

INVESTICIJŲ Į VERTYBINIUS POPIERIUS LIETUVOJE VALDYMAS IR TOBULINIMAS

Vladislovas Kalinauskas

AB „Lietuvos draudimas“
J. Basanavičiaus g. 12
LT-2600 Vilnius
El. p. kalinauskas@ldr.lt

Straipsnyje nagrinėjamas investicijų į vertybinius popierius valdymas, apibūdinami pagrindiniai jo elementai: instituciniai rinkos dalyviai, profesionalūs investicijų valdytojai, investicinė aplinka bei investavimo ciklas. Detaliau analizuojamas klasikinis investavimo ciklas – esminis investicijų valdymo elementas. Svarstoma, ar vietos instituciniai investuotojai perprato ir taiko šį investavimo ciklą. Lyginant išsivysčiusių Vakarų šalių praktiką bei neseną mūsų kaimyninių šalių (Latvijos, Estijos) patirtį su situacija Lietuvoje, siekiama išsiaiškinti vietinės investicijų valdymo praktikos trūkumus ir perspektyvas bei pasiūlyti būdus, kaip šiuos trūkumus pašalinti.

Pagrindiniai žodžiai: investicijų valdymo procesas; investavimo ciklas; institucinis investuotojas; investicijų valdytojas; investicijų portfelis; investicinė aplinka.

Įvadas

Daugelis Lietuvos ūkio sektorių šiandien gana sparčiai prisitaiko prie veiklos atviroje ekonomikoje. Šis procesas yra neišvengiamas ir nesustabdomas. Jis vyksta kartu su ekonomikos globalizacija bei Lietuvos integracija į pasaulinę bendruomenę. Ne išimtis yra ir nuolatiniai finansų sektoriaus pokyčiai. Instituciniai finansų rinkos dalyviai (bankai, draudimo bendrovės, ateityje ir pensijų fondai) kaupia finansinius rezervus ir sukuria didelius investicinius srautus (Lietuvos bankas, 2003; LCVPD, 2003; VDPT, 2003). Šiuos procesus kontroliuoja ir valdo profesionalūs investicijų valdytojai. Tai bankų ir draudimo bendrovių tarnautojai, savarankiškų finansų maklerio įmonių darbuotojai bei nepriklausomų konsultacinių įmonių specialistai. Visi jie yra susiję su dalyvavimu investicijų valdymo procese (VPK, 2003).

Stiprėjantis integracijos į pasaulinę ekonomiką procesas, nauji sudėtingi finansiniai produktai, reiklesni klientai ir vis griežtesni įstatymų reikalavimai – tai tik dalis veiksnių, lemiančių finansų rinkos kaitą bei poreikį nuolat tobulinti investicijų valdymo procesą. Taigi pagrindinis straipsnio tikslas – išanalizuoti pasaulio patirtį, įvertinti vietinės finansų rinkos ypatybes ir plėtros perspektyvas, pateikti pasiūlymus, kaip tobulinti investicijų valdymo procesą. Įgyvendinus šiuos pasiūlymus, galima būtų aiškiau ir kryptingiau planuoti Lietuvos finansų rinkos plėtrą.

Iškelto klausimo aktualumą pagrindžia Lietuvos finansų sektoriaus raidos tendencijos. Be jau įvardytų, svarbūs dar keli momentai (žr. 1 lentelę).

1 lentelė

Tendencijos	Komentarai
Naujų ir stiprių institucinių investuotojų ėjimas į rinką	Be tradiciškai aktyvių ir jau pakankamai stiprių bankų, savo veiklą šioje srityje suaktyvino gyvybės ir negyvybės draudimo bendrovės. Netolimoje ateityje savo investicinę veiklą pradės pensijų fondai. Numatomas dar spartesnis gyvybės draudimo bendrovių augimas (VDPT, 2003)
Didėjanti konkurencija tarp institucinių rinkos dalyvių	Veiksmingas turto investavimas tiesiogiai lemia institucinio investuotojo konkurencinį pranašumą rinkoje. Tad kokybiškas investicijų valdymas šiandien vis aktualesnis

- Vladislovas Kalinauskas – AB „Lietuvos draudimas“ Finansų departamento Investicijų skyriaus viršininkas, Vilniaus universiteto Ekonomikos fakulteto doktorantas.
Veiklos sritys: investicijų valdymo proceso organizavimas, analizė ir tobulinimas.

Tęsinys

Tendencijos	Komentarai
Nepakankamos investicinės priemonės vidaus rinkoje	Instituciniai rinkos dalyviai tradiciškai naudoja sukaupus fondus kreditavimui bei Vyriausybės vertybiniais popieriais (VVP) pirkti (dalis lėšų investuojama užsienyje). Tačiau vietos investavimo priemonių apimtis yra nepakankama. Atsirado naujų ir sudėtingesnių priemonių poreikis (Lietuvos bankas, 2003; LCVPD, 2003a)
Didesnis skaičius prieinamų išorės investavimo priemonių	Stiprėjantys integracijos procesai, viena vertus, suteikia Lietuvos rinkos dalyviams galimybę lengviau dirbti užsienio finansų rinkose, kita vertus, užsienio finansų rinkos dalyviai aktyviau skverbiasi į Lietuvos rinką siūlydami savo produktus ir paslaugas (Lietuvos bankas, 2003)
Didėjanti išorės investicijų valdytojų konkurencija	Tiek vietos investicijų valdytojai, igiję veiklos patirties, vis aktyviau siūlo savo paslaugas kitiems finansų rinkos dalyviams, tiek ir užsienio bendrovės vis labiau domisi Lietuvos rinka bei siūlo savo paslaugas vietos investuotojams

Išvardytos tendencijos stiprėja artėjant Lietuvos įstojimui į Europos Sąjungą (ES). Ypač svarbus yra šalies ūkio ir jo dalyvių pasirengimas veikti atviroje ir konkurencingoje bendrojoje rinkoje. Tad investicijų valdymo proceso tobulinimas (analizės metu iškeltų trūkumų pašalinimas) gali būti laikomas tinkama reakcija į išryškėjusias tendencijas.

Visa paskutinio dešimtmečio Lietuvos ūkio raidos istorija patvirtina, kad mūsų šalis gana sėkmingai perima vakarietiškus ūkininkavimo metodus. Todėl yra logiška tikėtis, kad ir investicijų valdytojai bei investicijų portfelių savininkai (instituciniai rinkos dalyviai) savo veikloje artėja prie pasaulyje priimtų „žaidimo taisyklių“.

Dėl šios priežasties straipsnyje yra pateikiama medžiaga apie investicijų valdymą išsivysčiusiose Vakarų šalyse (Vakarų Europa, JAV) (Butler ir kt., 1993; Fabozzi, 2000; Kruschwitz, 2001). Teoriniai teiginiai iliustruojami nauja statistine informacija (Morality Plays, 2000; Deutsche Bank AG, 2002; Merrill Lynch, 2003; Morgan Stanley, 2003). Klasikiniai investicinės veiklos būdai ir nauji faktai lyginami su atitinkamais procesais Lietuvoje (Lietuvos bankas, 2003; LCVPD, 2003; LRFM, 2003; VPK, 2003; NVPB, 2003). Be to, pateikiama nesena kaimyninių šalių (Latvijos, Estijos) patirtis. Toks palyginimas leidžia aiškiai suvokti lietuviškosios rinkos trūkumus ir jos raidos perspektyvas.

