica

	PKF	RDF	NTF
Tyrimų grupės	Palyginamoji ir santykinų rodiklių analizė (Megginson, 2004; Venture..., 2007, 2011; Alemana, Martí, 2005; Beer, Nhleko, 2009)	Palyginamoji ir santykinų rodiklių analizė (Garbaravicius, Dierick, 2005; Reza et al., 2013)	Palyginamoji ir santykinų rodiklių analizė (Brady, Conlin, 2004; Suarez, Vassallo, 2005; Cannon, Cole, 2010)
	Paneliniai duomenys/momentinio stebėjimo regresijos (Alemana, Martí, 2005; Cumming, Johan, 2013; Harris et al., 2013)	Atvejų analizė (Dixon et al., 2012; Aragon, Strahan, 2011; McGuire, Tsatsaronis, 2008; Chan et al., 2005; Rankin, 1999)	Atvejų analizė (Brady, Conlin, 2004; Cannon, Cole, 2010)
		Apklausų duomenų analizė (Dixon et al., 2012; Assessing..., 2012)	Pusiausvyros susidarymo modeliai/Nash pusiausvyra (Steffen, Marcel, 2006)

Šaltinis: sudaryta autoriaus

RDF, skirtingai nei PKF ar NTF, vykdoma investicinė veikla apima plačias sritis ir fondai gali pasitelkti daug įvairių strategijų. Tai yra pagrindinė priežastis, dėl kurios RDF poveikio ekonomikai tyrimo metodai yra labai įvairialypiai bei persipynę tarpusavyje. Daugeliu atvejų naudojami įvairūs tyrimo metodai, priklausomai nuo pasirinkto nagrinėti klausimo ar turimų duomenų. Taip pat retai yra sistemiškai tiriama RDF daroma įtaka, autoriai apsiriboja tam tikro praeities įvykio pasekmių tyrimu ir sąsajų su RDF nagrinėjimu, o tyrimo technika yra parenkama ir pritaikoma kiekvienai konkrečiai situacijai.

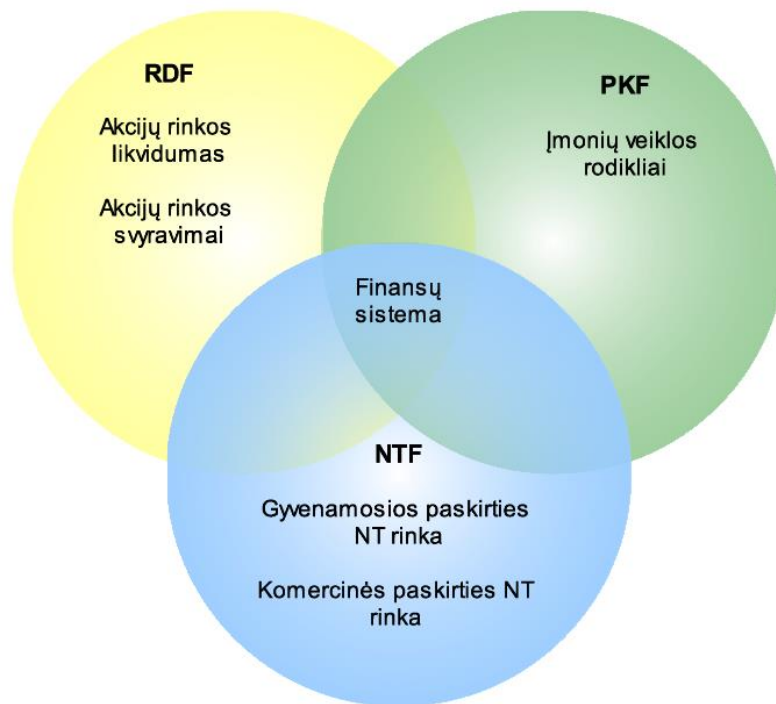
Nors NTF veikla yra specifinė ir pakankamai konkreti, dėl sudėtingos ir painios NTF klasifikacijos yra mažai darbų, tiriančių NTF, kaip bendros fondų grupės, įtaką ekonomikai, o ir esantys darbai pasižymi naudojamų tyrimo metodikų įvairove. NTF atveju ypač aiškiai pasireiškia tendencija, kad analizuojama ne NTF galima įtaka ekonomikai, o tai kaip šiuos fondus ar tam tikras atskiras jų charakteristikas (likvidumas, pelningumas ir pan.) paveikia makroekonominiai kintamieji ir rinkos sąlygos. Galima teigti, kad nagrinėjamu laikotarpiu dar nėra susiformavusių NTF įtakos ekonomikai tyrimo metodikos

pagrindų. Lietuvos atveju šis klausimas itin aktualus dėl santykinai didelių NTF valdomo turto ir vykdomos veiklos apimčių, todėl disertacijos autoriaus viena iš užduočių yra susijusi su NTF veiklos įtakos Lietuvos ekonomikai pirminės tyrimo metodikos paruošimu. Kitų AIF rūšių atveju metodikos naudojimo klausimas yra aiškesnis, kadangi kiti autoriai yra suformavę tam tikras metodologines tyrimo atlikimo gaires, kuriomis iš principo galima vadovautis, tam tikru laipsniu pakoreguojant ir pritaikant Lietuvos rinkai.

Apžvelgus AIF veiklos poveikiui ekonomikai tirti naudojamus metodus ir išanalizavus kitų autorių tyrimus nagrinėjama tema, matoma aiški tendencija, jog nėra nusistovėjusių tyrimo metodų, kurie gali būti pritaikomi konkrečioms AIF ar visam AIF sektoriui apskritai. Tyrėjai parenka ganėtinai skirtingus tyrimo būdus, priklausomai nuo norimo pasiekti rezultato ir tiriamos problemos. Dėl šių priežasčių vienas iš disertacijos autoriaus tikslų yra regresinės analizės metodo pritaikymas AIF poveikiui ekonomikai Lietuvoje tirti. Nors nagrinėjamu metu Lietuvoje tik viena AIF rūšis veikia pakankamai produktyviai, kad būtų galima kiekybiškai vertinti jos daromą poveikį, tačiau tikėtina, kad ateityje šių fondų veikla plėsis ir tokie tyrimai bus aktualūs, todėl jau šiuo metu tikslinga sudaryti modelius šių fondų įtakai vertinti. Tais atvejais, kai nėra įmanoma objektyviai ir patikimai kiekybiniais metodais įvertinti AIF daromo poveikio, pasitelkiami kiti tyrimo būdai.

Taip pat galima atkreipti dėmesį, kad nėra nagrinėjama AIF veiklos įtaka ekonomikai apskritai, įtaka ekonomikai tiriama per tam tikrus ekonominius kintamuosius, kurie kartu turi įtakos ir bendrai šalies makroekonominiai situacijai. Atsižvelgiant į AIF veiklos pobūdį, duomenų trūkumą ir jų nevienareikšmiškumą, toks tyrimo būdas yra vienas iš tinkamiausių, nes leidžia gauti patikimiausius įverčius. Tiriant konkrečius kintamuosius, kuriems turi įtakos atskirų rūšių AIF, įmanoma ne tik kokybiškai iširti jų įtaką, bet ir įvertinti, ar šie fondai per minėtus kintamuosius daro įtaką ekonomikai. Atliekant Lietuvoje registruotų AIF įtakos ekonomikai tyrimą, taip pat pasirinktas šis principas, tačiau norint jį tinkamai panaudoti, reikalinga išskirti kintamuosius, kuriems įtakos gali turėti AIF.

Atsižvelgiant į AIF veiklos ypatumus ir galimus poveikio ekonomikai būdus, kurie apibendrinti 34 paveiksle, tikslinga kiekvieną AIF rūšį tirti atskirai, analizuojant konkretaus tipo fondui būdingas specifines veiklas. 35 paveiksle pateikti veiksniai pagal kiekvieną AIF rūšį, kuriems potencialiai daroma įtaka yra tiriama. Vertinant AIF daromą įtaką parinktiems veiksniams, tuo pačiu gali būti daromos išvados ir apie AIF įtaką Lietuvos ekonomikai bei atskiriems šalies ūkio sektoriams.



### 35 pav. Veiksniai, kuriuos veikia AIF

Šaltinis: sudaryta autoriaus

PKF atveju parinkti rodikliai, kurie galėtų atspindėti PKF daromą įtaką realiajam sektoriui, per sukuriama pridėtinę vertę, t.y. tiriant PKF atliekamų investicijų įtaką įmonių plėtros ir veiklos rodikliams ir tokių įmonių santykį bendrame veiklos kontekste bei jų kuriamą pridėtinę vertę šalies ekonomikai.

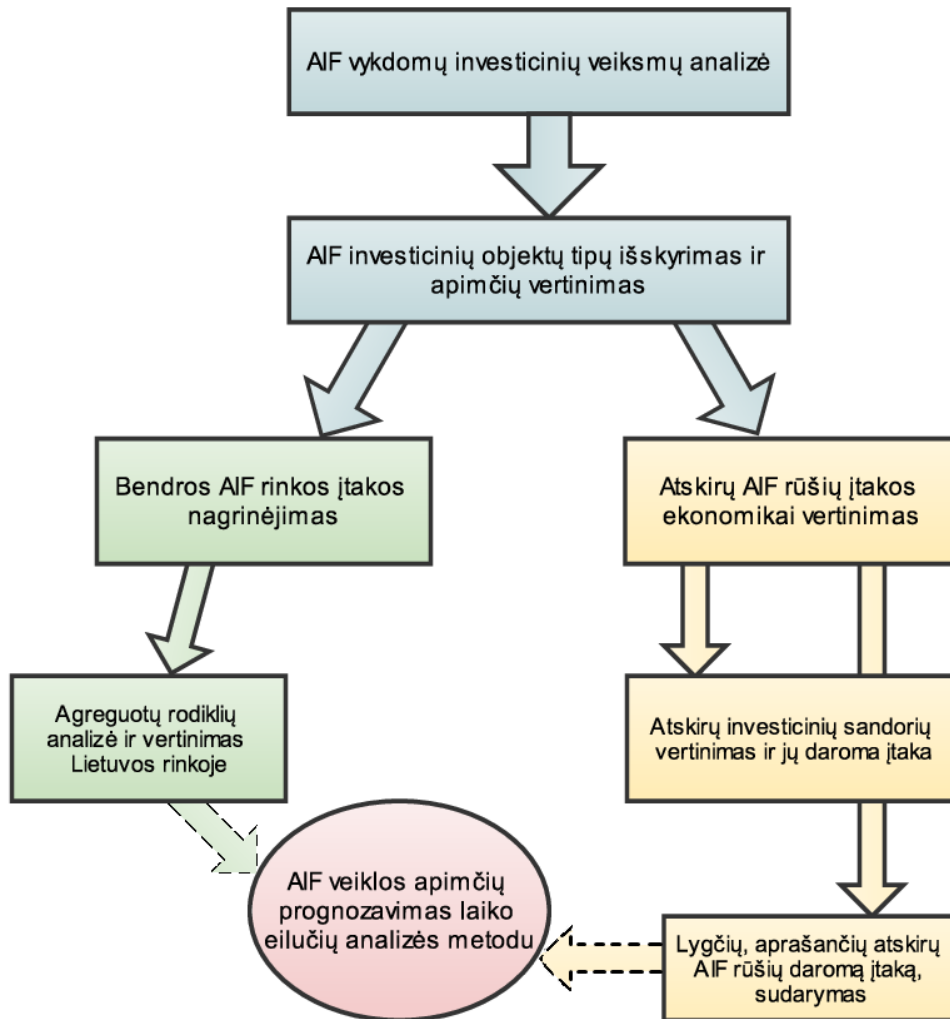
NTF veikla susijusi su investicijomis į NT rinką tiek investuojant į jau egzistuojančius objektus, tiek ir plėtojant naujus projektus. NTF veikia ir gyvenamosios paskirties ir komercinės paskirties NT rinkose, o šių rinkų savybės iš esmės skiriasi, todėl NTF veiklos įtakos tyrimui pasirinkta šias rinkas nagrinėti atskirai, įvertinant NTF atliekamų investicijų įtaką NT rinkas apibūdinantiems pagrindiniams rodikliams.

Kaip matyti iš 35 paveikslo, visi AIF gali turėti poveikį (NTF ir PKF daugiausia netiesioginį, RDF ir tiesioginį) finansų sistemai. RDF atveju, kaip ir kitų AIF rūšių atveju bus tiriama bendra įtaka finansų sistemai, analizuojant fondų veiklos ataskaitas, jų pagrindu gaunamus duomenis ir kitus išvestinius rodiklius. Vis dėlto RDF atvejis AIF kontekste yra išskirtinis, kadangi šių fondų veikla nėra tiesiogiai susijusi su investicijomis į realųjį sektorių – RDF veiklą daugiausia vykdo kapitalo rinkose. Dėl šios priežasties ir RDF veiklos įtakos tyrimas koncentruojasi į finansų rinkoje atliekamus veiksmus ir jų galimą poveikį rinkai. Finansų sistema gali būti skaidoma į keletą sudedamųjų dalių, todėl RDF atveju, siekiant didesnio tikslumo, reikalinga susiaurinti tyrimo objektą ir RDF veiklos tiesioginį poveikį tirti tik analizuojant kapitalo rinką. Tokiu atveju pagrindiniai rodikliai, per kuriuos galėtų būti matuojama RDF daroma įtaka būtų akcijų rinkos likvidumas ir RDF susietumas su kitais investiciniais fondais ar tarpusavyje pagal naudojamas strategijas, kuris gali kelti likvidumo ir poveikio finansų sistemai rizikas.

Bendru atveju prioritetas tyrimo metodas, kuris turėtų suteikti objektyviausius ir patikimiausius duomenis yra regresinė analizė (ekonometrinis modeliavimas), tačiau atsižvelgiant į trumpą AIF veiklos Lietuvoje periodą, tuo atveju, kai nėra įmanoma sudaryti kokybiško ekonometrinio modelio, poveikis tiriamas kitais metodais, duodančiais geriausius rezultatus (pvz., duomenų ekspertinis vertinimas, laiko eilučių analizė, simuliacinė analizė ir kiti). Vis dėlto AIF poveikis ne visais atvejais gali būti tiksliai kiekybiškai išmatuojamas. Kai kuriais atvejais AIF įtaka gali būti aptarta iš esmės tik teoriniu lygmeniu, analizuojant situaciją rinkoje ir galimą poveikį aprašant pasitelkus santykinius dydžius ir palyginamąsias statistikas (pvz., kai AIF naudojasi kredito įstaigomis kaip pirminiais brokeriais, galima tik įvertinti kokią pajamų dalį iš to gauna bankas, kokie yra kiti jo ryšiai su AIF ir tokiu atveju modeliuoti galimas pasekmes kredito įstaigai tuo atveju, kai AIF susiduria su nesėkmėmis ar patiria bankrotą).

#### 4. ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDŲ POVEIKIO LIETUVOS EKONOMIKAI GALIMYBIŲ TYRIMAS

Atsižvelgiant į teorinėje disertacijos dalyje aptartą AIF ir atskirų jų rūšių specifiką bei naudojamus tyrimo metodus, AIF, registruotų Lietuvoje, įtaka Lietuvos ekonomikai ir jų poveikio galimybių tyrimas atliekamas tam tikrais etapais, kuriuos grafiškai vaizduoja 36 paveikslas.



**36 pav.** AIF poveikio Lietuvos ekonomikai tyrimų planas

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Tyrimas atliekamas dvejomis pagrindinėmis kryptimis – analizuojama bendra Lietuvoje registruotų AIF veikla, nagrinėjant veiklos rezultatų ataskaitas ir konkrečius rodiklius bei jų sąsajas su šalies makroekonominiais rodikliais. Kartu išskiriant atskiras AIF rūšis yra tiriama specifinė konkrečių rūšių fondų galima įtaka ekonomikai, priklausomai nuo jų vykdomos veiklos ir

atliekamų operacijų apimčių. Taip pat, išgryninus veiksnius, kuriems įtakos gali turėti AIF, sudaromos lygtys, aprašančios konkrečios AIF rūšies įtaką ekonomikai (per tam tikrus ekonomiką atspindinčius rodiklius). Papildomai iš viso to išplaukia ir poreikis įvertinti ateities AIF investicijų apimtis, todėl pasitelkus laiko eilutes, prognozuojami AIF valdomo turto dydžiai artimiausiais periodais.

Tiriant AIF veiklą ir tam tikslui naudojant fondų veiklos ataskaitų duomenis, kai kuriais atvejais yra analizuojamas trumpesnis periodas, t.y. neįtraukiamas 2013 m. III ketvirtis. Tai susiję su fondų atskaitomybe – dauguma AIF teikia ataskaitas kiekvieną ketvirtį, o RDF ir vienas NTF teikia tik pusmetines ataskaitas. Todėl analizuojant AIF veiklos duomenis ir jų pagrindu atliekant tyrimą, tais atvejais, kai apibūdinami reiškiniai susiję su fondų, teikiančių tik pusmetinius duomenis veikla, aprėpiamas laikotarpis tęsiasi iki 2013 m. vidurio. Taip pat daugeliu atvejų (dėl aukščiau paminėtos priežasties) pateikiami pusmetiniai, o ne ketvirtiniai duomenys.

Fondų veiklos ataskaitos yra teikiamos kaupiamuoju principu, todėl norint pamatyti kitimo tendencijas įvykusias per vieną periodą, parengtuose paveiksluose ir lentelėse duomenys yra apdoroti ir pateikti ne kaupiamuoju būdu, o atskiriant kiekvieną ataskaitinį laikotarpį atskirai. Tais atvejais, kai yra svarbi ne apyvarta per laikotarpį, o laikotarpio pabaigos duomenys (pvz., nagrinėjant pinigų likutį) pateikiami kaupiamieji duomenys.

#### 4.1. Bendro AIF sektoriaus įtaka finansų sistemai

Vertinant AIF daromą įtaką Lietuvos ekonomikai, visų pirma tiriama bendra AIF veikla Lietuvoje, analizuojant fondų veiklos ataskaitas, jų turinį ir disertacijos autoriaus apskaičiuotus įvairius kitus išvestinius rodiklius. Tokiu būdu vertinama bendra AIF įtaka finansų sistemai, tai savo ruožtu sukuria sąlygas pereiti prie konkrečių AIF rūšių daromos įtakos tyrimo.

Į tyrimą yra įtraukta 11 fondų, kurių ketvirtinės ar pusmetinės ataskaitos pateikiamos viešai, likusieji 3 AIF savo ataskaitų neskelbia ir jų duomenys

nėra prieinami. Iš šių 11 nagrinėjamų fondų vienas fondas 2013 m. viduryje dar nėra pradėjęs vykdyti aktyvios investicinės veiklos. Nors 2013 m. II ketvirčio pabaigoje šalyje registruota 14 AIF, tačiau į nagrinėjimą įtrauktų 11 AIF valdomas turtas sudaro 91,9% visų AIF valdomo turto, todėl galima teigti, kad į nagrinėjimą įtraukti fondai gerai atspindi visą AIF, registruotų Lietuvoje, rinką.

Lietuvoje registruotų ir veikiančių AIF komisinių paslaugų mokėjimai šalies kredito įstaigoms leidžia įvertinti AIF įtaką ir svarbą šalies finansų sistemai bei susietumo laipsnį su kitais finansų sistemos dalyviais. Duomenų analizė atskleidžia (žr. 15 priedą), kad kredito įstaigų gaunamos pajamos (AIF patiriamos sąnaudos) nuosekliai auga – daugiausia tai susiję su didėjančiu fondų skaičiumi ir besivystančia jų veikla. Detalizuojant AIF komisinių sąnaudų struktūrinį pasiskirstymą, sudaryta 10 lentelė, kurioje pateikiami vieno laikotarpio (2012 m. IV ketvirčio) komisinių sąnaudų informacija. Sudarant lentelę, pasirinkta nagrinėti metų pabaigos, o ne 2013 m. II ketvirčio duomenis. Lentelėje naudojami kaupiamieji duomenys, todėl naudojant ilgesnio periodo (metų, palyginti su dviejų ketvirčių) skaičius, geriau atskleidžiamos buvusios tendencijos.

**10 lentelė. AIF patirtų komisinių bankams sąnaudos 2012 m. pabaigoje**

Eil. Nr.	Fondas	AIF tipas	Suma, Lt	Santykinė dalis, %	Fondo GA	Fondo GA santykinė dalis, %
1	Orion Axia Value Fund	RDF	23474,00	12,5	1501420	1,1
2	Orion Algorithmic Trading Portfolio	RDF	0	0,0	0	0,0
3	Orion Absolute Return Portfolio	RDF	13637,00	7,3	3581140	2,6
Viso RDF			<b>37111,00</b>	<b>19,8</b>	<b>5082560</b>	<b>3,7</b>
4	Lords LB Private Equity Fund I	PKF	4410,00	2,4	22082831,43	16,1
5	Lords LB Private Equity Fund II	PKF	0	0,0	0	0,0
Viso PKF			<b>4410,00</b>	<b>2,4</b>	<b>22082831,43</b>	<b>16,1</b>
6	Lords LB Baltic Fund I	NTF	114556,76	61,1	84614361,72	61,7
7	Lords LB Baltic Fund II	NTF	9100,86	4,9	8504555,82	6,2
8	Lords LB Baltic Fund III	NTF	0,00	0,0	0	0,0

Eil. Nr.	Fondas	AIF tipas	Suma, Lt	Santykinė dalis, %	Fondo GA	Fondo GA santykinė dalis, %
9	Lords LB Opportunity Fund I	NTF	17355,05	9,2	12279100,59	9,0
10	Lords LB Opportunity Fund II	NTF	2500,00	1,3	361211,02	0,3
11	Orion Agroland Value Fund I	NTF	2599,00	1,4	4147535	3,0
Viso NTF			<b>146111,67</b>	<b>77,9</b>	<b>109906764,2</b>	<b>80,2</b>
Viso			<b>187632,67</b>	<b>100,0</b>	<b>137072155,6</b>	<b>100,0</b>

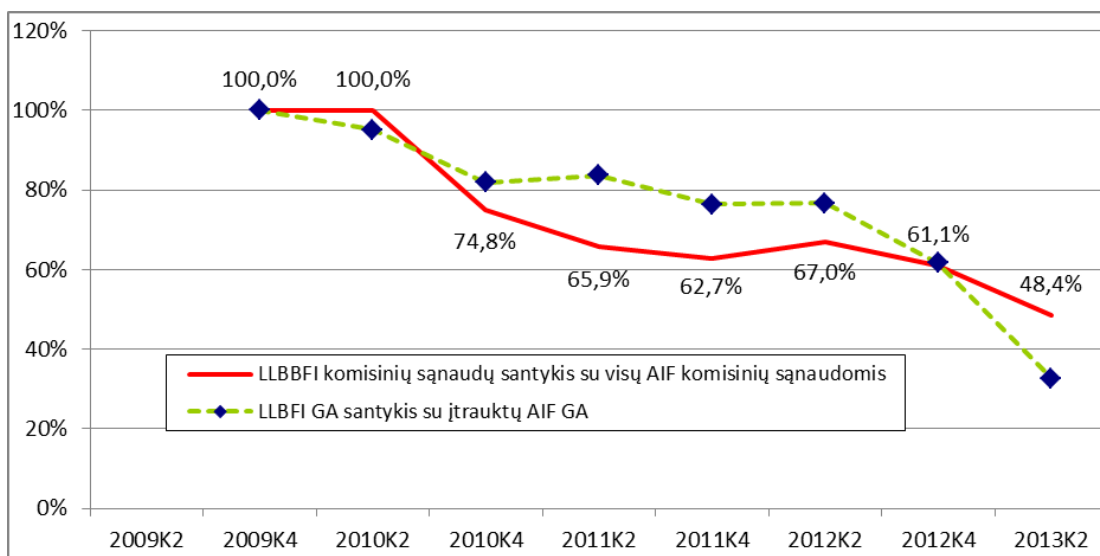
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

Matomos tendencijos siejasi su pačių registruotų fondų ir jų grynujų aktyvų (toliau – GA) apimtimis – t.y. didžiausias komisinių sąnaudų patiria NTF, kurių nagrinėjamu laikotarpiu veikiančių yra daugiausia ir jų GA apimtys yra didžiausios palyginti su kitomis AIF rūšimis.

Analizuojant lentelėje pateiktus rodiklius, pastebima, kad nors RDF GA vertė yra mažesnė nei PKF, tačiau jų patiriamų komisinių sąnaudų dalis yra gerokai didesnė (atitinkamai 19,8% RDF ir 2,4% PKF). Tai sietina su RDF veiklos specifiška – aktyvesne investicine veikla, kuri lemia ir didesnę sandorių skaičių. Nagrinėjami RDF įsteigti ir veikia ilgesnį laiką nei PKF, kuris įregistruotas 2012 m. III ketv., tačiau tuo negalima grįsti didesnių komisinių sąnaudų santykinę dalį, kadangi analizuojant visų atskirų AIF komisinių sąnaudų kitimą įvairiais laikotarpiais nebuvo nustatyta dėsningumo, kad kurioje nors veiklos fazėje komisiniai sudarytų ženkliai skirtingą dalį, lyginant su GA verte (minėtas santykis yra gana pastovus visų fondų atveju ir mažai svyruoja fondo veiklos eigoje (iš dalies tai atspindi toliau tekste aptariamas 39 paveikslas)).

37 paveiksle pateiktas reikšmingiausio nagrinėjamo AIF – nekilnojamojo turto fondo „Lords LB Baltic Fund I“ (toliau – LLBBFI) – patirtų komisinių sąnaudų santykis su visų tiriamų AIF patirtomis komisinių sąnaudomis ir fondo GA vertės santykis su nagrinėjamų AIF GA.





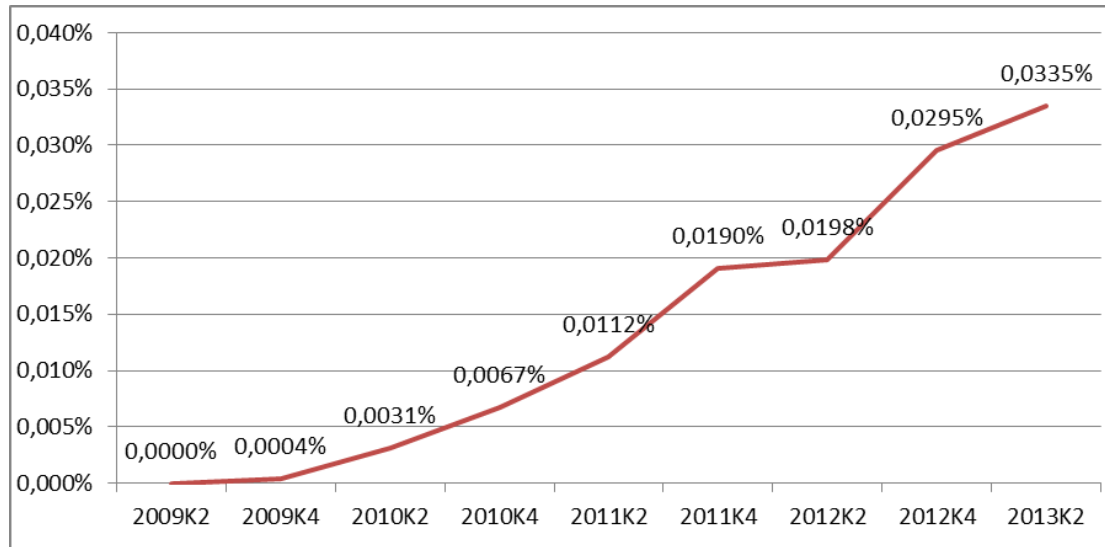
**37 pav.** LLBBFI ir AIF komisinių sąnaudų santykis 2009–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

37 paveiksle pateikti dydžiai rodo, kad steigiantis naujiems fondams ir dėl to mažėjant LLBBFI fondo GA santykiui su nagrinėjamų fondų GA (punktyrinė linija paveiksle), kartu mažėja ir fondo komisinių išlaidų kredito įstaigoms santykis. Atsižvelgiant į aukščiau pateiktus duomenis ir dėsningumus bei iš paveiksle matomų tendencijų, galima daryti išvadą, kad AIF patiriamų komisinių sąnaudų augimą lemia didėjantis fondų skaičius ir didėjančios GA apimtys, kadangi patiriamų komisinių išlaidų santykis su GA yra gana pastovus ir mažai priklauso nuo fondo veiklos fazės. Nuo fondo veiklos fazės nemaža apimtimi priklauso jo valdomo turto ir GA vertė, o nuo šio dydžio absoliučia prasme priklauso fondo patiriami komisinių sąnaudų dydžiai, todėl ir komisinių sąnaudos tik netiesiogiai siejasi su fondo veiklos faze ir santykinės komisinių sąnaudų apimtys nepriklauso nuo jos.

Augant AIF su bankų paslaugomis susijusių išlaidų apimtims, analogiškai didėja ir santykinė tokių pajamų dalis kredito įstaigų pajamose, uždirbamose iš teikiamų paslaugų ir gaunamų komisinių (38 paveikslas). Nors paveiksle pavaizduotas santykinis dydis nuolat didėja, ypač smarkiai jis išaugo 2011 m. pabaigoje – kredito įstaigų pajamos nagrinėjamu laikotarpiu išliko panašiam lygyje ir netgi sumažėjo toliau tebesitęsiant finansų ir ekonomikos

krizei, o registruotų ir veikiančių AIF skaičius augo, taip pat jų GA vertė, o tai lėmė ir su jų veikla susijusių išlaidų apimčių didėjimą.



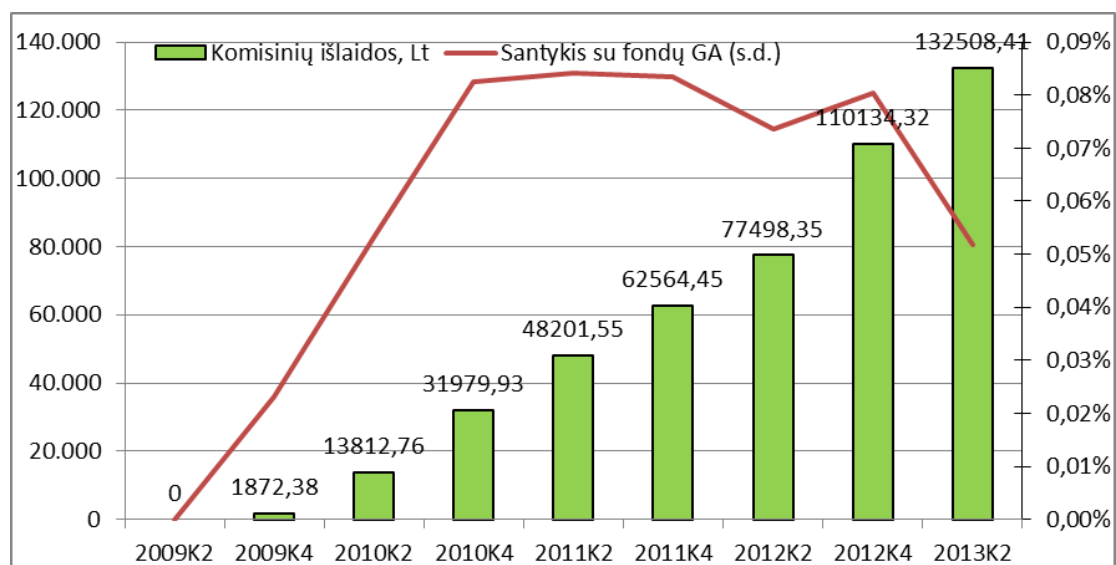
**38 pav.** Kredito įstaigų pajamų iš AIF santykinė dalis 2009–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

Galinienė B., Jarašius G. (2014) teigia, kad 38 paveiksle pateiktas santykis yra nykstamai mažas (2013 m. II ketv. sudaro šiek tiek daugiau nei 0,03% kredito įstaigų paslaugų ir komisinių pajamų), todėl nėra pagrindo manyti, kad Lietuvos kredito įstaigos yra priklausomos nuo AIF ir jų vykdomos veiklos ir AIF per šią grandį galėtų turėti įtaką finansų sistemai. Nors matoma tendencija, kad 38 paveiksle nagrinėjamas santykinis dydis nuolat auga, ir galima pagrįstai tikėtis, jog taip bus ir artimiausiais laikotarpiais, mažai tikėtina, kad jis pasieks dydį, galintį turėti įtakos finansų sistemai per kredito įstaigų sektorių. Šį teiginį galima papildomai paremti ir tuo, kad skaičiuojant santykinį dydį nagrinėjamos tik kredito įstaigų pajamos iš teikiamų paslaugų ir komisinių, kai visos kredito įstaigų pajamos susideda ir iš kitų dedamųjų (pvz. 2013 m. II ketv. kredito įstaigų paslaugų ir komisinių pajamos sudarė 27,0 % visų pajamų (Lietuvos..., 2013b)), todėl AIF komisinių sąnaudų dalis kredito įstaigų pajamose yra dar mažesnė, nei pateikta 38 paveiksle.

Jei AIF valdomo turto apimtys išaugtų kiek mažiau nei dvigubai ir sudarytų 50% visų KIS valdomo turto apimčių (2013 m. vidurio duomenimis

tai sudarytų 401,21 mln. litų), komisinių išlaidos atsižvelgiant į tendencijas (2013 m. viduryje komisinių sąnaudos sudarė 0,05% AIF GA) sudarytų 207625,36 Lt. Neatsižvelgiant į augančias kredito įstaigų pajamas, sumodeliuotos AIF komisinių išlaidos sudarytų tik 0,05% kredito įstaigų paslaugų ir komisinių pajamų. Pažymėtina, kad modeliavimui parinkti dydžiai yra optimistiniai ir net įgyvendinus šį scenarijų gautas rezultatas vis dar nėra reikšmingas.



**39 pav.** AIF komisinių išlaidos ir jų santykis su GA 2009–2013 m.

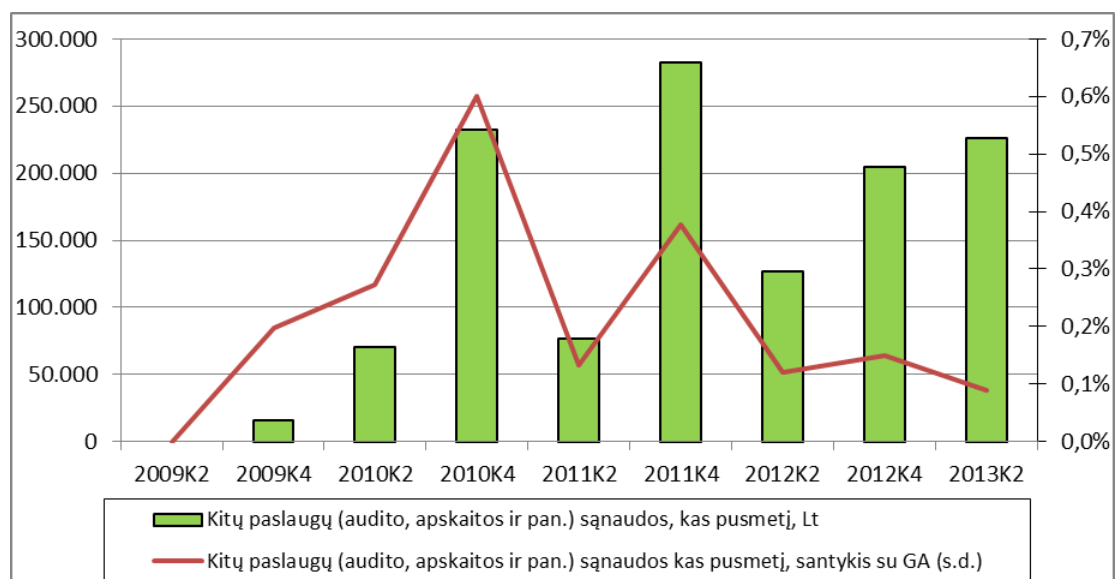
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

39 paveiksle pateikti duomenys leidžia teigti, kad AIF išlaidos kredito įstaigoms komisinių pavidalu yra augančios (pateikti pusmetiniai duomenys nekaupiamuoju būdu), tačiau priklauso nuo fondų skaičiaus ir atitinkamai jų turimų GA, kadangi santykis tarp komisinių sąnaudų ir GA (linija 39 paveiksle) yra gana pastovus ir tik pirminėje AIF veiklos įteisinimo Lietuvoje fazėje keletą pusmečių augo. Paskutinį nagrinėjamą ketvirtį stebimas komisinių santykio su GA sumažėjimas, kadangi veiklą pradėjo vykdyti NTF. Atskirų AIF rūšių komisinių išlaidų santykis su GA taip pat yra pakankamai pastovus, tačiau jo absoliuti reikšmė skiriasi, nagrinėjant skirtingas AIF rūšis. Todėl pradėjus veikti NTF, kurio komisinių išlaidų ir GA santykis yra mažesnis nei kad pavyzdžiui RDF (NTF atlieka mažiau investicinių veiksmų ir investiciniai sandoriai yra didesnės vertės), bendras AIF komisinių išlaidų

santykis su fondų GA mažėjo (papildomo NTF įtraukimas lėmė didelę bendrą AIF GA padidėjimo dalį, o komisinių išlaidos neaugo tokiu pačiu tempu).

Apibendrinant AIF komisinių sąnaudų kitimo tendencijas, galima teigti, kad plėtojantis AIF veiklai ir steigiantis naujiems AIF, didės ir komisinių kredito įstaigoms apimtys, tačiau tuo pačiu augs ir kredito įstaigų iš kitų šaltinių gaunamos bendrosios pajamos. Todėl mažai tikėtina, kad aptartas santykis išaugs iki reikšmingo lygio, galinčio kelti grėsmę bankų sistemai ar atskiroms kredito įstaigoms.

40 paveiksle pateikti analizuojamų AIF patiriami kitų paslaugų sąnaudų duomenys. Tai daugiausia audito, apskaitos ir teisinių konsultacijų paslaugų apmokėjimo išlaidos. Dėl minėtų išlaidų rūšių specifikos gali būti paaiškintos ir paveiksle matomas aiškus cikliškumas, pasižymintis išlaidų išaugimu metų pabaigoje.



**40 pav.** Lietuvoje registruotų AIF kitų paslaugų sąnaudos 2009–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

Didžiausios audito ir apskaitos paslaugų sąnaudos būtent ir yra patiriamos metų pabaigoje. Analogiškai kinta ir šių išlaidų santykis su fondų GA verte – jis gana smarkiai svyruoja ir išauga metų pabaigoje, nors ir matoma tam tikra stabilizacija paskutiniiais paveiksle nagrinėjamais ketvirčiais. Tai sietina su didėjančia nagrinėjamų fondų GA verte – skirtingai nei komisinių sąnaudų, kitų paslaugų sąnaudos labiau priklauso ne nuo fondų GA, o nuo

fondų skaičiaus. Didėjant vien tik AIF GA vertei, patiriamos kitų paslaugų sąnaudos išlieka panašiam lygyje, kadangi šių išlaidų prigimtis yra fiksuota, jos mažiau priklauso nuo GA ir vykdomos veiklos apimčių (kitų paslaugų sąnaudų koreliacija su GA siekia 0,62, kai komisinių sąnaudų atveju, koreliacija su GA verte siekia 0,95). Todėl 2012 ir 2013 metais, mažai kintant AIF skaičiui ir dėl to neaugant kitų paslaugų sąnaudų apimtims, net ir augant AIF GA, kitų paslaugų sąnaudų santykis su fondų GA, palyginti su ankstesniais periodais sumažėjo, o vėliau pradėjo stabilizuotis ir nusistovėti viename lygyje.

Teorinėje disertacijos dalyje buvo iškelta mintis, kad NTF veiklą gali riboti prievolė atlikti įsigyjamo turto vertinimą ir taip pat atlikti turimų GA vertinimą kiekvieną ketvirtį. Atsižvelgiant į 40 paveikslo duomenis, kuriuose matyti, kad kitų paslaugų (į kurias patenka ir mokesčiai turto vertintojams) sąnaudų santykis su fondų GA yra nereikšmingas (per paveiksle analizuojamą laikotarpį vidutiniškai sudarė 0,2%, maksimaliai siekė 0,6% nuo fondų GA<sup>30</sup>), galima daryti išvadą, kad NTF taikomi papildomi apribojimai, susiję su dažnesniu aktyvų vertinimu, nėra priežastis, galinti stabdyti NTF plėtrą. Tokių apribojančių priemonių naudojimas reikalingas apsaugant investuotojus ir siekiant žinoti tikrąją turimo turto vertę bei užkertant kelią galimoms spekuliacijoms dėl aktyvų kainų vertinimo ir fondo vienetų išpirkimo neatitikimų laike.

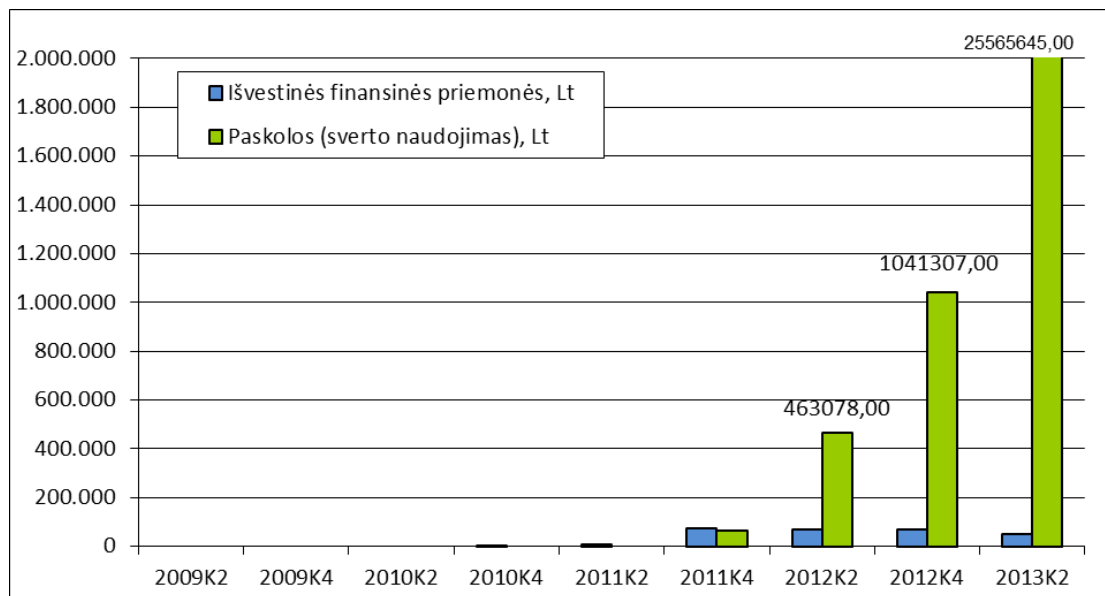
Iš AIF veiklos ataskaitų matyti, kad dauguma nagrinėjamų fondų naudojami Lietuvoje veikiančių didžiųjų audito bendrovių paslaugomis, todėl palyginimui pateikiamas šių bendrovių pajamų ir AIF patiriamų tokių paslaugų sąnaudų santykis. Paskutinį 2012 metų ketvirtį AIF patirtos audito, apskaitos ir teisinių paslaugų sąnaudos, remiantis audito bendrovių finansinėmis ataskaitomis, sudarė 0,80% UAB „PricewaterhouseCoopers“ uždirbtų pajamų. Atsižvelgiant į tai, kad ne visi nagrinėjami fondai naudojami šios konkrečios audito įmonės paslaugomis (taip pat naudojamosi UAB „KPMG Baltics“ ar

---

<sup>30</sup> Paveiksle pateiktos bendros kitų paslaugų išlaidos, todėl faktinės išlaidos, susijusios su turto vertinimu, yra dar mažesnės.

UAB „Ernst & Young Baltic“ paslaugomis; 2011 m. pabaigos duomenimis aukščiau aprašytas santykis atitinkamai yra 1,92% ir 0,47%), konkrečios bendrovės pajamose AIF išlaidos sudarys dar mažesnę santykinę dalį, todėl šių bendrovių veiklos stabilumui bendradarbiavimas su AIF įtakos nedaro.

41 paveiksle pateikti nagrinėjamų AIF duomenys apie svarto ir išvestinių finansinių priemonių naudojimą. Dėl neprieinamų veiklos ataskaitų į nagrinėjimą įtraukti ne visi RDF, kurie potencialiai galėtų daugiausiai naudotis šiomis priemonėmis, todėl iš pateiktų duomenų negalima susidaryti visiškai tikslaus AIF rinkos vaizdo nagrinėjamu klausimu, tačiau bendros tendencijos atsispindi ir pateiktame paveiksle. Kadangi 2013 m. II ketvirtį itin smarkiai išaugo naudojamo svarto dydis, siekiant pavaizduoti ir praėjusių laikotarpių duomenis, paskutinio nagrinėjamo ketvirčio duomenys nėra rodomi paveiksle pilnos apimties, tačiau yra pateikiama rodiklio skaitinė reikšmė.



**41 pav.** AIF naudojamos išvestinės finansinės priemonės ir svarto naudojimas 2009–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

AIF, įtraukti į tyrimą, svartą ir išvestines finansines priemones naudoti pradėjo tik 2011 m. pabaigoje, ir iki analizuojamo laikotarpio pabaigos svarto naudojimas išaugo ypač smarkiai. KISĮ numatyti svarto naudojimo apribojimai (išskyrus RDF), tačiau nagrinėjami fondai nėra pasiekę maksimalių nustatytų

dydžių, kadangi 2013 m. viduryje bendras AIF sverto dydis sudarė 9,98% nagrinėjamų AIF GA vertės ir tai buvo didžiausias pasiektas dydis per nagrinėjamą laikotarpį (2012 m. pabaigoje šis rodiklis siekė 0,76%).

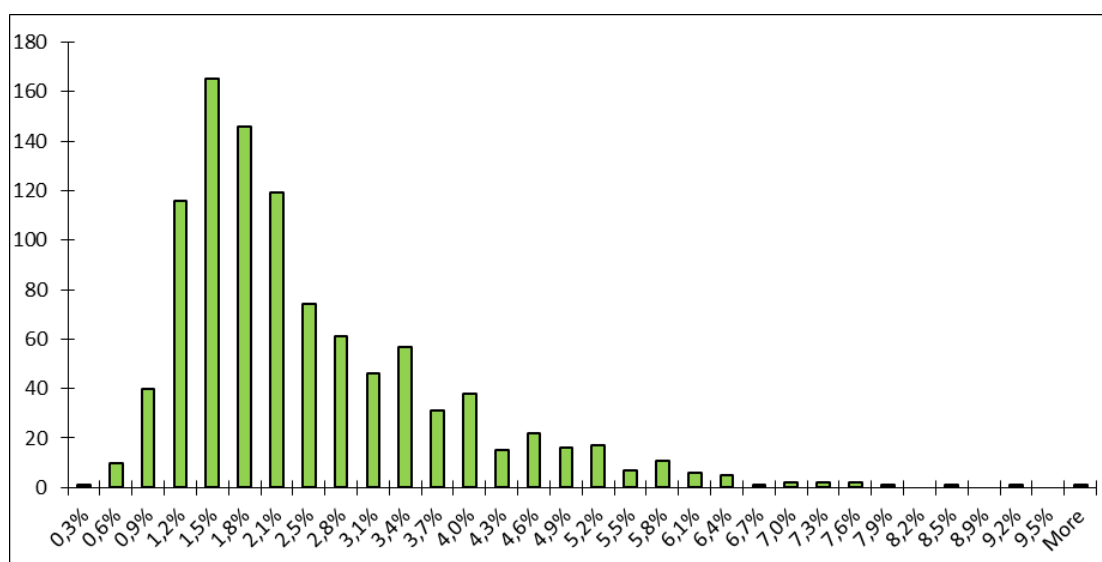
Analizuojant atskirus fondus matyti, kad svertas naudojamas vis aktyviau – 2012 m. pabaigoje svertą naudojo tik du fondai (Orion Axia Value Fund (RDF) ir Lords LB Baltic Fund I (NTF)), o 2013 m. viduryje finansinį svertą vykdydami veiklą pasitelkė penki AIF (1 RDF ir 4 NTF). Atsižvelgiant į tai, kad RDF maksimalus sverto dydis nėra nustatytas, o NTF jis leidžiamas iki 50%, galima teigti, kad aktualus fondų naudojamo sverto dydis neramumų finansų rinkose atveju nekeltų grėsmės stabiliai AIF veiklai ir tuo pačiu finansų sistemai. Nors Orion Axia Value Fund naudojamo sverto santykis nėra mažas (beveik 19% 2013 m. II ketv. pabaigoje), tačiau palyginti su pasaulinėmis tendencijomis, sverto naudojimas neviršija vidurkio (31 paveikslo duomenimis 2012 m. sverto dydis siekė 30% valdomo kapitalo). Be to, šio konkretaus fondo GA sudaro mažą dalį (2013 m. viduryje – 0,6%) visų tiriamų AIF GA, todėl ir šio fondo nesėkmė turėtų mažą tiesioginę įtaką bendrai situacijai AIF rinkoje. NTF atveju naudojamas vidutinis sverto dydis siekia kiek daugiau nei 11% ir tik vieno iš fondų (Lords LB Opportunity Fund I) naudojamas finansinis svertas siekia 39%. Tačiau kaip ir RDF atveju, šis konkretus NTF sudaro mažą santykinę dalį AIF kontekste (1,8% nuo bendrų GA vertės), o sverto dydis išaugo, nes fondas artėja prie veiklos pabaigos termino, mažėja jo GA, o paskolos suma vis dar išlieka panašiam lygyje (Galiniene, Jarašius, 2014).

