

INVESTICIJŲ VALDYMO MODELIŲ TAIKYMAS PRIVAČIŲ ANTROS PAKOPOS PENSIJŲ FONDŲ SISTEMOJE

Tadas Gudaitis

Vilniaus universitetas

El. paštas: tadas.gudaitis@ef.vu.lt

Santrauka. Analizuojama privačių antros pakopos pensijų fondų investicijų valdymo modelių taikymas Lietuvoje. Šiuo metu Lietuvoje veikiančią privačių antros pakopos pensijų fondų sistemą, paremtą „Gyvenimo stiliaus“ fondų sistemą, planuojama privalomai transformuoti į „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemą. Straipsnyje yra pateikiami investicinių fondų sistemų veikimo principai. Atliekama lyginamoji analizė padeda išryškinti „Gyvenimo ciklo“ fondais paremtos sistemos privalumus ir trūkumus.

Reikšminiai žodžiai: investicijų valdymas, privatūs antros pakopos pensijų fondai, „Gyvenimo stiliaus“ fondai, „Gyvenimo ciklo“ fondai.

Įvadas

Privačių antros pakopos pensijų fondų sistema yra paremta kaupimo (*ang. fully funded*) principu – dalyvio įmokos yra kaupiamos privačiame pensijų fonde ir yra investuojamos. Kaupimo principu veikiančių fondų investavimo strategija gali būti įvairi. Mokslinėje literatūroje ir praktinėje veikloje yra išskiriami 2 investicijų valdymo modeliai: „Gyvenimo stiliaus“ fondų (*angl. life style fund*) ir „Gyvenimo ciklo“ fondų (*angl. life cycle fund*).

„Gyvenimo stiliaus“ fondų (*angl. life style fund*) investavimo strategija yra pagrįsta investavimo pagal rizikos toleranciją idėja. Privačių antros pakopos pensijų fondų sistemoje pensijų kaupimo bendrovės siūlo keletą skirtingos investavimo rizikos pensijų fondų, o sprendimą dėl pensijų fondo pasirinkimo priima pats dalyvis, įvertinęs savo rizikos tolerancijos laipsnį. Tokioje sistemoje yra tikimasi aktyvaus elgesio iš pačių pensijų fondų dalyvių, t.y., kad jie, atsižvelgdami į savo amžių, patys nuosekliai keistų pensijų fondus, rinkdamiesi vis konservatyvesnę investavimo strategiją artėjant senatvės pensijos amžiaus pradžiai. Nuo investicinio fondo investavimo strategijos priklauso kokio investicijų pajamingumo pensijų fondų dalyvis gali tikėtis ateityje. Pavyzdžiui, mažiausias tikėtinas pajamingumas būtų konservatyviame pensijų fonde, kurio turtas investuojamas į pinigų rinkos priemones, vyriausybės vertybinius popierius. Kitas „Gyvenimo stiliaus“ fondų investavimo strategijos bruožas yra tas, jog šio fondo investavimo veikla yra vykdoma pagal nustatytą pastovias finansinių

priemonių proporcijas fonde. Pavyzdžiui, privačiame antros pakopos pensijų fonde palaikomas pastovus investicijų į bendrovių akcijas ir vyriausybės vedybinius popierius (obligacijas) santykis. Todėl tokio pensijų fondo investavimo rizika per visą jo veiklos laikotarpį išlieka pastovi. Privačių antros pakopos pensijų fondų, valdomų pagal „Gyvenimo stiliaus“ fondų investavimo strategiją, investavimo rizika išlieka pastovi.

„Gyvenimo ciklo“ fondų sistemą sudaro investiciniai fondai, kurių finansinio turto sudėtis, atsižvelgiant į finansinio turto klasių (pvz. akcijų, obligacijų) investicinę riziką, nuolat keičiama mažinant investicinę riziką, kuo arčiau yra to investicinio fondo dalyvio senatvės pensijos amžiaus pradžia. „Gyvenimo ciklo“ fondų sistema nėra naujas dalykas. Teoriniu požiūriu šio tipo fondus analizavo Z. Bodie, R.C. Merton, W. Samuelson (1992); Campbell, J. Y., Cocco, J., Gomes, F. J., Maenhout, P. (2001); Gomes, F. J., Laurence J. Kotlikoff, Viceira, L. M. (2008). Tokio tipo investiciniai fondai jau kurį laiką egzistuoja JAV bei Vakarų Europos valstybėse.