Į investicijų valdymo procesą tradiciškai yra įtraukti du pagrindiniai dalyviai – tai turto savininkai, viena vertus, ir investicijų valdytojai, kita vertus. Minėtų dalyvių veikla ir santykiai dažniausiai įgyvendinami tam tikroje investicinėje aplinkoje per investavimo ciklo grandis. Investicijų savininkai, investicijų valdytojai, investicinė aplinka ir pats investavimo ciklas yra sudedamosios investicijų valdymo proceso dalys (elementai) (Butler ir kt., 1993; Fabozzi, 2000; Kruschwitz, 2001). Tad, kalbėdami apie investavimo proceso tobulinimą, mes privalome kalbėti apie atskirus šio proceso elementus bei jų tarpusavio sąveikos tobulinimą.

Būtina akcentuoti, kad pagrindiniais instituciniais rinkos dalyviais straipsnyje vadinami bankai, draudimo bendrovės ir pensijų fondai, kadangi šios institucijos yra vienos iš didžiausių investicinių paslaugų vartotojų bei teikėjų tiek pasaulyje, tiek Lietuvoje (Lietuvos bankas, 2003; VDPT, 2003).

1. Investicinės aplinkos įvertinimas

Kalbėdami apie investicinę aplinką, galime analizuoti pakankamai daug veiksnių – pradedant galiojančiais įstatymais ir rinkos kontrolės institucijų veikla bei baigiant rinkos dalyvių gausa ir jų aktyvumu. Tačiau visų šių veiksnių įtaką parodo

rinkos efektyvumas. Kuo labiau išvystyta investicinė aplinka, tuo rinka yra efektyvesnė. Lietuvos investicinė aplinka šiandien yra dar pakankamai mažai išplėtotą. Šį faktą patvirtina neseniai atlikti tyrimai, kuriais buvo mėginama įvertinti ir palyginti trijų Baltijos šalių rinkas (Kvedaras, Basdevant, 2002) (žr. 2 lentelę).

2 lentelė

Baltijos šalių rinkos efektyvumo palyginimas*

	Lietuva	Latvija	Estija
Rinkos efektyvumas	Silpnas rinkos efektyvumas	Rinka neefektyvi	Silpnas rinkos efektyvumas
Rinkos efektyvumo kitimo perspektyvos	Rinkos efektyvumas didėja	Rinkos efektyvumas didėja	Rinkos efektyvumas didėja

Tyrimų rezultatai parodė, kad visų trijų Baltijos šalių rinkos dar yra gana neefektyvios. Vadinas, šiose rinkose dar sunku pritaikyti klasikines investicijų valdymo teorijas, tinkamai valdyti įvairias rizikos rūšis ir prognozuoti investicijų pajamingumą. Tokią padėtį galima paaiškinti investavimo priemonių stoka, rinkos mechanizmų nelankstumu, nepakankama pačių rinkos dalyvių patirtimi ir dar ribotu jų finansiniu pajėgumu. Tačiau, atlikus tyrimus, buvo nustatyta ir tai, kad situacija visose trijose rinkose gerėja – rinkos tampa vis efektyvesnės. Galima daryti išvadą, kad ir investicinė aplinka gerėja.

Grįžtant prie straipsnio pradžioje minėtų tendencijų, galima prognozuoti tolesnę Lietuvos finansų rinkos raidą. Kaip įvykusį faktą, galime konstatuoti didžiausių vietinių finansų rinkos dalyvių įtraukimą į Vakarų kapitalo kontroliuojamų finansinių grupių sudėtį (jų rankose yra sukoncentruoti kontroliniai akcijų paketai) (Lietuvos draudimas, 2003; Vilniaus bankas, 2003). Netolimoje ateityje panašus likimas laukia ir Nacionalinės vertybinių popierių biržos (NVPB). Estijos ir Latvijos biržų kontroliniai akcijų paketai jau priklauso Helsinkio biržos grupei (HEX Group). Taip per tarptautines komercines struktūras Lietuvos rinka yra vis labiau integruojama į pasaulinę finansų rinką.

Šis procesas vyksta vienijantis Europai. Jau yra išleista koncepcija (Deutsche Bank AG, 2002), pagal kurią numatoma suderinti ir suvienyti ES šalių finansų rinkas, pradedant laisvu kapitalo judėjimu, bendromis prekybos taisyklėmis ir baigiant nacionalinių įstatymų derinimu bei priežiūros funkcijų standartizavimu. Tai palies ir Lietuvą, kaip būsimą ES narę. Tad finansų rinkos vis sparčiau integruosis ne tik komercinių struktūrų, bet ir valstybinių institucijų lygiu.

Rinkos keitimasis iš uždaros į atvirą ir jos visapusiškos integracijos į pasaulio ekonomiką tendencijos yra akivaizdžios. Tai jau vyksta dabar ir tai dar sparčiau vyks netolimoje ateityje. Kartu gerėja ir investicinė aplinka šalyje, o tai leidžia Lietuvoje vis aktyviau taikyti pasaulyje paplitusius investicijų valdymo būdus.

Suvokdami vykstančius procesus, mes galime geriau pasinaudoti esama situacija. Gerau organizuotas investavimo procesas į vietinių emitentų vertybinius popierius bei galimybė vietiniams rinkos dalyviams tinkamai investuoti užsienio ir Lietuvos rinkose, stiprina šalies konkurencingumą bendroje pasaulinėje rinkoje.

*Efektyvi rinka – tai rinka, kurioje dėl gerai išplėtotų informacijos judėjimo kanalų, prekybos mechanizmų, teisinės bazės ir rinkos dalyvių profesinių sugebėjimų finansinio turto kainos nedelsiant pateikia informaciją apie visus esminius įvykius.

2. Investavimo ciklas

Kaip jau minėta, investavimo proceso dalyvių veikla ir santykiai yra įgyvendinami per investavimo ciklo grandis. Tai viena iš svarbiausių investavimo proceso dalių. Klasikinėje teorijoje, analizuojant investavimą, dažnai įvairiai aiškinamas investavimo ciklas (Butler ir kt., 1993; Fabozzi, 2000; Kruschwitz, 2001) (žr. 3 lentelę).

3 lentelė

Investavimo ciklo apibūdinimas

Pagal Frank J. Fabozzi	Pagal Richard Butler	Pagal Lutz Kruschwitz
Investicinių tikslų apibrėžimas	Investicinių idėjų apibrėžimas	Planavimas
Investicinės politikos apibrėžimas		
Investicijų portfelio valdymo strategijos apibrėžimas	Plėtojimas	Praktinis įgyvendinimas
Konkreto turto parinkimas	Konkreto projekto parinkimas	
Investicijų efektyvumo įvertinimas	Kontrolė	Kontrolė

Lentelėje pateikti kelių autorių investavimo ciklo aiškinimai. F. J. Fabozzi (2000), pripažintas investicijų valdymo teoretikas (buvęs Jeilio universiteto profesorius) ir praktikas, atstovauja JAV mokyklai. Tuo tarpu Laisvės universiteto (Freien Universität) Berlyne profesorius L. Kruschwitz (2001) galime vadinti europinio požiūrio atstovu. Nors šie autoriai investicinio proceso grandis apibūdina nevienodai, tačiau ciklo esmė išlieka ta pati. F. J. Fabozzi investavimo ciklo grandis, palyginti su kitų autorių darbais, skaido detalčiau ir labiau pritaiko nagrinėti būtent investicijoms į vertybinius popierius. Tad šio autoriaus pateikta klasifikacija ir bus remiamasi atliekant tolesnę analizę.