Atsižvelgiant į didėjančią sverto naudojimą ir besikeičiantį tokių priemonių naudojimo reguliavimą, tikslinga įvertinti galimą sverto naudojimo poveikį AIF GA Baltijos šalių akcijų rinkų kontekste. Siekiant šio tikslo, disertacijoje modeliuojama, kaip, priklausomai nuo situacijos rinkoje ir AIF turimo sverto dydžio, galėtų kisti finansinė fondo situacija ir tokiu būdu įvertintas potencialiai rizikingas sverto dydis Lietuvos atveju.

Analizuojant naudojamo sverto įtaką fondo turimų GA vertei, buvo modeliuojami galimi pokyčiai Baltijos šalių akcijų rinkose. Pasirinktos 8

Baltijos šalių akcijų rinkos akcijos, turinčios didžiausią kapitalizaciją, ir naudojami jų dieniniai prekybos duomenys už 2009-2012 m. Toks laikotarpis pasirinktas, kadangi jis sutampa su AIF veiklos Lietuvoje periodu. Pasirinktų akcijų kapitalizacija sudaro beveik 60,0% nagrinėjamo laikotarpio Baltijos šalių akcijų rinkos kapitalizacijos. Nors svertas yra naudojamas su konkrečia investicinio objekto pozicija, tačiau skaičiavimams parinkus didžiausias akcijas pagal kapitalizaciją, gauti rezultatai atspindi akcijų rinką ir tokiu būdu yra geras pakaitalas konkrečios akcijos svyravimų naudojimui, be to skirtingi fondai gali naudoti svertą įvairių akcijų pozicijų įgijimui, todėl rinką atspindintis rodiklis taip pat yra parankesnis modeliavimui.

Naudojant svertą svarbus ne tik dienis aktyvo kainos pokytis, tačiau ir jo kainos svyravimai prekybos laiko eigoje, todėl buvo apskaičiuotas skirtumo tarp akcijos maksimalios ir minimalios dienos kainos santykis su vidutine tos dienos kaina. Vėliau visų 8 nagrinėjamų akcijų dieniniai kainos svyravimų pokyčiai buvo agreguoti ir gautas jų vidurkis, taip apskaičiuojant Baltijos šalių akcijų rinką atspindinčius dieninius akcijų kainų svyravimus, išreikštus procentais. Iš šių duomenų sudaryta pasiskirstymo histograma pateikta 42 paveiksle.



**42 pav.** Baltijos šalių akcijų rinkos 2009–2012 m. laikotarpio akcijų kainų dieninių pokyčių histograma

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis NASDAQ..., 2013



42 paveiksle iš viso pavaizduoti 1014 prekybos dienų akcijų kainų pokyčiai, apimantys 2009 – 2012 m. laikotarpį. Iš grafinio vaizdo galima spręsti, kad Baltijos šalių akcijų rinka 2009 – 2012 m. laikotarpiu nepasižymėjo plačių apimčių svyravimais, kadangi svyravimų 1,2 – 1,5% intervale kiekiškai išraiška yra daugiausia (16,3% visų svyravimų). Taip pat pastebima, kad didžioji dalis kainų svyravimų per dieną nukrypsta nuo vidutinės tos dienos kainos ne daugiau nei 5% (tokių apimčių svyravimai sudaro apie 95% viso pasiskirstymo).

Modeliuojant grynujų aktyvų pokyčius dėl sverto naudojimo, akcijų kainų svyravimai buvo sugrupuoti platesniais režiais, kartu apskaičiuotos tikimybės, su kuriomis jos pasireiškia. Šie duomenys pateikti 11 lentelėje.

**11 lentelė.** Baltijos šalių akcijų kainų svyravimų tikimybės 2009–2012 m.

Pokytis, %	Tikimybė, %
0-1,5	32,7
1,51-3,1	44
3,11-5,2	19,3
5,21-9,5	3,9

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis NASDAQ..., 2013

Baltijos šalių akcijos rinkų dalyvių kainų pokyčiai daugiausia svyruoja nedidelės apimties intervale (didžioji dalis pokyčių neviršija 5%). Atsižvelgiant į tai, ir sverto naudojimo apribojimo panaikinimas RDF (žiūrėti 6 lentelę) atrodo nuoseklus ir pagrįstas žingsnis. Vis dėlto nors ir galima manyti, kad dėl santykinai mažų kainų svyravimų apimčių nėra rizikinga leisti naudoti didelį svertą, tikslinga tokią nuomonę paremti išsamesniais skaičiavimais.

12 lentelėje pateikti modeliavimo rezultatai, kurie gauti analizuojant Baltijos šalių akcijų rinką ir kainų pokyčius joje. Įvertinus aukščiau pateiktus akcijų kainų svyravimų duomenis, buvo apskaičiuota potencialiai daroma naudojamo sverto įtaka fondo GA. Skaičiavimuose naudota prielaida, kad paskolos palūkanų norma siekia 5%, taip pat tai yra statinis vieno laikotarpio modeliavimas. Rezultatai pateikiami kaip maksimalus galimas praradimas, kuris būtų susijęs su turimos pozicijos nepalankiu kainos pokyčiu. Atsižvelgiant į 11 lentelėje pateiktas pokyčių tikimybes, nagrinėjami trys

galimi kainos pokyčio atvejai – kai nepalankus svyravimas siekia 3, 5 ar 10 procentų nuo vidutinės kainos.

**12 lentelė.** Sverto naudojimo įtakos gryniesiems aktyvams modeliavimas

Sverto dydis, %	Neigiamas akcijų rinkos pokytis, %	Įtaka fondo gryniesiems aktyvams, sumažėjimas %
10	3	4
	5	6
	10	12
20	3	5
	5	7
	10	13
50	3	7
	5	10
	10	18
100	3	11
	5	15
	10	25
200	3	19
	5	25
	10	40

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Remiantis modeliavimo rezultatais, pateiktais 12 lentelėje, galima daryti išvadą, kad nedidelis sverto naudojimas nėra žalingas ir net susiklosčius neigiamoms aplinkybėms nepadarytų didelės žalos fondui ir nevestų prie fondo likvidavimo. Net ir naudojant 50% turimų GA dydžio svertą ir akcijų kainoms svyruojant iki 10% nepalankia linkme, nuostoliai sudarytų 18% GA sumos. Nors tai ir yra pakankamai reikšminga suma, tačiau neturėtų vesti prie fondo likvidavimo (daugeliu atvejų aukštą sverto lygį naudoja RDF, kurie taip pat pasižymi ir tuo, kad sąskaitoje turi pakankamą grynujų pinigų rezervą, kuris leistų padengti atsirandančius nuostolius). Taip pat reikia atsižvelgti ir į tai, kad fondai gali įgyti svertą ne vien tik atpirkimo sandoriais ar gautą paskolą naudoti sandoriams ne rinkoje, todėl akcijų kainų kitimas jiems nebūtų toks aktualus, ir 12 lentelėje pateiktus skaičiavimus reikėtų traktuoti kaip potencialiai maksimalius nuostolių dydžius, kai svertas naudojamas pozicijoms aktyvų, kuriais prekiaujama akcijų rinkoje.

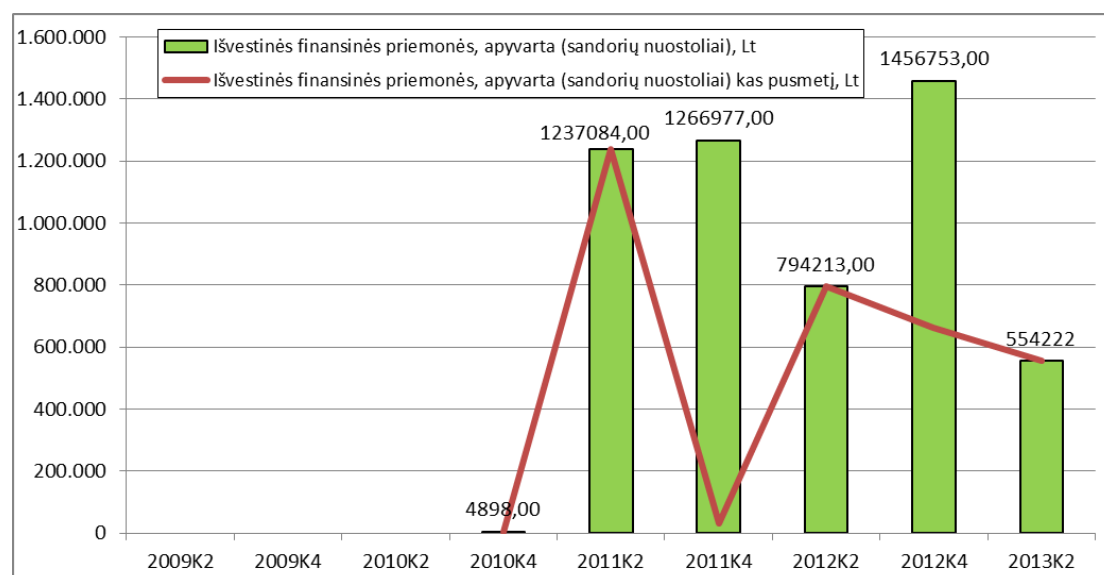
Iš aukščiau aptartų AIF sverto naudojimo tendencijų matyti, kad vidutinis sverto naudojimo dydis siekia apie 10%, 12 lentelėje ši reikšmė ir su ja susiję galimi nuostoliai pažymėti pilka spalva. Kadangi maksimalių

svyravimų tikimybė yra nedidelė, atitinkamai ir galimi maksimalūs nuostoliai, naudojant 10% sverto dydį yra mažai tikėtini. Be to, naudojamas ir lentelėse bei skaičiavimuose pateikiamas sverto dydis yra agreguotas ir gali būti susijęs ne su vienu aktyvu, todėl galima teigti, kad nagrinėjant bendrą Lietuvoje registruotų AIF situaciją, sverto naudojimas nekelia grėsmės fondų veiklos stabilumui, o padeda efektyviau vykdyti veiklą ir su pamatuota rizika siekti didesnio pelningumo.

Didėjant naudojamam sverto dydžiui auga ir patiriami nuostoliai – kai naudojamas 200% sverto dydis (koks anksčiau buvo maksimaliai leidžiamas RDF), nepalankiausio scenarijaus atveju nuostoliai gali siekti 40% GA sumos. Toks nuostolių dydis yra reikšmingas ir sukeltų investuotojų susirūpinimą, kuris galėtų privesti ir prie fondo likvidavimo. Todėl, remiantis modeliavimo metu gautais skaičiais, galima teigti, kad net ir Baltijos rinkoje vyraujant santykinai mažos apimties svyravimams, didelis sverto dydis gali vesti prie didelių nuostolių ir kelti papildomą įtampą finansų sektoriuje. Dėl augančių RDF valdomo turto ir GA apimčių, sverto naudojimas yra aktualus klausimas ir turėtų būti grįžta prie ankstesnio jo ribojimo (RDF atveju maksimalus svertas neturėtų viršyti 200% GA vertės). Šis klausimas itin aktualus RDF atveju, kadangi šie fondai dažniausiai turi aukštesnį sverto lygį ir aktyviau jį naudoja. Taip pat augant RDF skaičiui ir didėjant konkurencijai tarp šios rūšies fondų, didesnio sverto įgijimas gali būti naudojamas kaip finansinių rezultatų spartesnio pagerinimo įrankis, kas kartu didintų grėsmes pačiam fondui bei finansų sistemai. Vis dėlto turėtų būti išlaikomas balansas, kalbant apie griežtesnį RDF (ir AIF apskritai) reguliavimą, kadangi kitu atveju šie fondai netektų dalies savo esmės ir vis labiau panašėtų į įprastinius investicinius fondus. Todėl turi būti siekiama griežtesnio reguliavimo ir skaidresnės veiklos tik tose srityse, kurios, gali turėti įtaką sisteminės rizikos atsiradimui, viena iš tokių sričių ir būtų sverto naudojimas.

Nagrinėjant AIF prekybą išvestinėmis priemonėmis, tikslingiau nagrinėti ne šių sandorių likučius ataskaitinio laikotarpio pabaigoje (duomenys pateikti 41 paveiksle, ir išlieka tame pačiame žemame lygyje visais

laikotarpiais), tačiau ir jų apyvartas per laikotarpį. Šie duomenys pateikti 43 paveiksle. Nors nagrinėjamas periodas prasideda 2009 m., tačiau, kaip matyti iš pateiktų duomenų, nagrinėjami AIF išvestinėmis finansinėmis priemonėmis prekiauti pradėjo tik 2010 m. pabaigoje. Išvestinių finansinių priemonių prekyba nėra pastovi, tiek pusmetiniai, tiek akumuliuoti duomenys nerodo aiškios kitimo tendencijos. Vis dėlto matomas dėsningumas, kad šių sandorių apimtys auga (stulpeliais išreiktos reikšmės konkrečių metų eigoje pateiktos augančia apimtimi). 2012 m. pabaigoje buvo pasiektos didžiausias išvestinių priemonių naudojimo apimtys ir tokių sandorių apyvarta sudarė beveik 1,5 mln. litų.



**43 pav.** AIF išvestinių finansinių priemonių sandorių nuostoliai (apyvarta) 2009–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

Visa 43 paveiksle pateikta išvestinių finansinių priemonių sandorių apyvarta yra generuojama vien tik RDF, kitos AIF rūšys nesinaudoja išvestinėmis finansinėmis priemonėmis formuodamos savo portfelius. Lyginant su 10 lentelėje pateikta RDF GA informacija, 2012 m. pabaigos duomenimis, išvestinių finansinių priemonių apyvarta sudaro 28,7 % RDF GA vertės, o daugiausiai šių priemonių prekyba užsiimančio RDF „Orion Axia Value Fund“ atveju nagrinėjamas rodiklis siekia 92,1 %. Galinienės B., Jarašiaus G. (2014) teigimu, tokios svarto naudojimo tendencijos patvirtina

prielaidą, kad RDF galima suvokti kaip rizikingesnius nei kitų rūšių AIF. Kad pasiektų užsibrėžtą pelningumo lygį RDF vykdo aktyvesnę prekybą, intensyviau keičia portfelio struktūrą, gali naudoti išvestines finansines priemones. Konkretūs RDF, dėl jų atliekamų investicinių veiksmų turi aukštą rizikos lygį, todėl jų sėkminga ir stabili veikla itin priklauso nuo prekybos išvestinėmis finansinėmis priemonėmis apimčių ir pasiekto rezultato.

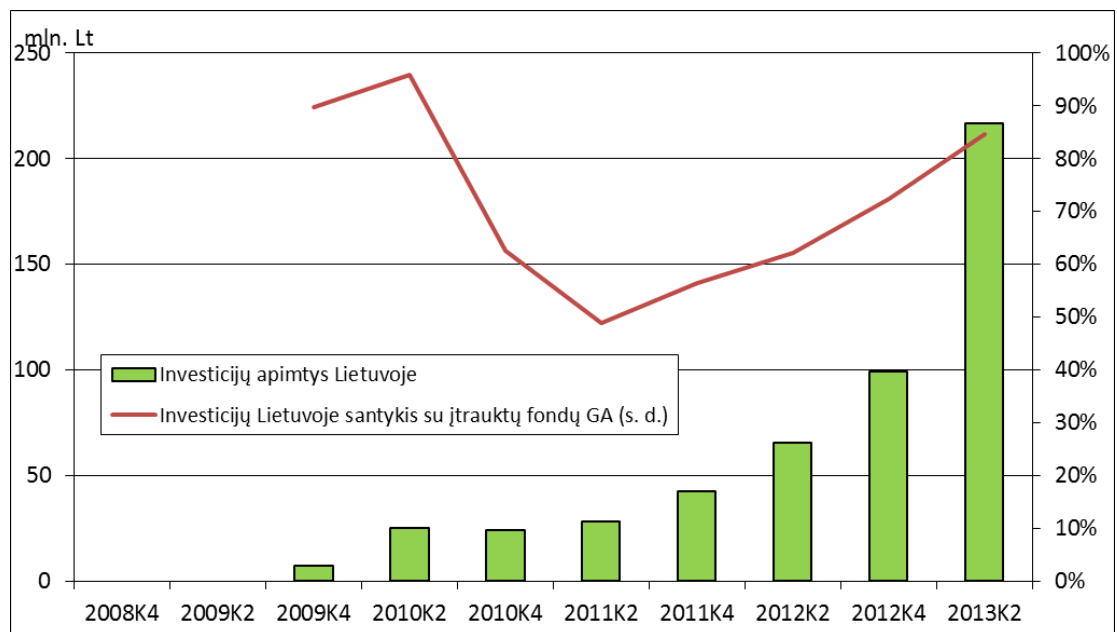
RDF GA apimtys yra nedidelės ir absoliučia, ir santykinė prasme, lyginant su kitomis AIF rūšimis. Papildomai lyginant atliekamų išvestinių finansinių priemonių sandorių apimtį su Lietuvos banko (Lietuvos..., 2013e) teikiamais duomenimis apie investicines paslaugas teikiančių įmonių prekybos statistiką, gaunamas rezultatas rodo, kad AIF išvestinių finansinių priemonių sandorių apimtys sudaro tik 0,03 % nuo finansų maklerio įmonių ir komercinių bankų, teikiančių investicines paslaugas, finansinių priemonių sandorių, atliktų per 2012 m. IV ketvirtį. Todėl galima pagrįstai teigti, kad analizuojamu metu dėl mažų santykinų AIF prekybos išvestinėmis finansinėmis priemonėmis apimčių, tai nekelia papildomų grėsmių finansų sistemos stabilumui. Vis dėlto kaip pažymi Galinienė B., Jarašius G. (2014) ir atsižvelgiant į 43 paveiksle atspindinčias tendencijas, ateityje prekyba išvestinėmis finansinėmis priemonėmis potencialiai bus viena iš sričių, kuri, jei nebus laikomasi tinkamų rizikos valdymo modelių, kels grėsmę paties fondo ir finansų sistemos stabilumui.

#### *AIF veiklos dalis Lietuvoje*

AIF, registruoti Lietuvoje, gali investuoti ne vien tik į Lietuvos rinkos objektus, todėl toliau nagrinėjamas AIF investicijų Lietuvoje klausimas. Nors absoliutus AIF valdomas turtas ir turimi GA gali būti santykinai didelių apimčių, tačiau atsižvelgiant į fondų investavimo geografiją, potenciali įtaka Lietuvos rinkai gali būti ženkliai mažesnė dėl atliekamų investicijų į užsienio šalis. Tačiau kaip teigia Galinienė B., Jarašius G. (2014) net ir tuo atveju, kai santykinai didelė investicijų dalis nėra geografiškai susijusi su Lietuva, išlieka tam tikro laipsnio rizika. Žlugus svarbiam AIF, kuris nors ir investuotų ne Lietuvoje, poveikis per padidėjusį nepasitikėjimą ir išaugusį investuotojų

atsargumą ar kitus, labiau psichologinius, veiksnius, galėtų būti jaučiamas ir Lietuvoje.

Investicijos Lietuvoje šiame kontekste suprantamos kaip Lietuvos įmonių skolos ar nuosavybės vertybinių popierių įsigijimas, išvestiniai ir atpirkimo sandoriai su Lietuvos institucijomis. Prie investicijų nėra priskiriami grynieji pinigai kredito įstaigų sąskaitose ir indėliai, šios dedamosios nagrinėjamos atskirai. Analizuojami duomenys pateikiami pusmečiais, nagrinėjant laikotarpio pabaigai turimas investicinių vienetų pozicijas fondo portfelyje.



**44 pav.** AIF investicijos Lietuvoje ir jų santykio kitimas 2009–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

Kaip matyti iš pateikto 44 paveikslo duomenų, AIF investicijų apimtis Lietuvoje nuosekliai auga, tai lemia didėjantis veiklą vykdančių AIF skaičius ir su tuo susijęs valdomo turto apimčių augimas. Ypač tai iliustruoja 2013 m. II ketvirčio duomenys, kai veiklą pradėjo vykdyti naujas NTF. 2013 m. viduryje investicijos į Lietuvos rinkoj esančius objektus sudarė 216,7 mln. litų ir palyginti su AIF aktyvios investicinės veiklos Lietuvoje pradžia, investicijos išaugo beveik 30 kartų.

Nagrinėjant AIF investicijų Lietuvoje dydžio santykį su įtrauktų fondų GA (44 paveiksle linija su skale dešinėje pusėje), aiškios kitimo tendencijos

viso laikotarpio metu negalima nustatyti – pradinėje AIF veiklos fazėje šis santykis buvo itin aukštas ir siekė beveik 95,9%, vėliau jis smuko, o nuo 2011 m. pabaigos vėl pradėjo augti. 2013 m. viduryje aprašomas santykis pasiekė 84,6% (Galiniene, Jarašius, 2014). 16 priede pateikta informacija apie atskirų AIF rūšių skaičiaus pokyčius nuo jų įsteigimo Lietuvoje, atskirai nagrinėjant ir veiklą jau pradėjusius vykdyti fondus. Šiame priede pateiktas tendencijas susiejus su 44 paveiksle pateiktu investicijų apimties Lietuvoje santykinės dalies su GA kitimu, galima daryti išvadą, kad investicijų į Lietuvos rinką apimtis lemia ne tik pačių AIF skaičius ir jų valdomo turto augimas, bet ir AIF skaičiaus kitimas atitinkamai pagal fondų rūšis. 2010 m. viduryje santykis tarp investicijų į Lietuvos rinką ir AIF GA apimčių buvo didžiausias – šiuo laikotarpiu didžiąją dalį investicijų sudarė NTF<sup>31</sup>. Vėlesniais laikotarpiais didėjo registruotų ir investicijų pritraukusių RDF kiekis, o NTF skaičius ir investicijų Lietuvoje apimtys išliko panašiam lygyje. Nuo 2011 m. antros pusės pradėjo augti NTF skaičius ir jų valdomas turtas, naujai steigiamų RDF skaičius buvo ne toks spartus kaip NTF, taip pat 2012 m. pabaigoje pradėjo veikti ir naujas PKF, o 2013 m. pradžioje veiklą pradėjo vykdyti naujas NTF. Tai atsispindi ir investicijų į Lietuvos rinką santykyje su fondų GA – nuo 2011 m. antros pusės kreivė kyla aukštyn. Kadangi kartu didėjo ir RDF skaičius bei jų valdomo turto apimtys, augimas nėra staigus, tačiau nuosekliai didėjantis, o pradėjus veikti NTF, kuris sudaro didelę santykinę dalį visų nagrinėjamų AIF GA, 44 paveiksle nagrinėjamas santykis augo dar labiau ir beveik pasiekė AIF veiklos Lietuvoje pradžioje buvusį dydį.

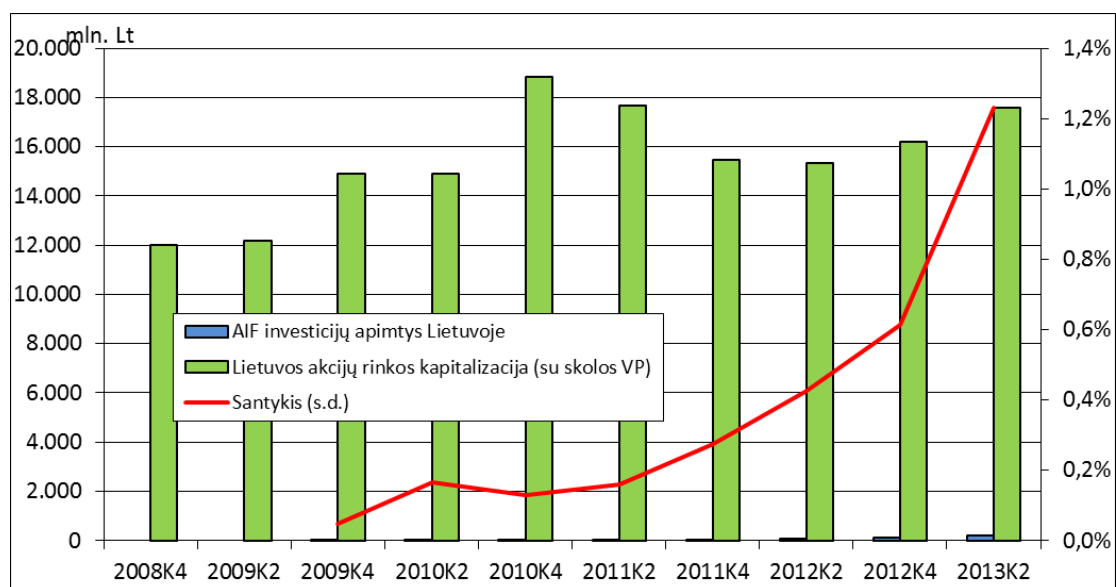
Apibendrinant galima teigti, kad RDF, registruotų Lietuvoje, investicijų geografija yra platesnė, nei NTF ir PKF, kurių reikšmingesnė investicijų dalis yra nukreipta į Lietuvos rinką. Tokias išvadas patvirtina ir teorinėje dalyje

---

<sup>31</sup> 2010 m. II ketvirtį taip pat investicinę veiklą vykdė ir vienas PKF. Nors šis fondas į pateiktą nagrinėjimą nėra įtrauktas (jo veikla vėlesniais ketvirčiais buvo nutraukta), tuo metu veikusių RDF ir NTF grynieji aktyvai sudarė 48,6% visų AIF grynujų aktyvų, todėl galima manyti kad ir be PKF, pateikti skaičiai ir tendencijos yra reikšmingos. Papildomai galima paminėti, kad šio PKF visos lėšos buvo investuotos į Lietuvos rinką, todėl ir jo įtraukimas paveiksle pavaizduotų tendencijų iš esmės nekeistų (nagrinėjamas santykis tik dar labiau išaugtų).

išdėstyta informacija, kad RDF aktyviai vykdydami savo veiklą pasitelkia platų investicinių priemonių ir strategijų spektrą, o didesnė investicijų geografija leidžia geriau diversifikuoti investicinį portfelį ir pasiekti geresnių rezultatų nei veikiant vien tik Lietuvos kapitalo rinkoje. Dėl veiklos ypatybių NTF ir PKF turi apsiriboti vietine arba artimomis kaimyninėmis rinkomis, o didelės šių rūšių fondų apimtys (žr. 20 paveikslą) nulemia ir didelę investicijų Lietuvoje santykio su fondų turimais GA reikšmę.

Vertinant galimą AIF įtaką šalies finansų sistemai, taip pat nagrinėjamas ir investicijų Lietuvoje santykis su bendra akcijų rinkos kapitalizacija (45 paveikslas). Nagrinėjant AIF investicijas Lietuvoje yra įtraukiami ir nuosavybės, ir skolos vertybiniai popieriai, taip pat didžioji dalis sandorių (vertės prasme) sudaromi nereguliuojamose rinkose. Pateikiant Lietuvos akcijų rinkos duomenis ir siekiant kuo tikslesnio palyginimo, įtraukiami Vilniaus akcijų rinkos skolos ir nuosavybės vertybinių popierių kapitalizacijos, taip pat Vilniaus nelistinguojamų VP rinkos kapitalizacijos duomenys laikotarpio pabaigai.



**45 pav.** AIF investicijų Lietuvoje ir Lietuvos skolos ir nuosavybės VP rinkos kapitalizacija 2009–2013 m.

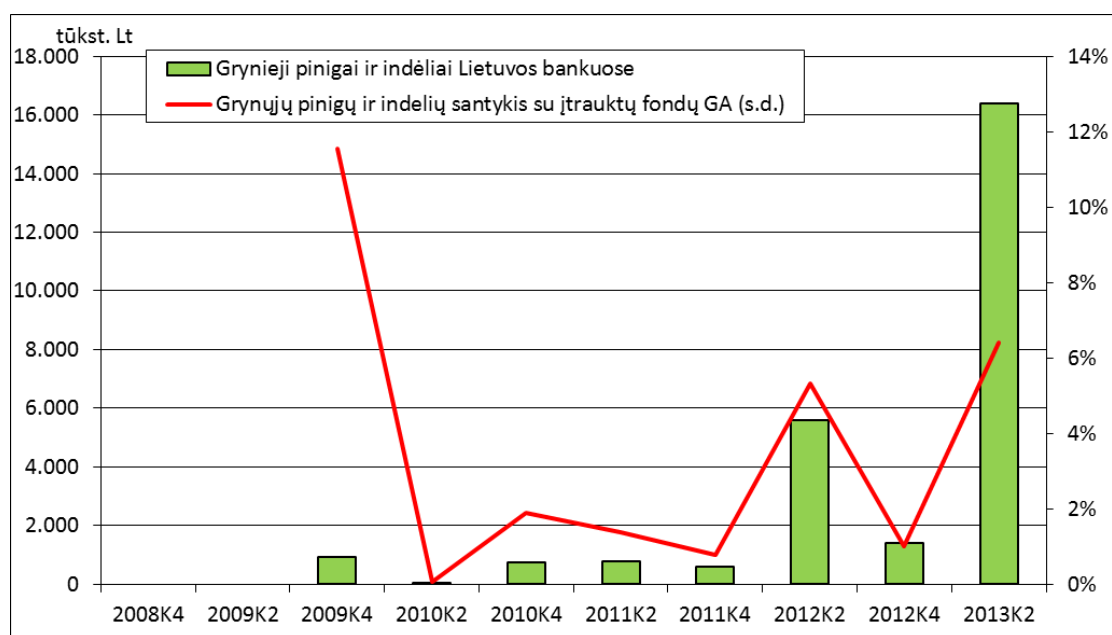
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis, Nasdaq..., 2013

45 paveiksle pavaizduotų duomenų svyravimai nemaža dalimi yra lemiami bendros ekonominės situacijos šalyje, su tuo susijusių investuotojų



nuotaikų ir kitų veiksnių. Iš pateiktų duomenų matyti, kad 2010 m. pabaigoje Lietuvos akcijų rinkos kapitalizacija pasiekė maksimalų dydį. Kapitalizacija didėjo daugeliu laikotarpių, taip pat ir Lietuvoje vykstant ūkio recesijai. Remiantis 17 priede pateiktais duomenimis galima teigti, kad tokias tendencijas nulėmė krizės metu ženkliai išaugęs Lietuvos Respublikos Vyriausybės skolinimasis. Nors stebimas ir įmonių nuosavybės VP kapitalizacijos augimas, jis nebuvo tokių apimčių kaip skolos VP augimas (analizuojamu laikotarpiu nuosavybės VP kapitalizacijos vidutinis augimas siekė 3,0%, o skolos VP – 10,0%), pastarosios sudaro vis reikšmingesnę dalį bendrame sraute.

Iš pateikto paveikslo taip pat matyti, kad nuolatinis Lietuvoje registruotų AIF investicijų augimas nulėmė ir didėjantį tokių investicijų santykio su rinkos kapitalizacija dydį. 2013 m. viduryje aptariamas santykis itin smarkiai išaugo ir siekė 1,23%. Nemaža dalis veikiančių AIF investuoja Lietuvoje, todėl pateiktos investicijų apimtys nėra nulemtos vieno didelio fondo, tačiau aprašytas santykis tarp AIF investicijų ir Lietuvos akcijų rinkos kapitalizacijos rodo vis didėjančią AIF investicijų svarbą ir augantį tokių fondų vaidmenį bendrame investiciniame procese Lietuvos rinkoje.



**46 pav.** AIF grynųjų pinigų ir indėlių kitimas 2009–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

Svarbi AIF GA sudėtinė dalis yra grynieji pinigai (šiuo atveju grynieji pinigai suprantami kaip piniginės lėšos laikomos kredito įstaigų sąskaitose ir indėliai jose, kadangi tai yra likvidžiausi aktyviai, kurie gali būti nedelsiant panaudojami). 46 paveiksle matoma tendencija, kad nagrinėjamų AIF grynujų pinigų kiekio apimtys nors ir kinta, tačiau jų santykis su fondų GA yra pakankamai pastovus ir santykio išaugimą nulemia tik naujai įsisteigiantys fondai (informacija apie AIF kaitą ketvirčiais pateikta 18 priede). Naujai įsteigti fondai pritraukinėja investuotojų lėšas ir pradeda formuoti portfelį, todėl pirminėje veiklos fazėje grynujų pinigų kiekis ir, atitinkamai, santykis su GA yra didesnis nei kitomis fondo veiklos fazėmis. 2009 m. pabaigoje į nagrinėjimą įtraukti tik vieno NTF „Lords LB Baltic Fund I“ (tuo metu rinkoje veikė 2 AIF, vienas minėtas NTF ir vienas PKF) duomenys, jis įsteigtas tik 2009 m. pradžioje, tai atsispindi ir 46 paveiksle, kuriame matomas aukštas grynujų pinigų santykis su GA 2009 metų pabaigoje.

Itin išaugusių grynujų pinigų kiekį 2012 m. II ketvirtį nulėmė naujai įsteigti RDF ir NTF (detalesnė informacija 19 priede), vėlesniais ketvirčiais, kai šie fondai pradėjo formuoti savo investicinius portfelius, atitinkamai sumažėjo AIF turimas grynujų pinigų kiekis, o jų santykis su GA vėl grįžo į įprastinį lygį, t.y. neviršijo 2,0%. Paveiksle analizuojamame paskutiniame ketvirtyje (2013 m. II ketvirtis) stebimas neįprastas grynujų pinigų kiekio išaugimas, viršijantis įprastas ir iki tol buvusias normas. Tokios tendencijos ir buvo nulemtos neįprastų aplinkybių – be to, kad veiklą pradėjo vykdyti naujas NTF, vienas iš didžiųjų NTF pradėjo savo veiklos nutraukimo procedūras ir pardavinėja turėtus portfelio objektus. Laukiamas rezultatas, kad ateityje, dingus neįprastoms aplinkybėms ir nustojus veikti likviduojamiems fondams, nagrinėjamas grynujų pinigų dydis ir jo santykis vėl grįš į įprastines pozicijas.

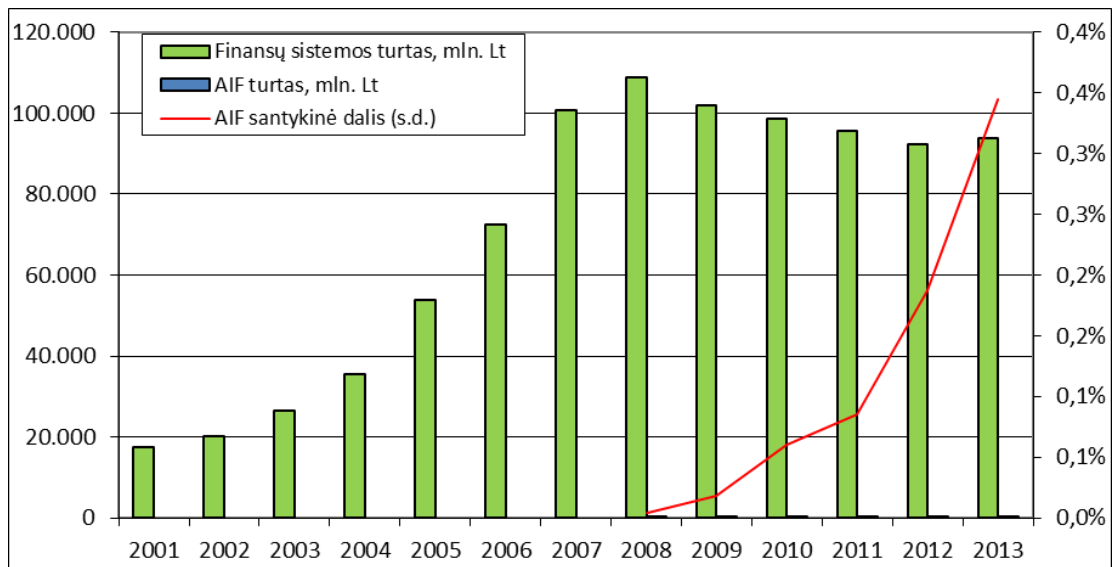
Analizuojant duomenis pagal atskiras AIF rūšis (20 priedas), patvirtinama prielaida, kad fondo veiklos pradžioje grynieji pinigai sudaro didesnę jo portfelio dalį, o vėliau veiklai vystantis nagrinėjamas santykis mažėja. Taip pat šioje srityje išsiskiria RDF, kurių santykinis grynujų pinigų kiekis yra gerokai didesnis nei kitų rūšių fondų ir tuo pačiu nepriklauso nuo

fondo gyvavimo fazės – daugeliu laikotarpių nagrinėjamų RDF grynujų pinigų santykis su RDF GA viršijo Lietuvoje registruotų ir veikiančių AIF vidurkį (2008 – 2013 m. duomenimis šis vidurkis siekia 4,75%) ir atskirais laikotarpiais būdavo didesnis nei 20% (iki 50%). Tokie santykio dydžiai yra nulemti RDF veiklos specifikos – dėl aktyvios prekybos ir rinkos neatitikimų ieškojimo būtina turėti pakankamą grynujų pinigų kiekį, kad būtų galima greitai reaguoti ir išnaudoti pasitaikiusias galimybes, taip pat būtina laikyti ir tam tikrą likvidžių lėšų rezervą siekiant patenkinti iškylančius maržos pareikalavimus.

Taip pat dažnai RDF netaiko tokių griežtų išėjimo iš fondo reikalavimų kaip PKF ar NTF, todėl būtina turėti pakankamą likvidaus kapitalo atsargą, norint patenkinti investuotojų reikalavimus ir nepakenkti fondo rezultatams. Tuo taip pat galima papildomai pagrįsti, kad RDF prisideda prie geresnių rizikos valdymo metodų vystymo ir tobulinimo, nes šie fondai, kaip jokie kiti, susiduria su iššūkiu suderinti poreikį turėti pakankamą likvidžių aktyvų kiekį su užsibrėžtu pelningumo siekiu, tuo pačiu investuojant į aukštesnės rizikos investicines priemones. Atsižvelgiant į aukštesnę nei vidutinis AIF rinkoje RDF grynujų pinigų santykį, bei pakankamai aktyvų išvestinių finansinių priemonių naudojimą, galima daryti išvadą, kad Lietuvoje registruoti RDF veikia aktyviai ir laikosi savo investicinių tikslų ir netampa panašūs į įprastus kapitalo rinkose veikiančius fondus.

Apibendrinat AIF veiklos, kaip bendro sektoriaus, daromos įtakos vertinimą, verta iširti ir AIF veiklą finansų sistemos mastu. 47 paveiksle palyginti finansų sistemos ir AIF valdomo turto apimtys bei jų kitimas.

Lietuvos finansų sistema patyrė spartų augimą, kurį santykinai neženkliai sustabdė prasidėjusi pasaulinė finansų ir ekonomikos krizė – 2008 m. finansų sistemos turto augimas sulėtėjo, vėlesniais metais tapo neigiamas ir tik 2013 m. finansų sistemos turtas vėl pradėjo didėti. Tačiau taip pat galima pastebėti, kad smukimas buvo gerokai mažesnis nei prieš tai fiksuoti augimo tempai, todėl ir bendras finansų sistemos turtas 2013 m. viduryje sudarė 86,1% nuo maksimalios buvusios reikšmės 2008 m. (Galinienė, Jarašius, 2014).



**47 pav.** AIF Lietuvos finansų sistemos kontekste 2001–2013 m.

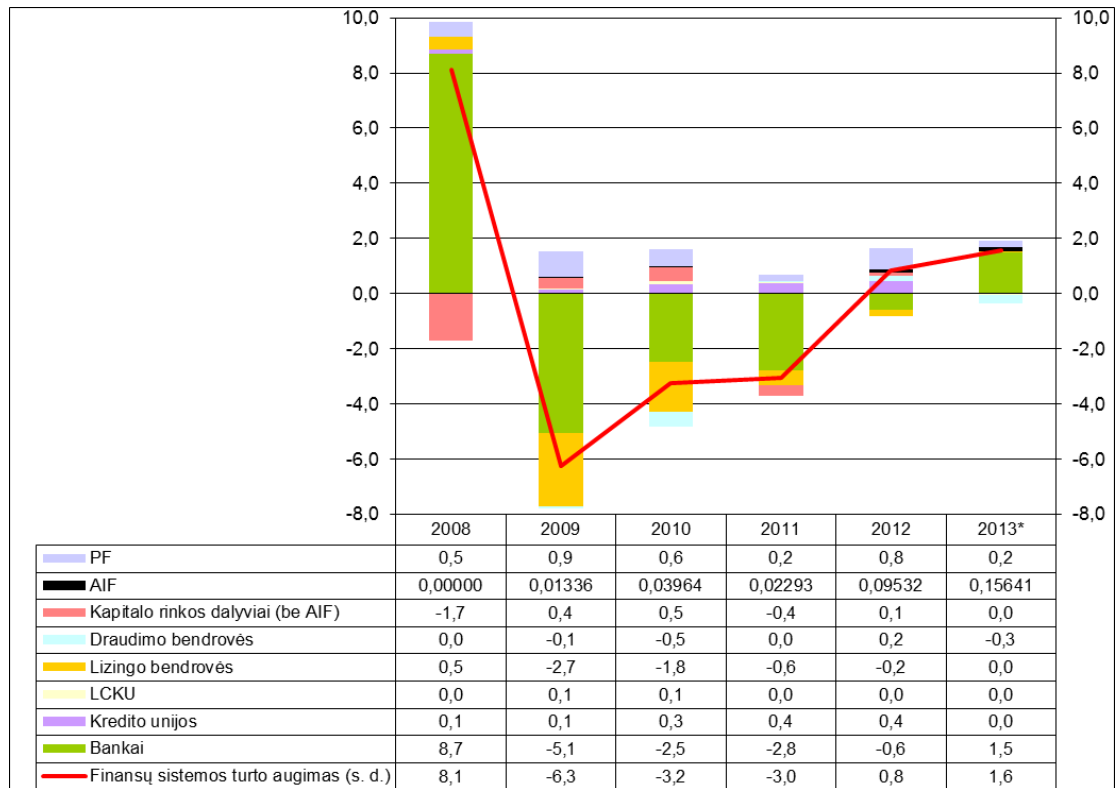
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2013a, Finansinio..., 2013

Papildomai galima pridurti, kad pastaruosiu metu Lietuvos finansų sistema susidūrė su nemaža iššūkių, kurie galėjo smarkiai paveikti finansų sistemos būklę, tačiau tiek komercinių bankų ir kredito unijų veiklos sustabdymai, tiek ir kiti, riziką didinantys, išorės veiksniai nesukėlė sumaišties finansų sistemoje ir tai liudija apie atsparią ir nepalankiomis sąlygomis sėkmingai galinčią veikti finansų sistemą (Finansinio..., 2013).

Vienos iš finansų sistemos sudedamųjų dalių – AIF – veikla bendrame sistemos kontekste taip pat buvo sėkminga. Vis dėlto kaip matyti iš 47 paveiksle pateikto santykio (linija su skale dešinėje), AIF nors ir sparčiai auga, vis dar sudaro nereikšmingą dalį (2013 m. viduryje 0,35% finansų sistemos turto valdo AIF) Lietuvos finansų sistemoje, kurioje dominuoja bankų sektorius (detali finansų sistemos struktūra pateikta 21 priede).

48 paveiksle plačiau nagrinėjama AIF įtaka finansų sistemos plėtrai per valdomo turto augimo apimtį. Disertacijos autorius praplėtė Lietuvos banko atliktą finansų sistemos augimo struktūros pagal dalyvius tyrimą ir kaip atskirą dalyvį išskyrė AIF. Tokiu būdu galima įvertinti, kokią dalį stebimo finansų sistemos valdomo turto augimo sudaro AIF valdomo turto pokyčiai. Paveiksle pateikti duomenys nuo 2008 m., kai šalyje pradėjo veikti AIF, norėta pateikti ir palyginamuosius ankstesnių laikotarpių duomenis, tačiau to buvo atsisakyta,

nes 2007 m. buvo stebimas spartus finansų sistemos valdomo turto augimas ir pateikus šį augimą paveiksle, padidėtų paveikslo mastelis ir vėlesnių laikotarpių duomenys taptų sunkiai įžiūrimi.



**48 pav.** Lietuvos finansų sistemos pokytis pagal dalyvius 2008–2013 m.

Šaltinis: Finansinio..., 2013, Lietuvos..., 2013a, autoriaus skaičiavimai

Prie paveikslo pateiktoje lentelėje išskirti AIF duomenys, paveiksle jie pažymėti juoda spalva. Skaičiavimai rodo, kad absoliuti AIF valdomo turto pokyčio dalis bendrame pokytyje yra svyruojanti, tačiau turi didėjimo tendenciją ir visais nagrinėjamais laikotarpiais ji buvo teigiama. Didėjant AIF valdomo turto apimtims, net ir ženklus absoliučia prasme padidėjimas, nesukuria didelio procentinio pokyčio, o tai atitinkamai mažiau didina ir AIF valdomo turto pokyčio dalį bendroje finansų sistemos turto pokyčio struktūroje, jei nekinta kitų dalyvių turto struktūra finansų sistemoje. Svarbiausią vaidmenį finansų sistemoje atlieka bankų sektorius, atsigauvant bankų sektoriui ir didėjant jo valdomam turtui bei kartu procentinei daliai bendrame turte, tikėtina, kad AIF dalis bendrame finansų sistemos turto pokytyje išliks panašiam lygyje.

AIF valdomo turto pokyčiai sudaro santykinai nemažą dalį bendrame finansų sistemos turto pokytyje (2013 m. viduryje, skaičiuojant nuo metų pradžios, finansų sistemos turtas išaugo 1,6 procento, o AIF augimas, iš šio skaičiaus siekė 0,16 procento (augimas perskaičiuotas atsižvelgiant į AIF valdomo turto struktūrinę dalį finansų sistemos turte), tai sudarė kiek daugiau nei 10% bendro finansų sistemos turto augimo. Kai bendras finansų sistemos turtas pakinta nedaug, o AIF valdomas turtas ženkliai auga (kaip buvo stebima 2013 m. pirmaisiais ketvirčiais), AIF prie bendro procentinio augimo prisideda pakankamai nemaža dalimi. Vis dėlto atsižvelgiant į tai, kad AIF valdomas turtas, palyginti su finansų sistemos turtu, yra nykstamai mažas ir kad bankų sektorius, sudarantis didžiąją dalį finansų sistemos, pradeda atsigauti ir vėl didėja jo valdomo turto apimtys, galima teigti, kad analizuojamu metu AIF svarba ir įtaka finansų sistemos turto plėtrai yra pakankamai nereikšminga.