Mokslinėje literatūroje yra išskiriami du „Gyvenimo ciklo“ fondų investavimo strategijos formavimo teoriniai metodai: matematiniais skaičiavimais pagrįstas modelis (*ang. mathematical*) ir investuotojų elgsenos stebėjimu (arba istorinis) (*ang. investment behavior or historical*) modelis. Matematiniais skaičiavimais pagrįstas modelis lėšų paskirstymo tarp akcijų, obligacijų ir kitų turto klasių sprendimą grindžia rizikos ir investicinės grąžos optimizavimu. Šis modelis pagrįstas ekonomine teorija, ir turto paskirstymas yra apskaičiuojamas remiantis fondo dalyvio kapitalo dydžiu, rizikos tolerancija ir kitais kintamais

siais. Šio modelio privalumas yra tas, jog taikant modelį gaunami rezultatai nepriklauso nuo išankstinių žmogiškųjų nuostatų ir, juo remiantis, sukuriama „Gyvenimo ciklo“ fondų investavimo strategija remiasi tik matematiniais skaičiavimais. Pagrindinis šio modelio trūkumas yra tas, jog jis neįvertina sudėtingų individualių situacijų ir supaprastina bei apibendrina realias situacijas. Be to, modelio pagrindu sudarytas optimalus investicijų portfelis labai priklauso nuo modelio prielaidų. Todėl investicijų portfelio finansinio turto struktūros bei investicijų rizikos variacijos gali labai skirtis.

Tuo tarpu lėšų paskirstymas į skirtingos rizikos turto klases, atsižvelgiant į investuotojų elgsenos stebėjimo modelį, yra paremtas istoriniais investuotojų veiksmais, darant prielaidas, jog (1) investuotojai gali sudaryti investicijų portfelį (t.y. atlikti investicijų rizikos diversifikaciją), atitinkančią jų specifinę situaciją bei (2) remiantis ilgojo laikotarpio gauta informacija apie investuotojo rizikos toleranciją bei poreikius. Svarbu atkreipti dėmesį į tai, kad investuotojų elgsena nebūtinai atspindi jų rizikos toleranciją. Investuotojų elgsenai įtakos turi subjektyvios aplinkybės ir specifiniai veiksniai. Todėl yra klaidinga pasikliauti vien tik istoriniais duomenimis apie investuotojus, nes jų poreikiai ir įpročiai ilgainiui keičiasi, yra nevienodi skirtingose valstybėse, regionuose bei kultūrose.

„Gyvenimo ciklo“ investicinių fondų lėšų diversifikavimo pagal turto klases principai yra paremti Z. Bodie, R.C. Merton, W. Samuelson (1992) modeliu. Šis modelis atsižvelgia į žmogiškojo kapitalo svarbumą paskirstant lėšas pagal turto klases ilguoju laikotarpiu ir tuo pačiu įvertina investuotojo realią situaciją konkrečiu laikotarpiu. Remiantis šiuo modeliu, daroma prielaida, jog darbingo amžiaus pradžioje kiekvienas asmuo turi tam tikrą finansinį turtą ir gali lėšas gauti dirbdamas.

2008-2009 metų pasaulinė finansų krizė išryškino privačių pensijų fondų sistemoje sistemos silpnąsias vietas. Bendra Lietuvoje veikiančių privačių antros pakopos pensijų fondų turto vertė smuko 20 proc., o pačių rizikingiausių antros pakopos pensijų fondų, investuojančių į akcijas daugiau nei 70 proc. visų lėšų, turto vertė sumažėjo per pusę (LR Vertybinių popierių komisija, 2009). Ženkliai nuvertėjus finansinėms priemonėms, investicijų valdymo srityje pradėta ieškoti sprendimų, kurie galėtų optimizuoti investavimo veiklos riziką ir ilguoju laikotarpiu užtikrinti finansų rinkų stabilumą. Atsižvelgiant į Lietuvos rinką palietusios finansų krizės padarinius, kuomet privačių antros pakopos pensijų fondų turtas ženkliai nuvertėjo, siūloma šiuo metu veikiančią privačių antros pakopos pensijų fondų sistemą, paremtą „Gyveni-

mo stiliaus“ fondų principu, privalomai transformuoti į „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemą.

Straipsnyje atliekama loginė ir sisteminė mokslinės literatūros analizė padeda identifikuoti „Gyvenimo stiliaus“ fondų ir „Gyvenimo ciklo“ fondų modelių parametrus, galimas jų reikšmes. Lyginamoji analizė leidžia išskirti „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos modelio privalumus ir trūkumus, lyginant su dabar egzistuojančio pensijų antros pakopos pensijų fondų sistema, paremta „Gyvenimo stiliaus“ fondų modeliu.

Analizuojama tema yra aktuali tuo, jog šiuo metu Lietuvoje yra rengiama „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos veiklos koncepcija. Be to, „Gyvenimo ciklo“ fondų sistema Lietuvos mokslinėje literatūroje yra tik pradedama analizuoti. Moksliniame straipsnyje atliekama „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos modelio teorinė analizė leidžia išskirti šio modelio privalumus ir trūkumus bei jo pritaikymo galimybes siekiant efektyvaus investicijų valdymo ir mažinant investavimo rizikos įtaką pensijų fondų dalyvių kaupiam turtui.