Kiekvienoje iš F. J. Fabozzi paminėtų grandžių nustatomi ir įgyvendinami tam tikri tikslai. Kadangi pati investavimo veikla dažniausiai yra tęstinio pobūdžio, tai visas investavimo procesas yra nuolat kartojamas. Svarbu nustatyti ciklo grandis siekiant teisingai apibrėžti investicijų valdytojo ir turto savininko funkcijas investicijų valdymo procese.

2.1. Investiciniai tikslai

Investiciniai tikslai tiesiogiai priklauso nuo investicijų portfelio savininko veiklos ypatybių. Pavyzdžiui, didelė dalis gyvybės draudimo bendrovių išsipareigojimų yra dengiama investicijomis į vertybinius popierius. Nustatomi šių investicijų pelningumo, likvidumo ir rizikingumo lygio atitikimo tikslai. Dažniausiai tokius tikslus nustato ne investicijų valdytojas, o portfelio savininkas (draudimo bendrovė, bankas, pensijų fondas ir pan.). Tačiau šiame etape profesionalus investicijų valdytojas privalo aiškiai suprasti keliamų tikslų prigimtį, o tam reikia įsigilinti į paslaugos užsakovo verslą.

Analizuojant situaciją Lietuvoje, galima teigti, kad vietos instituciniai rinkos dalyviai jau išsivaizduoja, kokie investiciniai tikslai yra keliami jų investicijų portfeliams. Tačiau dėl aplinkos nestabilumo tokius tikslus sunku aiškiai formalizuoti ir apibrėžti. Tai apsunkina galimybes kryptingai planuoti ilgalaikius investicinius veiksmus. Iki šiol net stambiausi rinkos dalyviai negalėjo tiksliai ilgesniam laikui apibrėžti bendrų savo veiklos tikslų. Kaip pavyzdį galima įvardyti neseniai privatizuotus valstybės bankus (dabar – „Hansabankas“ ir NORD/LB). Šie rinkos dalyviai, atėjus naujiems savininkams, aktyviai ieško savo vietos rinkoje. Tik praėjus tam tikram laikui, nusistovės pagrindinės jų veiklos kryptys ir išaiškės ilgalaikiai tikslai. Tik tada bus galima įvardyti ir prioritetinius investavimo tikslus. Besikristalizuojant finansų rinkos struktūrai, visi pagrindiniai rinkos dalyviai suras savo vietą joje ir galės tiksliau formuluoti savo ilgalaikius tikslus.

Siekti investicinių tikslų trukdo nuolat kintanti teisinė aplinka. Tai vienas iš pagrindinių išorės nestabilumo veiksnių. Suprantama, kad, besikuriant šalies ūkiui ir derinant savo teisinę bazę su tarptautinės teisės reikalavimais, šie pokyčiai yra

neišvengiami (Deutsche Bank AG, 2002). Tačiau jų neigiamą įtaką verslo planavimui galima sušvelninti pasitelkus paprasčiausias priemones – pradėdant nuo išankstinio rinkos dalyvių informavimo apie numatomus teisinės bazės pokyčius bei jų įtraukimo į aktyvius įstatymų projektų svarstymus ir baigiant išsamiais įstatymų išaiškinimais dar iki jų įsigaliojimo.

2.2. Investicinė politika

Investicinė politika apibrėžia investicijų portfelio turto paskirstymą tarp įvairių turto grupių (Olson, 2001). Šis paskirstymas labai priklauso nuo tokių veiksnių kaip nustatyti investiciniai tikslai, valdžios institucijų bei portfelio savininko apibrėžti apribojimai, apskaitos ir finansinės atskaitomybės standartai ir reikalavimai. Apibrėžiant investicinę politiką, aktyviai dalyvauja tiek investicijų valdytojas, tiek ir investicijų portfelio savininkas.

Deja, kaip jau minėta, šiandien ilgalaikiai investiciniai tikslai vietos bendrovėse nėra visiškai tiksliai apibrėžti, tad ir jų investicijų politikos dar negali būti visiškai išsamios. Be to, tokią situaciją skatina dar nepakankamas skaičius naudojamų investicinių priemonių (LCVP, 2003; NVPB, 2003). Kalbant apie investicijas į vertybinius popierius, šiandien populiariausias yra investavimas į VVP. Mažiau investuojama į tokias priemones kaip įmonių akcijos ir obligacijos ar hipotekinės obligacijos. Šios priemonės dar yra gana rizikingos dėl menkai išvystytos ir neefektyvios rinkos. Kaip pavyzdį, galima palyginti bankų bei draudimo bendrovių investicijas vietos rinkoje (LCVP, 2003) (žr. 4 lentelę).

4 lentelė

*Bankų bei draudimo bendrovių investicijos į VVP ir akcijas
(2002 m. gruodžio 31 d.)*

Investuotojai	Investicijos į VVP		Investicijos į akcijas	
	mln. Lt	% visų investicijų į atitinkamą turtą	mln. Lt	% visų investicijų į atitinkamą turtą
Bankai	1 778,6	55,7	110,0	4,1
Draudimo bendrovės	487,9	15,3	4,5	0,2

Taikomos investicinės priemonės neskatina bendrovių kurti sudėtingos investicinės politikos. Tačiau netolimoje ateityje, besiplėtojant finansų rinkai, didėjant konkurencijai ir sudėtingėjant išpareigojimų struktūrai (didesnė valiutinė diversifikacija, ilgesnis išpareigojimų terminas, sudėtingesni lėšų pritraukimo kanalai), bendrovės bus priverstos tobulinti savo investavimo politiką. Šį procesą būtina ir įmanoma skatinti įvairiomis priemonėmis. Pavyzdžiui, vietos finansų rinkos pagyvinimo problemą padėtų spręsti tokie veiksmai: greitesnis NVPB integravimas į tarptautinių biržų struktūrą, Lietuvos centrinio vertybinių popierių depozitoriumo privatizavimas, išvestinių prekybos vertybiniais popieriais priemonių standartizavimas ir prekybos jais reglamentavimas, hipotekinių vertybinių popierių išleidimo ir prekybos tvarkos reglamentavimas, didesnis ir ilgesnis terminų Vyriausybės vidaus skolinimasis (atsisakant išorės), investavimo apribojimų sušvelninimas bei investavimo kontrolės stiprinimas, aktyvesnis valstybės įmonių privatizavimas pasinaudojant NVPB mechanizmu.

2.3. Investicijų portfelio valdymo strategijos

Šiandien pasaulyje taikomos dvi pagrindinės portfelio valdymo strategijos – pasyvi ir aktyvi (Fabozzi, 2000). Pasyvios strategijos šalininkai naudojami rinkoje laisvai prieinama informacija apie turto kainų kitimo tendencijas. Jie nusistato sau tikslą –

siekti pajamingumo ir rizikingumo lygio, atitinkančio rinkos vidurkį. Tokių strategijų privalumas yra jų santykinis pigumas, paprastumas, skaidrumas ir mažas rizikingumas. Trūkumas yra tas, kad iš anksto yra atsisakoma geresnių negu vidutiniai investicinės veiklos rezultatų. Tokios strategijos dažnai pasiteisina, valdant didelius investicinius portfelius, paskirstytus pakankamai efektyviose išsivysčiusių šalių rinkose.