Analizuojamu metu AIF ir kredito įstaigų susietumas yra mažas – tai lemia nedidelis fondų ir jų atliekamų sandorių skaičius, maža jų vykdomų sandorių apimtis ir veiklos vykdymas ne vien tik vietinėje rinkoje. Kredito įstaigų pajamų dalis gaunama iš AIF veiklos yra beveik lygi nuliui ir nors šis dydis auga, tačiau vis dar nėra reikšmingas, todėl nėra pagrindo teigti, kad Lietuvos kredito įstaigos yra priklausomos nuo AIF ir jų vykdomos veiklos ir AIF per šią grandį galėtų turėti įtakos finansų sistemai.

AIF svertą naudoja vis aktyviau, tačiau vidutinis jo dydis dar nėra priartėjęs iki įstatymuose numatyto limitu, taip pat neviršijamas ir pasauliniu mastu stebimas vidutinis sverto dydis (RDF Lietuvos teisės aktais sverto naudojimas nėra apribotas). Didžiausią sverto dydį turinčių atskirų AIF santykinė reikšmė yra maža, todėl ir tokio fondo nesėkmė, jei ji būtų susijusi su sverto naudojimu, turėtų mažą tiesioginę įtaką bendrai situacijai AIF rinkoje. Išvestinės finansinės priemonės taip pat naudojamos neaktyviai bendrame AIF kontekste, jas pasitelkia tik RDF, kuriems tai yra svarbus investicinės strategijos įgyvendinimo įrankis. Atsižvelgiant į tai, kad didžioji dalis RDF veiklos vykdoma užsienio rinkose, tiesioginės grėsmės Lietuvos finansų sistemai dėl išvestinių finansinių priemonių naudojimo taip pat nekyla.

Įvertinus AIF svėro ir išvestinių finansinių priemonių naudojimą, sąsajas su kredito įstaigomis ir kitais finansų sistemos dalyviais, šių dydžių kitimo tendencijas bei santykius, taip pat fondų dydį, skaičių, santykinę struktūrą ir įsitraukimą į kitų šalių kapitalo rinkas, galima teigti, kad analizuojamu metu AIF, registruoti Lietuvoje, neturi įtakos finansų sistemai ir jos raidai.

#### 4.2. Atskirų AIF rūšių įtaka Lietuvos ūkio sektoriams

Nuo AIF rūšių vykdomos veiklos priklauso ir tyrimo metodai, kurie yra tinkamiausi jų veiklai ir galimai įtakai tirti, todėl reikalinga įvertinti Lietuvos rinkoje registruotus ir veikiančius AIF pagal atskiras jų rūšis. 13 lentelėje pateikta 2013 m. II ketvirčio pabaigos informacija apie AIF, registruotus Lietuvoje, išskiriant ir investicinę fondo sritį.

**13 lentelė.** AIF fondai ir jų klasifikacija 2013 m. II ketv.

Pavadinimas	Tipas	Investicinė strategija <sup>32</sup>	Veiklos terminas	Pradžia	Valdomas turtas, Lt	Dalis turte
Lords LB Baltic Fund I	NTF	Komercinės paskirties NT	5 metai	2009K2	93173437,94	29,4%
Lords LB Baltic Fund II	NTF	Komercinės paskirties NT	5 metai	2011K3	19229670,38	6,1%
Lords LB Baltic Fund III	NTF	Komercinės paskirties NT	7 metai	2012K2	111904966,2	35,3%
Lords LB Opportunity Fund I	NTF	Gyvenamosios-komercinės paskirties NT	3 metai	2010K3	7335737,71	2,3%
Lords LB Opportunity Fund II	NTF	Gyvenamosios-komercinės paskirties NT	3 metai	2011K2	1287757,24	0,4%
Orion Agroland Value Fund	NTF	Žemės ūkio paskirties žemės sklypai	5 metai	2011K4	19724904,86	6,2%
Finasta My Residence	NTF	Gyvenamosios-komercinės paskirties NT	-	2011K4	20074329,24	6,3%
Lords LB Private Equity Fund I	PKF	Vertės augimo	6 metai	2012K3	22693248,54	7,2%
Lords LB Private	PKF	Vertės augimo	-	2012K3	-	-

<sup>32</sup> Fondo investicinė strategija pateikta tokia, kokia ji nurodyta fondo steigimo dokumentuose, išskyrus RDF. Šių fondų steigimo dokumentuose nėra nurodyta klasifikuota investicinė strategija, ji buvo nustatyta disertacijos autoriaus, laikantis 4 priede pateiktos klasifikacijos. Dėl numatytos įvairiapusės ir neapribojančios investavimo strategijos, lentelėje nurodytos kelios strategijos, pateikta pirmoji yra numatyta kaip prioritėtinė, pateikta po pasviro brūkšnio yra papildanti strategija.

Pavadinimas	Tipas	Investicinė strategija <sup>32</sup>	Veiklos terminas	Pradžia	Valdomas turtas, Lt	Dalis turte
Equity Fund II						
Axia Value Fund	RDF	Makro/ Daugelio strategijų	5 metai	2010K2	1617487,24	0,5%
Prudentis United Alternative Fund	RDF	Makro/ Daugelio strategijų	-	2011K1	3739616,24	1,2%
Finasta Delta	RDF	Neutrali rinkai/ Daugelio strategijų	Neterminuota	2011K2	4797490,43	1,5%
Orion Portfolio Fund subfondas Orion Absolute Return Portfolio	RDF	Neutrali rinkai/ Daugelio strategijų	Neterminuota	2012K1	3890586,8	1,2%
Algorithmic Trading Portfolio	RDF	Neutrali rinkai/ Daugelio strategijų	Neterminuota	2012K4	7872030,33	2,5%

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

Lentelės duomenys patvirtina idėją, kad Lietuvos AIF rinka yra stipriai koncentruota, tačiau taip pat matyti, kad net ir esant aukštam koncentracijos lygiui, AIF rūšių atžvilgiu ši rinka yra daugialypė. 2013 m. II ketvirčio pabaigos duomenimis, AIF rinkos koncentracijos koeficientas  $CR_3$  sudarė 71,8%, tokią reikšmę galima priskirti prie vidutinės koncentracijos, kuri artėja prie aukšto koncentracijos lygio. Labai panašūs rezultatai gaunami ir naudojant HHI – su minėtais duomenimis  $HHI = 0,23$ , kas taip pat yra netoli ribos, kai rinką galima laikyti labai koncentruota ( $HHI \geq 0,25$ ). Nors AIF ir pasižymi didele koncentracija, tačiau joje veikia įvairių rūšių AIF (trečias pagal dydį fondas yra PKF), todėl siekiant gauti patikimiausius tyrimo rezultatus, be bendro AIF rinkos nagrinėjimo, turi būti tiriama ir kiekviena fondų rūšis atskirai, atsižvelgiant į investicinę strategiją ir kitus charakteringus požymius. Paskutiniaisi nagrinėjimais ketvirčiais Lietuvoje dominuoja NTF, tačiau ir tarp jų egzistuoja tam tikra įvairovė – yra investuojančių ir į komercinį, ir į gyvenamosios paskirties NT.

#### 4.2.1. NTF įtaka Lietuvos NT rinkai

NTF turi ilgiausią veiklos istoriją tarp visų AIF, taip pat aiški ir nusistovėjusi tendencija, kad NTF yra patraukliausi investuotojams ir sėkmingai veikia Lietuvoje. Analizuojant NTF atliktus investicinius sandorius (14 lentelė) paaiškėja, kad tokių investicijų buvo nedaug, sandoriai buvo



pavieniai. Galima spręsti, kad dažniausiai fondas yra steigiamas su konkrečiu tikslu ir jo portfelį sudaro tik keli investiciniai NT objektai. Lietuvoje registruotų NTF veikla apima plačias sritis – investuojama ne tik į komercinės paskirties, bet ir į gyvenamosios paskirties NT, vykdomi pirkimo/pardavimo sandoriai, taip pat per valdomas įmones dalyvaujama statant naujus objektus. Nagrinėjamu metu reikšmingiausią dalį sudaro investiciniai veiksmai, susiję su komerciniu NT.

#### 14 lentelė. NTF investicijų objektai Lietuvoje

##### Komercinės paskirties NT Lietuvoje

Eil. Nr.	Fondas	Objekto pavadinimas	Bendras plotas, m <sup>2</sup>	Laikas	Sandorio balansinė vertė, Lt	Sandorio tipas/ Statybos stadija
1	Lords LB Baltic Fund I	Biurų pastatas (Danske Bank)	9844	2010K2	18376552,50	Pirkimas
2	Lords LB Baltic Fund I	Biurų pastatas (Danske Bank)	9844	2013K3	21639422,19	Pardavimas
3	Lords LB Baltic Fund I	Prekybos centras (Prisma)	13584	2012K1	19290274,92	Pirkimas
4	Lords LB Baltic Fund II	Biurų pastatas	14000	2011K3	5244805,78	Statomas
5	Lords LB Baltic Fund III	Prekybos centrai	61962	2013K2	110816462,3	Pirkimas/ Statyba

175367517,69

##### Gyvenamosios paskirties NT Lietuvoje

Eil. Nr.	Fondas	Objekto pavadinimas	Bendras plotas, m <sup>2</sup>	Laikas	Sandorio balansinė vertė, Lt	Statybos stadija
1	Lords LB Opportunity Fund I	Butai (Kotrynos vartai)	5079	2010K4	5545053,84	Baigtas, 2012
2	Lords LB Opportunity Fund I	Butai (Klaipėdos 7B)	1650	2011K2	2069777,81	Baigtas, 2012
3	Lords LB Opportunity Fund II	Butai (Palanga)	1500	2012K1	107004,69	Statomas

7721836,34

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

Kaip buvo minėta, Lietuvoje veiklą vykdančios registruoti NTF veikia ne tik komercinio bet ir gyvenamosios paskirties NT srityse. Dėl skirtingų šių sričių charakteristikų ir jas apibūdinančių duomenų, NTF atveju analizė taip pat vykdoma analogiškose srityse. Dėl keleto priežasčių nėra tikslinga

nagrinėti NTF galimai daromą įtaką bendrai šalies NT rinkai. Visų pirma dėl skirtingų gyvenamosios paskirties ir komercinės paskirties NT rinkų ir jų organizavimo bei veiklos principų, skiriasi ir jas apibūdinantys pagrindiniai rodikliai (pavyzdžiui komercinio NT atveju aktualesnė yra nuoma, gyvenamosios paskirties NT svarbesni yra pardavimo sandoriai ir pan.) todėl nėra vieno abi rinkas apjungiančio rodiklio, kuris vienodai gerai jas atspindėtų. NTF vykdomos investicijų proporcijos smarkiai skiriasi lyginant šias dvi sritis, todėl nagrinėjant bendrą NTF įtaką irgi nebūtų pasiektas norimas tikslumas ir patikimumas.

### ***NTF įtaka gyvenamosios paskirties NT***

Siekiant įvertinti NTF įtaką gyvenamosios paskirties NT rinkai, pasitelktas Ramanausko T. (2011) tyrime aprašytas modelis, įtraukiantis NT kainas ir jas lemiančius veiksnius ir atskleidžiantis ilgo laikotarpio kintamųjų sąsajas (2 lygtis). Pateiktas modelis modifikuojamas, įtraukiant papildomą veiksnį – NTF valdomo turto pokyčius – ir vertinamas naujai sudaryto modelio patikimumas ir kitos statistikos. Atsižvelgiant į šio veiksnio reikšmingumą ir tinkamumą naujam modeliui ir tampa įmanoma įvertinti, ar NTF turi įtakos NT rinkai, kuri atsispindėtų NT kainose. Laukiamas naujai įtraukiamo veiksnio koeficiento ženklas turėtų būti teigiamas, kadangi galima tikėtis, kad NTF veiksmai gali lemti gyvenamosios paskirties NT kainų augimą.

$$\overline{HPI} = c + \beta_1 YD + \beta_2 \Delta HCREDIT_{-1} \quad (2)$$

kur HPI – būsto kainų indeksas,

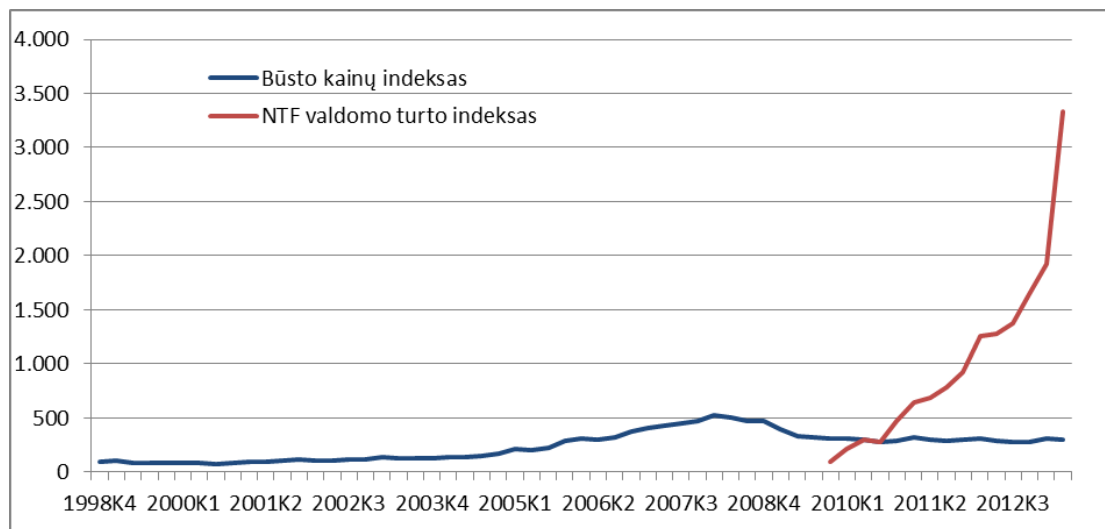
YD – bendrosios disponuojamos pajamos,

$\Delta HCREDIT$  – naujos paskolos namų ūkiams.

Modelyje naudojamą būsto kainų indeksą (HPI) apskaičiuoja ir duomenis teikia Registrų centras, paskolų namų ūkiams duomenys yra teikiami Lietuvos banko. Bendrosios disponuojamos pajamos (YD) apskaičiuojamos kaip dviejų kintamųjų – asmeninių disponuojamų ir kitų disponuojamų pajamų – suma. Asmeninės disponuojamos pajamos gaunamos sudedant veiklos paviršio, grynojo pajamų balanso ir grynujų pervedimų reikšmes, o kitos

disponuojamosios pajamos apskaičiuojamos kaip darbo užmokesčio ir socialinių išmokų suma atėmus skolos aptarnavimo išlaidas (Ramanauskas, 2011).

Prieš įtraukiant naują regresorių į sudaromą ekonometrinį modelį, tikslinga ištirti NTF valdomo turto indekso ir būsto kainų indekso sąsajas ir kitimo tendencijas. Tam tikslui 49 paveiksle pavaizduotas gyvenamojo būsto 1 kv. metro kainos pokyčių indekso<sup>33</sup> ir NTF valdomo turto pokyčių indekso<sup>34</sup> kitimas.



**49 pav.** Būsto kainų ir NTF indeksų kitimas 1998–2013 II ketv.

Šaltinis: sudaryta autoriaus

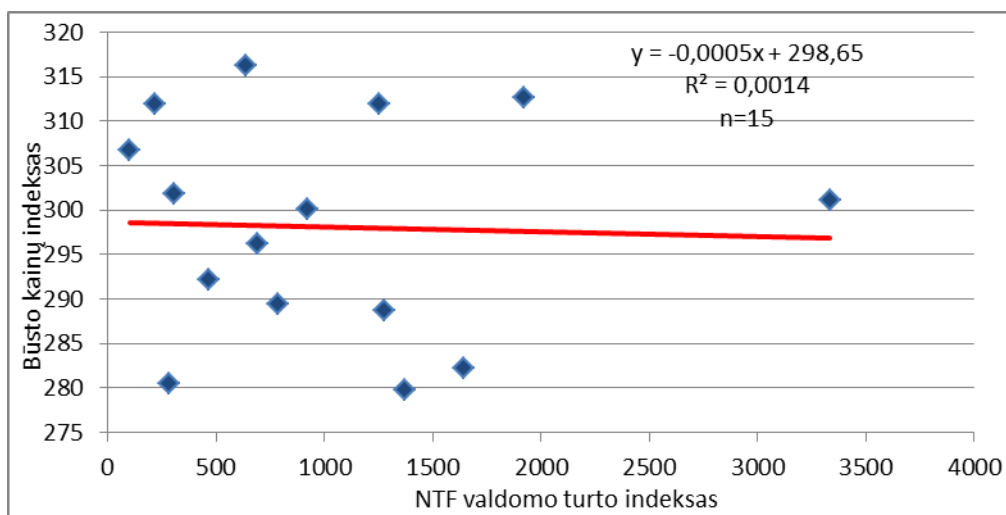
Kaip matyti iš 49 paveikslo, NTF valdomo turto augimas yra nuoseklus ir itin spartus. Užfiksuoti tik keli periodai, kai augimas buvo sulėtėjęs ir neviršijo 15% augimo (2011 ir 2012 m. II ir III ketvirčiais), taip pat vieną laikotarpį NTF veiklos pradžioje (2010 m. III ketvirtį) buvo fiksuojamas neženklus NTF valdomo turto mažėjimas. Būsto kainų indekso svyravimai, palyginti su NTF valdomo turto indeksu, nagrinėjamu laikotarpiu buvo ne tokie ženkliūs ir pakankamai gerai atspindėjo ekonominę šalies situaciją. Pasaulinė ekonomikos ir finansų krizė, prasidėjusi nuo NT rinkos, paveikė ir

<sup>33</sup> Registrų centras būsto kainų indeksą skaičiuoja nuo 1998 m. IV ketvirčio, kurio reikšmė yra prilyginama 100. Nagrinėjamas viso fondo, vidų būstų indeksas.

<sup>34</sup> NTF valdomo turto indeksas gaunamas identiškai kaip Registrų centro skaičiuojamas būsto kainų indeksas, kad būtų galima lyginti abu šiuos rodiklius. Skaičiuojant indeksą laikyta, kad pirmasis NTF veiklos ketvirtis (2009 m. IV ketv.) yra lygus 100 ir kiekvieno vėliau buvusio laikotarpio valdomo turto reikšmė perskaičiuota lyginant su baziniu laikotarpiu.

Lietuvą ir nuo 2008 m. pradžios, pasiekęs maksimalų analizuojamo periodo dydį, indeksas smuko ir vėlesniais laikotarpiais stabilizavosi ties maždaug 300 reikšme (lyginant 2013 m. II ketvirtį su 2008 m. I ketvirčiu, būsto kainų indeksas sumažėjo kiek daugiau nei 40%). Dėl itin spartaus NTF valdomo turto apimčių augimo galima teigti, kad grafiškai NTF valdomo turto ir būsto kainų indekso sąsajų negalima išvelgti.

50 paveiksle pavaizduota koreliacijos tarp būsto kainų indekso ir NTF valdomo turto apimčių apskaičiavimui naudota informacija. Kintamųjų reikšmės išsidėsčiusios plačiame diapazone ir neturi aiškios kitimo tendencijos, o apskaičiuotas koreliacijos koeficientas yra neigiamas ir siekia  $-0,04$ . Matematiškai koreliacijos koeficientas rodo labai silpną (beveik neegzistuojančią) tiesinę priklausomybę tarp šių dviejų kintamųjų. Tačiau ir gauto koeficiento reikšmė ne visiškai atitinka rinkoje stebimus procesus. Nors didėjant NTF valdomo turto apimtims (priimant prielaidą, kad didėjančios turto apimtys susijusios su augančiomis investicijomis į gyvenamosios paskirties NT objektų statybą ir vystymą) ir dėl to didėjant gyvenamojo ploto pasiūlai, galima būtų tikėtis kainų mažėjimo, tačiau dėl didelės paklausos, kuri nėra patenkinama, net ir didėjant būstų pasiūlai, kainos nemažėja ir netgi turi tendenciją augti, kas lemia ir būsto kainų indekso augimą.



**50 pav.** Būsto kainų ir NTF indeksų koreliacija 2010–2013 II ketv.

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Taip pat NTF galėtų veikti ir paklausos pusę, vykdydami spekuliacinius veiksmus ir ne investuodami į objektų statybą, o įsigydami jau egzistuojančius objektus, tokiu atveju NTF veiksmai didintų NT paklausą ir tuo pačiu jo kainas. Teoriniame lygmenyje NTF būsto kainas galėtų veikti abiejomis kryptimis – NTF užsiimant NT plėtra ir dėl to didėjant objektų pasiūlai, susidarytų sąlygos NT kainų mažėjimui, tačiau jei būtų užsiimama ir spekuliaciniais veiksmais su NT, tai gali paveikti kitus rinkos dalyvius ir lemti kainų augimą.

Pasitelkus mažiausių kvadratų metodą iš 50 paveikslu duomenų sudaryta tiesinė lygtis, kurioje priklausomas kintamasis yra būsto kainų indeksas, o nepriklausomas – NTF valdomo turto apimčių indeksas. Tokia regresija nėra korektiška, kadangi nepriklausomas kintamasis yra nereikšmingas (p reikšmė lygi 0,89), o determinacijos koeficientas siekia tik 0,014, todėl taip pat nebūtų pagrįsta teigti, jog šie kintamieji yra tiesiškai priklausomi.

Atkreiptinas dėmesys, kad 49 ir 50 paveiksluose naudoti bendri NTF valdomo turto duomenys, į kuriuos patenka visos fondų turimos investicijos, o ne konkrečiai į gyvenamosios paskirties NT nukreiptos investicijos. Dėl šios priežasties gauti rezultatai ir nerodo jokios aiškios priklausomybės. Vis dėlto buvo pasirinktas toks duomenų pateikimo būdas, kadangi investicijos į gyvenamąjį būstą, palyginti su kitomis investicijomis, yra nedidelės ir apima tik keletą laikotarpių (žr. 14 lentelę). Pasirinktas vaizdavimo būdas ir atlikti skaičiavimai leidžia pagrįsti, kad analizuojant NTF įtaką kaip nepriklausomas kintamasis turi būti pasirenkamas ne bendras NTF valdomas turtas, o konkrečios investicijų į gyvenamosios paskirties NT objektus apimtys.

Siekiant įvertinti, ar NTF turi įtakos gyvenamosios paskirties NT rinkai, kuri atsispindėtų šio turto kainose, Ramanausko T. (2011) modelio lygtis (2) modifikuojama, įtraukiant papildomą nepriklausomą kintamąjį – NTF investicijų į gyvenamosios paskirties NT objektus apimtį (3 lygtis).

$$\overline{HPI} = c + \beta_1 YD + \beta_2 \Delta HCREDIT_{-1} + \beta_3 NTFINV_{-1} GPNT, \quad (3)$$

kur  $NTFINV\_GPNT$  – NTF investicijos į gyvenamosios paskirties NT.

Tuo atveju, jei naujai įtrauktas veiksnys yra reikšmingas ir pagerina jau sukurtą modelį, gali būti vertinama, ar NTF atliekamos investicijos turi įtakos NT rinkai, kuris atsispindėtų gyvenamosios paskirties NT kainose, ir koks yra tokio poveikio dydis. Kadangi šiam tyrimui aktualus paskutinis nepriklausomas kintamasis  $NTFINV\_GPNT$ , tiriamas šio veiksnio reikšmingumas naujai sudarytoje lygtyje. Priimama prielaida, kad NTF investicijos į gyvenamosios paskirties NT objektus kuria papildomą būsto pasiūlą<sup>35</sup> ir per tai yra veikama rinkoje besiformuojanti pusiausvyra ir būsto kainos.

Į modelį įtraukiant papildomą kintamąjį, pasirinktas nagrinėjamas laikotarpis apima 19 stebėjimų nuo 2008 m. IV ketv. iki 2013 m. II ketv. 2008 m. III ketv. eigoje buvo įsteigtas pirmasis NFT ir nuo kito ketvirčio jų duomenys pradėti naudoti tyrimui (2008 m. III ketv. nepatenka, kadangi naudojamas vieno iš regresorių paslinkimas per 1 ketvirtį). NTF investicijos į gyvenamųjų patalpų NT rinką nurodomos tais ketvirčiais, kuriais jos atliktos, priimant prielaidą, kad NTF investiciniai veiksmai pradeda kurti pasiūlą nuo statybų vykdymo pradžios, t.y. butai pradedami pardavinėti dar nepabaigus statyti objekto. Registrų centro teikiama informacija apie būsto kainų indeksą apima laikotarpį iki 2013 m. vidurio, taip pat ir kita modelyje naudojama informacija analizuojamu metu dar nėra atnaujinta pateikiant 2013 m. III ketvirčio duomenis, dėl visų šių apribojimų analizuojamas laikotarpis buvo apribotas iki 19 stebėjimų.

Naudojant 3 lygties formą ir atlikus skaičiavimus, gaunama lygybė:

$$\overline{HPI} = 418,43 - 0,01YD + 0,23\Delta HCREDIT_{-1} + 2,43NTFINV\_GPNT \quad (4)$$

Sudarytas regresinis modelis yra korektiškas ir tenkina regresijos modelio prielaidas – liekamosios paklaidos yra pasiskirsčiusios pagal normalųjį skirstinį, nėra multikolinearumo ir heteroskedastiškumo problemų

---

<sup>35</sup> 14 lentelės duomenys rodo, kad visi NTF atlikti veiksmai, nukreipti į gyvenamosios paskirties NT, buvo susiję su objektų plėtra ir statyba, o ne su jau egzistuojančių objektų įsigijimu

(modelio statistikos ir kiti aptariami duomenys pateikti 22 priede). Nors sudarytas modelis, remiantis atliktu F testu yra korektiškas, nulinė hipotezė naujai į modelį įtraukam regresoriui *NTFINV\_GPNT* nėra atmetama (*p-value* reikšmė siekia 0,55), ir yra priimama, kad parametras prie *NTFINV\_GPNT* yra lygus nuliui bei nedaro jokios įtakos sudarytam regresiniam modeliui. Tyrimo rezultatai leidžia daryti išvadą, kad NTF investicijų į gyvenamojo būsto paskirties objektus apimtys neturi būti vertinamos kaip darančios ilgalaikę įtaką būsto kainų indeksui.

Į pagal 2 lygtį sudarytą modelį įtraukus naują kintamąjį, pirminis modelis nėra pagerinamas – modelio determinacijos koeficientas nepagerėja, taip pat ir kitų modelio kintamųjų koeficientai, nors ir yra statistiškai reikšmingi, ne visiškai atitinka ekonomines tendencijas ir procesus. Bendrųjų disponuojamų pajamų (YD) augimas turėtų tam tikra apimti lemti būsto kainų augimą, kadangi gyvenamosios paskirties NT gali būti ir vartojimo, ir investicinė prekė. Būsto paklausa, kylant būsto kainoms, gali ir didėti, kadangi spekuliaciniai motyvai ir mažėjančio būsto įperkamumo baimė skatina būsto įsigijimą ir taip atsveria neigiamą kainų didėjimo įtaką būsto paklausai. Reaguodami į būsto paklausos augimą, NT vystytojai atitinkamai didina investicijas į statybą ir būsto pasiūla taip pat palaipsniui auga. Dėl didėjančių būsto kainų atitinkamai auga ir būsto įsigijimui reikalingų paskolų apimtys (Ramanauskas, 2011). Tokiu atveju reikia tikėtis, kad disponuojamų pajamų ir kredito namų ūkiams apimčių kitimas turėtų teigiama linkme veikti būsto kainų indekso pokyčius, tačiau iš atliktų skaičiavimų sudarytoje 4 lygtyje matome, kad disponuojamos pajamos turi neigiamą koeficientą.

Registrų centro duomenimis, 2012 m. būsto sandorių rinkos apimtis siekė 2,747 mlrd. Lt, o NTF per visą veiklos laikotarpį atlikti investiciniai sandoriai sudarė tik 0,28% nuo šios sumos. Panašus santykis gaunamas ir lyginant šalyje per metus pastatomų gyvenamosios paskirties NT naudingą plotą su NTF pastatytų butų naudinguoju plotu (15 lentelė). Per analizuojamą laikotarpį vienas NTF „Lords LB Opportunity Fund I“ yra užbaigęs gyvenamosios paskirties NT objektų statybas – du objektai baigti statyti 2012

m., jų naudingas plotas nurodytas lentelėje. Kol kas papildomų investicijų šioje srityje nėra suplanuota, ir nors vienas gyvenamosios paskirties NT objektas vis dar yra statomas, galima teigti, kad tokios investicijos nėra nuoseklios ar didelių apimčių ir bendru šalies mastu sudaro labai neženkliai dalį. Atsižvelgiant ir į jau rinkoje esančių butų pasiūlą ir su jais susijusius sandorius, NTF pasiūlytų butų santykinė dalis būtų dar mažesnė.

### **15 lentelė. NTF ir Lietuvos būsto rinkos palyginimas**

Metai	Baigtų statyti butų naudingasis plotas m <sup>2</sup>	NTF statytų butų gyvenamas plotas, m <sup>2</sup>	Santykis
2008	1164000,00	-	-
2009	1075000,00	-	-
2010	512400,00	-	-
2011	699400,00	-	-
2012	622900,00	3127,00	0,5%

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Statistikos (2013), fondų ataskaitomis

Tokios proporcijos taip pat paremia išvadą, kad nagrinėjamu metu NTF atliekami veiksmai gyvenamosios paskirties NT sektoriuje neturi tiesioginės ilgalaikės įtakos šiai rinkai, ir tokia įtaka negali būti išmatuojama kiekybiškai.

#### ***NTF įtaka komercinio NT rinkai***

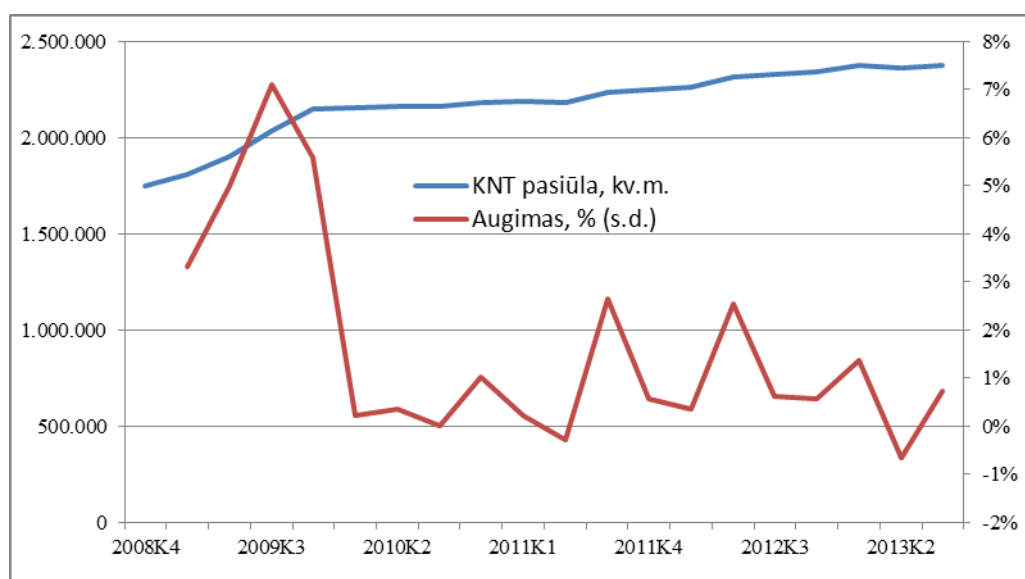
Didžioji NTF investicijų dalis susijusi su komercinės paskirties NT (toliau – KNT), todėl kita tyrimų, susijusių su NTF veikla, kryptis yra NTF veiklos įtakos KNT analizė. KNT savo prigimtimi skiriasi nuo gyvenamosios paskirties NT, todėl šiai rinkai turi būti taikomi ir skirtingi tyrimo modeliai. KNT rinkai būdingesnė nuoma, o pardavimo sandoriai yra retesni ir jų esmę dažniausiai sudaro tik savininko pasikeitimas, bet ne paties pastato paskirties pasikeitimas, t.y. pastatas ir toliau yra nuomojamas.

Dėl šių priežasčių, skirtingai nei gyvenamosios paskirties NT rinkoje, yra sudėtingiau pasirinkti rodiklį, apibūdinantį KNT rinką ir jos kitimą, per kurį būtų galima tirti NTF įtaką, kadangi KNT gali apibūdinti įvairūs rodikliai – tai galėtų būti ir pastatų pasiūla (plotas kv. m.), ir nuomos kainos, ir pardavimo kainos ar pelningumai.



Atsižvelgiant į NTF vykdomus investicinius veiksmus (14 lentelė), realiajam sektoriui įtaką daro tik atliekami statybos darbai, kai NTF per bendroves, kurių akcijų paketai yra valdomi, stato naujus biurų ar prekybos centrų pastatus. Tokiu būdu yra sukuriama nauja tokio tipo pastatų pasiūla, kas atitinkami gali turėti įtakos ir nuomos, pardavimo kainoms ar pelningumui. Taigi, tiriant NTF daromą įtaką realiajam sektoriui, pasirinktas KNT pasiūlos rodiklis, kuriam galimai daroma įtaka ir yra tiriama.

NTF vykdamas jau egzistuojančio KNT pirkimo/pardavimo sandorius, nėra sukuriamas nauja ploto pasiūla, kinta tik savininkas ir fondas turi galimybę uždirbti iš gaunamo nuomos mokesčio. Tikėtina, kad tokiu atveju gali nepasikeisti (arba pakisti labai neženkliai) ir rinkoje fiksuojamos nuomos kainos, kadangi nuomininkai gali turėti ilgalaikius kontraktus ir savininko pasikeitimas neturės įtakos nuomos kainai.



**51 pav.** KNT pasiūla 2008–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Ober-Haus... (2013)

Kaip matyti iš 51 paveiksle pateiktų duomenų, KNT pasiūla yra labai inertiška ir lėtai reaguojanti į aplinkos pasikeitimus. Nors ir galima stebėti tam tikrus pasiūlos svyravimus, tačiau jie yra palyginti nedideli (vidutinis augimas siekia 1,65%, o svyravimų amplitudė 2,17%). Tai iš dalies nulemta ir pasirinkto analizuojamo laikotarpio – 2008 m. Lietuvą paveikusi ekonomikos krizė neabejotinai paveikė ir NT sektorių. 2008 m. pabaigoje dar buvo

stebimas KNT pasiūlos augimas, tačiau vėliau jis sulėtėjo ir išliko panašiam lygyje iki pat paveiksle analizuojamo laikotarpio pabaigos, t.y. iki 2013 m. III ketvirčio pabaigos.

KNT pasiūla yra bene tinkamiausias rodiklis, kurio pagalba galima tirti potencialią NTF įtaką realiajam sektoriui. Šis rodiklis yra gana pastovus, nėra stebima ekstremalių reikšmių, kurios galėtų iškreipti rezultatus, tačiau tuo pačiu galima fiksuoti ir įvairialypius KNT pasiūlos pokyčius, kuriuos lemia rinkos poreikiai ir KNT vystytojai.

Disertacijos autorius sudarė lygtį, kuri aprašo KNT pasiūlą:

$$\overline{KNT\_PSL} = c + \beta_1 PSK\_NAUJ\_NEFIN + \beta_2 TUI\_S_{-1} + \beta_3 NTF\_INV\_LT_{-1} \quad (5),$$

kur  $KNT\_PSL$  – komercinio nekilnojamojo turto <sup>36</sup> pasiūla, kv. m.,

$PSK\_NAUJ\_NEFIN$  – naujos paskolos nefinansinėms korporacijoms per ketvirtį, mln. Lt,

$TUI\_S$  – tiesioginės užsienio investicijos į statybą, mln. Lt,

$NTF\_INV\_LT$  – nekilnojamojo turto fondų investicijos Lietuvoje, susijusios su KNT, mln. Lt.

KNT pasiūlą lemia turto vystytojų (tiek vietos, tiek užsienio) atliekamos investicijos, todėl nuspręsta į lygtį, apibūdinančią KNT pasiūlą įtraukti nefinansinėms korporacijoms suteikiamas naujas paskolas ir tiesiogines užsienio investicijas, kurios nukreiptos į statybų sektorių. KNT vystytojai, reaguodami į rinkos poreikius ar plėsdami verslą, investuoja į naujų objektų statybą ar esamų rekonstrukciją ir praplėtimą, o tokios investicijos dažniausiai atliekamos iš skolintų lėšų. Remiantis Cohen V. (2013), Ramanauskas T. (2005), finansų rinka yra glaudžiai susijusi ir su KNT rinka – paskolų portfelio didėjimas susijęs su investicijų suaktyvėjimu bei naujų projektų vystymu, kas lemia KNT pasiūlos augimą. Nepalankios sąlygos rinkose bei su tuo susiję

---

<sup>36</sup> Į bendrą KNT pasiūlą įtraukti modernių biurų, prekybos centrų ir sandėliavimo patalpų pasiūlos rodikliai. Nors per analizuojamą laikotarpį NTF investicijas vykdė tik į biurų ir prekybos centrų sektorių, tačiau sudarant regresiją, įtraukti ir sandėliavimo patalpų pasiūlos rodikliai. Toks būdas pasirinktas žvelgiant į ateitį ir siekiant, kad sudaroma lygtis gerai atitiktų visą rinką tuo atveju, jei ateityje NTF nukreiptų investicijas ir į sandėliavimo patalpų sektorių. Vienas iš NTF yra investavęs į sandėliavimo patalpų statybą Latvijoje, todėl tikėtina, kad tokių sandorių gali atsirasti ir Lietuvoje.

kreditavimo apribojimai didina išlaidas skolų aptarnavimui bei sukelia sunkumus finansuoti KNT projektus, kas turi įtakos ir KNT pasiūlai.

Siekiant įvertinti NTF galimą įtaką KNT rinkai, įtrauktas ir NTF investicijas atspindintis kintamasis. Į lygtį įtraukiama tik ta NTF investicijų dalis, kuri buvo tiesiogiai susijusi su KNT operacijomis, konkrečiai – su KNT statyba, kadangi pirkimo ir pardavimo operacijos naujos KNT objektų pasiūlos nekuria (skaičiavimams naudojamos pozicijos atitinka 14 lentelės pirmos dalies 4 ir 5 numerius). Įvertinant administracines procedūras ir kitus veiksnius, kurie gali lėtinti investicijų įsisavinimą, bei atsižvelgiant į laiko tarpą, kol atliktos investicijos tampa realiu projektu, du kintamieji ( $TUI\_S$  ir  $NTF\_INV\_LT$ ) buvo paslinkti per 1 ketvirtį. Kintamųjų reikšmių paslinkimo intervalų pasirinkimą pagrindžia ir modelio pasirinkimo kriterijų reikšmės. Priimama hipotezė, kad NTF investicijos į KNT lemia tokio turto pasiūlos pokyčius, todėl tiriamas veiksnio  $NTF\_INV\_LT$  reikšmingumas naujai sudarytoje lygtyje.

Surinkus duomenis ir jų pagrindu sudarius modelį bei atlikus skaičiavimus, gaunama tokia modelio forma:

$$\overline{KNT\_PSL} = 2118920 - 193,80PSK\_NAUJ\_NEFIN + 275,04TUI\_S_{-1} + 4024,04NTF\_INV\_LT_{-1} \quad (6)$$

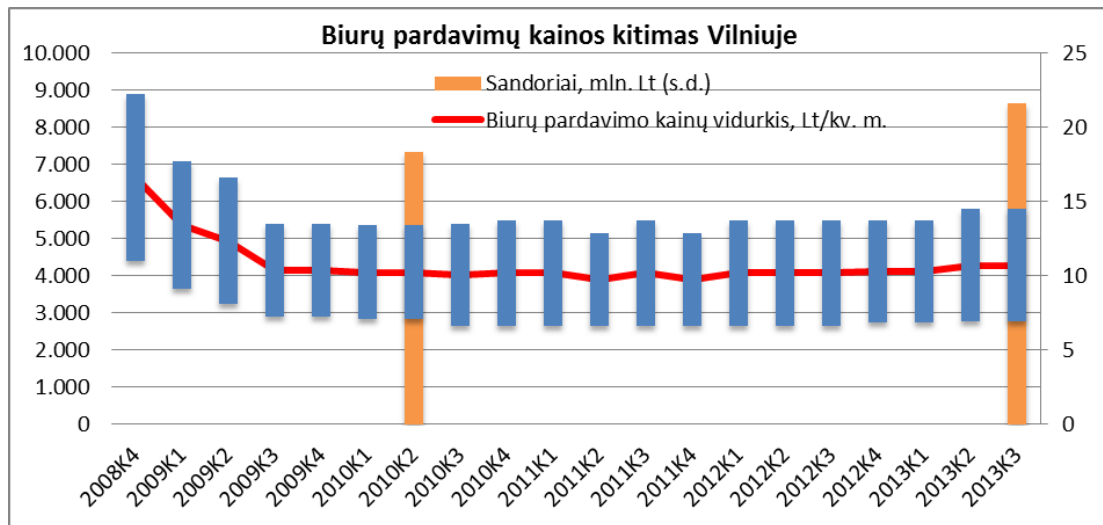
Analogiškai kaip ir modelio su gyvenamosios paskirties NT atveju, gautas modelis yra korektiškas, bei tenkina regresiniam modeliui keliamas prielaidas – liekamosios paklaidos yra pasiskirsčiusios pagal normalųjį skirstinį, nėra multikolinearumo ir heteroskedastiškumo problemų (detaliau žr. 23 priedą). Determinacijos koeficientas lygus 0,81, remiantis F testu galima teigti, kad sudarytas modelis yra korektiškas. Vis dėlto ne visi modelio kintamieji yra reikšmingi – nulinė hipotezė naujai į modelį įtraukam regresoriui  $NTF\_INV\_LT$  nėra atmetama ( $p$ -value reikšmė siekia 0,82), ir yra priimama, kad parametras prie  $NTF\_INV\_LT$  yra lygus nuliui bei nedaro įtakos sudarytam regresiniam modeliui. Su 95% tikimybe galima teigti, kad NTF investicijų į KNT statybą veiksnys yra nereikšmingas.

Neįtraukus šio veiksnio į sudarytą 5 lygtį, modelis gerai apibūdina KNT pasiūlos kitimą ir visi jo kintamieji yra reikšmingi. Remiantis gautais rezultatais galima teigti, kad jie buvo nulemti itin trumpos aktyvios NTF investicinės fazės į KNT (du stebėjimai).

Taip pat galima atkreipti dėmesį, kad įtraukto naujų paskolų nefinansinėms korporacijoms veiksnio įtaka tiriamam priklausomam kintamajam (KNT pasiūlai) yra neigiama, nors būtų galima tikėtis, kad augant paskolų portfeliui, didesnė jų dalis būtų nukreipiama ir į statybos sektorių, kas galų gale lemtų ir didėjančią KNT pasiūlą. Šiuo atveju tai gali būti aiškinama santykinai trumpu analizės laikotarpiu (nuo 2008 m. IV ketv.), kuris patenka į finansų ir ekonomikos krizės egzistavimo šalyje laikotarpį. Šiuo periodu, dėl nestabilios padėties ekonomikoje, nepasitikėjimo tarp rinkos dalyvių ir išaugusių palūkanų normų, mažėjo ir suteikiamų naujų paskolų apimtys. Kadangi tuo pačiu metu statybos, nors ir sulėtėjo, tačiau ir toliau buvo vykdomos, susidarė aiški neigiama priklausomybė. Siekiant gauti patikimus ir ekonomiškai pagrįstus rezultatus, reikalinga išplėsti nagrinėjamą periodą, todėl sudarytas modelis (5 lygtis) gali būti pritaikomas ateityje tiriant NTF įtaką realiajam sektoriui, kai stebėjimų duomenų bazė bus papildyta naujais ateinančių laikotarpių duomenimis.

Atliktą tyrimą galima papildyti analizuojant NTF atliekamų investicinių veiksmų įtaką rinkoje besiformuojančioms KNT pardavimo kainoms. 14 lentelės duomenys rodo, kad didžioji dalis NTF atliekamų sandorių yra jau egzistuojančių objektų pirkimo/pardavimo tipo, todėl siekiant didžiausio tikslumo, analizuojama NTF veiksmų įtaka KNT pardavimo kainoms. 14 lentelėje pateikti pirkimo/pardavimo sandoriai taip pat skyrėsi ir geografiniu požiūriu – pirmoji ir antroji lentelės pozicija susijusi su biurų pastatais, buvusiais Vilniaus mieste, trečioji pozicija – su prekybos centru Kauno mieste, o penktoji – su prekybos centrais kituose Lietuvos miestuose (Klaipėdoje, Šiauliuose, Marijampolėje, Alytuje). Atsižvelgiant į tai, atskirai nagrinėjama NTF veiksmų įtaka biurų pardavimo kainoms Vilniaus mieste ir prekybos patalpų pardavimo kainų kitimui Kauno mieste.

Nustatant KNT pardavimo kainas (litai už kvadratinį metrą) konkrečiame mieste naudotasi „Ober-Haus“ NT rinkos apžvalgų duomenimis, atskirai nagrinėjant biurų ir prekybos patalpų Vilniuje ir Kaune pardavimo kainas ir jų svyravimo intervalus. Nors NT rinkos apžvalgose KNT objektai atskiruose miestuose dar skirstomi į keletą grupių (pvz. esantys senamiestyje ar priemiesčiuose ir pan.), disertacijos autorius naudojo suvidurkintus konkretaus miesto duomenis (minimali ir maksimali pardavimo kaina) pagal KNT objektų grupes (biurai ir prekybinės patalpos) konkretaus miesto KNT objektams.



**52 pav.** Biurų pardavimų kainų Vilniuje ir NTF įvykdytų sandorių sąsajos

Šaltinis: „Ober-Haus“ NT rinkos apžvalgos, fondų veiklos ataskaitos, autoriaus skaičiavimai

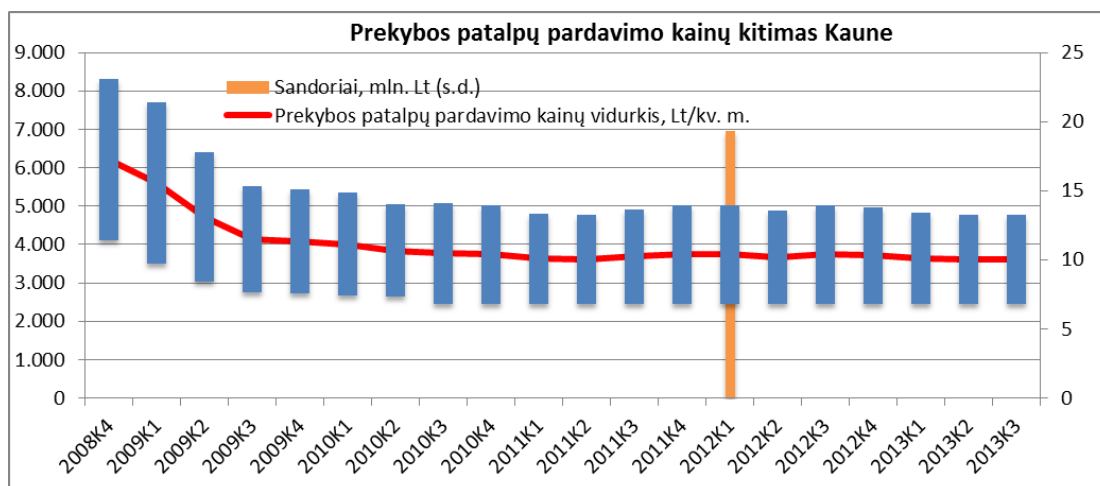
52 paveikslas laiko ašyje susieja NTF atliktus investicinius veiksmus (biurų pirkimas ir pardavimas) su Vilniuje buvusiomis biurų pardavimo kainomis. Kaip minėta, buvo apskaičiuotas minimalios ir maksimalios pardavimo kainos dydis Vilniaus mieste (melsvi stulpeliai su skale kairėje), taip pat išvestas ir šių kainų intervalo vidurkis (raudona linija). NTF atlikti veiksmai su KNT objektais (apimties prasme) pateikti paveiksle tais laikotarpiais, kuriais jie buvo atlikti (skalė dešinėje). Tikslesnių rezultatų būtų galima gauti vertinant bendras rinkos sandorių apimtį ir tokių sandorių įtaką kainos kitimui ir tuomet, papildomai įvertinus NTF svarbą visos rinkos sandoriuose, daryti išvadas apie NTF atliekamų veiksmų įtaką KNT pardavimo kainoms. Vis dėlto dėl komplikuoto bendros rinkos sandorių vertės įvertinimo,

turi būti apsiribojama prieinamais duomenimis ir naudojama tik NTF atliktų sandorių vertės informacija.