Aktyvių strategijų šalininkai stengiasi pasiekti geresnių rezultatų negu rinkos vidurkiai. Šie investicijų valdytojai aktyviai naudojami naujausia analitine informacija, sudėtingesnėmis investavimo priemonėmis (pvz., išvestinėmis) ir yra aktyvesni, keičiant vieną turtą į kitą. Kaip jau minėta, šiais veiksmais siekiama geresnių rezultatų negu vidutiniai rezultatai, tačiau tokios paslaugos investicijų portfelio savininkui yra gerokai brangesnės. Aktyvios strategijos yra labiau pateisinamos mažiau efektyviose rinkose, kadangi, esant informacijos judėjimo barjerams bei investicinių veiksmų suvaržymams, didelė reikšmė atitenka aktyviems investiciniams sprendimams ir veiksams, kurie priimami bei atliekami įvertinus rinkoje susiklosčiusias aplinkybes.

Dažniausiai taikomos mišrios strategijos, kai didžioji portfelio dalis investuojama į santykinai pastovų bei nuspėjamą turtą ir yra valdoma pasyviai. Taip garantuojamas investicijų saugumas. Kita portfelio dalis investuojama aktyviai, siekiant papildomo investicijų pajamingumo bei suderinti portfelio savybes su iškeltais investiciniais tikslais.

Lietuvoje didžiąją dalį lėšų, skirtų investicijoms į vertybinius popierius (ar giminingą turtą), instituciniai investuotojai investuoja į VVP (LCVPD, 2003a). Analizuojant bankų ir draudimo bendrovių investicijas į VVP ir akcijas (vidaus rinkoje) 2002 m., akivaizdus ryškus prioritetų skirtumas – į VVP šios institucijos iš viso investavo apie 95,2 procento tam skirtų lėšų, o investicijoms į akcijas – tik 4,8 procento (LCVPD, 2003; NVPB, 2003).

Investicinius prioritetus rodo ir šių vertybinių popierių apyvartos bei kapitalizacijos dydžio palyginimas vietos rinkoje (NVPB, 2003) (žr. 5 lentelę).

5 lentelė

Akcijų, VVP apyvartos ir kapitalizacijos dydžio (2002 m.) palyginimas

Rodiklis	Akcijos	VVP
NVPB kapitalizacija, mln. Lt	10 064,7	2 771,5
2002 m. apyvarta, mln. Lt	649,6	1 375,0
Apyvartos ir kapitalizacijos santykis, %	6,5	49,6

Skaičiai rodo, kad daugiausia operacijų atliekama VVP. Tačiau, lygindami bendrą kredito įstaigų turtą su investicijomis į VVP vietos rinkoje, gauname gana nedidelį skaičių – 10 procentų (Lietuvos bankas, 2003; LCVPD, 2003a; NVPB, 2003). Tai rodo, kad šiandien didžiausi instituciniai rinkos dalyviai dar mažai investuoja į vertybinius popierius, o investuodami labiau pasikliauja saugesnėmis pasyviomis investavimo strategijomis. Tokia padėtis paaiškinama tuo, kad pagrindiniai instituciniai rinkos dalyviai yra bankai (Lietuvos bankas, 2003; LCVPD, 2003a; VDPT, 2003). Pagal savo veiklos specifiką, jie daugiau dėmesio skiria ne investicijoms vertybinių popierių rinkoje, o kitoms lėšų panaudojimo kryptims (pvz., kreditavimui). Esant tokiai situacijai, bankai labiau išplėtojo kreditavimo strategijas, bet mažiau dėmesio skiria investavimo į vertybinius popierius strategijoms.

Draudimo bendrovių stiprėjimas, pensijų fondų atėjimas ir stambių privačių investuotojų atsiradimas (jų lėšos kaupiamos bankuose ar finansų maklerių įmonėse) kuria naują institucinio dalyvio tipą, kuris didžiąją sukauptų lėšų dalį bus linkęs investuoti vertybinių popierių rinkoje (LRS, 1996, 1999; VDPT, 2003). Dėl ilgalaikio savo įsipareigojimų pobūdžio šie instituciniai rinkos dalyviai gali investuoti į didesnę investicinių priemonių skaičių. Tačiau, esant ilgalaikiams įsipareigojimams, būtina kruopščiau parengti ilgalaikes investavimo strategijas.

2.4. Konkretaus turto parinkimas

Šiame etape investicijų valdytojas turi pasirinkti konkrečias turto rūšis ir jas suderinti (sudaryti efektyvų portfelį*), atsižvelgdamas į ankstesniuose investicijų valdymo etapuose iškeltus reikalavimus. Čia iš valdytojo reikalaujama gebėjimo laiku ir tinkamai įvertinti visą rinkoje prieinamą informaciją bei techniškai įgyvendinti investicinius sprendimus (Fabozzi, 2000).

Anksčiau atlikti tyrimai parodė, kad Lietuvos bankai, būdami didžiausi instituciniai investuotojai, rinkdamiesi turta, praktiškai nesivadovauja investicijų portfelio sudarymo teorijomis (Kraujalis, 2001). Šią aplinkybę galima paaiškinti keliomis objektyviomis priežastimis. Tai ir jau minėtas skurdus investicinių priemonių pasirinkimas vietos rinkoje, ir menkai išplėtoti investicinės veiklos mechanizmai (pvz., menkas išvestinių finansinių priemonių paplitimas), ir nepakankama pačių investicijų valdytojų patirtis.

Pagrindinės priemonės, galinčios pagyvinti rinką ir padidinti investicinių priemonių skaičių, jau buvo aptartos. Situacija dar pagerės sustiprėjus ir suaktyvėjus instituciniams rinkos investuotojams (ypač į rinką aktyviau įsiliejus draudimo bendrovėms, o vėliau ir pensijų fondams). Vien savo veikla šie rinkos dalyviai paskatins atsirasti naujas investavimo priemones. Pavyzdžiui, minėtų gyvybės draudimo bendrovių išipareigojimai dažniausiai yra ilgalaikio pobūdžio. Dėl šios priežasties rinkoje atsiranda ilgesnio termino investavimo priemonių poreikis – tai gali būti patikimesni įmonių skolos vertybiniai popieriai bei hipotekiniai vertybiniai popieriai. Persiorientavus į ilgesnio termino investavimą, būtina griežčiau valdyti ilgalaikę riziką (palūkanų normos svyravimo, valiutų kurso kitimo, likvidumo) – atsiranda vieta išvestinėms finansinėms priemonėms. Tad, norint išjudinti finansų rinką, būtina skatinti pačių rinkos dalyvių finansinį stiprėjimą ir jų aktyvumą. Teigiamai gali būti vertinamas gyventojų skatinimas (mokestinėmis lengvatomis) kaupti lėšas gyvybės draudimo bendrovėse ir pensijų fonduose.

2.5. Investicijų efektyvumo įvertinimas

Šiame etape vertinama, ar per atitinkamą laikotarpį portfelio valdymas atitiko iškeltus investicinius tikslus. Vienas iš svarbesnių rodiklių (tačiau ne vienintelis, o kartais ir ne pagrindinis) yra portfelio pajamingumo rodiklis. Dažnai šis rodiklis yra lyginamas su atitinkamais rinkos rodikliais. Šiame etape investicijų valdytojas turi pateikti portfelio savininkui išsamią, objektyvią ir suprantamą informaciją apie investicijų portfelio būklę (Fabozzi, 2000). Tam, kad nebūtų manipuluojama informacija ir klientai gautų teisingą bei išsamią informaciją, pasaulyje egzistuoja visuotiniai priimtini tokios informacijos atskleidimo standartai. Pavyzdžiui, JAV yra plačiau taikomi Investicijų valdymo ir tyrimo asociacijos standartai (AIMR, 2001).

Šiandien Lietuvoje dar nenusistovėjo visuotiniai priimti investicijų į vertybinius popierius efektyvumo vertinimo standartai. Tačiau netolimoje ateityje situacija turėtų pasikeisti. Didėjant investicijų valdymo reikšmei, šis procesas neišvengiamai tampa sudėtingesnis ir nepriklausomas nuo kitos institucinių rinkos dalyvių veiklos. Aiškių ir palyginamų investicijų efektyvumo ataskaitų reikalaus ne tik rinkos priežiūros institucijos, bet ir šios paslaugos išorės vartotojai (pvz., pensijų fondų klientai), investicijų valdytojo vadovybė bei akcininkai.

Investicinės veiklos efektyvumo vertinimo tobulinimui bei standartizavimui didelę reikšmę turi griežtesnis rinkos priežiūros institucijų darbo koordinavimas (pvz., Latvijoje ir Estijoje dirba bendros visų finansų rinkos dalyvių priežiūros institucijos) ir glaudesnis bendradarbiavimas su finansų rinkos dalyvių profesinėmis asociacijomis. Tai sudarytų prielaidas tiek administracinėmis, tiek ir neadministracinėmis priemonėmis sukurti bendresnę, skaidresnę, visiems priimtinesnę ir suprantamesnę investicinės veiklos efektyvumo vertinimo sistemą.

*Efektyvus yra toks portfelis, kuris esamomis sąlygomis duoda didžiausią pajamingumą esant nustatytam priimtina rizikos lygiui arba toks portfelis, kuris yra mažiausiai rizikingas esant nustatytam pajamingumo lygiui.

Aprašytos klasikinės investicijų valdymo ciklo grandys yra būtinos įgyvendinant investicijų valdymą tiek išsivysčiusiose Vakarų šalyse, tiek ir Lietuvoje. Skirtumas yra tas, kad Vakaruose visi investavimo proceso elementai yra jau gana tobuli (nors paskutiniai įvykiai finansų rinkose šiandien verčia peržiūrėti nemažai nusistovėjusių taisyklių paties ciklo grandžių viduje, bet ne pačias grandis). O Lietuvoje šie procesai dar gana primityvūs ir dar yra pakankamai erdvės tobulėti.

3. Investicijų valdytojai

Pasaulinėje praktikoje nusistovėjo du pagrindiniai investicijų valdymo modeliai – vidinis investicijų valdymas ir išorinis investicijų valdymas (Fabozzi, 2000). Tuo atveju, kai pasirenkamas vidinis valdymas, ši funkcija yra perduodama įgaliotiems pačios įmonės (institucinio dalyvio) darbuotojams. Kai investicijų valdymas yra sudėtingesnis, įmonės viduje gali būti steigiamas atskiras, tam tikslui skirtas padalinys (skyrius, antrinė įmonė).

Pasirinkus išorinį investicijų valdymą, įmonėje išnyksta daugelis su šia veikla susijusių funkcijų ir pasikliaujama išorės profesionalų veiksmis. Tačiau įmonės viduje turi likti asmenys, atsakingi už investavimo kontrolę ir įmonės atstovavimą derinant įmonės bei išorės investicijų valdytojo pozicijas. Dirbant su išorės valdytojais, gali būti taikomos įvairios schemos – pradedant daliniu funkcijų perdavimu keliems valdytojams ir baigiant visų investicijų valdymo funkcijų perdavimu vienam valdytojui (Fabozzi, 2000).

Šiandien tik didžiausi investicijų valdytojai sugeba tvarkyti visą investavimo ciklą, nuo intelektualios investicinės strategijos analizės iki techninio jos įgyvendinimo. Šios kompanijos savo veiklą plėtoja visame pasaulyje, valdo milžinišką turtą, tam pasitelkdamos gausų darbuotojų skaičių (žr. 6 lentelę).

6 lentelė

Morgan Stanley veiklos masto pavyzdys
(2002 m. gruodžio 31 d.)

Kompanijos veiklą apibūdinantys rodikliai	Reikšmės
Valdomas turtas	Apie 529 mlrd. JAV dolerių
Darbuotojų skaičius	Apie 58 tūkst. žmonių
Veiklos geografiija	600 įmonių 27 pasaulio šalyse

Šaltinis: Morgan Stanley (2003).

Tradiciškai išorės investicijų valdytojai yra steigiami šalia didžiausių finansų institucijų, kurios pačios, besinaudodamos jų paslaugomis, siūlo šias paslaugas ir kitiems instituciniams rinkos dalyviams. Tad pasaulyje dominuoja priklausomi nuo stambių institucinių investuotojų valdytojai (Fabozzi, 2000; Merrill Lynch, 2003; Morgan Stanley, 2003).

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatyme apibrėžta profesionalaus investuotojo sąvoka: „pensijų fondas, investicinė bendrovė, pensijų fondo ar investicinės bendrovės valdymo įmonė, kredito įstaiga, finansų maklerio įmonė, draudimo įmonė ar kitas asmuo, kurį Vertybinių popierių komisija, atsižvelgdama į jo galimybę kvalifikuotai įvertinti investavimo riziką, savo nutarimu pripažino profesionaliu investuotoju“ (LRS, 2001). Taigi tik įstatymo pripažinti profesionalūs investuotojai gali teikti investicines paslaugas tretiesiems asmenims. Vieniems iš jų šiai veiklai vykdyti reikia turėti Vertybinių popierių komisijos (VPK) leidimą, kitiems toks leidimas nėra būtinas.

Minėtame įstatyme taip pat apibrėžiamos ir investicinės paslaugos, kurias gali teikti investicijų valdytojai. Dauguma jų yra susijusios su investavimo procesu. Šias paslaugas sąlyginai galima būtų suskirstyti į dvi kategorijas. Dalis jų yra labiau

techninio pobūdžio (pvz.: pavedimų dėl vertybinių popierių priėmimas ir perdavimas ar vertybinių popierių saugojimas, apskaita ir tvarkymas). Kita dalis yra labiau intelektualesnė (pvz.: klientų vertybinių popierių portfelių valdymas ar konsultavimas investavimo į vertybinius popierius klausimais).

Pagal vykdomos veiklos pobūdį investicinių paslaugų teikėjus taip pat galima būtų suskirstyti į techninių investavimo užduočių vykdytojus ir intelektualinių investavimo užduočių vykdytojus (žr. 7 ir 8 lenteles).

7 lentelė

Techninių investavimo užduočių vykdytojai

Rinkos dalyvis	Veikla	Komentarai	Pavyzdys
Finansų maklerio įmonė (A kategorija)	Teikia visas investicines paslaugas	Nykstanti rinkos dalyvių kategorija, kadangi šiai veiklai reikia gana didelio (apie 2,5 mln. Lt) įstatinio kapitalo	AB „Finasta“
Finansų maklerio įmonė (B kategorija)	Teikia visas investicines paslaugas; negali prekiauti savo sąskaita ir prisiimti išipareigojimų išplatinti emitento vertybinius popierius	Tai optimalus variantas, suteikiantis galimybę nepriklausomai teikti klientams gana daug investicinių paslaugų	UAB „Suprema“
Bankų finansų maklerių padaliniai	Teikia visas investicines paslaugas	Tokius padalinius turi dauguma bankų	AB Vilniaus bankas Finansų maklerio departamentas (FMD)

Matome, kad prie techninių investavimo užduočių vykdytojų pirmiausiai galima būtų priskirti finansų maklerio įmones ir bankų finansų maklerio skyrius. Šie rinkos dalyviai paprasčiausiai vykdo klientų technines operacijas, susijusias su investavimu (perka ir parduoda turtą, tvarko apskaitą ir pan.). Tokią „monopolinę“ teisę jiems suteikia galiojantys įstatymai ir pasaulyje nusistovėjusi praktika.