Biurų pardavimų kainos kitimas, pateiktas 52 paveiksle, yra pakankamai stabilus ir nepasižymi smarkiais svyravimais. Pardavimo kainoms akivaizdžią įtaką turėjo bendra šalies ekonominė padėtis, kai prasidėjus finansų ir ekonomikos krizei, stipriai sumažėjo ir KNT objektų pardavimo kainos. Tik paskutiniaisiais analizuojamais ketvirčiais vėl yra stebimas rinkos atsigavimas ir pardavimo kainos didėjimas. Susiejant biurų pardavimo kainų pokyčius su laikotarpiais, kuriais NTF vykdė investicinius biurų patalpų įsigijimo/pardavimo sandorius, nėra matoma kainų pokyčių, kurie galėjo būti nulemti NTF veiksnių. Tiek 2010 m. II ketvirtį, tiek 2013 m. III ketvirtį, kai NTF vykdė biuro patalpų investicinius sandorius, biuro pardavimo kainos nepakito, analogiškai nepakito ir minimali bei maksimali biurų pardavimo kaina.

Iš turimos informacijos negalima vienareikšmiškai teigti, kad NTF atlikti veiksmai neturėjo įtakos biurų pardavimo kainai, kadangi kainą galėjo lemti ir kiti nepaminėti veiksniai, bei taip kompensuoti NTF daromą įtaką. Tačiau remiantis nustatytais dėsningumais galima teigti, kad NTF veiksmai, analizuojamu laikotarpiu dar nėra tokių vertinių apimčių, kad galėtų turėti esminę įtaką KNT kainoms ir veikti rinkos pusiausvyros. NTF šiuo atveju dalyvauja KNT rinkoje kaip įprastiniai dalyviai ir yra vieni iš jos formuotojų.

53 paveiksle pateikta analogiško tipo informacija aukščiau aprašytam paveikslui – paveiksle siejama prekybos patalpų pardavimo kaina Kauno mieste ir NTF investicijos į prekybos patalpų įsigijimą šiame mieste. Kaip ir Vilniaus atveju, Kauno mieste prekybos patalpų pardavimo kainų kitimas nepasižymi didelės amplitudės svyravimais ir yra lemiamas bendros šalies ekonominės situacijos. Skirtingai nei Vilniuje, Kaune prekybos patalpų pardavimo kainos dar nedemonstruoja aiškaus atsigavimo ženklų ir kaina vis dar išlieka panašiam lygyje.



**53 pav.** Prekybos patalpų pardavimų kainų Kaune ir NTF įvykdytų sandorių sąsajos

Šaltinis: „Ober-Haus“ NT rinkos apžvalgos, fondų veiklos ataskaitos, autoriaus skaičiavimai

NTF investicijų, susijusių su prekybos patalpų įsigijimu/pardavimu per analizuojamą laikotarpį buvo dar mažiau – užfiksuotas vienintelis prekybos centro įsigijimas Kauno mieste, atliktas 2012 m. pradžioje (paveiksle pavaizduotas kaip stulpelis, su skale dešinėje). Sandorio sudarymo ketvirtį nebuvo stebimas prekybos patalpų kainos pokytis (vidutinės, minimalios ir maksimalios pardavimo kainos augimas 2012 m. I ketvirtį buvo 0,0%). Remiantis šiais duomenimis, net ir atsižvelgiant į tam tikrą neapibrėžtumą, galima daryti analogišką išvadą, kaip ir biurų pardavimo kainų Vilniuje atveju – NTF veiksmai analizuojamu laikotarpiu dar nėra tokių vertinių apimčių, kad galėtų turėti esminę įtaką KNT rinkos ar atskirų jos segmentų kainoms ir veikti rinkos pusiausvyros.

Apibendrinant atlikto tyrimo rezultatus galima daryti išvadą, kad NTF analizuojamu laikotarpiu neturi įtakos Lietuvos NT rinkai. Veiksniai, aprašantys NTF atliekamų investicinių veiksmų įtaką gyvenamosios ar komercinės paskirties NT rinkoms sudarytuose modeliuose nėra reikšmingi, tai rodo, kad analizuojamu laikotarpiu NTF neveikia būsto kainų lygio ar KNT pasiūlos ir kol kas neturi reikšmingos ir kiekybiškai išmatuojamos įtakos Lietuvos ekonomikai.

Bendras AIF veiklos tyrimas leidžia teigti, kad NTF nesudaro grėsmių ir finansų sistemai. Visi Lietuvoje iki analizuojamo laikotarpio pabaigos registruoti ir veikiantys NTF yra uždaro tipo ir skirti tik profesionaliesiems investuotojams. Tokia fondų naudojama veiklos struktūra leidžia teigti, kad grėsmė dėl fondo dydžio ir jo įtakos finansų sektoriui (atsižvelgiant į NTF dydį ir jų vykdomą veiklą) yra maža, nes didžiausią pavojų tokiose situacijose kelia atviro tipo NTF. Uždaro tipo NTF turi apsauginių mechanizmų, neleidžiančių trumpalaikiams svyravimams rinkoje ir su jais susijusiems investuotojų veiksams smarkiai paveikti fondo valdomo turto apimčių ir taip vesti NTF prie veiklos likvidavimo.

Verta atkreipti dėmesį, kad tyrimo rezultatus iš dalies galėjo lemti ir santykinai mažas stebėjimų skaičius, kadangi pasirinktų lygčių forma tinkamesnė tirti ilgalaikes tendencijas ir patikimiems rezultatams pasiekti būtina turėti daugiau stebėjimų. Atliekant tyrimą analizuojamas laikotarpis sutrumpintas, kadangi analizė galėjo būti atliekama tik nuo to laikotarpio, kai rinkoje atsirado ir pradėjo veikti pirmieji NTF. Gauti rezultatai taip pat leidžia manyti, kad dėl trumpo NTF veiklos laikotarpio ir su tuo susijusio kiekybine prasme mažo investicinių sandorių skaičiaus, kol kas nėra tikslinga NTF veiklos tirti pasitelkus ekonometrinius modelius, kadangi tiriami kintamieji būna nereikšmingi. Ateityje, plėtojantis NTF veiklai ir duomenų bazei, kaupiančiai duomenis apie šių fondų atliekamus investicinius veiksmus augant, NTF galima daroma įtaka gyvenamosios ar komercinės paskirties NT galės būti patikimai tiriama disertacijos autoriaus sudarytomis lygtimis (atitinkamai 3 ir 5 lygtys), o esant reikalui ir atsižvelgiant į naujai susidariusias aplinkybes, šios lygtys galės būti toliau tobulinamos.

#### *4.2.2. RDF įtaka Lietuvos finansų rinkai*

Teorinėje disertacijos dalyje aptarta RDF daroma teigiama įtaka, kuri gali pasireikšti per likvidumo didėjimą rinkoje, rizikos valdymo metodų tobulinimą, tačiau daugeliu atvejų tokie efektai yra kiekybiškai neišmatuojami.



Dažniau nagrinėjami, lengviau aptinkami ir įvertinami yra neigiami RDF veiklos aspektai finansų rinkoms. Šiuo atveju rizikos gali būti susijusios su finansinio svarto naudojimu, įtaka kredito institucijoms, su kuriomis atliekamos tarpusavio operacijos, poveikiu finansų rinkoms apskritai (Aragon, Strahan, 2011; Garbaravičius, Dierick, 2005; Stulz, 2007). Todėl ir atliekant RDF tyrimą, nagrinėjami rodikliai suteikia informacijos apie RDF poveikį, kuris daugeliu atvejų galėtų būti neigiamo, o ne teigiamo pobūdžio.

2013 m. viduryje Lietuvoje buvo įregistruoti 5 RDF, ir visi jie vykdo veiklą. Iš viso Lietuvoje per AIF įteisinimo laikotarpį buvo įsteigti 8 RDF, 3 iš jų nutraukė savo veiklą. Du iš trijų uždarytų RDF buvo likviduoti 2011 metų pradžioje, praėjus kiek daugiau nei metams nuo jų įsteigimo, todėl galima daryti išvadą, kad AIF rinkos vystymosi pradžioje vyravo pakankamai didelis neapibrėžtumas, o vėlesniais laikotarpiais įsteigti RDF sėkmingai pritraukė investicijų ir vykdė veiklą. Likviduoti RDF tais laikotarpiais, kol dar buvo įsteigti, neturėjo valdomo turto.

**16 lentelė. Lietuvoje registruotų RDF kaita**

	<b>Pavadinimas</b>	<b>Pradžia</b>	<b>Valdomas turtas 2013K2, Lt</b>	<b>Dalis RDF turte</b>
1	SAM Renewable energy fund	2009K3 (uždarytas 2011K1)	0	
2	Synergos Forex Fund (vėliau - Rigel Forex Fund)	2010K1 (uždarytas 2011K1)	0	
3	Axia Value Fund	2010K2	1617487,24	7,4%
4	Prudentis United Alternative Fund	2011K1	3739616,24	17,1%
5	Finasta Delta	2011K2	4797490,43	21,9%
6	Orion Portfolio Fund subfondas Orion Absolute Return Portfolio	2012K1	3890586,8	17,8%
7	Finasta Sigma	2012K2 (uždarytas 2013K2)	0	
8	Algorithmic Trading Portfolio	2012K4	7872030,33	35,9%
			21917211,04	100,0%

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų veiklos ataskaitomis

Buvo analizuota 3 RDF (Axia Value Fund, Orion Absolute Return Portfolio Fund ir Algorithmic Trading Portfolio), kurių informacija yra prieinama viešai, veikla. Kaip matyti iš 16 lentelės duomenų, šių RDF valdomas turtas 2013 m. II ketvirčio pabaigoje sudaro 61,0% RDF valdomo

turto, todėl net ir neįtraukus visų veikiančių RDF, galima sėkmingai vykdyti jų veiklos analizę ir daryti apibendrintas išvadas apie RDF veiklos tendencijas ir potencialią įtaką. Du į nagrinėjimą neįtraukti fondai neteikia viešos informacijos, remiantis jų prospektais, fondai neapsiriboja konkrečiu geografiniu regionu, diversifikuoja savo portfelį, todėl labai tikėtina, kad kaip ir kitų RDF, didžioji dalis šių nenagrinėjamų RDF investicijų bus nukreipta ne į Lietuvos rinką. Šių RDF valdomo turto kitimas nepasižymėjo staigiais šuoliais ar smukimais ir kito pakankamai stabiliai, todėl galima manyti, kad ir jų vykdoma veikla yra nuosekli ir nesusijusi su trumpalaikėmis, apimtimi išskirtinėmis spekuliacijomis, kurios galėtų smarkiai paveikti rinką ir susijusius dalyvius, bei galėtų turėti esminę įtaką tyrimo rezultatams.

Iš 17 lentelės duomenų matyti, kad į analizę įtrauktų RDF veikla daugiausia yra susijusi su investavimu užsienio finansų rinkose. 2013 m. II ketv. pabaigoje investicijų apimtys Lietuvos finansų rinkoje sudarė kiek daugiau nei 303,5 tūkst. Lt. Papildomai, visa ši suma yra susijusi ne su prekyba Lietuvos akcijų rinkoje, o su sudaromais atpirkimo sandoriais, kurių pagrindas yra ne Lietuvos akcijų rinkoje listinguojamos bendrovės. Todėl šiuo atveju nėra jokių sąsajų su Lietuvos kapitalo rinka, o RDF poveikis gali būti juntamas tik finansų tarpininkams, su kuriais sudaromos sutartys.

**17 lentelė.** RDF investicijų charakteristikos 2010–2013 m., Lt

Laikotarpis	Komisiniai bankams (nekaupiamu oju būdu)	Išvestinės finansinės priemonės, apyvarta	Finansinis svertas, % nuo GA	Investicijų apimtys Lietuvoje (nekaupiamu oju būdu)	Investicijų Lietuvoje santykis su GA	Grynieji pinigai ir indėliai Lietuvos bankuose	Grynųjų pinigų ir indėlių santykis su GA
2010K4	10122	4898	0,00%	4383	0,25%	350945	20,00%
2011K2	12275	1237084	0,00%	4929	0,28%	410823	23,72%
2011K4	14882	29893	5,25%	134008	10,72%	74926	5,99%
2012K2	12846	794213	5,90%	429425	9,91%	2186754	50,45%
2012K4	24265	662540	1,53%	188909	3,72%	302052	5,95%
2013K2	14578	554222	2,52%	303461	2,53%	3553735	29,67%

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų veiklos ataskaitomis

RDF investicijų apimtys Lietuvoje turi augimo tendenciją, tačiau pateiktos sumos vis dar yra itin menkos, lyginant jas su Lietuvos kapitalo rinkos apimtimi. Be to, nagrinėjant konkrečių sandorių prigimtį, tampa aišku,

kad tiesiogiai su kapitalo rinka susijusios investicijos yra dar mažesnės ir nagrinėjamas santykis tampa dar nereikšmingesnis.

Išanalizavus RDF atliekamus investicinius veiksmus galima konstatuoti, kad šių fondų veikla, nors jie registruoti Lietuvoje, daugiausia susijusi su užsienio rinkomis ir Lietuvoje yra tik valdoma jų veikla bei operacijų atlikimui užtikrinti pasitelkiami vietiniai finansų tarpininkai. Todėl galima teigti, kad analizuojamu metu nėra tikslinga kiekybiniais metodais tirti RDF, kaip atskiros fondų grupės, įtaką Lietuvos ekonomikai. Tiriant RDF veiklą ir jų galimą įtaką Lietuvos ekonomikai, turi būti naudojami netiesioginiai tyrimo būdai, kai yra nagrinėjamos fondų veiklos ataskaitos (tiek RDF atskirai, tiek bendrame AIF kontekste) ir jų pagrindu sudaryti išvestiniai rodikliai ir vertinama šių rodiklių teikiama informacija bei RDF potencialiai keliamos rizikos finansų sistemai.

RDF gali paveikti finansų sistemą savo veiklos apimtimis ir pobūdžiu, tačiau analizuojant ir vertinant Lietuvoje registruotų RDF veiklą matyti, kad dėl mažo RDF skaičiaus, nedidelių atskirų fondų valdomo turto verčių ir koncentracijos į užsienio rinkas negalima teigti, kad RDF turi išmatuojamą įtaką Lietuvos finansų sistemai. Taip pat Lietuvoje registruoti RDF ne visiškai išnaudoja tokiai fondų rūšiai suteikiamą potencialą – vienas iš nesudėtingai prieinamų būdų pasiekti didesnę pelningumą yra sverto naudojimas. Remiantis 17 lentelės duomenimis, RDF daugeliu atveju visiškai nenaudoja finansinio sverto teikiamų galimybių, o tais atvejais, kai ši priemonė pasitelkiama, jos dydžiai yra menki, lyginant su grynujų aktyvų verte (bendras RDF svertas neviršija 6,0% nuo grynujų aktyvų). Tokie skaičiai gerokai mažesni nei stebimi pasauliniu mastu RDF sektoriuje, kur vidutinis naudojamo sverto dydis (neįskaičiuojant metų, kai vyko sukrėtimai pasaulio ekonomikose) viršija 30,0% (žr. 31 paveikslą). Pagal KISĮ įsteigtiems ir toliau veikiantiems RDF maksimalus naudojamo sverto dydis nėra nustatytas, o Lietuvoje registruotų RDF nenorą intensyviau naudotis skolinimosi teikiamomis galimybėmis gali stabdyti ir tai, kad sverto naudojimas susijęs ir su didesne rizika bei didesniais nuostoliais, jei rinkoje susidaro nepalankios aplinkybės.

RDF pakankamai aktyviai naudojami išvestinių finansinių priemonių sandoriais. Fondų veikloje išvestinės finansinės priemonės gali būti naudojamos dvejopai – siekiant padidinti portfelio pelningumą ir apdraudžiant turimas portfelio pozicijas nuo galimų neigiamų kitų išvestinių finansinių priemonių pokyčių. Atsižvelgiant į mažas finansiniams tarpininkams Lietuvoje mokamas mokesčių sumas (į kurias įtraukiamos ir su atliekamais sandoriais susiję mokesčiai), galima daryti išvadą, kad didžioji dalis išvestinių finansinių priemonių sandorių sudaromi ne Lietuvos rinkoje. Kadangi didžioji investicijų dalis susijusi su užsienio rinkomis, šiose rinkose prekyba išvestinėmis finansinėmis priemonėmis yra populiareesnė ir lengviau įgyvendinama, todėl RDF aktyviau ja naudojami.

Remiantis 17 lentelėje pateiktais išvestinių finansinių priemonių sandorių duomenimis ir atsižvelgiant į tai, kad yra pateikta visa RDF išvestinių finansinių priemonių sandorių apyvarta (ir sudaromų užsienio rinkose ir Lietuvoje), o Lietuvoje atliekamų sandorių santykis sudaro tik mažą dalį, galima teigti, kad Lietuvos rinkoje RDF neįkyla rehipotekizacijos pavojus. Nors įvertinant praeities tendencijas negalima visiškai atmesti kredito įstaigos bankroto tikimybės, tačiau tai yra labiau teorinė galimybė, o ir RDF tokia situacija nesukeltų rizikos, nes tik maža dalis sandorių sudaroma su Lietuvos kredito įstaigomis ir finansų tarpininkais. Rehipotekizacija paplitusi JAV, o Europos šalyse mažiau populiari ir beveik nenaudojama. Analizuojamų RDF investicijų portfelis yra išskaidytas, ir tik dalis RDF sudaromų sandorių yra atliekami su JAV finansų tarpininkais. RDF gali kilti pavojus iš šios rinkos, tačiau dėl investicijų portfelio diversifikavimo, galimai įšaldytos investicijos nesudarytų ženklios RDF grynujų aktyvų dalies ir neturėtų esminės įtakos, galinčios lemti fondo likvidavimą.

Siekdami pateisinti fondo pavadinimą ir vykdyti numatytą fondo veiklos strategiją, RDF nuolat turi turėti laisvų likvidžių aktyvų, kuriuos būtų galima nedelsiant panaudoti, rinkoje aptikus kainų neatitikimus ar kitas investicines galimybes. Tai iliustruoja ir 18 lentelėje pateikti duomenys. Visais nagrinėjamais laikotarpiais RDF turėjo nemažus grynujų pinigų ir indėlių

likučius, palyginti su fondų GA. Taip pat didesni nei įprastai pinigų likučiai susidaro dėl to, kad yra įsteigiami nauji RDF ir investuotojų lėšų pritraukimo fazėje pritrauktas kapitalas dar nebūna investuotas. Stebimi lėšų ir indėlių likučiai gali signalizuoti ir apie prastą fondų veiklos efektyvumą ir rizikos valdymo metodų trūkumus. Nors likvidžių lėšų turėjimas padeda sumažinti fondo riziką ir leidžia greitai reaguoti į rinkos pasikeitimus, tuo pačiu netenkama galimybės uždirbti didesnę fondo grąžą. Analizuojamų RDF atveju išplatintų ir išpirktų investicinių vienetų balansas yra teigiamas (pasitaikė tik keletas atvejų, kai investiciniai vienetai buvo išpirkti), todėl nors dauguma RDF yra atviro tipo, grynųjų pinigų poreikis, remiantis praėjusių laikotarpių tendencijomis, potencialiai nėra didelis. Be to, Lietuvoje registruoti RDF naudoja mažą svėro dydį, tai taip pat nesukuria prielaidų turėti didelio grynųjų pinigų likučio.

Galima pastebėti, kad tokia turto struktūra, kai laikomi santykinai dideli, palyginti su fondų GA, pinigų ir indėlių likučiai, būdinga tik RDF. Kitų rūšių AIF didelių pinigų likučių neturi, išskyrus fondų veiklos pradžią, kai yra pritraukiamos investuotojų lėšos ir dar tik ruošiamasi investicijoms, ar tais atvejais, kai baigiasi fondo veiklos terminas ir jis pradedamas likviduoti (žr. 19 priedą).

**18 lentelė.** RDF grynųjų pinigų ir indėlių bei mokesčių finansiniams tarpininkams kitimas 2010–2013 m., Lt

Laikotarpis	Mokesčiai finansų tarpininkams laikotarpio pabaigoje	Bankų paslaugų ir komisinių pajamų santykis su RDF sumokėtais mokesčiais	Grynieji pinigai ir indėliai Lietuvos bankuose	Grynųjų pinigų ir indėlių santykis su GA	Grynųjų pinigų ir indėlių santykis su indėlių likučiais Lietuvos kredito įstaigose
2010K4	10122	0,00110%	350945	20,00%	0,0013%
2011K2	12275	0,00286%	410823	23,72%	0,0016%
2011K4	27157	0,00358%	74926	5,99%	0,0003%
2012K2	12846	0,00329%	2186754	50,45%	0,0076%
2012K4	37111	0,00486%	302052	5,95%	0,0010%
2013K2	14578	0,00368%	3553735	29,67%	0,0120%

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis fondų veiklos ataskaitomis ir LB duomenimis

RDF galima neigiama įtaka neabejotinai priklausytų nuo fondo dydžio bei jo turimų pozicijų santykinės dalies rinkoje. RDF atveju svarbi ir šių fondų

koncentracija bendroje rinkoje, nes mažose rinkose esant didelei koncentracijai jų veikla (kaip investuotojų) gali būti destabilizuojanti finansų sistemą. Apskaičiuotas Lietuvos AIF ir KIS rinkos koncentracijos indeksas (HHI ir CR3 rodikliai 23 paveiksle ir 7 priede) rodo, kad Lietuvos AIF rinka pakankamai koncentruota. Vis dėlto aukštus koncentracijos rodiklius lemia NTF, kurių valdomo turto apimtys yra didžiausios iš visų rūšių AIF, o RDF sudaro santykinai mažą dalį, todėl jų koncentracija rinkoje negali būti laikoma didele<sup>37</sup>, be to turi būti atsižvelgta ir į geografinę RDF veiklos sritį (didžioji investicijų dalis vykdoma užsienio rinkose).

Netiesioginis pavojus dėl RDF veiksmų gali kilti ir dėl didėjančios finansinių tarpininkų pajamų dalies, kuri susijusi su šiais fondais (Galiniene, Jarašius, 2013). Nagrinėjamų RDF išlaidos, susijusios su įvairiais mokesčiais finansų tarpininkams (daugiausia šalies komerciniams bankams) yra pakankamai nedidelės, kas yra susiję su maža investicijų apimtimi Lietuvos rinkoje. Lyginant RDF veiklos išlaidas, patiriamas atliekant operacijas su finansų tarpininkais, su bankų sistemos pajamomis (apsiribojant paslaugų ir komisinių pajamomis), matyti, kad šis santykis yra nykstamai mažas (2013 m. II ketvirčio pabaigoje siekė 0,004%). Galima teigti, kad Lietuvoje investicinė bankininkystė nėra išplėtota, ir RDF veikla nėra bankų veiklos prioritetinė sritis. Atsižvelgiant į tai, kad bankų pajamas sudaro ne vien tik teikiamų paslaugų ir komisinių pajamos (tokios pajamos sudaro 27,0% visų bankų pajamų 2013 m. II ketvirčio pabaigoje), galima pagrįstai teigti, jog RDF stabiliai bankų sistemos veiklai įtakos neturi.

Atlikus Lietuvoje registruotų ir veikiančių RDF veiklos tyrimą, toliau pateikiami potencialūs tyrimo metodai, skirti kiekybiškai tirti RDF galimą įtaką ekonomikai iš keleto požiūrio taškų. Vienas iš jų vertina RDF susietumo problemą ir iš jos kylantį mažėjantį likvidumą ir destabilizuojantį poveikį finansų rinkai, kitas tiria RDF atliekamų investicinių veiksmų įtaką rinkos likvidumo kitimui ir svyravimams. RDF atveju tikslinga naudoti kitą tyrimo

---

<sup>37</sup> 2013 m. III ketvirčio pabaigos duomenimis AIF koncentracija sudarė 0,23 (HHI indeksas), o RDF dalis šiame rodiklyje buvo tik 0,35 proc. (arba 0,0008 absoliutaus HHI dydžio).

metodiką, nei NTF ar PKF atveju, kadangi analizuojant veiksnius, kuriems įtakos gali turėti RDF veikla (35 paveikslas), matoma, kad RDF tiesiogiai realiajam sektoriui įtakos nedaro, nes koncentruoja savo veiklą į finansų rinką. Dėl šios priežasties tikslinga tirti RDF daromą poveikį finansų rinkoms, vertinant RDF tarpusavio susietumą ir jų sukeliamus likvidumo pokyčius.

Vertinant RDF įtaką likvidumo svyravimams reikalinga apskaičiuoti likvidumo indeksą ir tirti jo kitimą bei susieti šiuos pokyčius su RDF atliekamais investiciniais veiksmais. Amihud Y. (2002) gavo įrodymų, kad rinkos nelikvidumas turi reikšmingos įtakos VP rizikos premijos dydžiui ir gražai. Laukiamas rinkos nelikvidumas teigiama linkme veikia būsimą rizikos premiją (*ex ante excess return*), o nelauktas rinkos nelikvidumas neigiamai veikia einamąją VP gražą. Minėtų efektų dydis taip pat priklauso ir nuo VP likvidumo bei dydžio – abu efektai stipriau pasireiškia „mažiams“ VP. Taigi rizikos premija iš dalies gali būti laikoma ir nelikvidumo premija – didesnė rizikos premija atspindi ne tik didesnę VP riziką, bet ir žemesnį jo likvidumą, palyginti su nerizikingomis investicijomis. Tai tik iliustruoja, kad likvidumas akcijų rinkoje yra itin svarbus rodiklis, ypač rinkose pasižyminčiose santykinai pasyvesne prekyba ir kapitalizacija, kaip kad Lietuvos kapitalo rinka. Todėl svarbu sekti ir analizuoti RDF veiklą Lietuvos rinkoje ir matuoti jų galimą įtaką rinkos ar atskiro VP likvidumo pokyčiams.

Šią užduotį galima atlikti pasitelkus „Amihud nelikvidumo indeksą“ (angl. *Amihud Illiquidity Index*). Amihud nelikvidumo indeksas rodo kokia akcijos kainos pokyčio dalis yra lemiamą vieno prekybos vertės piniginių vieneto. Šis indeksas taip pat gali būti interpretuojamas kaip prekybos apimties įtaka akcijos kainoms (Amihud, 2002).

Indeksas (9 lygtis) konkrečiai akcijai apskaičiuojamas kaip absoliutaus kainos pokyčio ir prekybos vertės santykis, kuris gali būti nustatomas tam tikram pasirinktam periodui:

$$ILLIQ = \frac{|R_{i_{yd}}|}{VOLLTL_{i_{yd}}} \quad (9)$$

kur  $|R_{i_{yd}}|$  - dieninio kainos pokyčio absoliuti reikšmė (teigiama vertė),

$VOLLTL_{iyd}$  – dienos prekybos vertė eurais, kuri randama kaip akcijos kainos ir sandoriuose dalyvavusių akcijų kiekio sandauga.

Kaip matyti iš pateiktos formulės, indeksui nėra sudėtinga gauti duomenų iš biržos prekybos statistikos, todėl jis gali apimti ilgą laikotarpį ir tokiu būdu galima gauti patikimus rezultatus. Todėl tai yra tinkamas rodiklis ir siekiant įvertinti RDF atliekamus veiksmus tam tikros akcijos atžvilgiu. Nors ir nėra įmanoma išskirti konkrečių sandorių ir jų apimčių, kuriuos atlieka RDF, tačiau žinant į kokius aktyvus investuoja šie fondai, yra įmanoma tirti likvidumo pasikeitimus tais momentais, kai RDF atliko savo investicijas ir taip daryti išvadas apie jų prekybos apimčių daromą įtaką.

Apskaičiavus kiekvienos akcijos dienos likvidumo indeksus ir suvidurkinus juos per tam tikrą laikotarpį galima apskaičiuoti ir finansų rinkos nelikvidumo indeksą. Esant reikšmingoms RDF prekybos apimtims, be įtakos atskiro vertybinio popieriaus likvidumo pokyčiams, taip pat galima vertinti ir įtaką bendram rinkos likvidumui. Kitas analizės pjūvis – lyginti akcijų, kuriomis prekiauja RDF ir į jas panašių akcijų likvidumus ir jų kitimo dėsningumus, tokiu būdu galima įvertinti tikrąjį RDF prekybos poveikį akcijų likvidumui, įvertinant ir pašalinant įtakos veiksnius, kurie galėjo būti būdingi tik vienai nagrinėjamai akcijai.

Kaip papildomas likvidumą atspindintis rodiklis, tinkamas rezultatų, gautų naudojant Amihud nelikvidumo indeksą, palyginimui ir įvertinimui gali būti apskaičiuojamas pasiūlos ir paklausos kainų skirtumas. Šis rodiklis gali turėti įvairias formas, viena iš jų – santykinis pasiūlos ir paklausos kainų skirtumo matas (angl. *bid-ask spread*<sup>38</sup>). Rodiklis randamas kaip pasiūlos ir paklausos kainų skirtumas padalintas iš vidutinės kainos reikšmės. Taip pat galima apskaičiuoti ir efektyvųjį paklausos ir pasiūlos kainų skirtumą (angl. *effective bid-ask spread*), kuris apskaičiuojamas naudojantis 10 lygtimi (Roll, 1984).

$$S = 2\sqrt{-\text{cov}(\Delta P_t, \Delta P_{t-1})} \quad (10),$$

---

<sup>38</sup> Šis likvidumo rodiklis ir jo sąsajos su aktyvų grąža yra analizuojamas Amihud Y., Mendelson H. (1986) darbe.



šioje lygtyje cov – tai autokovariacija tarp nuoseklių sandorių kainų. Priimta ir iš teorinio apibrėžimo išplaukia, kad jei nuoseklių sandorių kainos svyruoja pasiūlos ir paklausos kainų ribose, stebimos grąžos turės neigiamą autokoreliaciją, todėl atsiranda minuso ženklas prieš kovariacijos dydį (Roll, 1984; Corwin, Schultz, 2011; Schultz, 2000). Vis dėlto ne visuomet tai yra tiesa, todėl esant kitoms rinkos aplinkybėms (kai naudojami dieniniai ar ilgesnio laikotarpio sandorių duomenys ar rinka nėra visiškai efektyvi ir kainose neatsispindi visa informacija) gali būti naudojami ir patobulinti minėtų dydžių skaičiavimo metodai.

Kita tyrimų kryptis, susijusi su kiekybiniu RDF įtakos finansų rinkoms vertinimu, yra RDF susietumo nagrinėjimas. Tai susiję su galima rinkos perpildymo problema ir pastaruoju metu yra populiarėjanti tyrimų kryptis, kurios aktualumas itin padidėjo prasidėjus pasaulinei finansų ir ekonomikos krizei. Yra manančių (pvz. Disorderly ..., 2006), kad dėl patikimų duomenų stokos nėra įmanoma tinkamai įvertinti realų RDF poveikį finansiniam stabilumui, todėl ir siekis rinkti papildomą reguliavimo informaciją apie RDF nėra tikslingas. Vis dėlto Galinienė B., Jarašius G. (2014) teigia, kad aktyvios Lietuvoje registruotų RDF priežiūros nauda nereikėtų abejoti – dėl mažo Lietuvos kapitalo rinkos dydžio net ir santykinai nedidelių apimčių RDF, jei jie būtų tarpusavyje glaudžiai susiję ir susiklosčius nepalankioms sąlygoms, galėtų paveikti finansų rinką ir finansų sistemos stabilumą. Be to, gali susiklostyti situacija, kai augantis investuotojų susidomėjimas šiais fondais, didintų konkurenciją tarp skirtingų RDF, o tai galėtų vesti prie rizikingesnių strategijų naudojimo ar fondų panašėjimo. Atsižvelgiant į tai, priežiūros klausimas išlieka aktualus ir žvelgiant į ateitį.

Siekiant įvertinti RDF keliamas rizikas, susijusias su likvidumu ir galima įtaka finansų rinkoms, kaip vieną iš pagrindinių rodiklių tikslinga naudoti RDF pelningumų porinės koreliacijos koeficientą, kuris parodo RDF, veikiančių pagal skirtingas strategijas, susietumą. ECB finansinio stabilumo apžvalgoje šiam tikslui pasitelkiama vidutinė svartinė koreliacija (toliau – VSK), kuri apskaičiuojama pagal 11 formulę:

$$VSK = \frac{\sum_{i < j} corr_{ij} \times (w_i + w_j)}{\sum_{i < j} (w_i + w_j)} \quad (11)$$

kur  $corr_{ij}$  - porinės koreliacijos koeficientas tarp strategijos i ir j RDF pelningumų,

$w_i, w_j$  - RDF, naudojančių atitinkamą strategiją, santykinė valdomo turto dalis skaičiuojamo laikotarpio pabaigoje.

VSK pasitelkiamas siekiant sužinoti RDF, naudojančių įvairias strategijas, susietumą, o remiantis ECB finansinio stabilumo apžvalgoje pateikta metodika, VSK skaičiavimams naudojami atskirų RDF strategijų pelningumų mėnesiniai dydžiai. Vis dėlto Lietuvos atveju nėra įmanoma korektiškai apskaičiuoti VSK vien tik RDF strategijų viduje, kadangi daugeliu atvejų viešinami tik ketvirtiniai RDF pelningumo duomenys, be to dėl vis dar nedidelio RDF skaičiaus, jų naudojamos strategijos yra beveik identiškos ir egzistuoja labai maža jų įvairovė. Dėl prieinamų duomenų periodiškumo, pasirinkus naudoti ketvirtinius pelningumo duomenis, reikalingi 4 ketvirčių duomenys norint apskaičiuoti vieną VSK reikšmę. Tokiu atveju, jei VSK būtų skaičiuojamas vien tik RDF pagrindu, susidarytų vos keletas VSK reikšmių, kurios nesuteiktų beveik jokios tyrimui reikalingos informacijos. Įvertinus visas aplinkybes reikalinga priimti tam tikrus apribojimus pirminei formulei (11 lygtis), t.y. VSK turi būti skaičiuojamas naudojant ketvirtinius duomenis, taip pat RDF pelningumus lyginant ne tarp strategijų, o su kitų Lietuvos IF pelningumais.

Nepaisant analizuojamu metu esančių neišvengiamų apribojimų, VSK tiksliausia ir savalaikiams priežiūros sprendimams priimti reikalingą informaciją teiktų, jei būtų skaičiuojamas mėnesinių duomenų pagrindu. Dalis RDF jau ir dabar viešai teikia mėnesinius duomenis, todėl yra siektina ir siūlytina priežiūros institucijoms rinkti mėnesinius RDF duomenis, bei vadovautis tokio periodiškumo duomenimis apskaičiuotu VSK. Jei RDF ir toliau populiarėtų Lietuvoje ir didėtų pagal skirtingas strategijas veikiančių

RDF skaičius, VSK taip pat galėtų būti apskaičiuojamas vien tik skirtingoms RDF strategijoms. Kaip teigia Galinienė B., Jarašius G. (2014) nepaisant menkų RDF valdomo turto apimčių, svarbu jau dabar aktyviai ir nuosekliai tirti RDF veiklą, kad rinkos perpildymo rizika, jei tokia kiltų dėl RDF veiksmų, būtų užkiršta iš anksto, todėl net ir iš dalies apribotas VSK tyrimas yra prasmingas ir reikšmingas.

Prieš analizuojant VSK ir jo kitimą, iš turimų duomenų apskaičiuoti porinės koreliacijos koeficientai tarp atskirų RDF, kadangi dėl per mažo RDF skaičiaus nėra įmanoma ir tikslinga porinę pelningumų koreliaciją skaičiuoti tarp atskirų RDF strategijų. Tokios struktūros rezultatai taip pat suteikia informacijos apie RDF, registruotų Lietuvoje, veiklą ir tarpusavio sąsajas. 19 lentelėje pateikti rezultatai gauti naudojant duomenis, kurie apima periodą nuo 2012 m. pabaigos iki 2013 m. III ketv.

**19 lentelė.** Porinė koreliacija tarp RDF pelningumų 2012–2013 m.

	<i>Axia Value Fund</i>	<i>Algorithmic Trading Portfolio</i>	<i>Absolute Return Portfolio</i>
Axia Value Fund	1		
Algorithmic Trading Portfolio	0,774	1	
Absolute Return Portfolio	-0,083	-0,671	1

Šaltinis: autoriaus skaičiavimai, fondų veiklos apžvalgos

19 lentelės duomenys rodo, kad nors Lietuvoje registruotų RDF veikla yra įvairialypė (atskirų RDF pelningumų porinės koreliacijos yra įvairių krypčių ir stiprumo), tačiau vidutinė visų trijų nagrinėjamų RDF pelningumų koreliacija yra beveik lygi nuliui (0,007). Remiantis pateiktais duomenimis matyti, kad RDF nepasižymi tarpusavio susietumu, nagrinėjant šį klausimą iš fondų pelningumo perspektyvos. Analogiškus rezultatus gavo ir Galinienė B., Jarašius G. (2014), kurie savo tyrime praplėtė imtį ir RDF pelningumų porines koreliacijas skaičiavo su duomenimis iki 2013 m. pabaigos. Nors minėtų autorių gauti rezultatai skaitine prasme kiek skiriasi (tai nulemta mažo stebėjimų skaičiaus), tačiau tendencijos ir kryptys išliko tos pačios – ir vienu

stebėjimu prailginus tyrimo imtį, vidutinė RDF pelningumų porinė koreliacija išliko artima nuliui (-0,06). Dėl analizei naudojamo itin trumpo laikotarpio, kai fondų rezultatai galėjo būti lemiami ir kitų (vienkartinių, nepastovių) veiksnių, išsakyti teiginiai yra aktualūs ir paremti stebėjimais nagrinėjamu metu. Ilgėjant stebėjimo periodui gali atsiskleisti ir kitos, šiuo metu nestebimos, tendencijos, todėl būtina ir toliau analizuoti ir sekti šios srities plėtrą. Galinienė B., Jarašius G. (2014) taip pat nustatė, kad analizuotu periodu pasireiškia tendencija, jog tik RDF „Orion Absolute Return Portfolio“ pelningumų koreliacija su likusiais RDF yra neigiama. Tai galėjo lemti „Orion Absolute Return Portfolio“ pasitelkiama investicinė strategija, kuria siekiama nuo situacijos rinkoje nepriklausančios grąžos. Kiti analizuoti RDF naudoja mišrias strategijas bei aiškiai nenurodo siekio gauti nuo rinkos svyravimų nepriklausančią grąžą (arba nors ir deklaruoja tokį siekį, veikia pakankamai trumpą laiką (fondas Algorithmic Trading Portfolio), kad atsiskleistų naudojamos strategijos rezultatai), tai pagrindžia ir stebimą jų veiklos rezultatų panašumą.

Galiniene B., Jarašius G. (2014) analizavo ir RDF, kaip atskiros fondų grupės, svertinių pelningumų koreliaciją su kitomis KIS grupėmis. Remiantis 2010-2013 metų duomenimis autoriai nustatė aukšto lygio teigiamos krypties RDF pelningumų koreliaciją su kitomis KIS grupėmis. Šis dėsniumas nepasitvirtino tik NTF atveju, kurių pelningumai pasižymėjo beveik nuline koreliacija su visomis KIS grupėmis. Nors vienas iš charakteringų AIF bruožų yra menka koreliacija su įprastiniais investiciniais instrumentais, tačiau Lietuvoje registruotiems RDF analizuotu periodu tokia savybė nebuvo būdinga. Kaip teigia tyrimo autoriai, tiek Lietuvoje registruoti RDF, tiek ir kiti analizuoti IF didžiąją veiklos dalį vykdo užsienio kapitalo rinkose, o stebimas pasaulio finansų rinkos globalizacijos reiškinys lemia panašius pokyčius visose pagrindinėse rinkose ir su tuo susijusius panašėjančius fondų, investuojančių šiose rinkose, rezultatus. Papildomai 41 ir 43 paveikslo duomenys demonstruoja neaktyvų Lietuvoje registruotų RDF finansinio svarto ir išvestinių finansinių priemonių naudojimą, toks veiklos pobūdis neleidžia RDF pasiekti teigiamų ir nuo pokyčių rinkoje nepriklausančių rezultatų. Vis dėlto tai

kol kas tėra išankstinės išvados, kurios turėtų būti patikslintos, atsiradus ilgesnei RDF pelningumo laiko eilutei.

Aprašyti RDF porinės koreliacijos tyrimo rezultatai taip pat leidžia teigti, kad RDF neturi konkurencinio pranašumo prieš kitus Lietuvos rinkoje esančius IF. Analizuoti RDF negali pasiūlyti rezultatų, besiskiriančių nuo kitų IF rezultatų, o RDF yra potencialiai rizikingesni, taip pat tokių fondų investuotojams taikomi mažesni investuotojų apsaugos reikalavimai. RDF, skirtingai nei PKF ar NTF, neinvestuoja į specifines sritis, kurios yra sunkiau prieinamos paprastiems investuotojams, dėl šios priežasties RDF, kompensuodami savo trūkumus, turėtų teikti galimybę investuotojams uždirbti nepriklausomai nuo rinkos svyravimų. Kadangi analizuoti RDF nesuteikia galimybės gauti investicinių rezultatų, kurie nepriklausytų nuo rinkos krypties, galima manyti, kad jie nėra patrauklūs investuotojams ir tai įvardinti kaip vieną iš priežasčių, paaiškinančių mažą RDF rinkos dalį Lietuvoje.

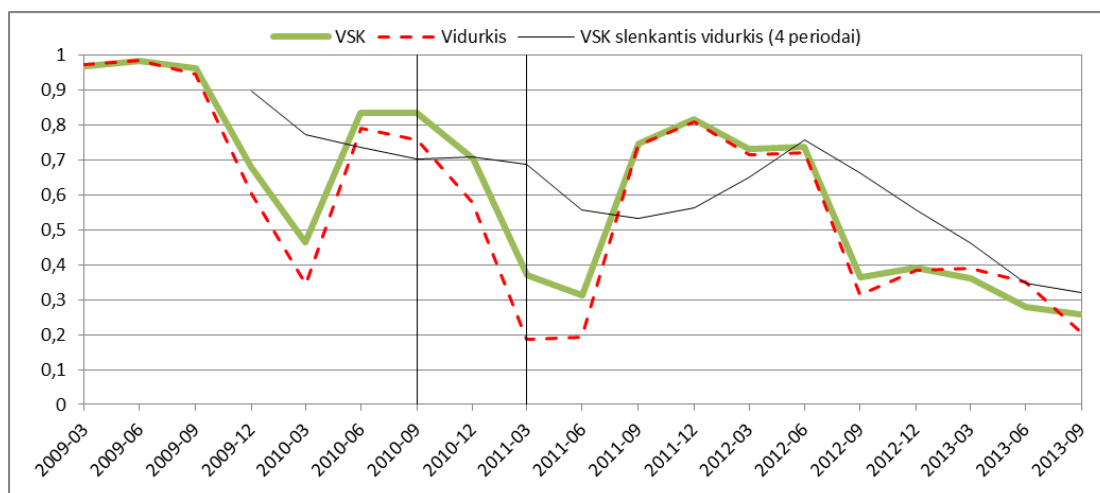
Lietuvos IF grupių svertinių pelningumų porinės koreliacijos duomenys išryškina itin didelį fondų (išskyrus NTF) tarpusavio panašumą. Dėl šios priežasties detaliau tiriama visų rūšių fondų, registruotų Lietuvoje, tarpusavio priklausomybė, šiam tikslui pasitelkiant VSK. Skaičiuojant pagal Lietuvos rinkos aktualijas pakoreguotą VSK, visi Lietuvoje registruoti IF yra sugrupuojami į 5 kategorijas: akcijų, mišraus investavimo, skolos VP, NTF ir RDF<sup>39</sup>. Skaičiavimams naudojami šių 5 IF grupių ketvirtiniai svertinio pelningumo<sup>40</sup> rodikliai. Svertinis tam tikros fondų grupės pelningumas randamas įvertinant kiekvieno atskiro fondo pelningumą pagal jo valdomo turto santykį su fondų grupės valdomu turtu.

---

<sup>39</sup> Nuo IF atsiradimo Lietuvoje buvo išskiriama ir daugiau fondų grupių, tačiau tyrimui parinktos nurodytos fondų grupės, atsižvelgiant į duomenų struktūrą ir kitimą. Dėl šios priežasties nėra įtraukiami pinigų rinkos (nėra veikiančių fondų, ankstesniais laikotarpiais šie fondai buvo priskiriami prie skolos VP fondų), fondų fondai (nebeišskiriami kaip atskira grupė). Taip pat neįtraukiami ir PKF, kadangi vienai VSK reikšmei apskaičiuoti reikalingi 4 ketvirčių duomenys, o iki nagrinėjamo laikotarpio pabaigos (2013 m. III ketv.) galima apskaičiuoti tik 3 PKF pelningumo reikšmes.

<sup>40</sup> Pelningumas traktuojamas kaip procentais išreikštas investicinio vieneto vertės pokytis per vieną ketvirtį.

54 paveiksle pateikti Galinienės B., Jarašiaus G. (2014) atlikto VSK tyrimo, kurį disertacijos autorius praplėtė ir papildė, rezultatai, taip pat palyginimui nubrėžtas ir įprastas skirtingų grupių KIS porinių koreliacijų vidurkis (brūkšninė linija). Matyti, kad daugeliu atvejų įprasta vidutinė porinė koreliacija pateikia mažesnes reikšmes, nei VSK, kuri apskaičiuojama įvertinus fondų grupių turto svorius. Tai iliustruoja būtinybę skaičiuoti VSK, kadangi įprasta vidutinė porinė koreliacija nepakankamai tiksliai atspindi situaciją rinkoje.



**54 pav.** Lietuvoje registruotų KIS grupių VSK 2009–2013 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Galinienė B., Jarašius G., 2014

Iš dalies tyrimo apribojimai (ketvirtinių duomenų naudojimas), turi įtakos ir netolygiam VSK kitimui. Kai kiekvienam VSK taškui apskaičiuoti naudojami 4 ketvirčių duomenys, porinė koreliacija yra jautresnė pelningumų pokyčiams, nei skaičiavimus atliekant 12 periodų lange, jei būtų naudojami mėnesiniai duomenys. Naudojant mėnesinius duomenis būtų konkrečiau ir aiškiau atspindimi pokyčiai rinkoje, tačiau VSK neturėtų viršyti maksimalių reikšmių, nustatytų naudojant ketvirtinius duomenis, o kreivė būtų glotnesnė ir ne tokia jautri nedideliems pelningumo pokyčiams. 54 paveiksle vertikalios linijos žymi laiko taškus, nuo kurių į VSK sudėtį pradedami įtraukinėti AIF – pirmoji žymi laiko momentą, kai pirmą kartą buvo įtraukti NTF pelningumo rodikliai, antroji ženklina RDF įtraukimą. Kadangi skaičiavimams pasirinkta naudoti ketvirtinius duomenis ir dėl to vienai VSK reikšmei apskaičiuoti

reikalingi 4 periodai, NTF bei RDF į VSK skaičiavimus įtraukiami tik nuo to momento, kai susidaro 4 stebėjimai, t.y. NTF į VSK sudėtį patenka nuo 2010 m. III ketvirčio, o RDF – nuo 2011 m. I ketvirčio. Nors VSK kitimas yra pakankamai netolygus, tačiau įvertinus sugludintą jo versiją (VSK slenkantis vidurkis; naudojami 4 periodų duomenys) matoma aiški mažėjimo tendencija.