8 lentelė

Intelektualiųjų investavimo užduočių vykdytojai

Rinkos dalyvis	Veikla	Komentarai	Pavyzdys
Finansų maklerio įmonė (C kategorija)	Priima ir perduoda pavedimus dėl vertybinių popierių prekybos, valdo klientų vertybinių popierių portfelių, platina vertybinius popierius pagal susitarimą su emitentu, teikia paskolas klientų operacijoms su vertybiniais popieriais, konsultuoja investavimo į vertybinius popierius klausimais	Ši kategorija yra palanki teikiant siauriau specializuotas investicines paslaugas klientams	UAB „VB Vilfima“
Turto valdymo įmonės	Valdo investicinių bendrovių ir pensijų fondų turtą	Įsteigtos kelios įmonės, tačiau šiandien jos neturi realios rinkos savo paslaugoms	UAB IBVĮ „Investicijų portfelių valdymas“
Investicijų valdymo ir konsultavimo įmonės	Valdo investicijų portfelių	Įsteigtos kelios įmonės, kurios teikia investicijų valdymo paslaugas, tačiau šiandien šis procesas dar tik įsibėgėja	UAB „VB investicijų valdymas“
Kiti turto valdymo konsultantai	Be atskiros licencijos teikia specializuotas konsultacijas tam tikrose turto valdymo srityse	Įvairios konsultacinės įmonės, teikiančios specializuotas, pagal savo kompetenciją paslaugas	Audito bendrovės, verslo konsultavimo įmonės ir pan.

Šiandien Lietuvoje dominuoja vidinis intelektualus investicijų valdymas. Didelių institucinių rinkos dalyvių turtą paprastai valdo patys įmonės darbuotojai. Tai yra natūrali situacija, kadangi būtent šiems rinkos dalyviams yra aktualiausias investicijų valdymo klausimas. Spręsdami jį, bankai ir draudimo bendrovės pritraukė ir išugdė atitinkamos srities specialistus, kurie susitvarko su jiems patikėto turto administravimu ir strateginiu investavimo planavimu (Lietuvos draudimas, 2003; Vilniaus bankas, 2003).

Nors pagal galiojančius įstatymus buvo galima steigti savarankiškas turto valdymo įmones ir tai buvo daroma (gana vangiai), tačiau stiprių valdytojų neatsirado, nes nebuvo rinkos jų paslaugoms. O ir šių įmonių siūlomos paslaugos savo kokybe dar mažai skiriasi nuo tų, kurias atlieka pačių institucinių investuotojų personalas. Tad visiškai savarankiškų investicijų valdytojų veiklos Lietuvoje dar nėra.

Tikėtina, kad netolimoje ateityje turi sustiprėti universalūs turto valdytojai, įsikūrę prie didžiausių finansų institucijų. Šių valdytojų veiklos pagrindą sudaro patronuojančios institucijos (didelio banko, draudimo bendrovės ar pensijų fondo) investicijų portfelio valdymas. Lygiagrečiai investavimo paslaugos gali būti teikiamos ir užsienio bei smulkesniems vietos investuotojams, kuriems neapsimoka steigti nuosavų investicinių padalinių. Šis procesas jau vyksta. Kaip pavyzdys gali būti paminėtas AB Vilniaus bankas, kurio investicijas valdo Iždo ir Finansų maklerio departamentai. Be to, įsteigta antrinė įmonė UAB „VB investicijų valdymas“, taip pat teikianti investicijų valdymo paslaugas (Vilniaus bankas, 2003).

Į kokį juridinį apvalkalą bus įvilkti investicijų valdytojai, priklausys nuo galiojančių įstatymų. Ar tai bus tam tikras padalinys didelės institucijos viduje, ar tos institucijos antrinė įmonė – iš esmės nėra labai svarbu. Svarbiausia, kad šis vienetas būtų pakankamai savarankiškas, o jo veikla būtų tikslingai orientuota į investicijų valdymą (investavimo ciklą), atmetant kitas nebūdingas funkcijas.

Tačiau net ir didžiausi bei labiausiai savo veiklą išplėtoję vietos investicijų valdytojai negali pretenduoti vadintis universaliais. Dėl lietuviškos rinkos seklumo vietos investicijų valdytojai vargu ar kada peraugs į tarptautinės reikšmės kompanijas ir vargu ar galės patenkinti visus klientų investicinius poreikius. Tikėtina, kad ateityje didžioji dalis veiklos, susijusios su užsienio investicijomis, bus patikėta didesniems tarptautiniams valdytojams. Šis procesas jau vyksta šiandien. Didžiausi vietos bankai vis geriau patenkina savo ir klientų (vietos ir užsienio) investicinius poreikius, susijusius su operacijomis vietos rinkoje (Lietuvos bankas, 2003; Vilniaus bankas, 2003), tačiau tarptautiniai investiciniai poreikiai tenkinami per patronuojančias užsienio kompanijas. Pavyzdžiui, Vilniaus bankas siūlo savo klientams investuoti lėšas užsienyje per SEB (pagrindinis Vilniaus banko akcininkas) investicinius fondus.

Savarankiškų (nepriklausomų nuo didelių institucijų) investicijų valdytojų perspektyvos Lietuvoje yra gana miglotos. Šie rinkos dalyviai gali užimti tik specifines nišas (tvarkyti tik atskiras investavimo ciklo grandis), kurias reikia giliau specializuoti.

4. Investicinių paslaugų vartotojai

Investicinės paslaugos pasaulyje yra plačiai teikiamos tiek privatiems (fiziniams asmenims), tiek ir dideliems instituciniams investuotojams. Tačiau dominuojantys šių paslaugų vartotojai yra būtent instituciniai investuotojai (Fabozzi, 2000). Tokia situacija susiklostė dėl to, kad daugelis privačių investuotojų vis dažniau atsisako savarankiškos investicinės veiklos ir renkasi kolektyvinį investavimą (pensijų fondus, draudimo ir investicines bendroves, indėlius bankuose). Tokį pasirinkimą lemia privalumai, kuriuos teikia kolektyvinis investavimas – pradedant mažesnėmis operacijų sąnaudomis bei profesionaliais patarimais ir baigiant geriau valdoma investavimo rizika bei papildomomis garantijomis (pvz., draudiminė apsauga). Taip instituciniai rinkos dalyviai tapo pagrindiniais investicinių paslaugų vartotojais.

Šiandien instituciniai rinkos dalyviai yra sukaupę ir valdo milžinišką turtą. Kaip pavyzdį, galima paminėti investicinį banką *Merrill Lynch*, 2002 m. valdžiusį apie 1 400 mlrd. JAV dolerių klientų turto (*Merrill Lynch*, 2003) (apie 100 kartų daugiau negu metinis Lietuvos BVP).

Kalbant apie didžiausius institucinius rinkos dalyvius, šiandien dažnai sunku pasakyti, kas tai yra daugiau – investuotojas ar investicijų valdytojas? Disponuodami milžinišku turtu, šie investuotojai steigia savo nuosavus investicijų valdymo padalinius (dažnai tai būna antrinės įmonės). Tokie padaliniai ne tik teikia investicijų valdymo paslaugas patronuojančiai bendrovei, bet ir aktyviai teikia šias paslaugas išorės vartotojams. Tačiau dėl plačios rinkos bei investicinių priemonių ir strategijų gausos net ir universalūs rinkos dalyviai yra priversti naudotis išorės valdytojų paslaugomis.