AIF atsiradimas rinkoje nepadidino VSK reikšmių, ir kaip pažymi Galinienė B., Jarašius G. (2014) didžiąja dalimi tai nulėmė labai silpna NTF koreliacija su kitomis KIS grupėmis<sup>41</sup>. Tokia situacija susidarė, kadangi NTF, kaip viena iš KIS grupių, visu analizės laikotarpiu pasižymėjo teigiamu pelningumu (2 ketvirčius NTF grupės svertinis pelningumas buvo neigiamas, tačiau absoliučios reikšmės buvo artimos nuliui ir neturėjo įtakos NTF pelningumų koreliacijos su kitomis KIS grupėmis didėjimui). Nagrinėjant atskirų ketvirčių NTF porinės koreliacijos reikšmių kitimą, galima teigti, kad šių reikšmių vienkartinius didėjimus lemdavo išorinės aplinkybės, o ne pačių NTF veiklos svyravimai – laikotarpiais, kai kitos KIS grupės irgi pasižymėdavo teigiamu pelningumu, didėdavo NTF ir kitų KIS grupių porinė koreliacija, tai lemdavo ir VSK augimą. Pirmaisiais laikotarpiais, kai NTF pradėti įtraukinėti į skaičiavimus, šie fondai dėl mažos santykinės turto dalies reikšmingos įtakos VSK kitimui neturėjo, atitinkamai nuo 2011 m. pabaigos, didėjant NTF valdomam turtui, augo ir NTF įtaka VSK reikšmėms. Silpna NTF svertinių pelningumų koreliacija su kitomis KIS grupėmis kartu su didėjančiu NTF santykiniu svoriu VSK turėjo ženklų įtaką VSK mažėjimui ir stabilizacijai analizuojamo periodo pabaigoje.

Priešingai nei NTF, RDF buvo būdinga aukšto lygio svertinių pelningumų porinė koreliacija su kitomis KIS grupėmis, todėl RDF tam tikra apimtimi veikė VSK reikšmės didėjimo linkme. Vis dėlto RDF įtaka VSK didėjimui dėl mažos valdomo turto santykinės dalies nebuvo reikšminga (Galinienės B., Jarašiaus G. (2014) atliktas VSK išskaidymas pagal KIS grupes

---

<sup>41</sup> Ši teiginį gerai pagrindžia ir 24 priede pateiktas paveikslas, lyginantis VSK ir VSK, apskaičiuoto neįtraukiant AIF, reikšmes. Remiantis šio priedo duomenimis, taip pat galima teigti, kad AIF atsiradimas ir egzistavimas rinkoje prisideda prie VSK mažėjimo Lietuvos investicinių fondų rinkoje.

atskleidė, kad RDF dalis bendroje VSK struktūroje buvo mažesnė nei akcijų ar mišraus investavimo fondų grupių). Reali rinkos perpildymo rizika, susijusi su RDF veiksmis, mažėja ir dėl RDF investicijų geografinės diversifikacijos – šie fondai didžiąją dalį investicijų atlieka užsienio kapitalo rinkose, todėl ženkliai mažėja galimybės, kad fondai turės analogiškas VP pozicijas.

Galima teigti, kad dėl menkų porinės koreliacijos tarp skirtingų RDF pelningumų reikšmių ir mažų RDF apimčių, grėsmės finansų rinkų stabilumui dėl galimo rinkos perpildymo yra tik teorinės ir analizuojamu laikotarpiu realios grėsmės finansų sistemai dėl RDF veiklos nekyla. 54 paveikslas iliustruoja, kad net ir aukšto lygio RDF pelningumų tarpusavio koreliacija su kitomis KIS grupėmis nenulemia augančio bendro rinkos VSK, tai suponuoja, kad RDF nulemia tik itin mažą dalį VSK kitimo. Vis dėlto, kaip pažymi ir Galinienė B., Jarašius G. (2014), apskaičiuotos RDF porinės koreliacijos reikšmės (tiek tarp atskirų RDF, tiek ir su kitomis KIS grupėmis) pagrindžia būtinybę ir toliau stebėti RDF tarpusavio koreliaciją bei jos įtaką situacijai rinkoje, taip pat turėtų būti siekiama naudoti didesnio periodiškumo (mėnesio) duomenis, kad būtų tiksliau ir anksčiau atspindimos susidarančios tendencijos.

Dažniausiai finansų rinką neigiamai gali paveikti „makro“ strategijos RDF, kurie siekia rasti ir pasinaudoti rinkose esančiais aktyvų kainos neatitikimais. Lietuvoje registruotų RDF, naudojančių išgrynintą „makro“ strategiją, nėra (žr. 13 lentelę). Tai gali būti paaiškinama maža vietinės rinkos apimtimi, tokioje rinkoje net ir valiutos kursui esant fiksuotam, būtų sudėtinga rasti neatitikimus ir jais pasinaudoti. Lietuvoje veikiantys RDF, iš dalies naudojantys „makro“ strategiją, veiklą koncentruoja į užsienio šalių rinkas ir atlikdami investicijas neaktyviai naudoja svertą, todėl Lietuvos finansų rinkai nekyla pavojus iš tokio tipo RDF.

RDF gali kelti tiesiogines ir netiesiogines grėsmes finansų rinkai ir finansų sistemai apskritai. Lietuvoje registruotų RDF pagrindinė veikla susijusi su užsienio kapitalo rinkomis ir su vietiniais tarpininkais atliekamų operacijų apimtys sudaro mažą fondų GA dalį. Atitinkamai ir absoliučios RDF investicijų apimtys Lietuvoje yra itin menkos, palyginti jas su Lietuvos



kapitalo rinkos dydžiu. Lietuvoje registruoti RDF pasižymi minimaliu finansinio svėro naudojimu, taip pat tyrimo duomenys rodo ir mažą RDF susietumą su pirminiais brokeriais (Lietuvos kredito įstaigomis). Dėl šių priežasčių ir suaktyvėjęs išvestinių finansinių priemonių naudojimas ar svyruojantis pasitelkiamo svėro dydis nekeltų grėsmių šalies kapitalo rinkai, jei RDF susidurtų su sunkumais.

Atskirų RDF valdomo turto apimtys taip pat nėra didelės ir nėra stambių fondų, galinčių lemti situaciją rinkoje. Mažas RDF, registruotų Lietuvoje, tarpusavio susietumas bei nedidelės santykinės valdomo turto reikšmės nesukelia rinkos perpildymo problemos ir neturi įtakos finansiniam stabilumui Lietuvoje. Mažos RDF investicijų apimtys Lietuvoje lemia ir nedideles su veiklos vykdymu susijusias išlaidas, mokamas finansų tarpininkams. Galima teigti, kad RDF veikla nėra kredito įstaigų ir kitų finansų tarpininkų prioritetinga sritis ir iš to nekyla netiesioginio poveikio finansų sistemai rizikos.

Atsižvelgiant į išdėstyta, galima daryti išvadą, kad nagrinėjamu metu RDF neturi tiesioginio ar netiesioginio poveikio finansų institucijoms ir finansų rinkai, tuo pačiu ir finansų sistemai.

#### *4.2.3. PKF įtaka verslo plėtrai*

2013 m. viduryje Lietuvoje buvo įregistruoti 2 PKF, ir vienas iš jų vykdė investicinę veiklą. Iš viso Lietuvoje per AIF įteisinimo laikotarpį buvo įsteigti 6 PKF, 4 iš jų buvo priversti nutraukti veiklą. 20 lentelėje pateikti PKF steigimosi Lietuvos rinkoje duomenys. PKF rinka Lietuvoje pasižymi itin didele fondų kaita – nuo veiklos pradžios likviduota 66,7% visų įregistruotų PKF. Tai beveik dvigubai viršija bendrą AIF rinkos Lietuvoje vidurkį, kuris siekia 36,4%. Tokias PKF raidos tendencijas Lietuvoje galima sieti su ES struktūrinių fondų teikiamu finansavimu ir su pastaruoju metu populiarėjančiu rizikos kapitalo finansavimu, teikiamu mažoms ir vidutinėms įmonėms (pavyzdžiui pagal JEREMIE iniciatyvą, kuri sudaro sąlygas dalį numatytų Europos Sąjungos struktūrinių fondų ir nacionalinių lėšų per

kontroliuojančiuosius fondus panaudoti mažų ir vidutinių įmonių finansavimui) (Galinienė, Jarašius, 2012).

**20 lentelė. Lietuvoje registruotų PKF kaita**

	<b>Pavadinimas</b>	<b>Pradžia</b>	<b>Valdomas turtas 2013K2, Lt</b>	<b>Dalis PKF turte</b>
1	Sindicatum Private Equity Fund (vėliau Synergos Private Equity Fund)	2008K4 (uždarytas 2011K2)	26.872.108,21	
2	SAM Opportunity Fund	2009K3 (uždarytas 2011K1)	0,00	
3	Prudentis Step Capital Private Equity Fund	2009K4 (uždarytas 2010K4)	0,00	
4	Finasta PE Feeder Fund I	2011K2 (uždarytas 2012K2)	0,00	
5	Lords LB Private Equity Fund I	2012K3	22.693.248,54	100,0%
6	Lords LB Private Equity Fund II	2012K3	0,00	0,0%
			22.693.248,54	100,0%

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis fondų veiklos ataskaitomis

Iš viso per analizuojamą laikotarpį tik du PKF yra pritraukę investicijų ir vykdę veiklą – tai „Synergos Private Equity Fund“ ir „Lords LB Private Equity Fund I“. Paskutiniai du įregistruoti PKF dar tik pradeda savo veiklą ir yra investicijų pritraukimo fazėje, todėl tikėtina, kad artimiausiu metu ir antrasis Lords LB įsteigtas PKF pradės investicijų portfelio formavimą. Palyginimui 20 lentelėje pateikta pirmuoju numeriu pažymėto PKF maksimali per investicinės veiklos laikotarpį pasiekta valdomo turto apimtis (į lentelės skaičiavimus ji nėra įtraukta).

Akivaizdu, kad tirti PKF galimą įtaką Lietuvos ekonomikai su turimais duomenimis naudojant ekonometrinius modelius nėra įmanoma, todėl kaip ir RDF atveju PKF veikla yra tiriama pasitelkiant netiesioginius metodus ir analizuojant PKF veiklos ataskaitas.

Lords LB Private Equity Fund I (toliau – LLBPEFI) investicinę veiklą pradėjo 2012 m. pabaigoje, šio fondo veiklą apibūdinantys duomenys ir išvestiniai rodikliai pateikti 21 lentelėje. Nors „Synergos Private Equity Fund“ veiklą vykdė kiek daugiau nei 2 metus, tačiau tik dalis jo veiklos ataskaitų yra prieinamos viešai, todėl lentelėje palyginamieji šio fondo duomenys nėra pateikiami.

PKF, kaip ir galima tikėtis, savo veiklą koncentruoja vietinėje rinkoje (tai rodo beveik 100% siekiantis investicijų Lietuvoje santykis su fondo GA). Fondo prospekte nurodoma, kad investicijos bus vykdomos vietinėje rinkoje ir aplinkinėse kaimynėse, kurios yra fiziškai greitai pasiekiamos. Tokiu būdu yra siekiama užtikrinti reikiamą dėmesį atliktoms investicijoms. Tokia strategija yra logiška, kadangi dažnai PKF įsigyja įmonę ir perima jos valdymą, todėl siektina, kad investicijos būtų arčiau valdymo įmonės geografinės pozicijos.

Vienas iš ribojančių veiksnių, neturinčių leisti PKF veikti nutolusiose rinkose, yra galimas kompetencijų trūkumas ir menkesnis konkrečios užsienio rinkos išmanymas. Tikėtina, kad PKF galėtų rasti ir suteikti kapitalo bei investuoti į užsienio rinkoje veikiančią įmonę, tačiau tai būtų susiję su didesnėmis išlaidomis, taip pat dėl galimai mažesnio tos rinkos subtilybių išmanymo, gali būti pasirinkta ne visiškai optimali investicija, kas nulemtų ir prastesnius nei planuota fondo veiklos rezultatus.

#### 21 lentelė. Lords LB Private Equity Fund I veiklos rodikliai

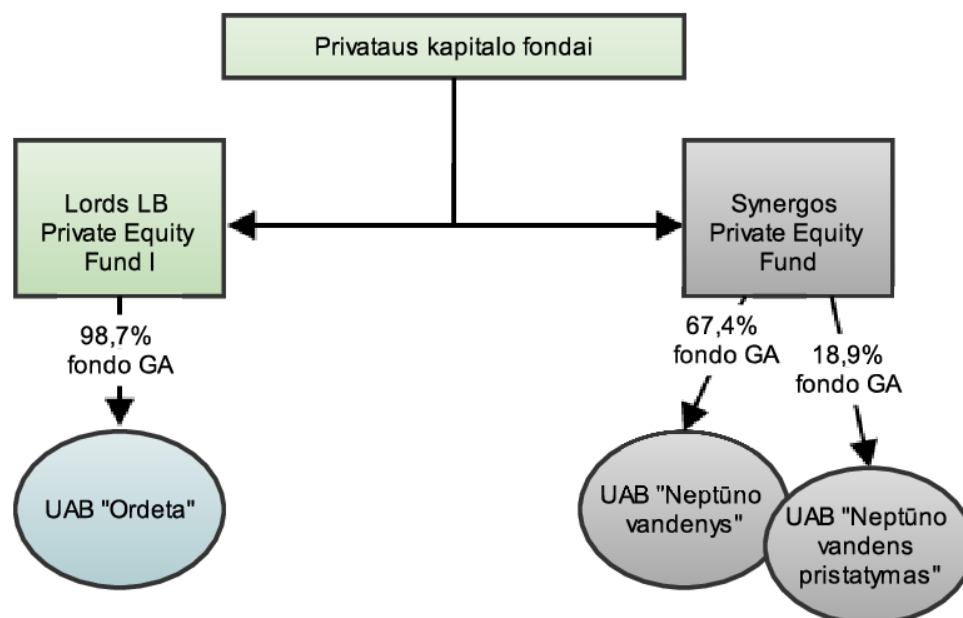
Rodikliai	Laikotarpis		
	2012K4	2013K1	2013K2
Paskolos (sverto naudojimas)	0,00	0,00	0,00
Įtrauktų PKF GA	22082831,43	22307745,42	22535676,58
Įtrauktų PKF GA santykinė dalis nuo AIF valdomo turto	12,8%	11,2%	7,1%
Investicijų apimtys Lietuvoje	21789960,18	22177259,27	22568951,93
Investicijų Lietuvoje santykis su įtrauktų PKF GA	98,67%	99,42%	100,15%
Pinigai ir indėliai Lietuvos bankuose	393981,17	279200,28	124296,61
Pinigų ir indėlių santykis su įtrauktų PKF GA	1,78%	1,25%	0,55%

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų veiklos ataskaitomis

Iš PKF veiklos ataskaitų matoma, kad veikiančios PKF negali būti vienareikšmiškai klasifikuojami. LLBPEFI investavimo strategija nurodo, kad bus investuojama į augančias įmones, kurios turi didelį kapitalo poreikį (tai būtų rizikos kapitalo fondo požymis), tačiau atliktos investicijos leistų fondą klasifikuoti kaip išpirkimo kapitalo fondą (siekiama išpirkti didžiąją dalį įmonės ir perimti jos valdymą). LLBPEFI dar nėra pasiekęs planuojamo dydžio, todėl apie tikslesnį fondo klasifikavimą bus galima spręsti fondui

atlikus kitas investicijas, tačiau analizuojamu metu fondą reikėtų klasifikuoti kaip rizikos kapitalo fondą, taikant turinio (investuota į augimo stadijoje esančią įmonę) viršenybės prieš formą (investicija atlikta išperkant įmonę ir perimant jos valdymą) principą. 21 lentelėje matyti, kad PKF nenaudoja svarto vykdydamas investicijas, o visą reikiamą sumą pritraukia iš investuotojų, tai taip pat yra būdingiau rizikos kapitalo fondams.

Konkrečių PKF Lietuvoje<sup>42</sup> atliktų sandorių informacija pateikta 55 paveiksle. Per visą analizuojamą laikotarpį buvo atliktos dvi investicijos, vis dar aktyvi investicija yra likusi viena – tai LLBPEFI atlikta investicija į įmonę UAB „Ordeta“. Pilka spalva paveiksle pažymėta dalis (dešinėje) susijusi su anksčiau veikusio ir jau likviduoto fondo atliktomis investicijomis.



**55 pav.** PKF investicijos Lietuvoje

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų veiklos ataskaitomis

Nors pradinėje AIF veiklos Lietuvoje fazėje PKF buvo populiarūs ir dominuojantys rinkoje, vėliau jų skaičius sumažėjo. Pastaraisiais nagrinėjamais laikotarpiais PKF vėl pradėjo vykdyti savo veiklą, tačiau susumavus visus veikusius PKF matyti, kad jų vykdoma veikla nebuvo plačios apimties, kadangi laikantis PKF specifinės veiklos, buvo investuota tik į du objektus (55 paveikslas).

<sup>42</sup> Sandorių užsienyje nebuvo sudaryta

Pirmas PKF, registruotas Lietuvoje, „Synergos Private Equity Fund“ savo veiklą vykdė investuodamas į jau sėkmingai ir pelningai veikiančias įmones. Šis PKF nuo 2009 m. vidurio iki 2011 m. II ketvirčio pradžios buvo įgijęs UAB „Neptūno vandenys“ 100% akcijų paketą ir perėmęs įmonės valdymą. Vėliau fondas investavo ir į susijusią įmonę – UAB „Neptūno vandens pristatymas“, kuri užsiėmė šalto vandens pristatymu į biurus. Pastaroji įmonė reorganizacijos būdu buvo prijungta prie didesnės, analogiška veikla Baltijos šalyse užsiimančios, bendrovės UAB „Eden Springs Lietuva“. Pardavimo sandoris užbaigtas 2011 m. antroje pusėje, todėl tampa gana aišku, kad PKF, įsigydamas šias įmones, turėjo tikslą atlikti jų reorganizaciją. UAB „Neptūno vandenų“ vadovai susijusios bendrovės pardavimą įvardijo kaip logišką žingsnį, kadangi vandens pristatymo rinkoje vyravo didelė konkurencija ir rinkos dalyviai turėjo stambėti.

PKF dalyvavo UAB „Neptūno vandenys“ veikloje iki 2011 m. I ketvirčio pabaigos, tačiau tai susiję ne su planuotu investicijos pardavimu, o su paties fondo likvidavimu – PKF buvo panaikinta licencija ir jis baigė veiklą. PKF investavo į jau veikiančias įmones, todėl galima daryti prielaidą, kad buvo siekiama gauti pelno iš sėkmingai ir pelningai veikiančios įmonės, taip pat iš planuojamo susijusios įmonės perleidimo. Kaip matyti iš 22 lentelėje pateiktų duomenų, įmonės finansiniai rodikliai gerokai viršija rinkos vidurkį, ir netgi atsižvelgiant į 2008 -2009 metų prastėjančius Lietuvos ūkio rodiklius, menkai kito. Įmonę įsigijus PKF, finansiniai rodikliai nepagerėjo, netgi priešingai.

**22 lentelė. UAB „Neptūno vandenys“ finansiniai rodikliai**

	Pelningumas, %		Einamojo mokumo koeficientas	
	Įmonės	Rinkos	Įmonės	Rinkos
2008	38,9	3,1	4,14	1,20
2009	41,4	3,6	5,78	1,59
2010	33,7	7,1	5,25	1,50
2011	33,6	5,7	5,24	1,36
2012	36,4	6,4	2,34	1,73
Vidutinis augimas, %	-1,0	26,5	-6,27	11,18
Vidutinis augimas 2009-2011, %	-4,2	31,2	10,08	5,84

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Creditinfo duomenimis

Vidutiniškai įmonės pelningumo rodiklis 2008-2012 m. laikotarpiu mažėjo po -1,0%, o analizuojant laikotarpį, kai įmonė priklausė PKF, įmonės pelningumas smuko dar labiau – vidutiniškai 4,2% per metus (rinkos mastu buvo stebimas pelningumo augimas, tačiau net ir tuo pačiu metu UAB „Neptūno vandenys“ pelningumui mažėjant, jis vis dar gerokai viršijo rinkos vidurkį).

Einamojo mokumo koeficientas (bendrasis trumpalaikio mokumo koeficientas) nustatomas kaip trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų santykis ir parodo įmonės galimybes įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus, jei būtų panaudotas visas turimas trumpalaikis turtas (Mackevičius, Poškaitė, Villis, 2011). Rekomenduojama šio rodiklio reikšmė turėtų svyruotų tarp 1,2 – 2. Mažesnė už vienetą reikšmė signalizuoja prastą įmonės finansinę būklę ir negalėjimą apmokėti skolų. Bendru atveju, didesnė reikšmė nei 2 gali rodyti prastą atsargų valdymą ir nepakankamai efektyvų trumpalaikio turto ir įsipareigojimų valdymą. Nagrinėjant įmonės einamojo mokumo koeficientą, matyti, kad jis taip pat gerokai viršija rinkos vidurkį ir dėl aukšto jo lygio nėra visiškai efektyvus. 2009-2011 m. laikotarpiu šis finansinis rodiklis padidėjo ir išliko pakankamai aukštas, tik 2012 m., kai įmonė jau nebe priklausė PKF, rodiklis sumažėjo ir priartėjo prie rinkos vidurkio.

22 lentelėje pateiktų rodiklių analizė leidžia teigti, kad PKF valdymas nesuteikė įmonei papildomos finansinės naudos ir ženkliai nepagerino jos veiklos. Atsižvelgiant ir į darbuotojų skaičiaus kaitos nebuvimą, galima patvirtinti prielaidą, kad PKF investicija į šią ir susijusią įmonę nebuvo skirta išplėsti ir pagerinti įmonės veiklos. Šiuo atveju PKF siekė uždirbti teigiamą grąžą iš jau pelningai veikiančios įmonės ir planuoto atlikti pardavimo sandorio.

Kita Lietuvoje registruotų PKF investicija atlikta 2012 m. paskutinį ketvirtį – įsigyta telekomunikacijų sektoriuje veiklą pradėjusi įmonė UAB „Ordeta“ ir LLBPEFI valdytojas perėmė įmonės valdymą ir tapo jos direktoriumi. Kaip buvo užsiminta aukščiau, šią LLBPEFI investiciją galima vadinti rizikos kapitalo investicija, nes finansavimas buvo suteiktas naujai

įmonei, kurios veiklos sritis susijusi su pažangiomis technologijomis. Kadangi pati įmonė yra naujai susikūrusi, taip pat ir PKF investicijos į šią įmonę yra neseniai atliktos, nėra duomenų, kuriais remiantis būtų galima vertinti įmonės veiklą ir spręsti apie PKF padarytą įtaką. Remiantis Creditinfo.lt pateikiamais duomenimis galima tik matyti, kad įmonė plečiasi, kadangi jos darbuotojų skaičius auga – nuo 1 asmens įkūrimo pradžioje, iki 7 asmenų 2013 m. III ketvirčio pabaigoje. Šioje situacijoje iš dalies yra susiduriama su teorinėje dalyje aptarta PKF veiklos vertinimo problema, kai dėl neužbaigtų sandorių negalima iki galo spręsti apie PKF daromą įtaką ekonomikai.

### 23 lentelė. PKF investicijos šalies mastu

Metai	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Įmonių skaičius, vnt.</b>	<b>44660</b>	<b>46356</b>	<b>48745</b>	<b>51867</b>	<b>53595</b>
<i>iš jų:</i>					
Telekomunikacijų sektoriuje	248	233	243	228	212
<i>Įmonių, į kurias investavo PKF, skaičius</i>					<b>1</b>
<i>Santykis, % (su rinka/ su sektoriumi)</i>					0,00/0,47
Gėrimų gamybos sektoriuje	74	80	76	77	81
<i>Įmonių, į kurias investavo PKF, skaičius</i>		<b>2</b>			
<i>Santykis, % (su rinka/ su sektoriumi)</i>		0,00/2,50			
<b>Turtas, tūkst. Lt</b>	<b>187262723</b>	<b>178952068</b>	<b>175322564</b>	<b>184534562</b>	<b>197456086</b>
<i>iš jų:</i>					
Telekomunikacijų sektoriuje	4363400	3956069	4110589	4197538	3911106
<i>PKF investicijų dydis, tūkst. Lt</i>					<b>21790</b>
<i>Santykis, % (su rinka/ su sektoriumi)</i>					0,01/0,56
Gėrimų gamybos sektoriuje	1717451	1348954	1395081	1316627	1143091
<i>PKF investicijų dydis, tūkst. Lt</i>		<b>20167</b>			
<i>Santykis, % (su rinka/ su sektoriumi)</i>		0,01/1,50			

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Statistikos departamento ir fondų veiklos ataskaitų duomenimis

Vis dėlto lyginant PKF per visą laikotarpį nuo 2008 m. pabaigos atliktas investicijas su Statistikos departamento duomenimis apie įmonių (be individualių įmonių ir fizinių asmenų) skaičių ir tokių įmonių turtą (23 lentelė),

galima daryti išvadą, kad PKF atliekamos investicijos ir besikuriančioms įmonėms teikiamas finansavimas sudaro tik labai mažą dalį šioje rinkoje.

PKF atliekami veiksmai nėra plataus masto ir gali būti vertinami tik kaip pavienės investicijos. Labai tikėtina, kad PKF veikla gali suteikti pranašumą ir geresnes veiklos perspektyvas įmonei, į kurią yra investuota, kadangi pagal 23 lentelės duomenis matyti, kad vertinant PKF investicijas sektoriaus lygyje, jos jau sudaro kiek reikšmingesnę dalį. Vis dėlto bendrame kontekste tampa aišku, kad nagrinėjamu metu PKF atliekamos investicijos yra nereikšmingos ir įtakos šalies ūkiui neturi.

**24 lentelė. PKF portfelio objektų dalis Lietuvos BVP struktūroje**

Fondas	Portfelio objekto pavadinimas	Įsigytas	Parduotas	Įmonės pelnas, mokesčiai ir veiklos sąnaudos 2010, Lt	Įmonės pelnas, mokesčiai ir veiklos sąnaudos 2011, Lt
Synergos Private Equity Fund	UAB Neptūno vandenys	2009K2	2011K1	4.298.143	4.689.699
	UAB Neptūno vandens pristatymas	2009K4	2011K2	1.687.626	-
Lords LB Private Equity Fund I	UAB Ordeta	2012K4	-	-	-
BVP				95.675.982.981,76	106.893.407.061,18
Santykis				<b>0,0063%</b>	<b>0,0044%</b>

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Statistikos departamento ir Creditinfo.lt duomenimis

24 lentelėje pateikta informacija skirta įvertinti, kokią dalį šalies BVP, skaičiuojamą pajamų metodu, sukuria įmonės, į kurias yra investavę PKF. Stulpelyje „Įmonės pelnas, mokesčiai ir veiklos sąnaudos“ pateikiami agreguoti įmonės duomenys, atspindintys kintamuosius, kurie yra įtraukiami skaičiuojant BVP pajamų metodu. Konkrečiu atveju į minėtą stulpelį patenka įmonės grynojo pelno suma, apskaičiuoto pelno mokesčio dydis ir bendrosios ir administracinės sąnaudos (UAB Neptūno vandens pristatymas atveju – veiklos sąnaudos, kurios įtraukia ir pardavimo sąnaudas). Dėl mažo finansinių ataskaitų detalumo lygio į skaičiavimus įtraukiamos bendrosios ir administracinės sąnaudos (visos veiklos sąnaudos), nors turėtų būti įtraukiamos



tik algų ir atlyginimų darbuotojams bei socialinio draudimo įnašų nuo jų sąnaudos. Dėl šios priežasties pateikti skaičiai nėra iki galo tikslūs ir yra didesni nei turėtų būti įtraukiami skaičiuojant BVP pajamų metodu, tačiau tik tokiu būdu įmanoma apskaičiuoti norimą santykį. Didesnių nei turėtų būti skaičių naudojimas atsveria riziką, kad PKF svarba būtų nepakankamai įvertinama, į analizę įtraukus mažesnes nei turėtų būti skaičių reikšmes.

Lentelėje nėra pateikiami UAB Ordeta duomenys, kadangi ši bendrovė įkurta 2012 m. antroje pusėje ir dar nėra pateikusi finansinės atskaitomybės, taip pat ir UAB Neptūno vandens pristatymas dėl vykdyto reorganizavimo ir prijungimo nėra pateikusi 2011 m. finansinės atskaitomybės. Iš surinktų duomenų matyti, kad PKF investicijos yra pakankamai nedidelių apimčių ne tik įmonių, į kurias jie investavo, prasme, bet ir tokių įmonių svarba bendrame šalies kontekste. Įmonės, gavusios finansavimą iš PKF, sukuria tik labai mažą dalį BVP (ir 2010 ir 2011 m. nesiekia 0,01%), taip pat nagrinėjamas santykis turi mažėjimo tendenciją. Net ir atsižvelgus į tai, kad išmatuotas dydis gautas neanalizuojant 2012 m. duomenų ir neįtraukiant UAB Ordeta veiklos rodiklių, sprendžiant iš įmonės dydžio ir jos veiklos apimčių, galima teigti, kad 2012 m. analogiškas rodiklis būtų dar mažesnis. Kadangi pateikti duomenys atspindi bendrą įmonės veiklą, o ne matuoja, kiek pagerėjo veiklos rodikliai dėl PKF finansavimo (22 lentelės aptarimas atskleidė, kad PKF dalyvavimas įmonėje aiškios naudos finansinių rodiklių pagerėjimui neatnešė), galima patvirtinti prielaidą, kad analizuojamu laikotarpiu PKF investicijos nesukuria papildomos naudos šalies ekonomikai, kuri atsispindėtų ir BVP, kadangi ir be PKF įmonės būtų įnešusios tam tikrą dalį į BVP, skaičiuojant jį pajamų metodu.

Mokslinėje literatūroje dažnai akcentuojama teigiama PKF veiklos įtaka ekonomikai, rizikos pasireiškimų galima įžvelgti tais atvejais, kai PKF veikla yra plačios apimties ir intensyviai naudojamas finansinis svertas. Analizuojami PKF vykdydami veiklą nenaudojo finansinio sverto, taip pat bendrame AIF, registruotų Lietuvoje kontekste, PKF investicijos sudaro nedidelę dalį, todėl galima teigti, kad PKF potencialiai nesukelia rizikos šalies

ūkiui, kol jų vykdoma veikla atitinka stebimas tendencijas. Nors iš atlikto PKF veiklos ir investicijų tyrimo matyti, kad iki šiol šių fondų veikla nedavė ir apčiuopiamos bei išmatuojamos naudos bendram šalies ūkiui, tačiau galima tikėtis, kad ateityje, plečiantis šių fondų veiklos apimtims ir suteikiant finansavimą vis daugiau perspektyvių, bet rizikingų įmonių, PKF gali prisidėti prie geresnio šalies ekonomikos vystymosi.

Disertacijos autorius siūlo PKF veiklą vertinti naudojantis atskirų sandorių analize, taip įvertinant įmonei suteiktos finansinės ir kitos paramos įtaką jos veiklai. Iš pateiktos PKF, registruotų Lietuvoje veiklos analizės tampa aišku, kad dėl duomenų trūkumo ir itin mažų investicijų apimčių, analizuojamu metu nėra tikslinga atlikti regresinės analizės, tačiau vis plečiantis PKF veiklai tokios analizės įmanomumas ir tikslumas augs. Duomenų bazei papildžius ir esant pakankamai duomenų, PKF galėtų būti vertinama ir naudojant ekonometrinius modelius – t.y. įvertinant, kokie yra įmonių, kurioms kapitalo suteikė PKF, veiklos rodikliai, palyginti su kitomis įmonėmis, kurios tokio finansavimo negavo. Pastarajai užduočiai disertacijos autorius siūlo pasitelkti momentinio stebėjimo regresijas (angl. *cross-sectional regression*).

Analizuojant vienų pasirinktų metų įmonių veiklą surenkami dominantys duomenys, tokie kaip įmonės pardavimų apimtis, darbuotojų skaičius, pelningumas, išlaidos tyrimams. Esant poreikiui ir specifiniais atvejais gali būti pasirenkama ir daugiau priklausomų kintamųjų. Naudojantis momentinio stebėjimo regresijos metodu įtraukiami vieno konkretaus laikotarpio įmonių duomenys. Tokiu būdu į nagrinėjimą patenka įvairios įmonės, didžioji jų dalis turėtų būti įprastos ir finansavimo iš PKF negavusios įmonės. Tai reikalinga tam, kad būtų gauti tikslūs ir patikimi duomenys. PKF dalyvavimas įmonėje yra fiktyvus kintamasis, kuris įgyja reikšmę „1“, tuo atveju, jei įmonė yra gavusi finansavimą iš PKF ir reikšmę „0“ jei įmonė yra finansuojama iš kitų šaltinių. Esant pakankamai duomenų analizę įmanoma pagilinti ir išskirti daugiau kontroliuojančiųjų kintamųjų, kurie leistų daryti konkretnesnes išvadas. Analizė galėtų būti atliekama papildomai kaip fiktyvųjų kintamąjį parinkus sektorių, kuriame veikia įmonė (išskiriant rezultatus pagal

sektorius), kintamąjį atspindintį metų skaičių, kurį įmonė veikia (įvertinant įmonių veiklos skirtumus pagal gyvavimo fazę). Sudarius regresijas ir gavus jų rezultatus, būtų įmanoma vertinti įmonių, kurios gavo PKF finansavimą, veiklos rodiklius, palyginant juos su įmonėmis, kurios tokio finansavimo negavo ir iš to darant išvadą, ar PKF finansavimas sudaro sąlygas įmonei veikti geriau (tam tikro finansinio rodiklio prasme) nei veiktų analogiška įmonė, negavusi PKF finansavimo. Atitinkamai iš to galima spręsti ir apie PKF daromą įtaką ekonomikai per ūkio subjektus.

Atsižvelgiant į itin mažas egzistuojančių ir anksčiau veikusių PKF investicijas aukščiau aprašyto tyrimo nėra tikslinga atlikti, tačiau ateityje, plečiantis PKF veiklai ir didėjant jų investicijų portfelio apimtimis, tai būtų tinkamiausias ir patikimiausias metodas vertinti PKF veiklą.

PKF pasižymi veiklos koncentracija vietinėje rinkoje, tačiau analizuojamu metu PKF, registruotų Lietuvoje, atliekami veiksmai nėra plataus masto ir gali būti vertinami tik kaip pavienės investicijos. Atliktų PKF investicijų analizė (1 pabaigtas sandoris) rodo, kad PKF finansavimas nesuteikė įmonei pranašumo ir nepagerino jos veiklos rodiklių. Vis dėlto tikėtina, kad PKF veikla gali suteikti pranašumą ir geresnes veiklos perspektyvas įmonei, į kurią yra investuota, ypač tam tikruose specifiniuose ūkio sektoriuose, kuriuose vyrauja didelė informacijos asimetrija ir rizikingumas. Bendrame kontekste tampa aišku, kad nagrinėjamu metu PKF atliekamos investicijos yra nereikšmingos, finansavimo sulaukusios įmonės nedemonstruoja geresnių nei rinkos vidurkis veiklos rezultatų, tokios įmonės sukuria tik labai mažą (apie 0,004% BVP 2011 m.) šalies BVP dalį, todėl galima teigti, kad nagrinėjamu metu PKF įtakos šalies ūkiui neturi.

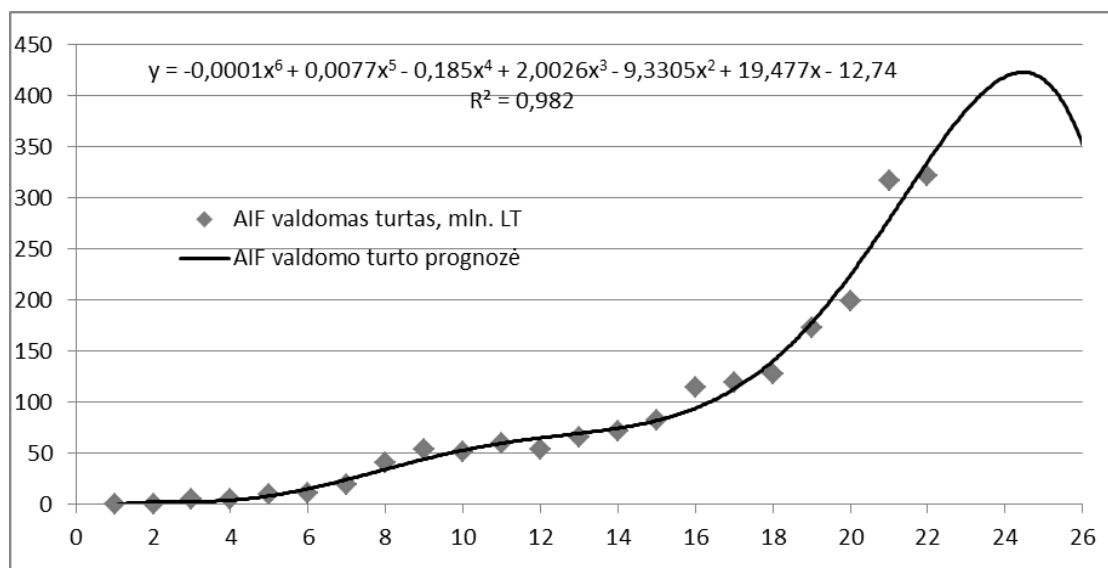
#### 4.3. AIF veiklos Lietuvoje prognozavimas

Ištyrus ir įvertinus AIF veiklą nuo jų įteisinimo Lietuvoje pradžios, svarbu panagrinėti ir tolimesnes jų veiklos vystymosi perspektyvas. Ši užduotis yra sudėtinga ne tik dėl palyginti trumpo AIF veiklos Lietuvoje laikotarpio, bet

ir dėl 2013 m. III ketvirtyje pakeisto AIF teisinio reguliavimo, kurio pasekmes AIF rinkai yra labai sudėtinga prognozuoti. Nors dauguma iki IIKISĮ veikusių fondų ir toliau veiks pagal galiojusias KISĮ nuostatas, jau steigiasi ir AIF, veikiantys pagal naująjį įstatymą. Kadangi pagal naujas teisės normas AIF veikla supaprastinta ir sumažinti veiklą ribojantys normatyvai, tikėtina, kad ateityje galima sulaukti AIF veiklos suintensyvėjimo. Taip pat objektyvų prognozavimą apsunkina ir smarkiai išaugusios paskutiniųjų nagrinėjamų ketvirčių reikšmės, kurios buvo nulemtos anksčiau įsteigtų, bet tik dabar investicijų portfelį formuoti pradėjusių NTF.

Prognozuojant AIF raidą ateityje, visų pirma yra vertinamos AIF valdomo turto apimtys ir jų kitimas. Šiam tikslui pasitelkiama laiko eilučių analizė, vertinant nuo 2008 m. III ketvirčio buvusias AIF valdomo turto apimtis. Parenkant geriausią modelį, aprašantį AIF valdomą turtą, naudojamas pagrindinis kriterijus – maksimali įmanoma determinacijos koeficiento reikšmė, neapsiribojant vien tik tiesinėmis lygtimis. Determinacijos koeficientas parodo, kokią dalį reikšmių paaiškina pasirinkta modelio forma. Kadangi AIF veikia trumpą laiką, norint pasiekti didžiausią įmanomą tikslumą ir buvo pasirinkta rasti maksimalų koeficientą, kad būtų paaiškinama kuo didesnė AIF valdomo turto reikšmių dalis. Gautos reikšmės papildomai yra vertinamos disertacijos autoriaus, atsižvelgiant į istorines tendencijas ir numatomas AIF veiklos ypatybes.

56 paveiksle pateikta AIF valdomo turto kitimas ketvirčiais, kai horizontaliojoje ašyje laikotarpiai yra sunumeruoti nuo 1 iki 22 (tai atitinka laikotarpį nuo 2008 m. II ketv. iki 2013 m. III ketv.). Kiekvienam numeriui priskiriama atitinkamo ketvirčio AIF valdomo turto apimtys ir pateikiama duomenų sklaidos diagrama. Įvertinus įvairias modelio lygtis, geriausi rezultatai gaunami su polinomine 6 eilės regresija. Lygtimi apibūdinto AIF valdomo turto kitimo determinacijos koeficiento  $R^2$  reikšmė lygi 0,982, t.y. regresija paaiškina 98,2% visų modelio reikšmių.



**56 pav.** AIF valdomo turto apimčių Lietuvoje prognozavimas

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Atsižvelgiant į šio skyriaus pradžioje aprašytas su turimais duomenimis susijusias problemas, AIF valdomo turto apimčių reikšmės prognozuojamos 4 laikotarpiams į priekį (tai sudaro 1 metus). Pasirinkta turto kitimą aprašančios lygties forma iš esmės nėra tinkama ilgalaikiam prognozavimui, tai taip pat apriboja laikotarpių skaičių, kuriam yra prognozuojamas AIF valdomo turto kitimas. Vis dėlto trumpuoju laikotarpiu modelis gerai atspindi AIF rinką, todėl yra tinkamas naudoti, o atsiradus naujesniems duomenims, valdomo turto prognozavimas turėtų būti atliekamas pakartotinai. Pateikti duomenys rodo, kad AIF valdomo turto apimtys pasieks piką 2014 m. I ketv., prognozuojama, kad tuomet AIF valdomas turtas sudarys apie 421,4 mln. Lt. Pasiekus šį dydį, vėlesniais laikotarpiais AIF valdomo turto apimtys pradės mažėti (prognozuojamo laikotarpio pabaigoje, t.y. 2014 m. III ketv. valdomas turtas sudarys apie 359,5 mln. Lt.).

Vertinant gautus rezultatus galima teigti, jog toks AIF vystymosi scenarijus yra pagrįstas. Iš dalies rezultatus nulėmė paskutiniųjų laikotarpių valdomo turto apimčių smarkus augimas, nulemtas portfelį pradėjusio formuoti NTF „Lords LB Baltic Fund III“. Ne visi AIF 2013 m. III ketv. pabaigoje jau yra pasiekę planuojamą fondo dydį ir visiškai suformavę savo investicinius portfelius, todėl numatoma, kad AIF valdomas turtas dar augs. Tuo pačiu daliai

NTF jau baigiasi pradinis veiklos terminas ir investuotojams nusprendus nepratęsti fondo veiklos, jie turės parduoti savo investicijas ir likviduoti fondą. NTF „Lords LB Baltic Fund I“ jau pradėjo uždarymo procesą ir pardavinėja objektus, sudariusius fondo investicinį portfelį.

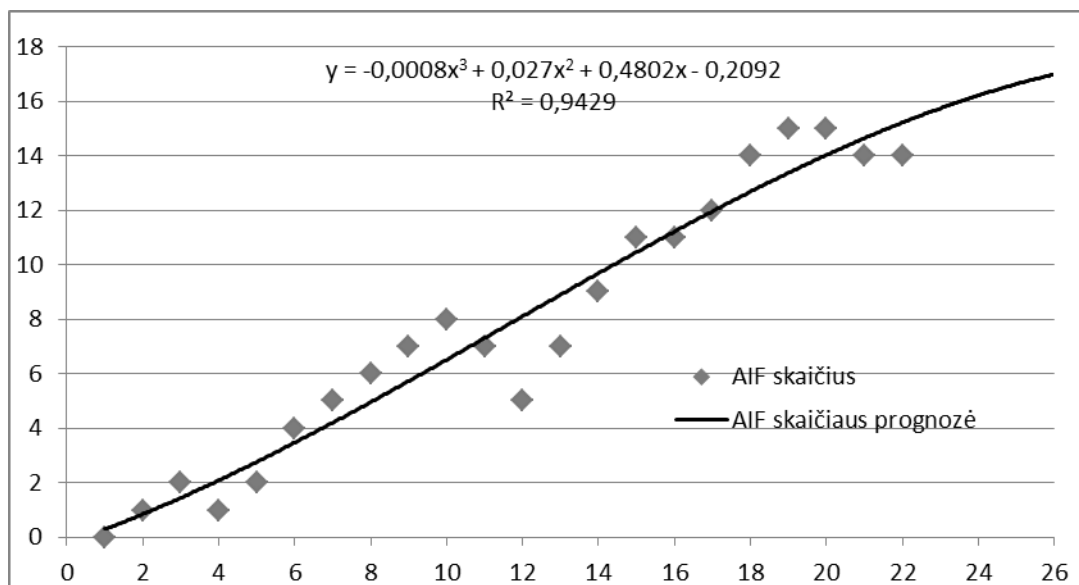
Atlikus AIF veiklos analizę aišku, kad šie fondai orientuojasi į vietinius investuotojus ir mažai tikėtina, kad Lietuvoje registruotais AIF aktyviai domėtusi užsienio investuotojai. Atitinkamai nedidelės Lietuvos rinkos apimtys apriboja ir AIF dydį. Bent jau AIF veiklos Lietuvoje pradžioje, mažai tikėtina, kad užsienio investuotojai rinksis Lietuvoje registruotus AIF, kadangi Lietuvoje veikiančios AIF neturi teisės aktų suteikiamų privalumų (pvz. maži pelno mokesčiai, kitos mokestinės ar veiklos lengvatos), todėl Lietuvos AIF neturi konkurencinio pranašumo prieš kitose šalyse veikiančius AIF, kurie turi ir ilgesnes veiklos istorijas ir labiau patyrusius bei žinomesnius fondų valdytojus. Analizuojamu metu AIF (ypač RDF) neišnaudoja visų jiems suteikiamų galimybių pasiekti didesnę pelną (finansinio sverto naudojimas, aktyvesnis naudojimas išvestinėmis finansinėmis priemonėmis), kas iš dalies nulemta ir Lietuvos rinkos ypatybių, todėl taip pat neturėtų būti patrauklūs užsieniečiams. PKF veiklą galima pavadinti pakankamai vangia, nes Lietuvai gaunant ES paramą, įmonėms patrauklesnis finansavimo šaltinis yra ES struktūrinė parama ir jos pagrindu įsteigtos iniciatyvos, todėl PKF lieka maža rinkos dalis.

NTF koncentruojasi vietinėse rinkose ir retai veikia platesnėje geografinėje teritorijoje. Dėl šios NTF ypatybės, šie fondai turi daugiausia perspektyvų pritraukti investicijomis į Lietuvos NT rinką susidomėjusius užsienio investuotojus. Remiantis Lietuvos banko KIS apžvalgų duomenimis, disertacijos autorius nustatė, kad vienas NTF vidutiniškai pritraukia apie 22 investuotojus ir per visą NTF Lietuvoje laikotarpį šis skaičius yra pakankamai stabilus. NTF yra steigiami santykinai neilgam laikui (5-7 metams, įskaitant ir investicijų pritraukimo fazę) iš anksto suplanuotiems objektams įsigyti ar statyti, todėl galima manyti, kad NTF rinka Lietuvoje neturi aiškių ilgalaikių

perspektyvų ir atsižvelgiant į nedidėjantį vidutinį fondo dalyvių skaičių nagrinėjamu metu nėra patraukli užsienio investuotojams.

Paminėtų procesų ir įžvalgų visuma lems po 2014 m. I ketvirčio pradėsiančias mažėti valdomo turto apimčių reikšmes. Apibendrinant galima teigti, kad modelio nustatytos tendencijos atitinka realius planuojamus pokyčius ir jas galima naudoti trumpalaikiam prognozavimui.