Didžiausi instituciniai rinkos dalyviai, konkuruodami vieni su kitais, pirkdami bei siūlydami įvairias investicines paslaugas, sparčiai plėtoja pasaulinę finansų rinką ir didina profesionalių investicijų valdymo paslaugų reikšmę bei kokybę (*Deutsche Bank AG*, 2002).

Šiandien Lietuvoje klasikinius institucinių investuotojų bruožus atitinka tik dvi institucijos – bankai ir draudimo bendrovės. Šiuo metu rinkoje dominuoja bankai (*LCVPD*, 2003a; *NVPB*, 2003), tačiau, gerėjant ekonominei situacijai, gana sparčiai plėtojasi ir draudimo bendrovės. Vien 2002 m. bendras šių rinkos dalyvių investicinis portfelis padidėjo 26,6 procento (nuo 739 mln. Lt iki 936 mln. Lt) (*VDPT*, 2003). Kitaip negu bankai, draudimo bendrovės didelę dalį sukaupto turto investuoja į vertybinius popierius.

Nuo 2004 m. pensijų fonduose gyventojai kaupė lėšas savo pensijoms. Prognozuojama, kad jau pirmais metais čia papildomai bus sukaupta apie 100 mln. litų įmokų. Vėliau, didėjant įmokai ir apdraustųjų skaičiui, metų įplaukos į minėtas institucijas turėtų smarkiai didėti. Sukauptos lėšos daugiausia bus investuojamos vertybinių popierių rinkoje.

Galima prognozuoti, kad ateityje bankai, draudimo bendrovės ir pensijų fondai taps pagrindiniais vietos instituciniais investuotojais. Taip yra ir dėl galiojančių įstatymų bei rinkos seklumo (tai trukdo išplėtoti investicinių fondų veiklą) ir dėl tradicijų (kontinentinėje Europoje dominuoja ne pavieniai instituciniai rinkos dalyviai, o dideli universalūs bankai bei draudimo bendrovės).

Tikėtina, kad šie rinkos dalyviai ir toliau sieks savarankiškai valdyti savo turtą, išlaikydami vidinius investicijų valdymo padalinius. Tačiau dėl savo veiklos masto ribotumo, nulemta rinkos seklumo, nemažą dalį funkcijų (ypač susijusių su užsienio investicijomis) jie bus priversti perduoti savo patronuojančioms kompanijoms.

Išvados

Straipsnyje buvo išnagrinėti pagrindiniai investavimo proceso elementai: instituciniai rinkos dalyviai, profesionalūs investicijų valdytojai, investicinė aplinka ir investavimo ciklas. Investavimo ciklas buvo išskirtas kaip esminis elementas, jungiantis kitus elementus į visumą.

Atlikta analizė leidžia teigti, kad visi išvardyti elementai egzistuoja Lietuvoje, tačiau jie yra dar gana netobuli lyginant juos su labiau pažengusiose šalyse nusistovėjusia praktika. Norint sėkmingai integruotis į pasaulinę finansų rinką ir būti joje konkurencingiems, būtina tobulinti investavimo procesą ir artėti prie pasaulyje nusistovėjusio lygio. Tai galima pasiekti plėtojant atskirus investavimo proceso elementus.

Daugiausia dėmesio turėtų būti sutelkta į investavimo ciklą. Jo grandžių tobulinimas yra esminis veiksnys gerinant visą investavimo procesą Lietuvoje. Siekiant įgyvendinti įvardytus tikslus, darbus būtina atlikti keliomis pagrindinėmis kryptimis. Pirmiausia, investavimo procesui būtina palanki aplinka. Norint tokią aplinką sukurti, reikia ypač atsargiai ir nuosekliai keisti įstatymus. Taip instituciniai rinkos dalyviai

lengviau galės apibrėžti savo ilgalaikius tikslus ir planuoti veiksmus šiems tikslams pasiekti.

Tačiau vien tik pastovios teisinės aplinkos nepakanka. Iškeltiems tikslams įgyvendinti reikia ir kitų priemonių, kurių šiandien Lietuvoje dar nepakanka. Padėčiai ištaisyti būtina skatinti kurti naujas investicines priemones ir investavimo kanalus. Pavyzdžiui, nustatyti išvestinių ir hipotekinių priemonių naudojimo tvarką, paspartinti NVPB ir Lietuvos centrinio vertybinių popierių depozitoriumo privatizavimą bei jų integravimą į tarptautinę prekybos ir atsiskaitymų sistemą.

Tinkamai vykdyti investavimo procesą gali tik finansiškai stiprūs ir turintys profesionalius investicijų valdytojus (vidaus arba išorės) instituciniai rinkos dalyviai. Tad visi veiksmai, kuriais siekiama skatinti institucinių investuotojų finansinį stiprėjimą, gali būti sveikintini. Prie tokių veiksmų galima priskirti ir pensijų reformą, ir mokesčių lengvatas, suteiktas gyventojams, besidraudžiantiems gyvybės draudimo bendrovėse, ar imantiems hipotekines paskolas. Visa tai skatina gyventojus naudotis institucinių investuotojų paslaugomis. Siekiant dar labiau padidinti gyventojų pasitikėjimą šiomis institucijomis, būtina tobulinti ir šių institucijų priežiūrą. Daugiausiai čia galima pasiekti labiau koordinuojant konkrečių finansų rinkos priežiūros institucijų darbą. Yra daug pavyzdžių, kai tokia priežiūra yra patikima vienai institucijai.

Minėtų priemonių įgyvendinimas ne tik patobulins investavimo ciklą, bet ir bendrai pagerins investicinę aplinką šalyje. Savo ruožtu gerėjantis investicinis klimatas skatins užsienio investuotojus aktyviau investuoti šalyje. Šiandien, esant dideliame neapibrėžtumui pasaulio finansų rinkose, besivystančių šalių rinkos laikomos vienomis iš perspektyviausių. Tad dabar yra tinkamas laikas, gerinant šalies investicinę aplinką, pritraukti užsienio investuotojus.

Lietuvoje nusistovėjo vidinio investicijų valdymo tradicijos, kai didžiausi instituciniai investuotojai steigia vidaus padalinius, atsakingus už investicijas, o iš išorės valdytojų perkamos tik būtiniausios paslaugos. Analizuojant Vakarų šalių patirtį, galima tikėtis, kad ir ateityje ši tradicija išliks. Jau dirbantys investicijų valdymo padaliniai tęs savo veiklą tvarkydami patronuojančių bendrovių portfelius ir siekdami teikti savo paslaugas išorės vartotojams. Išorės investicinių paslaugų vartotojais gali tapti smulkesnės finansų institucijos, didesnės ne finansų įmonės, užsienio investuotojai (investuojantys Lietuvoje) ir turtingesni privatūs investuotojai. Visiškai nepriklausomų nuo didesnių finansų institucijų investicijų valdytojų galimybės yra ribotesnės dėl lietuviškos rinkos seklumo ir ateityje dar didėjančios konkurencijos iš didelių rinkos dalyvių pusės. Tikėtina, kad liks tik ribotas skaičius smulkesnių konsultacinių įmonių, kurios užims siauras rinkos nišas, į kurias neapsimoka eiti didelėms kompanijoms. Tokia situacija, kai didesni instituciniai investuotojai patys valdo savo investicijas, yra būdinga kontinentinei Europai. Tad šioje srityje Lietuvoje vykstantys procesai gali būti vertinami palankiai.

Akivaizdu, kad investavimo procesas nuolat tobulinamas keliomis kryptimis. „Spaudžiami“ Vakarų investuotojų, kintančios aplinkos ir konkurencijos, investicijų valdytojai priversti kelti savo paslaugų kokybę ir didinti jų skaičių. Šie procesai vyksta gana sklandžiai. Tačiau šalies vadovybės (įstatymų leidėjų, rinkos priežiūros institucijų) vaidmuo yra taip pat reikšmingas. Šios institucijos neturi likti nuošalyje ir privalo sudaryti sąlygas, kad pažangi patirtis kuo greičiau būtų pritaikyta ir prigyti vietos rinkoje. Tai skatins tolesnę šios rinkos raidą ir bendrą šalies konkurencinį pranašumą.

Literatūra

- Akcinė bendrovė „Lietuvos draudimas“, 2003. Konsoliduota finansinė atskaitomybė, 2002, 54 p.*
Akcinė bendrovė „Lietuvos draudimas“, 2003. Metinė ataskaita, 2002, 40 p.
Akcinė bendrovė Vilniaus bankas, 2003. Finansinės ataskaitos, 2002, 33 p.

- Association for Investment Management and Research (AIMR), 2001. *Performance Presentation Standards*, 41 p.
- Butler R., Davies L., Pike R., Sharp J., 1993. *Strategic Investment Decisions. Theory, Practice and Process*. London: Routledge, 231 p.
- Deutsche Bank AG, 2002. *Frankfurt Voice. EU Financial Market Special*. Deutsche Bank Research, 13 June, 16 p.
- Garbaravičius T., Kuodis R., 2002. Lietuvos finansų sektoriaus struktūra ir funkcionavimas // *Pinigų studijos*, Nr. 1, p. 18–47.
- Kraujalis Š., 2001. Lietuvos bankų investavimo kriterijai // *Pinigų studijos*, Nr. 4, p. 5–16.
- Kvedaras V., Basdevant O., 2002. *Testing the Efficiency of Emerging Markets: The Case of the Baltic States*. Working Papers of Eesti Pank, No 9.
- Lietuvos bankas, 2003. *Ketvirtinis biuletenis*, 2002, Nr. 4, 97 p.
- Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas (LCVPD), 2003a. *Investuotojai į Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinius popierius*, 2002. LCVPD internetinė duomenų bazė: www.lcvpd.lt
- Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas (LCVPD), 2003b. *Investuotojai į akcijas*, 2002. LCVPD internetinė duomenų bazė: www.lcvpd.lt
- Lietuvos Respublikos finansų ministerija (LRFM), 2003. *Statistinė informacija. Finansų ministerijos internetinė duomenų bazė*: www.finmin.lt
- Lietuvos Respublikos Seimas (LRS), 1996. Lietuvos Respublikos draudimo įstatymas (1996 07 10 Nr. I-1456) // *Valstybės žinios*, Nr. 73-1742.
- Lietuvos Respublikos Seimas (LRS), 1999. Lietuvos Respublikos investicinių bendrovių įstatymas (1999 11 19 Nr. VIII-1387) // *Valstybės žinios*, Nr. 98-281.
- Lietuvos Respublikos Seimas (LRS), 1999. Lietuvos Respublikos pensijų fondų įstatymas (1999 06 30 Nr. VIII-1212) // *Valstybės žinios*, Nr. 55-1765.
- Lietuvos Respublikos Seimas (LRS), 2001. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo įstatymas (2001 12 17 Nr. IX-655) // *Valstybės žinios*, Nr. 112-4074.
- Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija (VPK), 2003. *Komisijos darbo ataskaita ir vertybinių popierių rinkos plėtros tendencijos*, 2002, 51 p.
- Marshall J., 2000. *The Changing Face of Fund Management* // *Global Investor*, Issue 131, April, 9 p.
- Merrill Lynch, 2003. *Annual Report*, 2002, 88 p.
- Morality Plays, 2000. *The Economist*, 7 August, 78 p.
- Morgan Stanley, 2003. *Annual Report*, 2002, 24 p.
- Nacionalinė vertybinių popierių birža (NVPB), 2003. *Bendra statistika*, 2002. NVPB internetinė duomenų bazė: www.nse.lt
- Olson R. L., 2001. *The Power of Diversification* // *AFP Exchange*, Issue 2, March–April, 18 p.
- Stigums M., 1983. *The Money Market*. Illinois: Dow Jones-Irwin, 728 p.
- Valstybinė draudimo priežiūros tarnyba prie Finansų ministerijos (VDPT), 2003. *Draudimas Lietuvoje. Metų apžvalga*, 2002, 40 p.
- Крушвиц Л. (Kruschwitz), 2001. *Инвестиционные расчеты*. Санкт-Петербург: Питер, 432 p.
- Фабозци Ф. Дж. (Fabozzi), 2000. *Управление Инвестициями*. Москва: Инфра-М., 931 p.

*Straipsnis gautas 2003 m. kovo mėn.
Priimtas spaudai 2003 m. rugpjūčio mėn.*

Summary

MANAGEMENT AND IMPROVEMENT OF THE INVESTMENT IN SECURITIES IN LITHUANIA

Vladislovas Kalinauskas

The article presents an analysis of the process of investment in securities (bonds, equities, etc.) used by Lithuanian investment managers. For better understanding of the subject, we analyse the investment environment, investment cycle, institutional

investors and professional investment managers, as the key elements of the investment process. We compare international experience with the current situation in the Lithuanian market. It allows us to understand the processes taking place in the domestic market, establish possible trends of market development, explore potential weaknesses, and make proposals on how to eliminate these weaknesses. Analysis of the investment cycle elements is essential here.

Because of the growing competition among institutional investors, significant amounts of accumulated portfolios, new investment instruments and rapid integration in global markets, the improvement of the investment process has become particularly important for better adaptation in this fast-changing environment. This is equally important for each institutional investor and Lithuania as a whole because it helps compete in the global market and benefit from the globalisation process.

The analysis shows that the investment environment is still underdeveloped in Lithuania. There are not enough investment instruments available; the trading and settlement systems are quite inefficient; the legal framework does not cover all essential aspects of the investment process (e. g. standard derivatives).

As to the investment cycle, we can see that all components of this cycle (investment goals, investment policy, investment strategies, portfolio diversification and investment efficiency evaluation) already exist in Lithuania. However, this cycle (and each of its components) is quite simple and underdeveloped.

Today, the main Lithuanian institutional investors traditionally use internal investment management. They have special internal units within their companies or establish investment management subsidiaries. Because of the small market size, there is no space for an army of small independent investment managers. This situation is bound to remain in the future as well.

Insufficient development of the investment environment and a rather simple investment cycle – these are the main points where we can improve the investment process. Proposals on how to achieve this goal are given in the article.

Stabilising the legal environment (which provides a possibility for long-term planning), broadening the range of standard investment instruments (mortgage, derivatives), more active integration in international trading and settlement structures (privatization of the National Stock Exchange and the Central Depository), stimulating the institutional investor growth (a broad pension reform, tax exemptions), more effective coordination of the activities of financial market supervisory authorities (Central bank, Securities Commission, State Insurance Supervisory Authority) – all these actions could help improve the investment process and, as a result, enhance the competitive abilities of Lithuania in the international financial market.

Today, the investment process has been improved in two main directions. On the one hand, because of the integration pressure, requirements of foreign shareholders, competition among companies and requirements of clients, institutional investors and investment managers are obliged to improve their activities. On the other hand, understanding the necessity of legal changes for the country's economic development and competitive ability in unified Europe, official bodies should actively develop a favourable legal environment for institutional investors and professional investment manager activities.