Prognozuojant AIF, registruotų Lietuvoje, skaičiaus kitimą, buvo naudota analogiška tyrimo schema, kaip ir vertinant AIF valdomo turto ateities reikšmes. Konkrečiu atveju buvo parinkta polinominė 3 eilės regresija, kaip geriausiai aprašanti AIF skaičiaus kitimą Lietuvoje. Pasirinktos lygties determinacijos koeficientas  $R^2$  lygus 0,94. Nors aukštesnės eilės regresijos turėjo didesnius determinacijos koeficientus, tačiau jų buvo atsisakyta, kritiškai vertinant gaunamus rezultatus – prognozuojamos keletą ateities laikotarpių reikšmės ženkliai sumažėdavo ir tapdavo neigiamos. Tai neatitinka logikos ir stebimų tendencijų Lietuvos rinkoje, todėl, kaip ir minėta, pasirinkta kiek mažesnę determinacijos koeficientą turinti, bet geriau istorines ir tikėtinas ateities tendencijas atitinkanti regresijos forma.



**57 pav.** AIF, registruotų Lietuvoje, skaičiaus prognozavimas

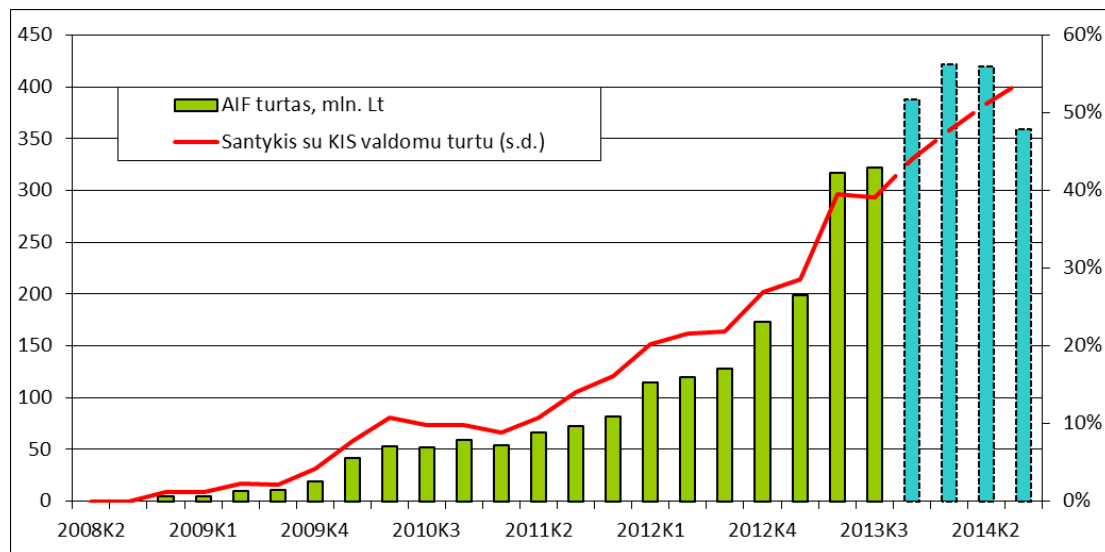
Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kaip matyti iš pateikto 57 paveikslo, AIF skaičiaus istorinis kitimas yra tolygesnis nei AIF valdomo turto atveju. Prognozuojant 4 laikotarpius į priekį

(iki 2014 m. III ketv. imtinai), gauti rezultatai rodo, kad AIF skaičius Lietuvoje neaugs smarkiai ir išlaikys panašias augimo tendencijas – 2014 m. III ketv. prognozuojama, kad Lietuvoje bus registruota 16-17 AIF. Dėl numatomo NTF skaičiaus mažėjimo, stebint bendro AIF skaičiaus didėjimą, galima teigti, kad padaugės įregistruotų PKF ir/ar RDF skaičius. Tokios tendencijos iš dalies jau yra stebimos ir 2013 m. pradžioje, kai veiklą vėl pradėjo vykdyti PKF.

Prognozuojant AIF skaičiaus reikšmes ilgesniam laikotarpiui taip pat matoma, kad maksimumas pasiekiamas ties 17 AIF, tačiau šios reikšmės paveiksle nėra pateikiamos, kadangi dar nėra iki galo aišku, kaip aktualūs teisinio reguliavimo pakeitimai pakeis AIF rinką, todėl prognozė pateikiama tik vieneriems metams į priekį.

Atsižvelgiant į prognozuojamą AIF skaičiaus augimą ir fondų valdomo turto mažėjimą, galima daryti išvestinę prielaidą, jog ateityje galima prognozuoti AIF, registruotų Lietuvoje, smulkėjimo tendencijas. Tokia prielaida yra pakankamai tikėtina – didžiausi AIF yra NTF, dalis jų artimiausiu metu baigs savo veiklą. Taip pat matoma, kad Lietuvoje vėl steigiami PKF ir RDF, kurių vidutinės valdomo turto apimtys, palyginti su NTF, yra nedidelės. Todėl galima manyti, kad daugėjant PKF ir RDF bei užsidarant NTF, rinkoje susidarys situacija, kai vidutinė AIF valdomo turto vertė mažės.



**58 pav.** AIF valdomo turto santykinė dalis KIS turte

Šaltinis: sudaryta autoriaus



Prognozuojant AIF valdomo turto santykį su bendru KIS valdomu turto, buvo įvertintas ir KIS valdomo turto kitimas ateinančiais laikotarpiais. Kaip matyti iš pateikto 58 paveikslo, prognozuojama, kad AIF valdomo turto dydis bendrame KIS turte artimiausiu laikotarpiu išaugs dar labiau. Analogiškai kaip ir AIF atveju, iki 2014 m. I ketvirčio numatomas KIS augimas, vėlesniais laikotarpiais KIS turtas pradės mažėti. Nors ir numatomas KIS turto augimas, AIF valdomo turto padidėjimas bus didesnis (o valdomo turto smukimas mažesnis nei KIS atveju), kas ir lemia paveiksle prognozuojamų tendencijų atsiradimą.

Jau ir iki 2013 m. III ketvirčio pabaigos aiškiai matoma tendencija, kad AIF valdomas turtas sudaro vis didesnę dalį bendrame KIS turte. Tai galima paaikškinti AIF naujumu ir kitais teikiamais pranašumais. Lietuvos rinkoje AIF yra naujas investicinis instrumentas, šie fondai teoriškai gali pasiūlyti geresnę diversifikaciją ir inovatyvias investavimo galimybes. Lietuvoje registruoti įprasti KIS neturi tokių, jų veiklos formos teikiamų, pranašumų, investuotojams yra plačiai prieinami analogiški užsienio šalyse registruoti ir veikiantys fondai. Žiūrint iš investuotojo perspektyvos, Lietuvoje registruoti KIS veikia ir konkuruoja globalioje rinkoje, todėl tokiems fondams yra sudėtingiau pritraukti potencialus investuotojus. Šį teiginį pagrindžia ir KIS statistika Lietuvoje – 2013 m. III ketvirčio pabaigos duomenimis, Lietuvoje buvo platinamas 61 KIS, kurio registracijos vieta buvo ne Lietuva. Šie fondai bendrai turėjo 313 subfondų, jų valdomo turto vertė siekė 1099,7 mln. Lt. Bendroje (be Lietuvoje registruotų AIF) valdomo turto išraiškoje Lietuvoje registruotų KIS valdomas turtas sudaro kiek daugiau nei 31%. Panašus santykis stebimas ir nagrinėjant KIS dalyvių skaičių (apie 29%), tačiau užsienio KIS, platinamų Lietuvoje pasirinkimas (ir tuo pačiu įvairovė) yra ženkliai didesnis (detalesni skaičiavimai pateikti 25 priede). AIF (ypač PKF ir NTF, kurie ir sudaro didžiąją dalį AIF turto) veikla yra orientuota į vietinę ar artimas kaimynines rinkas, ir jiems beveik nėra užsienio šalių analogų vietinėje rinkoje. Investuotojams, nusprendusiems investuoti Lietuvos rinkoje į alternatyvius instrumentus, dažniausiai lieka vienintelė pasirinkimo galimybė –

dalyvauti Lietuvoje registruoto AIF veikloje. Apibendrinant galima teigti, kad pateikti argumentai paaiškina 58 paveiksle stebimas tendencijas ir prognozuojamas AIF valdomo turto santykis su bendru KIS turtu yra logiškas ir tikėtinas.

Aprašytos ateities tendencijos gali būti paveiktos nebent aktyviai steigiamų naujų AIF. Toks scenarijus taip pat įmanomas, jei rinka teigiamai priims naująjį IIKISĮ, tačiau tyrimo atlikimo metu dar nėra įmanoma įvertinti šio teisės akto priėmimo ateities pasekmių AIF rinkai Lietuvoje.

## IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Dėl pakankamai skirtingų ir specifinių atskirų AIF požymių galima išskirti tris pagrindines AIF rūšis – NTF, PKF ir RDF. AIF suteikia papildomų, geresnių diversifikacijos galimybių investuotojams, kadangi šiems fondams būdinga žemo lygio koreliacija su įprastiniais investiciniais instrumentais. Tai kartu yra vienas iš pagrindinių požymių, padedančių priskirti tam tikrus fondus prie AIF. Ypač akivaizdžiai diversifikacijos efektas pasireiškia NTF ir PKF atveju, kurių investicijos susijusios su realiuoju sektoriumi ir šių rūšių AIF pasižymi mažu įsitraukimu į kapitalo rinkų veiklą. AIF suteikia ir kitų, sunkiau kiekybiškai įvertinamų, galimybių – efektyvesnių rizikos valdymo metodų kūrimo, efektyvesnės išteklių alokacijos. RDF veiklos specifika lemia aktyvesnį investicinių veiksmų naudojimą, jų investavimo ir investicijų laikymo periodas yra gerokai trumpesnis, jie dalyvauja daugelyje įvairių rinkų ir naudojami didele investicinių priemonių įvairove. RDF, registruotų Lietuvoje, investicijų geografija yra platesnė, o NTF ir PKF didesnę investicijų dalį nukreipia į Lietuvos rinką. RDF aktyviau vykdo investicinę veiklą, tam naudoja įvairias investicines priemones ir strategijas, o platesnė investicijų geografija padeda geriau diversifikuoti turimą investicinį portfelį bei pasiekti geresnių rezultatų nei vien tik veikiant vietinėje rinkoje. NTF ir PKF dėl savo veiklos specifikos yra priversti veikti vietinėje arba artimose kaimyninėse rinkose. Visa tai pastaraisiais dešimtmečiais lėmė AIF populiarėjimą tiek tarp privačių, tiek ir tarp institucinių investuotojų. Tačiau kartu plečiantis ir sudėtingėjant AIF veiklai ir sąsajoms su kitais rinkų dalyviais, atsiranda ir papildomų grėsmių ekonomikai ir jos vystymuisi. AIF įteisinti ir Lietuvoje pradėti steigti tik 2008 m. pabaigoje, tačiau auganti AIF valdomo turto santykinė dalis visų KIS turte, augantis fondų skaičius ir mažėjantis veiklą nutraukiančių fondų skaičius patvirtina, kad AIF sėkmingai įsitvirtino Lietuvos investicinių fondų rinkoje.

2. Dėl aktyvių veiksmų kapitalo rinkose tokie teigiami bruožai, kaip rinkos likvidumo didinimas, svyravimų mažinimas bei nevensimas dalyvauti rizikingose rinkose daugiausia yra priskiriami RDF. Finansavimo palankesnėmis sąlygomis nei kiti kredito šaltiniai teikimas naujai besikuriančioms ar ankstyvojoje veiklos fazėje esančioms įmonėms yra pagrindinė PKF veikla. Nepaisant teikiamų AIF privalumų, didesnis dėmesys skiriamas neigiamam AIF poveikiui nagrinėti. Nors PKF (ypač išpirkimo kapitalo fondai) dėl santykinai trumpo investavimo laikotarpio ir siekio gauti užsibrėžtą pelną ilgalaikėje perspektyvoje gali turėti neigiamą įtaką įmonės vystymuisi ir užimtumo ar kitų su įmonių veikla susijusių rodiklių kitimui, o NTF atveju ekonomikai kyla grėsmės dėl atviro tipo NTF aktyvų kainų ir fondo investicinių vienetų išpirkimo neatitikimo laike, sutariama, kad didžiausios rizikos ekonomikai kyla iš RDF. RDF neigiamą poveikį ekonomikai galima skirstyti į keletą grupių: dėl svarto naudojimo atsirandančios grėsmės, įtaka kredito institucijoms ir poveikis finansų rinkoms. Be tiesioginio pobūdžio teigiamo ir neigiamo poveikio ekonomikai pavyzdžių, kaip atskira poveikio grupė gali būti išskirtas ir netiesioginis poveikis, kuris pasireiškia per poveikį finansų sistemai ir yra nulemtas AIF sąsajų su kredito įstaigomis ir finansų tarpininkais. Išsivysčius glaudiems santykiams su AIF, problemos, susijusios su AIF veikla, tam tikru mastu atsilieptų ir susijusių įstaigų veiklai (pvz. mažėtų pajamų dalis, uždirbama iš operacijų su AIF, ar nukentėtų turimų pozicijų vertė dėl AIF vykdomų portfelio pozicijų likvidavimo).

3. Pastaruoju metu, dėl įvykusių ekonomikos ir finansų krizių, AIF reguliavimas sugriežtėjo visose pagrindinėse pasaulio ekonomikose, siekiama labiau viešinti jų veiklą ir padaryti ją skaidresne. Reguliavimo pakeitimai susiję tik su didelių apimčių fondais, kurie gali turėti sistemine įtaka, todėl priimtos teisinės normos Lietuvai tiesioginės įtakos neturės, išskyrus tai, jog ES direktyvos turės būti perkeltos į nacionalinę teisės sistemą. Be ES direktyvų perkėlimo į nacionalinę teisę, imtasi ir papildomų veiksmų, siekiant populiarinti fondus, tarp jų ir AIF, Lietuvoje. Šiuo tikslu priėmus IIKISĮ, AIF

valdytojai turės daugiau investicinių ir veiklos formos galimybių, o potencialiems investuotojams taikomi reikalavimai yra mažesni, todėl tai gali lemti AIF investicijų populiarėjimą, bent jau dalyvių skaičiaus prasme. Baigus Lietuvos teisinės sistemos KIS reguliavimo procesus, planuojama turėti tris teisės aktus, kurie reguliuotų AIF. Pagal KISĮ besisteigiantys AIF galės būti skirti tik neprofesionaliesiems investuotojams ir tik teoriškai galėtų būti vadinami AIF, didžioji dalis AIF turėtų veikti pagal IIKISĮ, o tais atvejais, jei fondo valdytojo valdomas turtas viršytų 500 mln. eurų (100 mln. eurų jei naudojamas svertas), jam turėtų būti taikomos PIKISĮ nuostatos (šis teisės aktas dar nėra priimtas). Nuo AIF leidimo registruoti Lietuvoje atlikta nemažai teisinio reguliavimo pakeitimų, įvertinus KISĮ pakeitimus ir susiejus juos su AIF veiklos dinamika Lietuvoje, galima teigti, kad KISĮ pakeitimai neturėjo įtakos AIF skaičiaus ar valdomo turto apimčių augimui. Negalima teigti, kad atskiri KISĮ pakeitimai lėmė esminius pokyčius AIF rinkoje, nes įstatymo pakeitimai neapėmė plačių reguliavimo sričių ir daugeliu atvejų buvo ne apribojantys, o tik kiek supaprastinantys AIF taikomą reguliavimą.

4. Atsižvelgiant į naudojamas AIF veiklos tyrimo metodikas ir AIF veiklos ypatumus, išskirti ir Lietuvos atvejui pritaikyti konkretūs veiksniai, kuriems įtaką daro AIF, ir kurių pagalba galima įvertinti AIF poveikį Lietuvos ekonomikai. PKF atveju parinkti rodikliai, kurie galėtų atspindėti PKF daromą įtaką realiajam sektoriui, per sukuriama pridėtinę vertę, t.y. tiriant PKF atliekamų investicijų įtaką įmonių plėtros ir veiklos rodikliams ir tokių įmonių santykį bendrame veiklos kontekste. NTF veikla susijusi su investicijomis į NT rinką tiek investuojant į jau egzistuojančius objektus, tiek ir plėtojant naujus projektus. Kadangi NTF veikia ir gyvenamosios paskirties ir komercinės paskirties NT rinkose, o šių rinkų savybės iš esmės skiriasi, NTF veiklos įtakos tyrime šios rinkos nagrinėjamos atskirai, įvertinant NTF atliekamų investicijų įtaką NT rinkas apibūdinantiems pagrindiniams rodikliams. Visi AIF gali turėti poveikį (NTF ir PKF daugiausia netiesioginį, RDF ir tiesioginį) finansų sistemai, tačiau RDF atvejis AIF kontekste yra išskirtinis, kadangi šių fondų veikla nėra tiesiogiai susijusi su investicijomis į realųjį sektorių – RDF veiklą

daugiausia vykdo kapitalo rinkose. Dėl šios priežasties ir RDF veiklos įtakos tyrimas koncentruojasi į finansų rinkoje atliekamus veiksmus ir jų galimą poveikį rinkai. Pagrindiniai rodikliai, per kuriuos galėtų būti matuojama RDF daroma įtaka pasirinkti akcijų rinkos likvidumas ir RDF susietumas su kitais investiciniais fondais ar tarpusavyje pagal naudojamą strategijas, kuris gali kelti likvidumo ir poveikio finansų sistemai rizikas.

5. Atlikus bendrą AIF, registruotą Lietuvoje, veiklos tyrimą, nustatyta, kad AIF finansinis svertas naudojamas vis aktyviau, tačiau vidutinis jo dydis dar nesiekia ankstesnėse KISI redakcijose numatyto limito (RDF sverto naudojimas nėra ribojamas). Pavieniai AIF pasižymi santykinai dideliu sverto lygiu, tačiau šių AIF santykinė reikšmė yra maža, todėl ir tokio fondo nesėkmė, jei ji būtų susijusi su sverto naudojimu, neturėtų reikšmingos įtakos bendrai situacijai AIF rinkoje. Saikingas sverto naudojimas nėra žalingas ir susiklosčius neigiamoms aplinkybėms nepadarytų didelės žalos fondui ir nevestų prie fondo likvidavimo – modeliavimo Baltijos šalių akcijų rinkos duomenimis 50% GA dydžio svertas lemtų 18% GA vertės dydžio nuostolius, jei akcijų kainos svyruotų amplitudė iki 10% (mažai tikėtino scenarijaus atveju). Daugeliu atvejų aukštą sverto lygį naudoja RDF, kurie pasižymi ir tuo, kad sąskaitoje turi pakankamą grynujų pinigų rezervą, kuris leistų padengti atsirandančius nuostolius. Rinkoje vyraujant net ir santykinai mažos apimties svyravimams, nepagrįstas sverto naudojimas gali vesti prie didelių nuostolių ir sukelti papildomą įtampą finansų sektoriuje. Dėl augančių RDF valdomo turto apimčių, sverto naudojimas tampa vis aktualesniu klausimu ir turėtų būti siūloma grįžti prie ankstesnio jo ribojimo (RDF atveju maksimalus svertas neturėtų viršyti 200% GA vertės). Augant RDF skaičiui ir didėjant konkurencijai tarp šios rūšies fondų, nepagrįstai didelio sverto įgijimas gali būti naudojamas kaip finansinių rezultatų spartesnio pagerinimo įrankis, kas kartu didintų grėsmes pačiam fondui bei finansų sistemai. Griežtinant RDF (ir AIF apskritai) reguliavimą, turi būti išlaikomas balansas, kad AIF netaptų panašūs į įprastinius investicinius fondus, todėl turi būti siekiama griežtesnio reguliavimo ir skaidresnės veiklos tik tose srityse, kurios, gali turėti įtaką

sisteminės rizikos atsiradimui, o svarto naudojimas gali būti priskirtas tokiai sričiai.

6. AIF dalis finansų sistemos turto augime yra labai maža, atsižvelgiant ir į menką santykinę AIF turto dalį finansų sistemos mastu, kur vyrauja bankų sektorius, neaktyvų išvestinių finansinių priemonių ir svarto naudojimą, galima teigti, kad AIF įtaka finansų sistemos plėtrai yra nereikšminga ir AIF veikla nekelia tiesioginių rizikų finansų sistemai. Nedidelis fondų ir jų atliekamų sandorių skaičius, maža jų vykdomų sandorių apimtis ir veiklos vykdymas ne vien tik vietinėje rinkoje lemia mažą AIF ir kredito įstaigų susietumą. Tai atskleidžia kredito įstaigų pajamų dalis, gaunama iš AIF veiklos, kuri yra beveik lygi nuliui ir nors šis santykinis dydis auga, tačiau vis dar nėra reikšmingas, todėl nėra pagrindo teigti, kad Lietuvos kredito įstaigos yra priklausomos nuo AIF ir jų vykdomos veiklos ir AIF galėtų turėti netiesioginės įtakos finansų sistemai. Komisinių sąnaudų santykis su fondo GA yra pakankamai stabilus dydis ir mažai priklauso nuo fondo veiklos fazės, tačiau šios sąnaudos absoliučia apimtimi priklauso nuo fondo GA vertės ir nuo fondo tipo. Aktyviau veiklą vykdančių RDF GA santykis su komisinių išlaidomis yra didesnis, todėl didėjant AIF GA vertėms, potencialiai didžiausią įtaką susijusioms įstaigoms galėtų turėti RDF.

7. Konkrečių NTF veiklos specifika skiriasi priklausomai nuo to, ar fondo investicinė strategija susijusi su komerciniu, ar su gyvenamosios paskirties NT. Analizuojamu laikotarpiu aktyvesni ir santykinai svarbesni yra NTF, vykdančys operacijas su KNT, tačiau apskritai visų tipų investicinių sandorių nebuvo atlikta daug (7, įskaitant ir pastatų statybą). Tiriant potencialią NTF įtaką gyvenamosios paskirties NT rinkai, papildyta Ramanausko T. (2011) ekonometrinio modelio lygtis, įtraukiant papildomą nepriklausomą kintamąjį – NTF investicijų į gyvenamosios paskirties NT objektus vertes. Sudarius lygtį ir atlikus naujai įtraukto veiksnio parametro nulinės hipotezės tikrinimą, ji nebuvo atmesta, su 95% tikimybe tai leidžia teigti, kad naujai įtrauktas veiksnio parametras yra lygus nuliui ir įtakos būsto kainų indekso kitimui nedaro. Papildoma analizė patvirtina šio teiginio teisingumą, kadangi

NTF atliktos investicijos bendrame gyvenamosios paskirties NT rinkos kontekste nėra reikšmingos – NTF bendra viso laikotarpio sandorių vertė sudaro tik 0,28% 2012 m. būsto sandorių apimties, o šių fondų statomų gyvenamosios paskirties NT objektų naudingas plotas 2012 m. sudarė 0,5% baigtų statyti butų naudingo ploto. Atsižvelgiant į NTF atliekamus veiksmus, susijusius su KNT, pasirinkta tirti NTF įtaką KNT pasiūlai. Sudarytas modelis, kuriame priklausomas kintamasis yra KNT pasiūla, o nepriklausomi kintamieji yra naujos paskolos nefinansinėms korporacijoms, tiesioginės užsienio investicijos, susijusios su statyba ir NTF investicijos Lietuvoje, susijusios su KNT. Tiriant NTF įtaką KNT pasiūlai vertintas parametro prie NTF investicijų į Lietuvos KNT veiksnio reikšmingumas. Nustatyta, kad iškelta nulinė hipotezė dėl parametro buvimo lygiu nuliui negali būti atmesta ir minėtas veiksnys su 95% tikimybe yra lygus nuliui. Galima teigti, kad NTF investicijų į KNT statybą veiksnys yra nereikšmingas ir analizuojamu metu neturi įtakos KNT pasiūlai. Papildomai analizuojant KNT pardavimo kainų kitimą matyti, kad laikotarpiais, kai NTF atliko investicinius veiksmus, KNT pardavimo kainos nesikeitė. Galima teigti, kad NTF veiksmai, analizuojamu laikotarpiu dar nėra tokių vertinių apimčių, kad galėtų turėti įtaką KNT kainoms ir paveikti rinkos pusiausvyrą.

8. Atskirų RDF valdomo turto apimtys nėra didelės, todėl nėra stambių fondų, galinčių lemti situaciją rinkoje. Tačiau net ir maži RDF galėtų turėti tam tikrą poveikį rinkai ir finansų sistemai, jei jie pasižymėtų tarpusavio susietumu ir juos visus kartu paveiktų išorinis šokas. Dėl RDF aktyvaus dalyvavimo kapitalo rinkose, jų įtaka finansų rinkai turėtų būti tiriama vertinant likvidumo ir nelikvidumo rodiklius, susijusius su RDF atliekamais veiksmais, ir su konkrečiais VP, taip pat vertinant RDF tarpusavio susietumą ir susietumą su kitais rinkos dalyviais, kurį gerai atspindi skaičiuojama VSK. Analizuotu periodu RDF nepasižymėjo tarpusavio susietumu – jų tarpusavio pelningumų koreliacijos buvo įvairių krypčių ir vidutiniškai sudarė -0,06, todėl grėsmės finansų rinkų stabilumui dėl galimo rinkos perpildymo išlieka tik teorinės. RDF kaip investicinių fondų grupė pasižymi aukšta teigiamo dydžio



pelningumų koreliacija su kitomis KIS grupėmis ir tik porinė pelningumų koreliacija su NTF yra artima nuliui. Aukštas RDF pelningumų porinės koreliacijos lygis nulemtas pasaulio finansų rinkos globalizacijos reiškiniu, kadangi ir kiti investiciniai fondai daugiausia dalyvauja užsienio kapitalo rinkose, kai NTF pelningumas nėra tiesiogiai veikiamas pokyčių kapitalo rinkose. Dėl mažo santykinio RDF dydžio net ir aukšto lygio RDF pelningumų tarpusavio koreliacija su kitais KIS nenulemia augančio bendro rinkos VSK dydžio. Atsižvelgiant į nustatytas atskirų RDF pelningumų porinės koreliacijos reikšmes, siūlytina ir ateityje sekti RDF tarpusavio koreliaciją ir jos įtaką bendrai rinkos situacijai, taip pat siektina naudoti dažnesnio (mėnesinio) periodo duomenis, kad būtų tiksliau atspindimos besiformuojančios tendencijos. Taip pat ateityje, esant pakankamai duomenų, siūlytina RDF įtaką Lietuvos finansų rinkai papildomai tirti vertinant šių fondų įtaką rinkos ar konkretaus VP likvidumo pokyčiams. Šiai užduočiai atlikti siūloma naudotis Amihud nelikvidumo indeksu (angl. *Amihud Illiquidity Index*) bei efektyviuoju pasiūlos ir paklausos kainų skirtumu (angl. *effective bid-ask spread*).

9. Lietuvoje registruoti AIF (tarp jų ir RDF) neaktyviai naudoja svertą ir išvestinių finansinių priemonių sandorius, kas neleidžia RDF pasiekti teigiamos ir su pokyčiais rinkoje nesusijusios investicinės grąžos. RDF neturi konkurencinio pranašumo prieš kitus Lietuvos rinkoje esančius investicinius fondus, kadangi negali pasiūlyti rezultatų, besiskiriančių nuo kitų investicinių fondų rezultatų, nors yra potencialiai rizikingesni, taip pat tokių fondų dalyviams taikomi mažesni investuotojų apsaugos reikalavimai. RDF, skirtingai nei PKF ar NTF, neinvestuoja į specifines sritis, kurios yra sunkiau prieinamos paprastiems investuotojams, dėl šios priežasties RDF turėtų teikti galimybę investuotojams uždirbti nepriklausomai nuo rinkos svyravimų. Kadangi analizuoti RDF nesuteikia galimybės gauti investicinių rezultatų, kurie nepriklausytų nuo rinkos krypties, galima manyti, kad jie nėra patrauklūs investuotojams ir tai įvardinti kaip vieną iš priežasčių, paaiškinančių mažą RDF rinkos dalį Lietuvoje. Bendri AIF rinką charakterizuojantys rodikliai rodo, kad dominuojanti rinkos pozicija tenka NTF, tai atsiliepia ir AIF bei

bendrai KIS rinkos koncentracijai – dėl didelių NTF valdomo turto apimčių rinka vis dar išlieka stipriai koncentruota. Vis dėlto VSK, kuri atspindi investicinių fondų grupių tarpusavio susietumą, analizė atskleidžia, kad AIF atsiradimas Lietuvoje sumažino VSK reikšmes, todėl net ir nepaisant didelės koncentracijos AIF rinkoje, bei aukšto lygio RDF sąsajų su kitomis KIS grupėmis, AIF Lietuvoje daro teigiamą poveikį investicinių fondų susietumo mažinimo linkme ir prisideda prie finansinio stabilumo gerinimo.

10. PKF rinka Lietuvoje pasižymi itin didele fondų kaita – nuo veiklos pradžios likviduota 66,7% visų įregistruotų PKF. Tai beveik dvigubai viršija bendrą AIF rinkos Lietuvoje vidurkį, kuris siekia 36,4%. Tokias PKF raidos tendencijas Lietuvoje galima sieti su ES struktūrinių fondų teikiamu finansavimu ir su pastaruoju metu populiarėjančiu rizikos kapitalo finansavimu, teikiamu mažoms ir vidutinėms įmonėms. PKF pasižymi veiklos koncentracija vietinėje rinkoje, tačiau analizuojamu metu PKF, registruotų Lietuvoje, atliekami veiksmai nėra plataus masto ir gali būti vertinami tik kaip pavienės investicijos. Atliktų PKF investicijų analizė (1 pabaigtas sandoris) rodo, kad PKF finansavimas nesuteikė įmonei pranašumo ir nepagerino jos veiklos rodiklių. Vis dėlto tikėtina, kad PKF veikla gali suteikti pranašumą ir geresnes veiklos perspektyvas įmonei, į kurią yra investuota, ypač tam tikruose specifiniuose ūkio sektoriuose, kuriuose vyrauja didelė informacijos asimetrija ir rizikingumas. Bendrame kontekste tampa aišku, kad nagrinėjamu metu PKF atliekamos investicijos yra nereikšmingos, finansavimo sulaukusios įmonės nedemonstruoja geresnių nei rinkos vidurkis veiklos rezultatų, tokios įmonės sukuria tik labai mažą, apie 0,004% BVP dalį, todėl nagrinėjamu metu PKF įtakos šalies ūkiui neturi. Atsižvelgiant į apibendrintus kitų autorių naudojamus PKF veiklos tyrimo metodus, nagrinėjamu metu, kol PKF rinka Lietuvoje yra mažų apimčių ir vystymosi stadijoje, PKF investicinių veiksmų įtaką verslo plėtrai Lietuvoje tinkamiausia tirti pasitelkiant santykinius rodiklius, tačiau ateityje, didėjant PKF duomenų imčiai, siūlytina kaip prioritetinį tyrimo metodą naudoti momentinio stebėjimo regresijas (angl. *cross-sectional regression*).

Analizuotu laikotarpiu daugiausia dėl santykinai mažų AIF valdomo turto apimčių, pakankamai konservatyvaus veiklos būdo ir vis dar trumpo bei nepastovaus veiklos periodo, AIF nei bendrai nei kiekviena šių fondų rūšis atskirai neturėjo kiekybiškai išmatuojamos įtakos Lietuvos ekonomikai.

### **Tolesnių tyrimų kryptys ir rekomendacijos**

Nors analizuojamu metu AIF tiesioginės ar netiesioginės įtakos šalies ekonomikai neturi, tačiau AIF plėtros tendencijos rodo, kad teorinės grėsmės ateityje gali tapti ir realiomis. Naujausių teisinės aplinkos pakeitimų įtakos AIF rinkos raidai dar nėra įmanoma nustatyti, tačiau tikėtina, kad supaprastinti apribojimai paskatins investuotojus aktyviau rinktis šiuos fondus, taip pat ir fondų valdytojams sudarytos palankesnės sąlygos steigti naujus AIF. Be paminėtų veiksnių ir šiuo metu stebimas NTF turto augimas ir dėl to didėjantis koncentracijos rinkoje lygis, aukšto lygio RDF susietumas su kitais KIS taip pat duoda pagrindą ateityje ir toliau aktyviai sekti AIF rinkos vystymąsi.

Ypatingą dėmesį reikia skirti ir RDF investicinės veiklos stebėjimui, kadangi šie fondai aktyviai veikia kapitalo rinkose. Augančios išvestinių finansinių priemonių ir finansinio svarto naudojimo apimtys leidžia manyti, kad ateityje prekyba tokiomis priemonėmis potencialiai bus viena iš sričių, kuri, jei nebus laikomasi griežtų rizikos valdymo modelių ir susiklosčius nepalankioms aplinkybėms, kels grėsmę paties fondo ir finansų sistemos stabilumui. Todėl ateityje rekomenduotina sekti RDF vykdomus investicinius veiksmus, jų investicijų struktūrą ir kryptis, skaičiuoti susietumo tarpusavyje ir su kitais investiciniais fondais rodiklius, taip pat tam naudoti kuo didesnio dažnumo (geriausia mėnesinius) duomenis.

Viena iš tolesnių tyrimo krypčių neabejotinai yra susijusi ir su jau parengtų AIF įtakos ekonomikai modelių tobulinimu. Dabartiniai modeliai sudaryti sprendžiant duomenų ribotumo problemą, ilgėjant AIF veiklos periodui Lietuvoje, ir atsirandant didesniai stebėjimų skaičiui, sudarytus modelius galima toliau tobulinti ar atnaujinti su papildomais duomenimis.

## LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. A.W. Jones Advisers LLC. Rizikos draudimo fondas. Prieiga per internetą: <http://www.awjones.com/main.html>.
2. Ackermann C., McEnally R., Ravenscraft D. (1999). The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives. *The Journal of Finance*, Vol. Liv, No. 3, p. 833 – 874.
3. AIFMD Will Reduce Choice and Increase Costs for Fund Managers and Investors (2013). BNY Mellon Survey. Prieiga per internetą: <http://news.bnymellon.com/index.php?s=20295&item=129195>.
4. Alemany L., Martí J. (2005). Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms. *EFA 2005 Moscow Meetings Paper*, 33 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=673341>.
5. Alternative Investment Expert Group (2006). *Report of the Alternative Investment Expert Group - Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*. European Commission Internal Market and Services DG. Prieiga per internetą: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/other\\_docs/reports/hedgefunds\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf).
6. Amihud Y. (2002). Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects. *Journal of Financial Markets* No. 5, p. 31 – 56.
7. Amihud Y., Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, Vol. 17(2), p. 223-249.
8. Amit, R., Brander, J., and Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence, *Journal of Business Venturing*, 13, 441-466.
9. Aragon, G. O., Strahan, P. E. (2011). Hedge funds as liquidity providers: Evidence from the Lehmans bankruptcy. *Journal of Financial Economics* 103 (2012) p. 570 – 587.
10. Assessing the Possible Sources of Systemic Risk From Hedge Funds (2012). Financial Services Authority. 19 p. Prieiga per internetą: [http://www.fca.org.uk/static/pubs/other/hedge\\_fund\\_report\\_july2011.pdf](http://www.fca.org.uk/static/pubs/other/hedge_fund_report_july2011.pdf).
11. Audito bendrovių PriceWaterHouse Coopers, Ernst&Young, KPMG Baltics veiklos ataskaitos. Prieiga per internetą: [www.creditinfo.lt](http://www.creditinfo.lt).
12. Axelson U., Strömberg P., Weisbach M. S. (2008). Why are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds. Fisher College of Business Working Paper No. 2008-03-014, 83 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=676546>.
13. Baumol W. J., Blinder A. S. (1991). *Economics: Principles and Policy*. Harcourt Brace Jovanovich, Fifth Edition. 892 p.
14. Becker B., Doherty-Minicozzi C. (2000). *Hedge Funds in Global Financial Markets*. 104 p. Prieiga per internetą: [http://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/WilmerHale\\_Shared\\_Content/Files/Editorial/Publication/Markets.pdf](http://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/WilmerHale_Shared_Content/Files/Editorial/Publication/Markets.pdf).

15. Bednarczyk T. P. (2002). *Rating of the German open ended real estate funds: An analysis and perspectives*. 40 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=902307>.
16. Beer B., Nhleko Z. (2009). Measuring the Economic Impact of Private Equity Funds: the South African Experience. *IFC Bulletins, Bank for International Settlements, No 31*, p. 495 – 510.
17. Bikker, J. A., Haaf, K. (2000). *Measures of Competition and Concentration: a Review of the Literature*. De Nederlandsche Bank, Research Series Supervision No. 30. 35 p.
18. Bivainis J., Volodzkienė L. (2008). Nekilnojamojo turto investiciniai fondai: vieta investicinių fondų įvairovėje. *Verslas: teorija ir praktika*, 9 tomas, Nr. 3, p. 149 – 159.
19. Brady P. J., Conlin M. E. (2004). The Performance of REIT-owned Properties and the Impact of REIT Market Power. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Volume 28, Issue 1, p. 81 – 95.
20. Burg I., Rasmussen P. N. (2007). Hedge Funds and Private Equity: A Critical Analysis. 238 p. Prieiga per internetą: [http://www.socialistsanddemocrats.eu/sites/default/files/2239\\_EN\\_publication\\_hedge\\_funds\\_1.pdf](http://www.socialistsanddemocrats.eu/sites/default/files/2239_EN_publication_hedge_funds_1.pdf).
21. Burton H. and D.C. Corner (1968) *Investment and Unit Trusts in Britain and America*, London: Elek Books.
22. Cannon S. E., Cole R. A. (2010). Changes in REIT Liquidity 1988-2007: Evidence from Daily Data. *Journal of Real Estate Finance and Economics* 43, p. 258 - 280.
23. Chambers D., Esteves R. (2013). The first global emerging markets investor: Foreign & Colonial Investment Trust 1880–1913. Explorations in Economic History. 52 p. Prieiga per internetą: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014498313000375>.
24. Chan N., Getmansky M., Haas S. M., Lo A. W. (2005). Systemic Risk and Hedge Funds. *NBER Working Paper Series*, No. 11200, 109 p. Prieiga per internetą: <http://www.nber.org/papers/w11200>.
25. Chemla G. (2005). The Determinants of Investment in Private Equity and Venture Capital: Evidence from American and Canadian Pension Funds. Working Paper Series. 18 p. Prieiga per internetą: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=556421](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=556421).
26. Cohen V. (2013) Komerčinio nekilnojamojo turto rinkos plėtros analizė ir ekonominis vertinimas. Daktaro disertacija. Vilniaus Universitetas, Vilniaus Universiteto leidykla.
27. Corwin S. A., Schultz P. (2011). A Simple Way to Estimate Bid-Ask Spreads from Daily High and Low Prices. *The Journal of Finance*, Forthcoming.
28. CreditSuisse RDF indeksų duomenys. Prieiga per internetą: <http://www.hedgeindex.com/>.
29. Cumming, D. J., Johan, S. (2012). Venture's Economic Impact in Australia. *Working Papers Series*, 42 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2194450>.

30. Čekanavičius V. (2011). Taikomoji regresinė analizė socialiniuose tyrimuose. 307 p.
31. Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (2013). 73 p. Prieiga per internetą: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:EN:PDF>.
32. Disorderly Exits From Crowded Trades? On The Systemic Risks of Hedge Funds (2006). Edhec Risk And Asset Management Research Centre, 12 p. Prieiga per internetą: <http://www.edhec-risk.com/edito/RISKArticleEdito.2006-07-27.4050/attachments/EDHEC%20response%20to%20ECB%20statement%20on%20HFs.pdf>.
33. Dixon L., Clancy N., Kumar K. B. (2012). Hedge Funds and Systemic Risk. Santa Monica, CA: RAND Corporation. 147 p.
34. Dönges T. (2008). *Besteuerung privater Kapitalanlagen: Mit traditionellen und alternativen Investments zur steueroptimalen Depotstruktur*. Wiesbaden: Gabler. 207 p.
35. EFAMA: European Fund and Assets Management Association (2012). The European Fund Classification: EFC Categories. 40 p. Prieiga per internetą: [http://www.efama.org/Publications/Public/European\\_Fund\\_Classification/EFC%20Categories%20Report.pdf](http://www.efama.org/Publications/Public/European_Fund_Classification/EFC%20Categories%20Report.pdf).
36. Eichholtz P., Kok N. (2007). *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate*. 85 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1081198>.
37. Estonian Financial Market Overviews (2013). Estijos finansinės priežiūros institucija. Prieiga per internetą: <http://www.fi.ee/index.php?id=12737>.
38. EurekaHedge Small European Hedge Fund Index duomenys. Prieiga per internetą: <http://www.eurekahedge.com/indices/default.asp>.
39. Europos Centrinis Bankas (2007). Europos Centrinio Banko gairės dėl pinigų, finansinių institucijų ir rinkų statistikos, ECB/2007/9. 232 p.
40. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva (2009). *Dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų ir direktyvų 2004/39/EB ir 2009/.../EB dalinio keitimo*. Poveikio vertinimo santrauka. Prieiga per internetą: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_executive\\_summary lt.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_executive_summary_lt.pdf).
41. EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association). Europos privataus ir rizikos kapitalo asociacija. <http://evca.eu/>.
42. *Expert Group Report: Open Ended Real Estate Funds* (2008). Prieiga per internetą: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/other\\_docs/expert\\_gr oups/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/expert_groups/report_en.pdf).

43. Feng Z., Price S. M., Sirmans C. F. (2011). An Overview of Equity Real Estate Investment Trusts (REITs): 1993-2009. *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 19, No. 2, p. 307-343.
44. *Financial Market Series: Hedge Funds 2011* (2011a). The City UK. 12 p. Prieiga per internetą: <http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Hedge-funds-2011.pdf>.
45. *Financial Market Series: Hedge Funds 2013* (2013). The City UK. 12 p. Prieiga per internetą: <http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Hedge-Funds-2013-F.pdf>.
46. *Financial Market Series: Private Equity 2011* (2011b). The City UK. 12 p. Prieiga per internetą: <http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/PrivateEquity2011.pdf>.
47. Financial Stability Review (2006). European Central Bank, 198 p. Prieiga per internetą: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview200606en.pdf>.
48. Finansinio stabilumo apžvalga 2013 (2013). Lietuvos bankas. 57 p. Prieiga per internetą: [http://www.lb.lt/finansinio\\_stabilumo\\_apzvalga\\_2013](http://www.lb.lt/finansinio_stabilumo_apzvalga_2013).
49. Fitch Ratings (2005). “*Hedge Funds: An Emerging Force in the Global Credit Markets*”. New York: Fitch Ratings. 7 p. Prieiga per internetą: [http://www.securitization.net/pdf/Fitch/HedgeFunds\\_18Jul05.pdf](http://www.securitization.net/pdf/Fitch/HedgeFunds_18Jul05.pdf).
50. Galinienė B., Bumelytė J. (2007). Nekilnojamojo turto fondai: vystymosi ir plėtros tendencijos Lietuvoje. Lietuvos turto vertintojai - paslaugų paletė ir kontaktų mugė: mokslinės-praktinės konferencijos medžiaga, p. 12-19.
51. Galinienė B., Bumelytė J. (2008). Development of Real Estate Funds in Europe and Lithuania. *Ekonomika*, Nr. 83, p. 58 – 70.
52. Galiniene B., Bumelyte J. (2011). Real Estate Funds: Their Place in the Investment Funds Universe and Development Trends. *Transformations in Business & Economics*, Vol. 10, Nr. 1(22), p. 39-49.
53. Galinienė B., Jarašius G. (2012). Regulation and development of alternative investment funds in Lithuania. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*, Nr. 140, p. 37-40.
54. Galinienė B., Jarašius G. (2013). Development of Alternative Investment Funds and Their Impact on Lithuanian Economy. *Ekonomika*. 2013, t. 92, nr. 3, suppl. A : International Conference Economic Transformations and Business Prospects 2013 : conference proceedings. p. 134-144.
55. Galinienė B., Jarašius G. (2014). Alternatyvaus investavimo fondų įtaka finansiniam stabilumui Lietuvoje. *Verslas: teorija ir praktika*, Nr. 15(4). Straipsnis priimtas, numatoma išleidimo data 2014 m. gruodis.
56. Garbaravičius T. (2007). Rizikos draudimo fondų įtaka finansiniam stabilumui. Daktaro disertacija, Vilniaus Universitetas, 143 p.



57. Garbaravičius T., Dierick F. (2005). Hedge Funds and their Implications for Financial Stability. *ECB Occasional Paper Series*, No. 34. Prieiga per internetą: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp34.pdf>.
58. Gedeikis M. (2006). Perspectives for Specialised Funds in Lithuania. BCC paper, issue No 20, winter 2006. p. 2. Prieiga per internetą: [http://www.aginvest.eu/files/Perspectives\\_for\\_Specialised\\_Funds.pdf](http://www.aginvest.eu/files/Perspectives_for_Specialised_Funds.pdf).
59. *Global Perspectives 2012 REIT Report* (2013a). Ernst & Young. 40 p. Prieiga per internetą: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2012\\_REIT\\_report/\\$FILE/2012REITReport.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2012_REIT_report/$FILE/2012REITReport.pdf).
60. *Global Private Equity Report 2013* (2013b). Bain & Company. 76 p. Prieiga per internetą: [http://resultsbrief.bain.com/pdfs/Bain\\_and\\_Company\\_Global\\_Private\\_Equity\\_Report\\_2013\\_public.pdf](http://resultsbrief.bain.com/pdfs/Bain_and_Company_Global_Private_Equity_Report_2013_public.pdf).
61. *Global Real Estate Investment Trust Report 2008* (2009). Ernst & Young. 88 p. Prieiga per internetą: [http://www.bpf.org.uk/en/files/reita/reita\\_org\\_documents/reita\\_global\\_EY\\_global\\_REIT\\_report\\_2008.pdf](http://www.bpf.org.uk/en/files/reita/reita_org_documents/reita_global_EY_global_REIT_report_2008.pdf).
62. *Global Real Estate Securities* (2007). RREEF Real Estate Research. 65 p. Prieiga per internetą: [http://www.rreef.com/content/media/Research\\_Global\\_Real\\_Estate\\_Securities\\_January\\_2007.pdf](http://www.rreef.com/content/media/Research_Global_Real_Estate_Securities_January_2007.pdf).
63. Gompers P. A., Lerner J. (1999). *The Venture Capital Cycle*. The MIT Press. 385 p.
64. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* (2007). EVCA Special Paper. 44 p. Prieiga per internetą: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/toolbox/introduction\\_tutorial/evca\\_pevcguide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/toolbox/introduction_tutorial/evca_pevcguide.pdf).
65. Harris R. S., Jenkinson T., Kaplan S. N. (2013). Private Equity Performance: What Do We Know? *Journal of Finance*, 43 p.
66. *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*. (1999). Report of The President's Working Group on Financial Markets. Prieiga per internetą: <http://www.cftc.gov/tm/tmhedgefundreport.htm>.
67. Hirschman, A. O. (1964). The Paternity of an Index. *The American Economic Review*, Vol. 54, No 5, p. 761-762.
68. Hirschman. A. O. (1945). *National Power and the Structure of Foreign Trade*. Berkeley and Los Angeles: University of California Press.
69. Hyman D. N. (1992). *Economics*. Von Hoffmann Press. 2nd Edition, 1040 p.
70. Hobohm D. (2008). Investors in Private Equity Funds: Large-scale Performance Analysis and the Question if Location Matters. Working Paper Series. 51 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1286139>.



71. Horizontal Merger Guidelines (2010). U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission. 37 p. Prieiga per internetą: <http://www.justice.gov/atr/public/guidelines/hmg-2010.pdf>.
72. Hotchkiss E. S., Strömberg P., Smith D. C. (2014). Private Equity and the Resolution of Financial Distress. Finance Working Paper No. 331/2012, 58 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1787446>.
73. *How much of their portfolio should European pension funds allocate to real estate?* (2005). JP Morgan Asset Management. 34 p. Prieiga per internetą: [https://am.jpmorgan.com/blobcontent/167/939/1383169201444\\_11\\_509.pdf](https://am.jpmorgan.com/blobcontent/167/939/1383169201444_11_509.pdf).
74. Hsu D. H., Kenney M. (2004). Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973. Working Paper 163, 51 p.
75. *IFSL Research: Hedge Funds 2009* (2009a). International Financial Services London. 8 p. Prieiga per internetą: <http://www.finalternatives.com/node/7511>.
76. *IFSL Research: Private Equity 2009* (2009b). International Financial Services London. 8 p. Prieiga per internetą: <http://www.allequityfunds.ru/upload/downloads/AllEquityFunds%20-%20Private%20Equity%202009%20IFSL%20Research.pdf>.
77. II ir III pakopos pensijų fondų rinkos 2011 m. apžvalgos (2011). Lietuvos bankas. Prieiga per internetą: [http://www.lb.lt/apzvalgos\\_prognozes](http://www.lb.lt/apzvalgos_prognozes).
78. Ineichen A. M. (2002). *Absolute Returns. The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*. New Jersey: John Wiley & Sons. 514 p.
79. *INREV Vehicles Database Analysis. December 2012* (2012). INREV. 10 p. Prieiga per internetą: <http://www.inrev.org/publications?task=article&id=196>.
80. Investment Funds Act (2004). *Riigi Teataja I*, 2004, 36, 251.
81. Yahoo Finance (2013). *Akcijų ir indeksų duomenys*. Prieiga per internetą: <http://finance.yahoo.com/>.
82. Jarašius G. (2012). Alternative Investment Funds: Regulation, Characteristics and Development in Lithuania. *Ekonomika*, Nr. 91(1), p. 157–172.
83. Jarašius G. (2013). Nekilnojamojo turto fondai kaip alternatyvių investicijų rūšis, jų ypatybės ir plėtra Lietuvoje. *Turto vertinimo teorijos ir praktikos apybraižos 2013: recenzuojamas elektroninis leidinys*, p. 21-30.
84. Jasienė M., Laurinavičius An. (2008). Alternatyvus investavimas plėtojant ekonomiką. *Viešasis administravimas*, Nr. 4, p. 61-67.
85. Jenkinson T. (2008). The development and performance of European private equity. In: *Handbook of European Financial Markets and Institutions*. OUP, Oxford, 30 p. Prieiga per internetą: <http://economics.ouls.ox.ac.uk/14303/>.
86. JEREMIE: Naujas būdas panaudoti ES struktūrinius fondus, siekiant padėti MVĮ gauti lėšų per kontroliuojančius fondus (2012). European

- Investment Fund. 4 p. Prieiga per internetą: [http://www.eif.org/news\\_centre/publications/Jeremie\\_leaflet\\_files/jeremie\\_leaflet\\_it.pdf](http://www.eif.org/news_centre/publications/Jeremie_leaflet_files/jeremie_leaflet_it.pdf).
87. Jokšienė I., Žvirblis A. (2011). Ekonominių ir socialinių veiksnių įtakos investiciniams fondams vertinimo principai. *Verslo ir teisės aktualijos*, Nr. 6(2), p. 335 – 348.
  88. Jurevičienė D., Martinkutė A. (2013). Rizikos kapitalo fondai: teoriniai aspektai. *Business: Theory & Practice*. Nr. 14(2), p. 117 – 130.
  89. Kamal S. (2012). Hedge Fund Regulation and the EU Directive. Working Paper Series. 26 p. Prieiga per internetą <http://ssrn.com/abstract=2050411>.
  90. Kancerevyčius G. (2009). Finansai ir investicijos. III atnaujintas leidimas. Kaunas: Smaltijos leidykla. p. 904.
  91. Kaplan S. N., Strömberg P. (2008). Leveraged Buyouts and Private Equity. *NBER Working Paper*, No. 14207, 40 p.
  92. Krudy E. (2013). Prime brokerages consolidate after ‘big bang’. Reuters. Prieiga per internetą: <http://www.reuters.com/article/2012/04/16/primes-consolidation-idUSL2E8FB9PD20120416>.
  93. Large EU Banks’ Exposures to Hedge Funds (2005). European Central Bank, 54 p. Prieiga per internetą: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/largeeubanksexposureshedgefunds200511en.pdf>.
  94. Last Boarding Call: An Overview of the Alternative Industry’s Preparedness for AIFMD (2012). KPMG International. Prieiga per internetą: <http://www.kpmg.com/LU/en/IssuesAndInsights/Articlespublications/Documents/Last-Boarding-Call.pdf>.
  95. Laurinavičius Al., Bikas E. (2009). Finansinių ir nekilnojamojo turto investicijų portfelio formavimo aspektai ir galimybės. *Verslas: teorija ir praktika*. 2009, t. 10, Nr. 2, p. 118-129.
  96. Laurinavičius An. (2012) Venture capital as a catalyst of business development in Lithuanian. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. No. 141. p. 5-7.
  97. Laurinavičius An., Laurinavičius Al. (2011). Using venture capital for business development in Lithuania. *Contemporary issues in business, management and education 2011: scientific conference*, p. 165-180.
  98. Laurinavičius V. (2001). Vertybiniai popieriai Lietuvoje. Akcijos ir lakštai. 1872–1940. Lietuvos banko muziejaus leidinys. Vilnius: Lietuvos bankas, 2001, p. 1–272.
  99. Lerner J., Schoar A. (2004). The illiquidity puzzle: Theory and evidence from private equity. *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, Issue 1, p. 3 – 40.
  100. Lietuvoje – pirmasis investicinis fondas (2001). *Verslo žinios*, Nr. 21, p. 5.
  101. Lietuvos bankas (2013a). Kolektyvinio investavimo subjektų rinkos apžvalgos. Prieiga per internetą: [http://www.lb.lt/apzvalgos\\_proгноzes](http://www.lb.lt/apzvalgos_proгноzes).

102. Lietuvos bankas (2013e). Statistiniai duomenys. Prieiga per internetą: <http://www.lb.lt/statistika>.
103. Lietuvos bankų asociacija (2013b). Pelno (nuostolio) ataskaitos. Prieiga per internetą: [http://www.lba.lt/go.php/lit/Pelno\\_nuostolio\\_ataskaitos/122](http://www.lba.lt/go.php/lit/Pelno_nuostolio_ataskaitos/122)
104. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas Nr. X-1024 (2007b). *Valstybės žinios*, Nr. 17-627.
105. Lietuvos Respublikos informuotiesiems investuotojams skirtų kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas Nr. XII-376 (2013d). *Valstybės žinios*, Nr. 68-3410
106. Lietuvos Respublikos investicinių bendrovių įstatymas Nr. I-1018 (1995). *Valstybės žinios*, Nr. 63-1581.
107. *Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų apžvalgos* (2009). LR Vertybinių popierių komisija. Archyviniai duomenys.
108. Lietuvos Respublikos Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas Nr. IX-1709 (2003). *Valstybės žinios*, Nr. 74-3424.
109. Lietuvos Respublikos Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo pakeitimo įstatymas Nr. X-1303 (2007a). *Valstybės žinios*, Nr. 117-4772.
110. Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2012 (2013c). LR Finansų ministerija. Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/vvp/Apzy2012\\_LI.pdf](http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/vvp/Apzy2012_LI.pdf).
111. Ljungqvist A., Richardson M. P. (2003). *The Investment Behavior of Private Equity Fund Managers*. 38 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=478061>.
112. Loomis C. J. (1966). The Jones Nobody Keeps Up With. *Fortune* (1996 April). p. 237 – 247. Prieiga per internetą: [http://www.awjones.com/images/Fortune\\_-\\_The\\_Jones\\_Nobody\\_Keeps\\_Up\\_With.pdf](http://www.awjones.com/images/Fortune_-_The_Jones_Nobody_Keeps_Up_With.pdf).
113. Lords LB Asset Management valdomų fondų veiklos ataskaitos. Prieiga per internetą: <http://lordslb.com/lt/investuotojams-173>.
114. Lutton D. (2008). *The regulation of hedge funds at an EU level: The US Sub-prime crisis in context*. 19 p. Prieiga per internetą: <http://research.stlouisfed.org/conferences/integration/Lutton-paper.pdf>.
115. Mackevičius J., Poškaitė D., Villis L. (2011). *Finansinė analizė: mokomoji knyga*. Vilnius: Mykolo Romerio universiteto leidybos centras, 160 p.
116. Mačerinskienė I. (2013). Finansinio tarpininkavimo teorija, knygoje *Finansų rinkų įžvalgos. I dalis. Mokslo studija*. Mykolo Romerio Universitetas: Vilnius, 2013, 836 p.
117. Matysiak, G. A., Fuerst F. (2011). *Analyzing the Performance of Non-Listed Real Estate Funds: A Panel Data Analysis*. 37 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1361808>.
118. McGuire P., Remolona E. M., Tsatsaronis K. (2005) Time-varying exposures and leverage in hedge funds. *BIS Quarterly Review*, 14 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1491069>.
119. McGuire P., Tsatsaronis K. (2008). Estimating Hedge Funds Leverage. *BIS Working Papers*, No. 260, 41 p.

120. Megginson W. L. (2004). Toward a Global Model of Venture Capital? *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 16, No. 1, p. 8 – 26.
121. Metinės ataskaitos ir finansinių priemonių rinkos apžvalgos. (2013). Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija. Prieiga per internetą: [http://www.lb.lt/vertybiniu\\_popieriu\\_komisijos\\_apzvalgos](http://www.lb.lt/vertybiniu_popieriu_komisijos_apzvalgos).
122. Metrick A., Yasuda A. (2008). The Economics of Private Equity Funds. *Swedish Institute for Financial Research Conference on the Economics of Private Equity Market*. 57 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=996334>.
123. Nabilou H. (2013). The Alternative Investment Fund Managers Directive and Hedge Funds' Systemic Risk Regulation in the EU. 98 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2352373>.
124. NASDAQ OMX Baltic akcijų prekybos sąrašų bendrovių prekybos duomenys (2013). Prieiga per internetą: <http://www.nasdaqomxbaltic.com>.
125. National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT). REIT skaičiaus ir kapitalizacijos duomenys. Prieiga per internetą: <http://www.reit.com/DataAndResearch/US-REIT-Industry-MarketCap.aspx>.
126. Numatomi pasikeitimai fondų veiklos reguliavime Lietuvoje ir Europos Sąjungoje (2012). LR Finansų ministerija. Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/Finansu\\_rinkos/fm\\_pristatymas\\_fondai LT EU.pdf](http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/Finansu_rinkos/fm_pristatymas_fondai_LT_EU.pdf).
127. NVCA (National Venture Capital Association). Nacionalinė rizikos kapitalo asociacija. <http://nvca.org/>.
128. Ober-Haus rinkos apžvalgos (2013). Ober-Haus Real Estate Advisors. Prieiga per internetą: <http://www.ober-haus.lt/naujienos/nekilnojamojo-turto-rinkos-tyrimai>.
129. Olsson M., Tag J. (2013). Do Leveraged Buyouts Lead to Unemployment for Workers? Evidence from Matched Employer-Employee Data. 39 p. Prieiga per internetą: [http://www.nhh.no/Files/Filer/institutter/for/seminars/2013\\_fall/231013.pdf](http://www.nhh.no/Files/Filer/institutter/for/seminars/2013_fall/231013.pdf).
130. OMX Vilnius indekso duomenys. Prieiga per internetą: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=charts&lang=lt>.
131. Oppold J. R. (2008). Changing Landscape of Hedge Fund Regulation: Current Concerns and a Principle-Based Approach. *10 U. Pa. J. Bus. & Emp. L.* 833. 46 p. Prieiga per internetą: <http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1312&context=jbl>.
132. Orion Asset Management valdomų fondų veiklos ataskaitos. Prieiga per internetą: <http://assetmanagement.orion.lt/>.
133. Over 80% of fund managers have yet to seek AIFMD authorisation as July compliance deadline looms (2014). BNY Mellon Survey. Prieiga per internetą: <http://news.bnymellon.com/2014-01-21-Over-80-of-fund->

- [managers-have-yet-to-see-AIFMD-authorisation-as-July-compliance-deadline-looms-according-to-new-BNY-Mellon-survey.](#)
134. Pasaulio bankas (The World Bank). BVP duomenys. Prieiga per internetą: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>.
  135. Phalippou L., Zollo M. (2005). *The Performance of Private Equity Funds*. 46 p. Prieiga per internetą: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0542.pdf>.
  136. Plakys M. (2010). Foreign and Local Investment Funds: Development and Concentration in Lithuania. *The 6th International Conference "Business and Management 2010": Selected papers*, Vol. 1, 469 – 475 p.
  137. Preqin Investor Network Global Alternatives Report 2013 (2013). Prieiga per internetą: [https://www.preqin.com/docs/reports/2013 PIN Global Alternatives Report.pdf](https://www.preqin.com/docs/reports/2013_PIN_Global_Alternatives_Report.pdf).
  138. Preqin privataus kapitalo fondų pritraukto kapitalo apžvalgos. Prieiga per internetą: <http://www.preqin.com>.
  139. Private Equity Fund Formation (2012). *Scott W. Naidech, Chadbourne & Parke LLP*. 20 p. Prieiga per internetą: <http://us.practicallaw.com/3-509-1324>.
  140. Ramanauskas T. (2005). Bankų kredito didėjimas makroekonominiu požiūriu. *Pinigų studijos*, Nr. 3, p. 78-97.
  141. Ramanauskas T. (2011). A Macroeconomic Model with the Financial Sector for the Case of the Lithuanian Economy. *Pinigų studijos*, Nr. 1, p. 5 – 30.
  142. Rankin B. (1999). The Impact of Hedge Funds on Financial Markets: Lessons from the Experience of Australia. *RBA Annual Conference Volume*. Chapter *Capital Flows and the International Financial System*, p. 151 – 163.
  143. Reza B., Sias R., Turtle H. J. (2013). Hedge Fund Crowds and Mispricing. 72 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1906932>.
  144. Registrų centras (2013). Būsto kainų pokyčiai. Prieiga per internetą: [http://www.registrucentras.lt/ntr/stat/busto\\_kainos.php](http://www.registrucentras.lt/ntr/stat/busto_kainos.php)
  145. *Rizikos kapitalo fondų skatinimo investuoti į smulkiojo ir vidutinio verslo subjektus galimybių analizė* (2006). Taikomojo mokslinio tyrimo darbo išvados ir pasiūlymai. Atliko „Kompetencijos gildija“, užsakovas LR Ūkio ministerija. Prieiga per internetą: [http://www.ukmin.lt/uploads/documents/imported/lt/svv/doc/RKFtyrimo\\_presentation.pps](http://www.ukmin.lt/uploads/documents/imported/lt/svv/doc/RKFtyrimo_presentation.pps).
  146. Roll R. (1984). A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 4, p. 1127-1139.
  147. Rouwenhorst K. G. (2004). The Origins of Mutual Funds. *Yale ICF Working Paper* No. 04-48. 33 p.
  148. Rutkauskaitė R. (2007a). Rizikos kapitalo fondus supančiojo Konstitucija. *Verslo žinios*, Nr. 211, p. 9.



149. Rutkauskaitė R. (2007b). Iniciatyvai formuoti rizikos kapitalo fondus pritariama. *Verslo žinios*, Nr. 40, p. 15.
150. Schulaka C. (2011). Special Report: 2011 Alternative Investments. *Journal of Financial Planning*. 3 p. Prieiga per internetą: [http://www.fpanet.org/docs/assets/4A726F42-1D09-67A1-7AE0CA9E420DAD2F/SS\\_Schulaka.pdf](http://www.fpanet.org/docs/assets/4A726F42-1D09-67A1-7AE0CA9E420DAD2F/SS_Schulaka.pdf).
151. Schultz P. (2000). Regulatory and Legal Pressures and the Costs of Nasdaq Trading. *The Review of Financial Studies*, Vol. 13, No. 4, p. 917-957.
152. Shadab H. B. (2009). Hedge Funds and the Financial Crisis. *Mercatus on Policy*, No. 24. *NYLS Legal Studies Research Paper* No. 09/10, 5 p.
153. Spangler T., Paisner B. L. (2005). *A Practitioner's Guide to Alternative Investments Funds*. London: City & Financial Publishing. 247 p.
154. Statistikos departamentas prie Lietuvos Respublikos Vyriausybės (2013). Oficialiosios statistikos portalas. Prieiga per internetą: <http://osp.stat.gov.lt/home>.
155. Steffen S., Marcel T. (2006). *Open End Real Estate Funds: Danger or Diamond?*. 36 p. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=893121>.
156. Stulz R. M. (2007). Hedge Funds: Past, Present and Future. *Fisher College of Business Working Paper Series*. 37 p.
157. Suarez J. L., Vassallo A. (2005). Indirect Investment in Real Estate: Listed Companies and Funds. *IESE Business School Working Paper No. 602*, 27 p.
158. SXI REAL ESTATE® FUNDS TR indekso duomenys. Prieiga per internetą: [http://www.six-swiss-exchange.com/indices/security\\_info\\_de.html?id=CH0009947406CHF9](http://www.six-swiss-exchange.com/indices/security_info_de.html?id=CH0009947406CHF9).
159. Terleckas V. (2000). Lietuvos bankininkystės istorija 1918 – 1941. Lietuvos bankas: Vilnius. 444 p.
160. Terleckas V. (2011). Bankininkystė Lietuvoje 1795 – 1915. Lietuvos bankas: Vilnius, 622 p.
161. The Balancing Act: How to Navigate The Evolving Challenges of The Prime Brokerage Industry (2013). *2012/2013 prime brokerage survey report*. *Ernst&Young*. 12 p. Prieiga per internetą: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY\\_Fresh\\_challenges\\_for\\_prime\\_brokerage\\_industry/\\$FILE/EY-Prime-brokerage-report.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Fresh_challenges_for_prime_brokerage_industry/$FILE/EY-Prime-brokerage-report.pdf).
162. The Barclay Group (2013). *Barclay Hedge Fund Index duomenys*. Prieiga per internetą: [http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/Hedge\\_Fund\\_Index.html](http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/Hedge_Fund_Index.html).
163. The Mainstreaming of Alternative Investments: Fueling the Next Wave of Growth in Asset Management (2012). McKinsey & Company. 40 p. Prieiga per internetą: [http://www.rmb.co.za/investments/library/McKinsey\\_%20The\\_Mainstreaming\\_of\\_Alternative\\_Investments\\_8\\_2012.pdf](http://www.rmb.co.za/investments/library/McKinsey_%20The_Mainstreaming_of_Alternative_Investments_8_2012.pdf).
164. Vaičiulis P. (2013). Overview of the Development of the Lithuanian Securities Market. *Socialinių mokslų studijos*, Nr. 5(2), p. 541 – 555.

165. Vaughan D. A. (2003). *Selected Definitions of „Hedge Fund“*. Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds. Prieiga per internetą: <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>.
166. *Venture Impact: The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S. Economy* (2007). Global Insight. 24 p. Prieiga per internetą: <http://www.contentfirst.com/past/Ventureimpact/VentureImpact2007FINAL.pdf>.
167. *Venture Impact: The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S. Economy* (2011). Global Insight. 16 p. Prieiga per internetą: <http://www.jumpstartinc.org/companies/dl/~media/JumpStartInc/Images/Results-Page/2011-NVCA-VentureImpactReport.ashx>.
168. Vertybinių popierių komisijos 2009 m. IV ketvirčio ataskaita. Prieiga per internetą: [http://www.lb.lt/2009\\_m\\_iv\\_ketv\\_apzvalga](http://www.lb.lt/2009_m_iv_ketv_apzvalga).
169. Wymmersch E. (2010). The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds. *Financial Law Institute Working Paper* No. 2010-06, 35 p.
170. Xu Y., Yiu C. Y. (2010). The Effects of Tax Reforms on REITs: an International Empirical Study. PRRES Annual Conference, 24 p. Prieiga per internetą: [http://www.bre.polyu.edu.hk/nius/pdf/TRE%20on%20REITs\\_revised.pdf](http://www.bre.polyu.edu.hk/nius/pdf/TRE%20on%20REITs_revised.pdf)
171. Žvirblis A., Rimkevičiūtė V. (2012). Lietuvos investicinių fondų rodiklių ir makroveiksmų vertinimas. *Socialinių mokslų studijos*, Nr. 4(1), p. 111 – 123.

## PRIEDAI

### 1 priedas. Koreliacijos vertinimo skalė

$ r  < 0,3$ labai silpna koreliacija
$0,3 \leq  r  < 0,5$ silpna koreliacija
$0,5 \leq  r  < 0,7$ vidutinė koreliacija
$0,7 \leq  r  < 0,9$ stipri koreliacija
$0,9 \leq  r  \leq 1$ labai stipri koreliacija

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Čekanavičius..., 2011

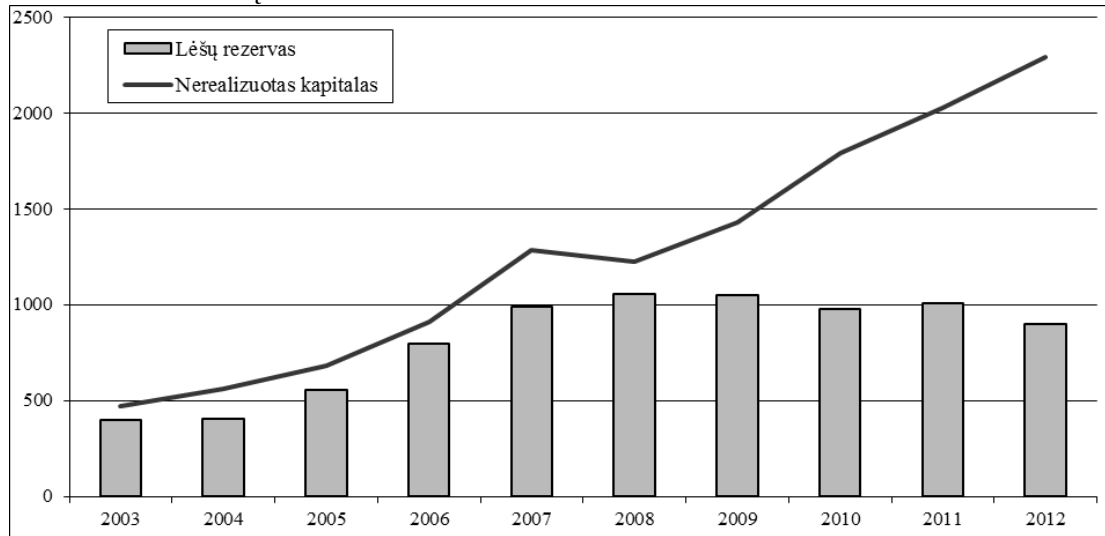
### 2 priedas. RDF charakteristikos

Charakteristika	Aprašymas
Gražos tikslas	Siekia teigiamos gražos esant bet kokioms rinkos sąlygoms, menkai atsižvelgiant į palyginamąjį indeksą. Dažniausiai valdytojai dalyvauja ir savo kapitalu, todėl kapitalo išsaugojimas yra labai svarbus.
Investavimo strategijos	Dalyvauja įvairiose rinkose, taip pat gali naudoti įvairiausias prekybos priemones, taip pat naudoti svertą, išvestines finansines priemones bei skolintų VP pardavimą (angl. <i>short-selling</i> ).
Valdytojų skatinimas	1-2 % valdymo mokestis ir 15-25 % sėkmės mokestis. Dažnai sėkmės mokestis mokamas remiantis kaupimo principu, t.y. tik tuomet, kai padengiami buvę praeities nuostoliai. Taip pat dažnai tik pasiekus tam tikrą augimo procentą valdytojai gali tikėtis paskatinimo.
Lėšų įdėjimas/išėmimas	Iš anksto numatomas lėšų įdėjimo/išėmimo laikas, dažniausiai kas ketvirtį ar kas mėnesį.
Juridinis adresas	Registruojami ofšoriniuose finansų centruose, kur mokami maži mokesčiai ir menkas reguliavimas, taip pat keletas kitų finansinių centrų.
Struktūra	Privati ūkinė bendrija ar ofšorinė investicijų korporacija. Gali būti naudojama struktūra, kai pagrindinis fondas sudaromas iš keleto mažesnių, kad investuotojas galėtų pasirinkti jam tinkantį fondą.
Valdytojai	Valdytojai gali būti registruoti finansų priežiūros tarnybų ir tuo pačiu jų veikla reguliuojama, tačiau gali būti ir neregistruoti.
Investuotojai	Instituciniai investuotojai bei turtingi individai. Aukštas minimalus investicijos lygis, nėra viešai prieinami.
Reguliavimas	Minimalus ar net nulinis reguliavimas, susijęs su registravimu ofšoriniuose centruose; nedidelis reguliavimo laipsnis ir tradiciniuose finansų centruose. Fondai atleisti nuo daugelio investuotojų apsaugos ir informacijos atskleidimo reikalavimų.
Informacijos atskleidimas	Savanoriškas informacijos atskleidimas ar menki reikalavimai tai daryti, lyginant su registruotais investicijų fondais.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Garbaravicius T., Dierick F., 2005



**3 priedas. PKF lėšų rezervo ir nerealizuoto kapitalo kitimas 2003–2012 m., mlrd. JAV dolerių**



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Global..., 2013b

**4 priedas. RDF skirstymas pagal naudojamas strategijas**

Grupė	Strategija	Aprašymas
Tiesioginiai	Draudimosi (Long/Short Equity Hedge)	Kapitalo rinkose prisiima ir ilgą, ir trumpą pozicijas, fokusuojasi į diversifikaciją ir draudimąsi tam tikrame sektoriuje, regione ar pagal kapitalizaciją. Valdytojai turi veiksmų laisvę keisti pozicijas nuo mažos ar vidutinės kapitalizacijos į didelės kapitalizacijos akcijas, nuo ilgųjų grynųjų pozicijų į trumpąsias grynąsias pozicijas. Jie taip pat gali prekiauti kapitalo ateities ir pasirinkimo sandoriais, su kapitalu susietais VP ar skolomis.
	Globali makro (Global Macro)	Koncentruojasi į VP ekstremalius kainų vertinimus, tuomet dažnai pritaikomas svertas jei tikimasi kainos judėjimo kapitalo, valiutos, palūkanų normų ar žaliavų rinkose. Valdytojai dažniausiai naudoja "top-down" požiūriu paremtas strategijas, kurios leidžia koncentruotis į politinių tendų ir globalių makroekonominių įvykių poveikį finansinių priemonių įvertinimui. Pelnas pasiekimas teisingai nuspėjant kainų judėjimus ir turint plačias galimybes pasirinkti investavimo priemones, t.y. gali turėti pozicijų praktiškai bet kurioje rinkoje bet kokios priemonės pavidalu.
	Besivystančios rinkos (Emerging Market)	Investuoja į valiutas, skolas finansines priemones, kapitalą ir kitus besivystančių šalių (matuojant pagal BVP/gyventojui dydį) rinkos investicinius produktus. Daugelyje tokių šalių nėra leidžiama naudoti skolintų VP pardavimu ar išvestinėmis finansinėmis priemonėmis, todėl šių fondų strategija dažnai būna paremta ilgalaikių pozicijų turėjimu.
Vedami įvykių	Rizikos arbitražo (Risk Arbitraže)	Stengiasi užfiksuoti kainų skirtumus įsigijimo ar susijungimo sandoriuose, į kuriuos įtrauktos viešos kompanijos, kai tik sandorio sąlygos yra paskelbiamos. Kainų skirtumas yra tarp sandorio kainos ir akcijos kainos, kuri tuo metu yra rinkoje. Įprasta, jog akcijos kaina rinkoje būna žemesnė nei sandoryje numatyta (įskaičiuota rizika, jog sandoris neįvyks). Valdytojas įsigyja perkamos įmonės akcijų ir pateikia jas pardavimui įvykus sandoriui. Jis taip pat atsidaro trumpą įsigyjančios ar prisijungiančios kompanijos akcijų poziciją, kad apsisaugotų nuo rinkos rizikos. Lieka pagrindinė rizika - sandorio rizika, tuo atveju, jei sandoris žlugtų.

Grupė	Strategija	Aprašymas
	Aukšto rizikingumo VP (Distressed/High Yield Securities)	Investuoja į bankrutuojančių ar turinčių problemų kompanijų skolą, kapitalą ar prekybos išpareigojimus. Tokių priemonių kaina yra su ženkliu nuolaida, lyginant su jų tikrąja verte, kadangi sunku įvertinti jų tikrąją vertę, nėra tinkamų tyrimų ar tradiciniai investuotojai nebegali laikyti tokių pozicijų. Ši strategija iš esmės yra ilgalaikė, tačiau valdytojai gali prisiimti visiškai ilgąją ar vien tik visiškai trumpąją poziciją, taip pat gali apdrausti savo ilgąją poziciją. Valdytojai stengiasi gauti pelno iš pagerėjusių įmonės veiklos rezultatų ar iš sėkmingos bankroto procedūros.
Neutralūs rinkai	Fiksuotų pajamų arbitražo (Fixed Income Arbitraže)	Stengiasi generuoti pelną atrasdami neefektyvumus ir kainos anomalijas tarp susijusių fiksuotų pajamų VP. Fondai apriboja svyravimus apsidrausdami nuo rinkos ir palūkanų normos rizikos. Naudojamos strategijos įtraukia naudojantis svertu sukurtas ilgąsias ir trumpąsias panašių fiksuotų pajamų VP, kurie yra susiję matematiškai ar ekonominiu požiūriu, pozicijas. Į šią kategoriją įeina palūkanų normų apsikeitimo sandorių arbitražą, VVP arbitražą, nekilnojamoju turtu garantuotą VP arbitražą (dažniausiai JAV ir nebiržiniai sandoriai), svyravimų rizika valdoma naudojantis pasirinkimo sandoriais.
	Konvertuojamų VP arbitražo (Convertible Arbitraže)	Siekia gauti pelną iš konvertuojamųjų VP įsigijimo ir po to einančio atitinkamos akcijos trumposios pozicijos formavimo, tuo atveju, kai pastebima kainos nustatymo klaida, vertimo į akcijas veiksnys. Valdytojai sudaro ilgąją poziciją iš konvertuojamų ir kitų hibridinių kapitalo VP, o tuomet apdraudžia ilgąsias VP pozicijas kapitalo komponentą sudarydami trumpąją akcijos, į kurią bus konvertuojamas VP poziciją. Esant įprastoms rinkos sąlygoms, tikimasi, kad sudaryta pozicija bus neįjautri su konvertuojamais VP susijusios akcijos kainos svyravimams.
	Neutrali rinkai (Equity Market Neutral)	Prisiima ilgąsias ir trumpąsias pozicijas, taip sumažindami portfelio sisteminę rinkos riziką. Fondas siekia išnaudoti investavimo galimybes, kurios yra unikalios tam tikrai akcijų grupei, tuo pačiu išlaikydamas neutralią rizikos požiūriu poziciją plačiajai akcijų grupei (grupė gali būti suprantama kaip sektorius, rinka, šalis ar regionas). Valdytojai dažnai naudojami svertu, norėdami padidinti grąžą.
Daugelio strategijų		Charakterizuojami savo sugebėjimu paskirstyti lėšas remiantis juntamomis galimybėmis tarp įvairių strategijų, kurias naudoja RDF. Diversifikuodami kapitalą, valdytojai siekia gauti nuolatinę teigiamą grąžą, nepaisant rinkos tendencijų. Diversifikacija sumažina portfelio riziką ir padeda suvienodinti pelnus, sumažinti svyravimus, sumažinti riziką, kuri atsiranda investuojant tik į vieną turto klasę ar naudojant vieną strategiją.

Šaltinis: parengta pagal [www.hedgeindex.com](http://www.hedgeindex.com) pateikiamą informaciją)

## 5 priedas. AIF, registruotų Lietuvoje, sąrašas

	Įsteigimo data	Steigėjas	Pavadinimas	Tipas	Investuotojai	Pastabos
<b>PKF</b>						
1	2008 IV ketv	Sindicatum Capital International	Sindicatum Private Equity Fund (vėliau Synergos Private Equity Fund)	Uždaro tipo	Profesionalieji	2012 I ketv uždarytas
2	2009 III ketv	SNORAS Asset Management (vėliau Finasta Asset Management)	SAM Opportunities Fund	Atviro tipo	Profesionalieji	2011 I ketv uždarytas
3	2009 IV ketv	Prudentis	Prudentis Step Capital Private Equity Fund	Uždaro tipo	Profesionalieji	2010 IV ketv uždarytas

	<b>Isteigimo data</b>	<b>Steigējas</b>	<b>Pavadinimas</b>	<b>Tipas</b>	<b>Investuotojai</b>	<b>Pastabos</b>
4	2011 II ketv	Finasta Asset Management	Finasta PE Feeder Fund I	Uždaro tipo	Profesionalieji	2012 II ketv uždarytas
5	2012 III ketv	Lords LB Asset Management	Lords LB Private Equity Fund I	Uždaro tipo	Profesionalieji	
6	2012 III ketv	Lords LB Asset Management	Lords LB Private Equity Fund II	Uždaro tipo	Profesionalieji	

### RDF

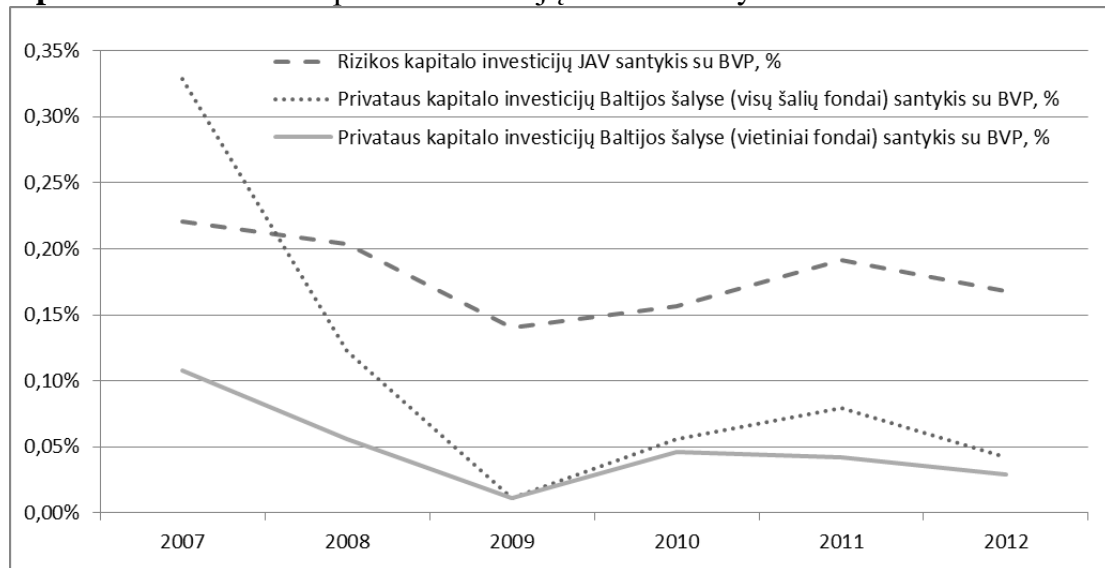
1	2009 III ketv	SNORAS Asset Management (vēliau Finasta Asset Management)	SAM Renewable energy fund	Atviro tipo	Profesionalieji	2011 I ketv uždarytas
2	2010 I ketv	Synergos Capital International (vēliau Investiciju portfelio valdymas)	Synergos Forex fund (Rigel Forex Fund)	Uždaro tipo	Profesionalieji	2011 I ketv uždarytas
3	2010 II ketv	Synergos Capital International (dabar Orion Asset Management)	Axia Value Fund	Uždaro tipo	Profesionalieji	
4	2011 I ketv	Prudentis	Prudentis United Alternative Fund	Atviro tipo	Profesionalieji	
5	2011 II ketv	Finasta Asset Management	Finasta Delta	Atviro tipo	Profesionalieji	
6	2012 I ketv	Orion Asset Management	Orion Portfolio Fund subfondas Orion Absolute Return Portfolio	Atviro tipo	Profesionalieji	
7	2012 II ketv	Finasta Asset Management	Finasta Sigma	Atviro tipo	Profesionalieji	2013 II ketv uždarytas
8	2012 IV ketv	Orion Asset Management	Algorithmic Trading Portfolio	Atviro tipo	Profesionalieji	

### NTF

1	2008 III ketv	Sindicatum Capital International	Sindicatum Growth Fund	Uždaro tipo	Profesionalieji	2009 I ketv uždarytas
2	2009 II ketv	Lords LB Asset Management	Lords LB Baltic Fund I	Uždaro tipo	Profesionalieji	
3	2010 III ketv	Lords LB Asset Management	Lords LB Opportunity Fund I	Uždaro tipo	Profesionalieji	
4	2011 II ketv	Lords LB Asset Management	Lords LB Opportunity Fund II	Uždaro tipo	Profesionalieji	
5	2011 III ketv	Lords LB Asset Management	Lords LB Baltic Fund II	Uždaro tipo	Profesionalieji	
6	2011 IV ketv	Orion Asset Management	Orion Agroland Value Fund I	Uždaro tipo	Profesionalieji	
7	2011 IV ketv	Finasta Asset Management	My Residence	Uždaro tipo	Profesionalieji	
8	2012 II ketv	Lords LB Asset Management	Lords AB Baltic Fund III	Uždaro tipo	Profesionalieji	

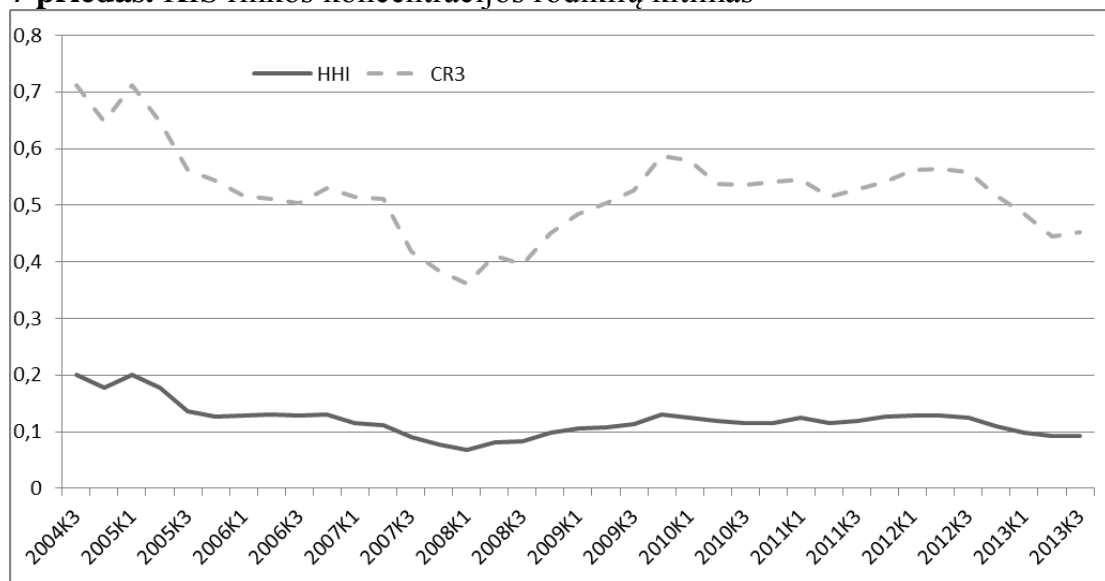
Šaltinis: sudaryta autoriaus

## 6 priedas. Privataus kapitalo investicijų ir BVP santykis



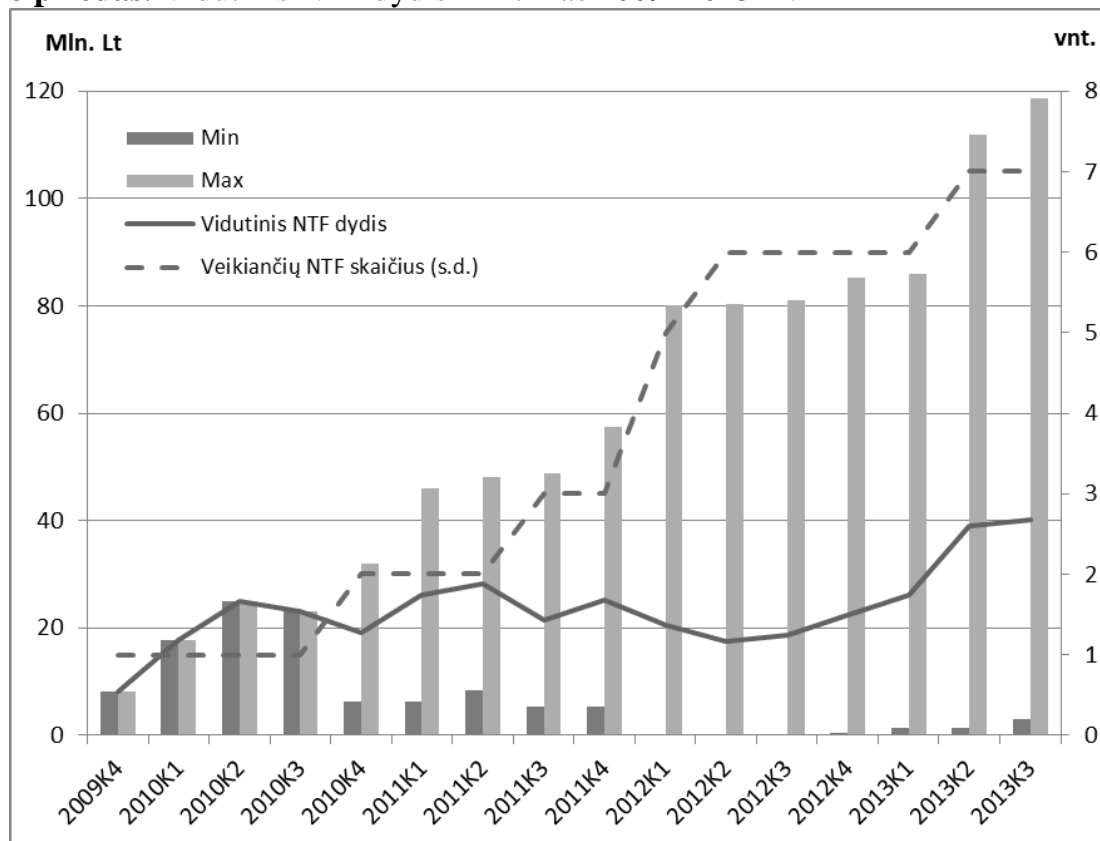
Šaltinis: sudaryta autoriaus, EVCA, NVCA, Pasaulio banko duomenys

## 7 priedas. KIS rinkos koncentracijos rodiklių kitimas



Šaltinis: sudaryta autoriaus

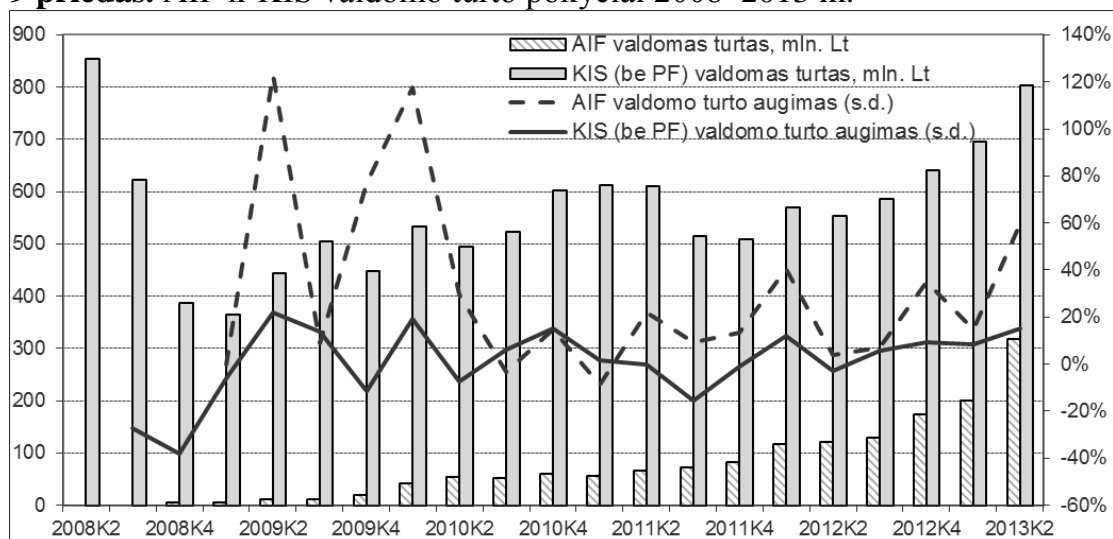
## 8 priedas. Vidutinis NTF dydis ir kitimas 2009–2013 m.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

Vidutinis NTF dydis kito sparčiau ir didesne amplitude nei stebimas vidutinis fondo dydis visoje veikiančių AIF imtyje. Vidutinis NTF dydis nuo 2010 m. pradžioje buvusio 17,6 mln. Lt dydžio išaugo iki vidutinio 40,2 mln. Lt fondo dydžio, tai ir nulėmė bendrą vidutinio AIF dydžio augimą 2013 m.

## 9 priedas. AIF ir KIS valdomo turto pokyčiai 2008–2013 m.



Šaltinis: Lietuvos..., 2013a, autoriaus skaičiavimai

**10 priedas.** Estijos ir Lietuvos AIF ir kitų KIS rinkos duomenys

Laiko- tarpis	Lietuvos AIF valdomas turtas, mln. Lt	Lietuvos KIS valdomas turtas (be PF), mln. Lt	% nuo viso turto	Lietuvos KIS valdomas turtas (su PF), mln. Lt	% nuo viso turto	Estijos AIF valdomas turtas, mln Lt	<i>iš jų</i>		Estijos KIS valdomas turtas (be PF), mln Lt	% nuo viso turto	Estijos KIS valdomas turtas (su PF), mln Lt	% nuo viso turto
							PKF	NTF				
							2008Q2	0,00				
2008Q4	4,40	386,70	1,1%	2698,15	0,2%	463,41	308,94	154,47	562,41	82,4%	4678,20	9,9%
2009Q2	9,82	444,10	2,2%	3326,24	0,3%	375,14	220,67	154,47	543,24	69,1%	5053,34	7,4%
2009Q4	18,92	447,00	4,2%	3788,90	0,5%	331,01	154,47	176,54	568,80	58,2%	5494,68	6,0%
2010Q2	53,33	494,10	10,8%	4086,55	1,3%	283,13	120,85	162,28	599,50	47,2%	5781,55	4,9%
2010Q4	59,32	602,00	9,9%	4557,23	1,3%	276,22	86,32	189,90	622,00	44,4%	6156,69	4,5%
2011Q2	65,97	610,12	10,8%	4710,41	1,4%	314,20	86,32	227,88	591,00	53,2%	6215,04	5,1%
2011Q4	81,93	509,75	16,1%	4684,37	1,7%	314,20	62,15	252,05	461,00	68,2%	5800,70	5,4%
2012Q2	119,46	553,52	21,6%	5083,10	2,4%	321,11	20,72	300,39	465,00	69,1%	6353,15	5,1%
2012Q4	173,06	641,38	27,0%	5557,90	3,1%	435,05	75,96	359,09	513,00	84,8%	7216,35	6,0%

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Lietuvos..., 2013a, Estonian..., 2013

## 11 priedas. KISĮ pakeitimai ir jų turinys

Eil. Nr.	Įstatymo data ir numeris	Pakeitimo turinys	Pastabos
1	2003 m. liepos 4 d. Nr. IX-1709	-	Pirminė įstatymo versija
2	2007 m. spalio 25 d. Nr. X-1303	Įteisinti alternatyvaus investavimo fondai	Įsigaliojo nuo 2008-03-01
3	2008 m. birželio 19 d. Nr. X-1630	Papildyti finansinių, investicinių, išvestinių finansinių, pinigų rinkos priemonių apibrėžimai, pakeistas straipsnis apie indekso investicinius fondus.	AIF reguliavimui pakeitimai reikšmingos įtakos neturi
4	2009 m. kovo 19 d. Nr. XI-204	Pakeisti apibrėžimai, straipsnio apie valdymo įmonės akcijų įsigijimą ir perleidimą nuostatos, taip pat NTF atžvilgiu įtrauktas dar vienas KISĮ punktas (Draudimas įgyti esminį poveikį emitentui), kuriuo NTF neprivalo vadovautis.	Įsigaliojo 2009-04-04 NTF įgyvendinus pakeitimus galės turėti didesnę įtaką emitentui
5	2010 m. birželio 3 d. Nr. XI-873	Pakeisti apibrėžimai, kiti straipsniai, tiesiogiai nesusiję su AIF. Papildyta NTF veiklą reguliuojanti KISĮ 75 straipsnio 2 dalis.	Pakeitimais užtikrinami aiškesni NTF investicijų diversifikavimo principai
6	2011 m. lapkričio 17 d. Nr. XI-1674	Daugiausia papildyta su AIF nesusijusiais straipsniais, reguliuojančiais suderintuosius KIS	Nauja įstatymo redakcija. Įsigaliojo nuo 2012-01-01
7	2012 m. birželio 26 d. Nr. XI-2122	Apibrėžtas minimalus KIS grynųjų aktyvų dydis; Išplėstas NTF diversifikavimo reikalavimų sąrašas; Pakeisti galimo naudoti sverto ir skolinimo dydžiai; Papildyta kitais tiesiogiai su AIF nesusijusiais straipsniais, reguliuojančiais suderintuosius KIS	Nauja įstatymo redakcija. Įsigaliojo nuo 2012-07-01

Eil. Nr.	Įstatymo data ir numeris	Pakeitimo turinys	Pastabos
8	2013 m. birželio 18 d. Nr. XII-375	Pakeista įstatymo taikymo sritis - taikoma tik suderintiems ir specialiesiems neprofesionaliems investuotojams skirtiems KIS, jei jie nesiūlomi viešai; Įvesta informuotojo investuotojo sąvoka; KISĮ nebereguliuoja RDF Panaikinti straipsniai, kalbantys apie profesionaliuosius investuotojus ir su tokiems investuotojams skirtų specialiųjų KIS mažesnius veiklos apribojimus	Nauja įstatymo redakcija. Įsigaliojo nuo 2013-07-01

Šaltinis: sudaryta autoriaus



**12 priedas.** RDF, akcijų ir obligacijų indeksų pelningumų porinė koreliacija 2000–2007 ir 2008–2012 m.

2000 - 2007		RDF indeksai		RDF strategija									Akcijų rinkos indeksai		VVP indeksas
		Barclay HF Index	Credit Suisse HF Index	Konvertuojamų VP arbitražo	Trumpųjų pozicijų	Besivystančios rinkos	Neutrali rinkai	Įvykių vedami	Globali makro	Draudimosi	Ateities sandorių	Daugelio strategijų	S&P 500	FTSE 100	Vanguard Total Bond Market Index Inv
RDF indeksai	Barclay HF Index	1													
	Credit Suisse HF Index	0,85	1												
RDF strategija	Konvertuojamų VP arbitražo	0,40	0,27	1											
	Trumpųjų pozicijų	-0,78	-0,60	-0,29	1										
	Besivystančios rinkos	0,83	0,77	0,08	-0,66	1									
	Neutrali rinkai	0,29	0,14	0,39	-0,19	0,24	1								
	Įvykių vedami	0,77	0,74	0,45	-0,60	0,63	0,13	1							
	Globali makro	0,39	0,65	0,07	-0,16	0,49	0,09	0,34	1						
	Draudimosi	0,84	0,97	0,19	-0,62	0,74	0,10	0,64	0,50	1					
	Ateities sandorių	0,09	0,29	0,10	-0,06	0,09	0,07	0,10	0,44	0,19	1				
	Daugelio strategijų	0,71	0,63	0,60	-0,52	0,50	0,38	0,73	0,25	0,57	0,24	1			
Akcijų rinkos indeksai	S&P500	0,03	0,08	-0,06	-0,07	0,08	-0,19	-0,04	0,04	0,14	-0,15	0,00	1		
	FTSE 100	-0,02	-0,01	-0,06	-0,04	0,01	-0,25	-0,02	-0,07	0,05	-0,20	-0,02	0,86	1	
VVP indeksas	Vanguard Total Bond Market Index Inv	-0,05	0,02	0,00	0,10	-0,10	-0,02	-0,05	0,12	0,00	0,10	-0,13	-0,25	-0,29	1

2008 - 2012		RDF indeksai		RDF strategija									Akcijų rinkos indeksai		VVP indeksas
		Barclay HF Index	Credit Suisse HF Index	Konvertuojamų VP arbitražo	Trumpųjų pozicijų	Besivystančios rinkos	Neutrali rinkai	Įvykių vedami	Globali makro	Draudimosi	Ateities sandorių	Daugelio strategijų	S&P 500	FTSE 100	Vanguard Total Bond Market Index Inv
RDF indeksai	Barclay HF Index	1													
	Credit Suisse HF Index	0,95	1												
RDF strategija	Konvertuojamų VP arbitražo	0,81	0,84	1											
	Trumpųjų pozicijų	-0,72	-0,58	-0,37	1										
	Besivystančios rinkos	0,95	0,92	0,82	-0,62	1									
	Neutrali rinkai	0,33	0,43	0,20	-0,25	0,25	1								
	Įvykių vedami	0,92	0,93	0,76	-0,65	0,85	0,36	1							
	Globali makro	0,50	0,66	0,62	-0,05	0,59	0,03	0,47	1						
	Draudimosi	0,97	0,92	0,73	-0,72	0,91	0,26	0,91	0,51	1					
	Ateities sandorių	-0,02	0,15	-0,10	0,15	0,00	-0,08	0,05	0,49	0,07	1				
	Daugelio strategijų	0,90	0,95	0,91	-0,50	0,88	0,43	0,88	0,58	0,85	-0,06	1			
	Akcijų rinkos indeksai	S&P500	0,28	0,25	0,34	-0,01	0,25	-0,04	0,21	0,17	0,23	-0,06	0,29	1	
FTSE 100		0,11	0,07	0,18	0,06	0,10	-0,11	0,06	0,06	0,08	-0,11	0,12	0,89	1	
VVP indeksas	Vanguard Total Bond Market Index Inv	-0,15	-0,19	-0,05	0,30	-0,10	-0,38	-0,18	-0,06	-0,12	0,02	-0,15	0,09	0,12	1

Šaltinis: autoriaus skaičiavimai, Yahoo, CreditSuisse, Barclay Group duomenys

### 13 priedas. Koreliacijos skaičiavimas

Skaičiavimams buvo naudojami duomenys nuo 1997 metų sausio mėnesio iki 2012 metų gruodžio (imtina), iš viso 192 stebėjimai. Duomenys apdoroti su MS Office skaičiuokle „Excel“. Iš dieninių indekso S&P 500 reikšmių buvo apskaičiuoti standartiniai nuokrypiai kiekvienam mėnesiui, tuomet jie palyginti su Barclay Hedge Fund Index mėnesiniais gražos duomenimis (toks periodiškumas pasirinktas, kadangi RDF indekso duomenys pateikiami tik už mėnesį, dieniniai ar savaitiniai pokyčiai neskaičiuojami). Apskaičiavus gautas  $R^2$  lygus 0,1395, o koreliacijos koeficiento  $r$  reikšmė lygi -0,3736.  $R^2$  dar vadinamas determinacijos koeficientu, jis, kaip regresinės analizės rodiklis, rodo bendrą visos  $Y$  reikšmių (RDF gražos rodiklių) variacijos dalį, kurią paaiškina regresinis modelis. Gauta regresijos lygtis  $Y = -0,0007X + 0,023$  paaiškina tik 13,95 % RDF gražos variacijos. Verta patikrinti, ar sudaryta regresinė lygtis yra korektiška ir statistiškai reikšminga, tik tokiu atveju galima daryti tam tikras išvadas remiantis ja. Tikrindami modelio korektiškumą, remsimės  $F$  testu. Šis testas rodo modelio kvadratų sumos vidurkio santykį su likučio kvadratų sumos santykiu. Šiuos dydžius padaliję, gausime  $F$  reikšmę, o gautąją  $F$  reikšmę palyginę su kritine  $F$  reikšme, kuri apskaičiuota esant tam tikram reikšmingumo lygmeniui  $\alpha$  ir laisvės laipsnių skaičiui, galėsime su tam tikra tikimybe teigti apie modelio korektiškumą.

Skaičiavimus šiuo atveju ir toliau atliksime naudodami reikšmingumo lygmenį, kuris bus lygus 0,05 arba kitaip sakant su 95% tikimybe. Pagal surinktus duomenis apskaičiuotas  $F$  kriterijus yra lygus 30,8128, o lentelinė  $F$  kriterijaus reikšmė, kitaip sakant kritinė reikšmė, kai  $\alpha = 0,05$ , laisvės laipsniai atitinkamai lygūs 1 ir 190 ( $n-2$ ), lygi  $F_{kr}^{\alpha} = 6,770156$ . Taigi, matome, kad  $F_{aprk} > F_{kr}^{\alpha}$  ir todėl su 95% tikimybe galime teigti, jog mūsų pasirinktas modelis, aprašantis RDF gražos priklausomybę nuo S&P 500 indekso svyravimų yra korektiškas. Korektiškumas reiškia, kad modelio dalis yra reikšminga lyginant su likučio dalimi, kuris atsiranda dėl neviseškai tikslaus duomenų įvertinimo, duomenų trūkumo ir pan.

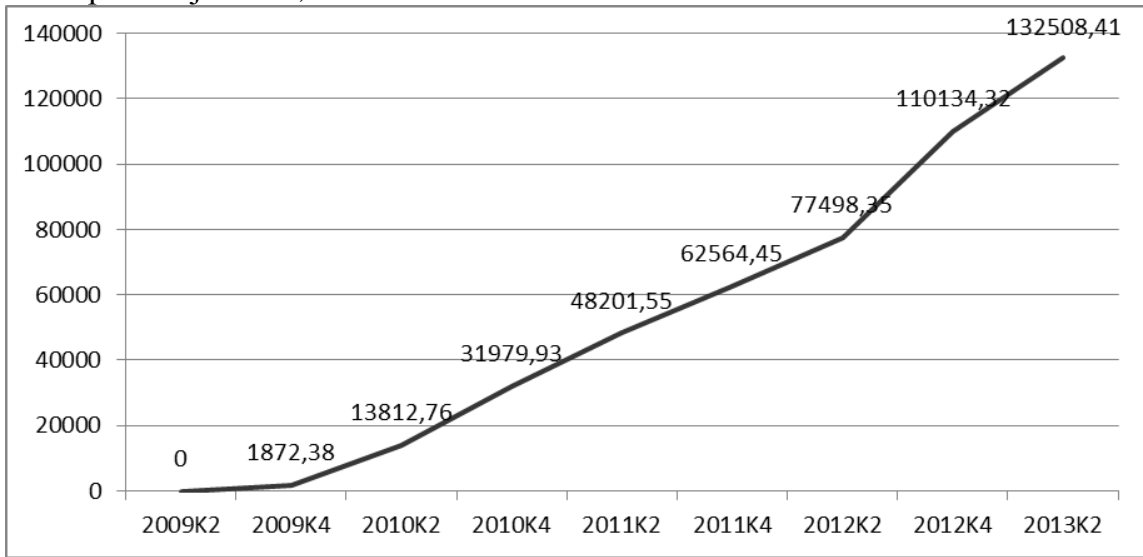
### 14 priedas. RDF strategijų porinė koreliacija

2007 - 2008		RDF strategijos									
		Konvertuojamų VP arbitražo	Trumpųjų pozicijų	Besivystančios rinkos	Neutrali rinkai	Įvykių vedami	Fiksuotų pajamų arbitražo	Globali makro	Draudimosi	Ateities sandorių	Daugelio strategijų
RDF strategijos	Konvertuojamų VP arbitražo	1									
	Trumpųjų pozicijų	-0,275	1								
	Besivystančios rinkos	0,895	-0,346	1							
	Neutrali rinkai	0,101	-0,112	0,135	1						
	Įvykių vedami	0,848	-0,326	0,868	0,324	1					
	Fiksuotų pajamų arbitražo	0,916	-0,422	0,848	0,310	0,757	1				
	Globali makro	0,799	-0,027	0,793	-0,016	0,678	0,661	1			
	Draudimosi	0,862	-0,413	0,917	0,141	0,913	0,760	0,724	1		
	Ateities sandorių	-0,038	0,081	0,025	-0,119	0,088	-0,158	0,393	0,145	1	
	Daugelio strategijų	0,906	-0,291	0,892	0,378	0,966	0,847	0,717	0,910	0,045	1

2000 - 2007		RDF strategijos									
		Konvertuojamų VP arbitražo	Trumpųjų pozicijų	Besivystančios rinkos	Neutrali rinkai	Įvykių vedami	Fiksuotų pajamų arbitražo	Globali makro	Draudimosi	Ateities sandorių	Daugelio strategijų
RDF strategijos	Konvertuojamų VP arbitražo	1									
	Trumpųjų pozicijų	-0,291	1								
	Besivystančios rinkos	0,082	-0,656	1							
	Neutrali rinkai	0,391	-0,193	0,238	1						
	Įvykių vedami	0,447	-0,596	0,631	0,131	1					
	Fiksuotų pajamų arbitražo	0,293	-0,138	0,089	0,314	0,277	1				
	Globali makro	0,069	-0,158	0,492	0,090	0,342	0,309	1			
	Draudimosi	0,190	-0,623	0,740	0,099	0,644	0,161	0,505	1		
	Ateities sandorių	0,098	-0,059	0,088	0,072	0,103	0,273	0,438	0,186	1	
	Daugelio strategijų	0,599	-0,519	0,499	0,381	0,733	0,322	0,245	0,569	0,241	1

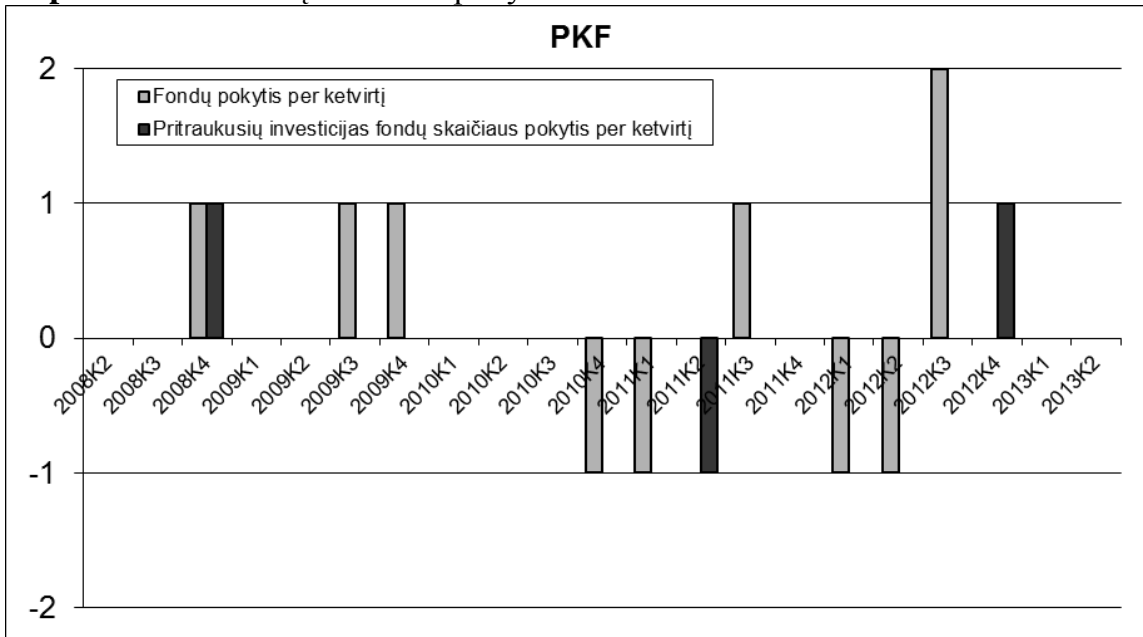
Šaltinis: autoriaus skaičiavimai, Barclay Group duomenys

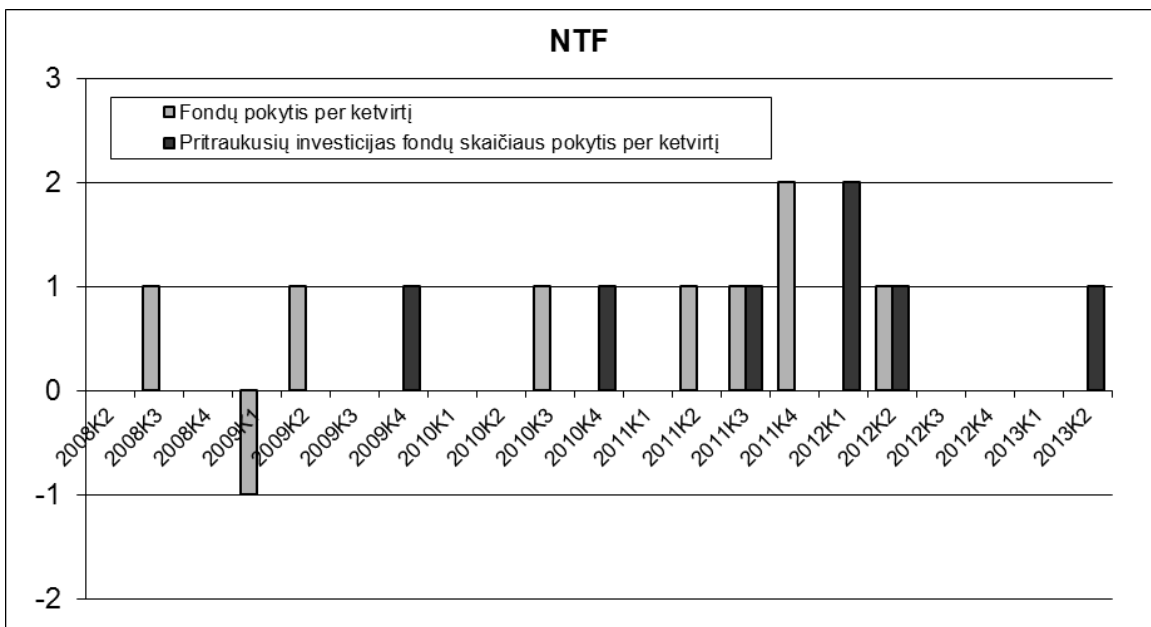
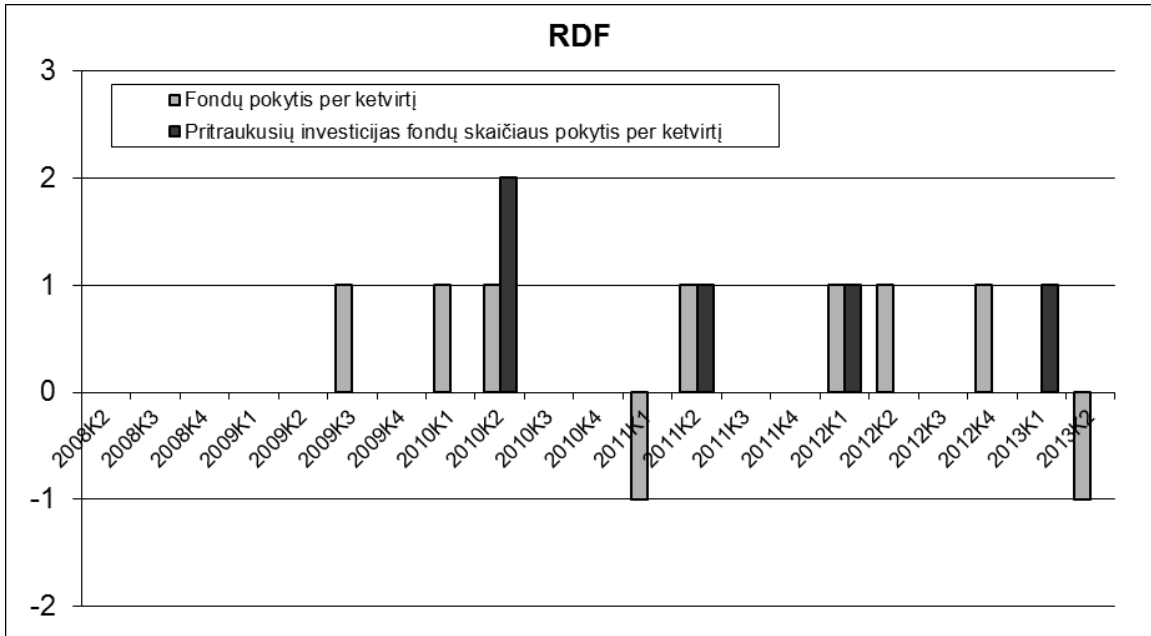
**15 priedas.** Lietuvoje registruotų AIF komisinių sąnaudų 2009–2013 m., nekaupiamuoju būdu, litais



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

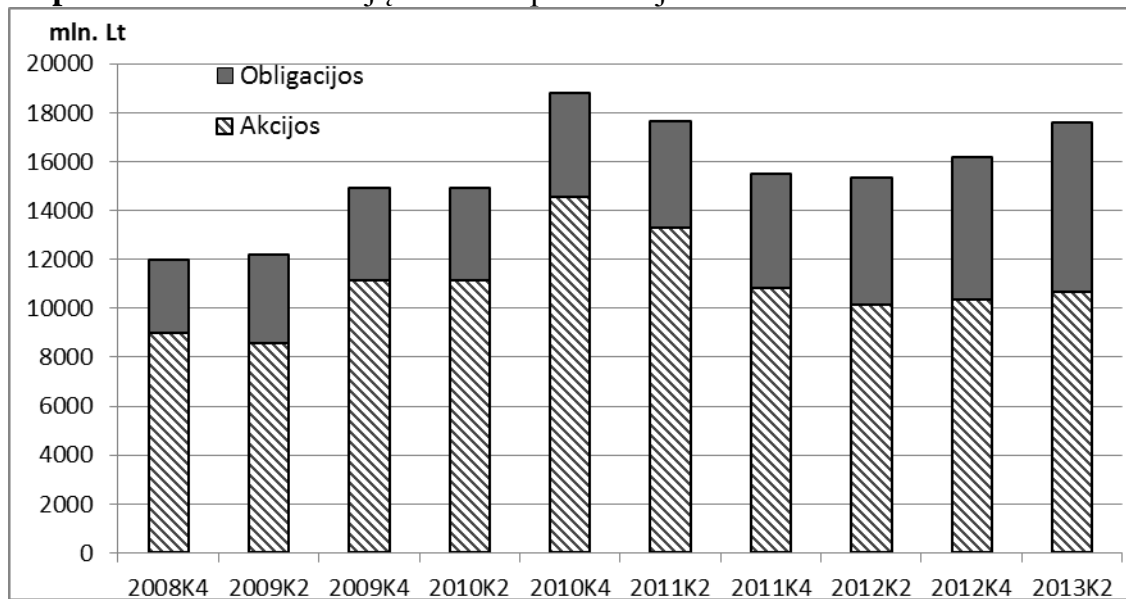
**16 priedas.** AIF rūšių skaičiaus pokyčiai 2008–2013 m.





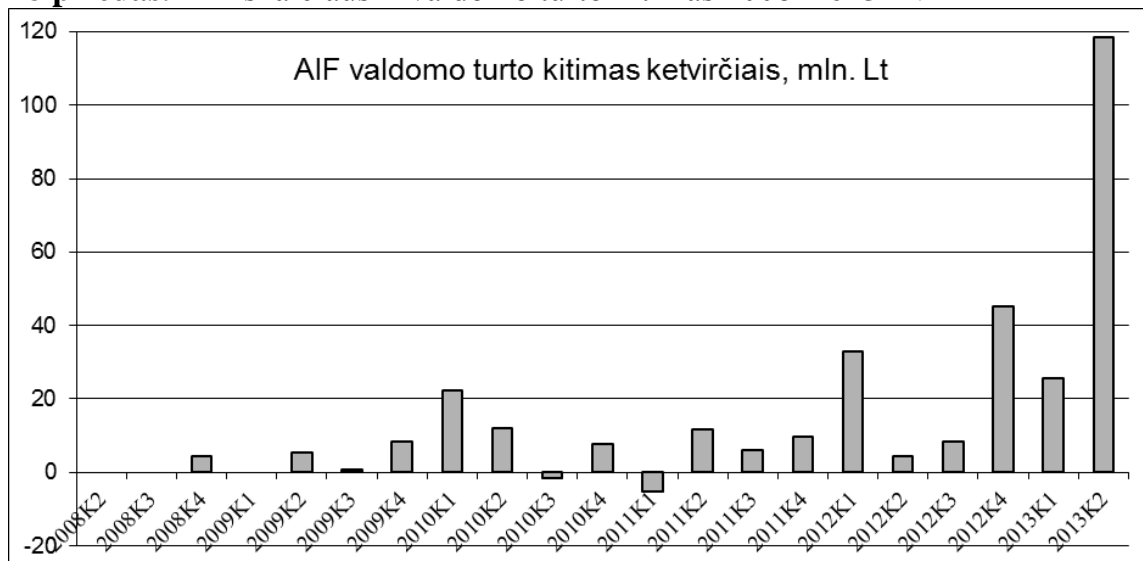
Šaltinis: Lietuvos..., 2013a, autoriaus skaičiavimai

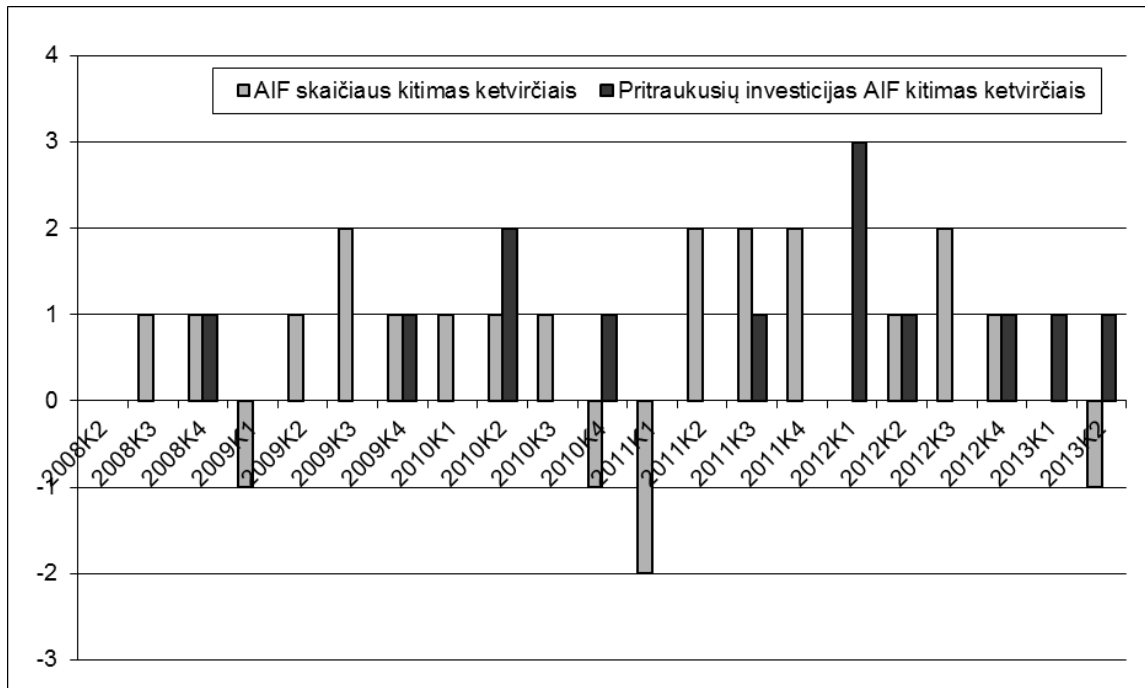
**17 priedas.** Lietuvos akcijų rinkos kapitalizacijos struktūra



Šaltinis: autoriaus skaičiavimai, Nasdaq..., 2013

**18 priedas.** AIF skaičiaus ir valdomo turto kitimas 2008–2013 m.





Šaltinis: Lietuvos..., 2013a, autoriaus skaičiavimai

### 19 priedas. AIF turimi grynieji pinigai ir indėliai

	RDF			PKF	
	Orion Axia Value Fund	Orion Algorithmic Trading Portfolio	Orion Absolute Return Portfolio	Lords LB Private Equity Fund I	Lords LB Private Equity Fund II
2008K4					
2009K1					
2009K2					
2009K3					
2009K4					
2010K1					
2010K2					
2010K3					
2010K4	350.945,00				
2011K1					
2011K2	410.823,00				
2011K3					
2011K4	74.926,00				
2012K1					
2012K2	13.549,00		2.173.205,00		
2012K3					
2012K4	22.919,00		279.133,00	393.981,17	
2013K1				279.200,28	
2013K2	83.422,00	3.413.967,00	56.346,00	124.296,61	



## NTF

	Lords LB Baltic Fund I	Lords LB Baltic Fund II	Lords LB Baltic Fund III	Lords LB Opportunity Fund I	Lords LB Opportunity Fund II	Orion Agroland Value Fund I
2008K4						
2009K1						
2009K2						
2009K3						
2009K4	930.964,03					
2010K1	5.568.535,73					
2010K2	17.188,60					
2010K3	40.646,80			0,00		
2010K4	356.665,99			21.227,61		
2011K1	12.274,47			1.027,87		
2011K2	342.678,73			30.523,89		
2011K3	1.045.995,33	26.614,51		103.023,90		
2011K4	502.279,17	911,27		6.889,14		0,00
2012K1	2.242.770,82	2.043,89		346.543,83	91.507,18	
2012K2	6.836,15	128.798,35		101.833,03	67.207,93	3.107.626,00
2012K3	12.450,39	173.860,87		53.972,55	6.094,11	
2012K4	4.740,82	224.374,10		275.017,80	180.424,08	2.188,00
2013K1	9.663,66	3.842.438,56		2.618.697,20	1.009.954,95	
2013K2	4.451.145,41	2.868.145,77	3.501.188,39	1.165.624,23	722.997,31	0,00

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

**20 priedas. AIF grynujų pinigų ir indėlių santykis su GA**

	RDF					PKF				
	Grynujų pinigų ir indėlių suma	GA	Grynujų pinigų ir indėlių santykis su GA	Visų nagrinėjamų AIF GA	Grynujų pinigų ir indėlių santykis su visų įtrauktų AIF GA	Grynujų pinigų ir indėlių suma	GA	Grynujų pinigų ir indėlių santykis su GA	Visų nagrinėjamų AIF GA	Grynujų pinigų ir indėlių santykis su visų įtrauktų AIF GA
2008K4										
2009K1										
2009K2										
2009K3										
2009K4	0,00	0,00		8061674,59	0,0%				8061674,59	
2010K1									17438823,13	
2010K2	0,00	1243868,00	0,0%	25919512,27	0,0%				25919512,27	
2010K3									24881132,64	
2010K4	350945,00	1754805,00	20,0%	38702803,38	0,9%				38702803,38	
2011K1									51513895,75	
2011K2	410823,00	1731798,00	23,7%	57219158,42	0,7%				57219158,42	
2011K3									63060905,93	
2011K4	74926,00	1249931,00	6,0%	75054118,85	0,1%				75054118,85	
2012K1									96806308,51	
2012K2	2186754,00	4334506,00	50,4%	105158637,1	2,1%				105158637,1	
2012K3									99810552,63	
2012K4	302052,00	5072560,00	6,0%	137062155,6	0,2%					
2013K1										
2013K2	3553735,00	11977030,00	29,7%	256055906,9	1,4%					
						393981,17	22082831,43	1,8%	137062155,6	0,3%
						279200,28	22307745,42	1,3%	133533708,2	0,2%
						124296,61	22535676,58	0,6%	256055906,9	0,0%

NTF					
	Grynųjų pinigų ir indėlių suma	GA	Grynųjų pinigų ir indėlių santykis su GA	Visų nagrinėjamų AIF GA	Grynųjų pinigų ir indėlių santykis su visų įtrauktų AIF GA
2008K4					
2009K1					
2009K2					
2009K3					
2009K4	930964,03	8061674,59	11,5%	8061674,59	11,5%
2010K1	5568535,73	17438823,13	31,9%	17438823,13	31,9%
2010K2	17188,6	24675644,27	0,1%	25919512,27	0,1%
2010K3	40646,8	24881132,64	0,2%	24881132,64	0,2%
2010K4	377893,6	36947998,38	1,0%	38702803,38	1,0%
2011K1	13302,34	51513895,75	0,0%	51513895,75	0,0%
2011K2	373202,62	55487360,42	0,7%	57219158,42	0,7%
2011K3	1175633,74	63060905,93	1,9%	63060905,93	1,9%
2011K4	510079,58	73804187,85	0,7%	75054118,85	0,7%
2012K1	2682865,72	96806308,51	2,8%	96806308,51	2,8%
2012K2	3412301,46	100824131,10	3,4%	105158637,1	3,2%
2012K3	246377,92	99810552,63	0,2%	99810552,63	0,2%
2012K4	686744,8	109906764,15	0,6%	137062155,6	0,5%
2013K1	7480754,37	111225962,74	6,7%	133533708,2	5,6%
2013K2	12709101,11	221543200,35	5,7%	256055906,9	5,0%

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis fondų ataskaitomis

**21 priedas. Lietuvos finansų sektoriaus struktūra**

		Bankai	Kredito unijos	Centrinė kredito unija	Lizingo bendrovės	Draudimo rinka	Kapitalo rinkos dalyviai	iš jų					Pensijų fondai	Finansų sistema
								Finansų maklerio įmonės	Valdymo įmonės	KIS (be AIF)	Užsienio KIS	AIF		
2007	Turtas, mln. Lt	80 990	655	142	10 857	3 419	2 696	141	83	1 261	1 211	-	1 791	100548,8
	Santykinė turto dalis	80,5%	0,7%	0,1%	10,8%	3,4%	2,7%	0,1%	0,1%	1,3%	1,2%	-	1,8%	100,0%
	Turto pokytis, proc.	37,5	41,9	29,1	45,1	27,5	63,6	-10,0	54,2	51,6	97,1	-	82,9	39,1
	Absoliuti pokyčio dalis	30,6	0,3	0,0	4,7	1,0	1,4	0,0	0,0	0,6	0,8	-	1,1	39,1
2008	Turtas, mln. Lt	89 749	795	137	11 337	3 400	993	54	83	382	470	4	2 311	108722,6
	Santykinė turto dalis	82,5%	0,7%	0,1%	10,4%	3,1%	0,9%	0,0%	0,1%	0,4%	0,4%	0,0%	2,1%	100,0%
	Turto pokytis, proc.	10,8	21,3	-3,0	4,4	-0,6	-63,1	-61,6	0,0	-69,7	-61,2	-	29,1	8,1
	Absoliuti pokyčio dalis	8,7	0,1	0,0	0,5	0,0	-1,7	-0,1	0,0	-0,9	-0,7	-	0,5	8,1
2009	Turtas, mln. Lt	84 240	933	205	8 437	3 340	1 423	41	77	428	858	19	3 342	101919,2
	Santykinė turto dalis	82,7%	0,9%	0,2%	8,3%	3,3%	1,4%	0,0%	0,1%	0,4%	0,8%	0,0%	3,3%	100,0%
	Turto pokytis, proc.	-6,1	17,4	49,4	-25,6	-1,8	43,3	-23,8	-6,2	12,0	82,5	330	44,6	-6,3
	Absoliuti pokyčio dalis	-5,1	0,1	0,1	-2,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,9	-6,3
2010	Turtas, mln. Lt	81 707	1 277	310	6 584	2 783	1 994	40	83	543	1 269	59	3 955	98610,7
	Santykinė turto dalis	82,9%	1,3%	0,3%	6,7%	2,8%	2,0%	0,0%	0,1%	0,6%	1,3%	0,1%	4,0%	100,0%
	Turto pokytis, proc.	-3,0	36,9	51,3	-22,0	-16,7	40,1	-3,4	6,8	26,8	48,0	214	18,4	-3,3
	Absoliuti pokyčio dalis	-2,5	0,3	0,1	-1,8	-0,5	0,6	0,0	0,0	0,1	0,4	0,0	0,6	-3,2

		Bankai	Kredito unijos	Centrinė kredito unija	Lizingo bendrovės	Draudimo rinka	Kapitalo rinkos dalyviai	iš jų					Pensijų fondai	Finansų sistema
								Finansų maklerio įmonės	Valdymo įmonės	KIS (be AIF)	Užsienio KIS	AIF		
2011	Turtas, mln. Lt	78 971	1 629	355	6 035	2 819	1 621	29	76	430	1 005	82	4 175	95604,1
	Santykinė turto dalis	82,6%	1,7%	0,4%	6,3%	2,9%	1,7%	0,0%	0,1%	0,4%	1,1%	0,1%	4,4%	100,0%
	Turto pokytis, proc.	-3,4	27,5	14,2	-8,3	1,3	-18,7	-27,5	-8,7	-20,8	-20,8	38	5,6	-3,1
	Absoliuti pokyčio dalis	-2,8	0,4	0,0	-0,6	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,2	-3,0
2012 (be Ūkio banko duomenų)	Turtas, mln. Lt	74 259	2 056	370	5 814	2 985	1 842	25	78	468	1 098	173	4 917	92242,3
	Santykinė turto dalis	80,5%	2,2%	0,4%	6,3%	3,2%	2,0%	0,0%	0,1%	0,5%	1,2%	0,2%	5,3%	100,0%
	Turto pokytis, proc.	-0,7	26,2	4,4	-3,7	5,9	13,6	-14,0	3,2	9,0	9,2	111	17,8	0,9
	Absoliuti pokyčio dalis	-0,6	0,4	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,8	0,8
2013 m. I pusm.	Turtas, mln. Lt	75 633	2 031	335	5 831	2 722	1 999	18	74	485	1 105	317	5 123	93673,9
	Santykinė turto dalis	80,7%	2,2%	0,4%	6,2%	2,9%	2,1%	0,0%	0,1%	0,5%	1,2%	0,3%	5,5%	100,0%
	Turto pokytis, proc.	1,9	-1,2	-9,6	0,3	-8,8	8,5	-26,2	-5,1	3,6	0,6	83	4,2	1,6
	Absoliuti pokyčio dalis	1,5	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	1,6

Šaltinis: autoriaus skaičiavimai, Finansinio..., 2013

## 22 priedas. Būsto kainas atspindinčio modelio rezultatai

OLS, using observations 2008:4-2013:2 (T = 19)

Dependent variable: HPI

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	418,428	46,6999	8,9599	<0,00001	***
YD	-0,00973269	0,00224942	-4,3267	0,00060	***
delta__HCREDIT_1	0,22944	0,0298451	7,6877	<0,00001	***
NTFINV__GPNT	2,43289	4,01459	0,6060	0,55357	
Mean dependent var	315,2684	S.D. dependent var		45,44912	
Sum squared resid	7210,112	S.E. of regression		21,92428	
R-squared	0,806082	Adjusted R-squared		0,767298	
F(3, 15)	20,78407	P-value(F)		0,000013	
Durbin-Watson	1,570906				

Breusch-Pagan test for heteroskedasticity -

Null hypothesis: heteroskedasticity not present

Test statistic: LM = 1,30888

with p-value = P(Chi-square(3) > 1,30888) = 0,727025

Test for normality of residual -

Null hypothesis: error is normally distributed

Test statistic: Chi-square(2) = 1,04739

with p-value = 0,592329

LM test for autocorrelation up to order 4 -

Null hypothesis: no autocorrelation

Test statistic: LMF = 1,14796

with p-value = P(F(4,11) > 1,14796) = 0,38458

Variance Inflation Factors (VIF)

Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

YD	1,218
delta__HCREDIT_1	1,294
NTFINV__GPNT	1,070

Atlikus skaičiavimus gaunama tokia modelio išraiška

$$\overline{HPI} = 418,43 - 0,01YD + 0,23\Delta HCREDIT_{-1} + 2,43NTFINV\_GPNT$$

F testas su 95% tikimybe leidžia teigti, kad modelis yra korektiškas, kadangi kritinė F reikšmė, kai  $\alpha = 0,05$  laisvės laipsniai atitinkamai lygūs 3 ir 15 ( $n-4$ ), lygi

$F_{kr}^{\alpha} = 3,29$  yra mažesnė už apskaičiuotąją F reikšmę (20,78), t. y.  $F_{apsk} > F_{kr}^{\alpha}$ . Regresijos

modelio prielaidos yra tenkinamos – liekamosios paklaidos yra pasiskirsčiusios pagal normalųjį skirstinį, nėra heteroskedastiškumo (remiantis Breusch-Pagan testu nulinė hipotė negali būti atmesta) ir multikolinearumo (visiems regresoriams  $VIF < 4$ ) problemų.

Durbin-Watson statistika, kuri leidžia įvertinti pirmos eilės liekamųjų paklaidų autokoreliacijos buvimą lygi 1,57 ir patenka į neapibrėžtumo zoną, t.y.  $d_L < d < d_U$  (nagrinėjamu atveju  $d_L = 0,9666$ , o  $d_U = 1,6851$ ). Todėl papildomai naudojamas Breusch-Godfrey (arba LM) testas, kuris leidžia įvertinti pasirinktos eilės autokoreliacijos buvimą. Sudarytam modeliui LM testo rezultatai su 95% tikimybe leidžia teigti liekamųjų paklaidų iki 4 eilės autokoreliacijos nebuvimą.

Vienas iš regresorių nėra reikšmingas, kadangi kintamojo NTFINV\_GPNT p-reikšmė lygi 0,55 ir viršija reikšmingumo lygį, kuris yra 0,05. Į modelį neįtraukus šio kintamojo, modelio pasirinkimo charakteristikos pagerinamos.

### 23 priedas. KNT pasiūlą atspindinčio modelio rezultatai

OLS, using observations 2008:4-2013:2 (T = 19)  
Dependent variable: KNT\_PSL

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	2,11892e+06	134387	15,7672	<0,00001	***
TUI_S_1	275,035	115,874	2,3736	0,03140	**
NTF__INV__LT_1	4024,04	16971,9	0,2371	0,81579	
PSK__NAUJ__NEFIN	-193,797	28,4916	-6,8019	<0,00001	***
Mean dependent var	2165311	S.D. dependent var		178842,1	
Sum squared resid	1,08e+11	S.E. of regression		84779,40	
R-squared	0,812734	Adjusted R-squared		0,775280	
F(3, 15)	21,69993	P-value(F)		0,000010	
Schwarz criterion	492,4227	Akaike criterion		488,6450	
Durbin-Watson	1,027526				

LM test for autocorrelation up to order 4 -

Null hypothesis: no autocorrelation

Test statistic: LMF = 0,353495

with p-value =  $P(F(4,11) > 0,353495) = 0,836359$

Test for normality of residual -

Null hypothesis: error is normally distributed  
Test statistic: Chi-square(2) = 1,84875  
with p-value = 0,396779

Breusch-Pagan test for heteroskedasticity -  
Null hypothesis: heteroskedasticity not present  
Test statistic: LM = 4,32138  
with p-value = P(Chi-square(3) > 4,32138) = 0,228787

Variance Inflation Factors (VIF)  
Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

TUI_S_1	1,078
NTF__INV__LT_1	1,042
PSK__NAUJ__NEFIN	1,091

Atlikus skaičiavimus gaunama tokia modelio išraiška

$$KNT\_PSL = 2118920 - 193,80PSK\_NAUJ\_NEFIN \\ + 275,04TUI\_S_{-1} + 4024,04NTF\_INV\_LT_{-1}$$

F testas su 95% tikimybe leidžia teigti, kad modelis yra korektiškas, kadangi kritinė F reikšmė, kai  $\alpha = 0,05$ , o laisvės laipsniai atitinkamai lygūs 3 ir 15 ( $n-4$ ), lygi  $F_{kr}^{\alpha} = 3,29$  yra mažesnė už apskaičiuotąją F reikšmę (21,70), t. y.  $F_{aprk} > F_{kr}^{\alpha}$ . Regresijos modelio prielaidos yra tenkinamos – liekamosios paklaidos yra pasiskirsčiusios pagal normalųjį skirstinį, nėra heteroskedastiškumo (remiantis Breusch-Pagan testu nulinė hipotė negali būti atmesta) ir multikolinearumo (visiems regresoriams VIF < 4) problemų.

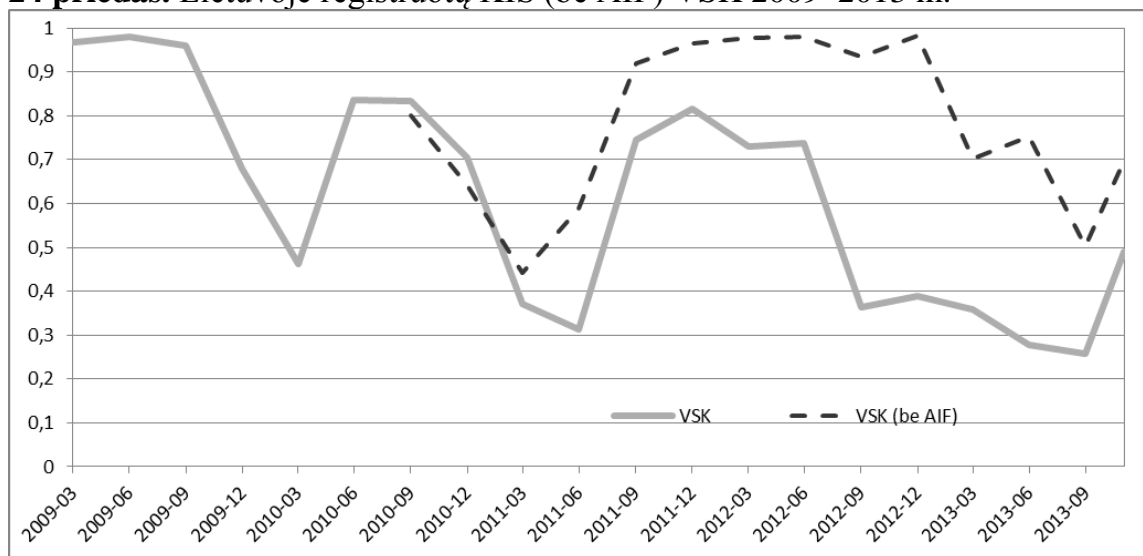
Durbin-Watson statistika, kuri leidžia įvertinti pirmos eilės liekamųjų paklaidų autokoreliacijos buvimą lygi 1,03 ir patenka į neapibrėžtumo zoną, t.y.  $d_L < d < d_U$  (nagrinėjamu atveju  $d_L = 0,9666$ , o  $d_U = 1,6851$ ). Todėl papildomai naudojamas Breusch-Godfrey (arba LM) testas, kuris leidžia įvertinti pasirinktos eilės autokoreliacijos buvimą. Sudarytam modeliui LM testo rezultatai su 95% tikimybe leidžia teigti liekamųjų paklaidų iki 4 eilės autokoreliacijos nebuvimą.

Atskiri regresoriai nėra reikšmingi, kadangi kintamojo NTF\_INV\_LT p-reikšmė lygi 0,82 ir viršija reikšmingumo lygį, kuris yra 0,05. Į modelį neįtraukus šio kintamojo, modelio pasirinkimo charakteristikos pagerinamos.



Modelio kintamųjų optimaliam paslinkimui įvertinti naudotasi modelio pasirinkimo kriterijais. Tokiu būdu dviejų regresorių (TUI\_S ir NTF\_INV\_LT) reikšmės yra paslinktos per 1 ketvirtį.

**24 priedas.** Lietuvoje registruotų KIS (be AIF) VSK 2009–2013 m.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Galinienė B., Jarašius G., 2014

**25 priedas.** KIS (be AIF) ir užsienio KIS, platinamų Lietuvoje, 2013 m. III ketv. duomenų palyginimas

	KIS (be AIF)	Užsienio šalių KIS	Suma	KIS (be AIF) santykinė dalis, proc.
Fondų skaičius, vnt.	30	374	404	7,4%
Dalyvių skaičius, vnt.	18646	47100	65746	28,4%
Valdomas turtas, mln. Lt	500,64	1099,7	1600,34	31,3%

Šaltinis: Lietuvos..., 2013a, autoriaus skaičiavimai