Straipsnio tikslas – atlikus investicijų valdymo modelių teorinę analizę, identifikuoti pagrindinius parametrus bei galimas jų reikšmes ir įvertinti „Gyvenimo ciklo“ investicijų valdymo modelio pritaikymo privačių antros pakopos pensijų fondų veikloje, transformuojant ją iš „Gyvenimo stiliaus“ fondų sistemos, galimybes ir pasekmes.

„Gyvenimo stiliaus“ fondų sistemos veikimo principai

Lietuvoje įsteigtų privačių antros pakopos pensijų fondų investavimo strategija yra paremta „Gyvenimo stiliaus“ fondų sistemos veikimo principu. Jie yra skirstomi į keletą grupių atsižvelgiant į investavimo strategiją. Tai leidžia įvertinti antros pakopos pensijų fondų investavimo rezultatus, stebėti pensijų fondų dalyvių prisiimamą riziką atsižvelgiant į jų amžių. Dauguma antros pakopos pensijų fondų yra „mišrūs“, investuojantys ir į akcijas, ir į obligacijų rinkas, todėl paprasčiausias būdas jų rizikos laipsniui nustatyti yra išmatuoti investicijų į akcijas dalį privačiame antros pakopos pensijų fonde.

Valstybinio socialinio draudimo fondo valdyba, pateikdama statistinius duomenis apie pensijų fondų dalyvius, antros pakopos pensijų fondus, pagal investavimo riziką, dalina į 3 grupes:

- Konservatyvūs (0 proc. akcijų) pensijų fondai.
- Mišrūs (iki 70 proc. akcijų) pensijų fondai.
- Akcijų (iki 100 proc. akcijų) pensijų fondai (Socialinės apsaugos ir darbo ministerijos duomenimis).

Lietuvoje plačiausiai naudojamas antros pakopos pensijų fondų suskirstymas yra atliktas Finansų analitikų asociacijos (Finansų analitikų asociacija, 2008). Finansų analitikų asociacija išskiria keturias antros pakopos pensijų fondų kategorijas pagal investavimo rizikos laipsnį (arba pagal investicijų į akcijų rinkas dalį):

- Vyriausybės obligacijų (0 proc. akcijų) pensijų fondai.
- Mažos akcijų dalies (iki 30 proc. akcijų) pensijų fondai.
- Vidutinės akcijų dalies (30-70 proc. akcijų) pensijų fondai.
- Akcijų (iki 100 proc. akcijų) pensijų fondai (Finansų analitikų asociacija, 2008).

Papildomo savanoriško pensijų kaupimo įstatyme yra apibrėžiama, jog antros pakopos pensijų fondo investavimo strategija turi numatyti pensijų turto investavimo tvarką ir sritis, rizikos vertinimo metodus, rizikos valdymo principus, naudojamas rizikos valdymo procedūras ir būdus, strateginį pensijų turto paskirstymą pagal turimą su pensijų kaupimo sutartimis susijusių išpareigojimų trukmę bei kilmę. Norint užtikrinti, jog pensijų fondų lėšos būtų investuojamos saugiai ir diversifikuojamos, norminiuose aktuose apibrėžiama ne tik į kokius investavimo objektus turi būti investuojamos, bet ir kokiomis proporcijomis turi būti investuojamos lėšos. Be to, pensijų fondų turtas negali būti investuotas į nekilnojamąjį turtą, tauriuosius metalus arba į suteikiančius į juos teises vertybinius popierius. Tokie griežti įstatymų reikalavimai aiškiai apibrėžia antros pakopos pensijų fondų investavimo veiklą ir sukuria veiklos aplinką, kuri leidžia sumažinti antros pakopos pensijų fondų investavimo riziką.

Palyginus su kaimyninių valstybių pensijų fondų investavimo veiklos reglamentavimu, Lietuvoje pensijų fondams leidžiama diversifikuoti lėšas investuojant jas į platesnį geografinį regioną. Palyginus Estijos ir Lietuvos įstatymais apibrėžiamus reikalavimus, pensijų fondų investicijoms jie yra panašūs. Kiek kitokia situacija yra Latvijoje, kur griežtai ribojamos investicijos valiuta. Mažiausiai 70 proc. lėšų privaloma investuoti į vertybinius popierius, kurie apskaitomi ta valiuta, kuria ir bus mokama senatvės pensija, t.y. į latus ir eurus. Galima investuoti tik į vertybinius popierius, išleistus (arba veikiančias finansų institucijas,) valstybėse, priklausančiose Europos Sąjungai, Europos ekonominei erdvei ar Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijai (yra nustatytos išimties), arba kurie yra įtraukti į oficialius vertybinių popierių sąrašus šiose valstybėse.

Antros pakopos pensijų fondų dalyviams Lietuvoje yra suteikiama papildoma galimybė sumažinti investavi-

mo riziką iki minimumo. Kiekviena pensijų kaupimo bendrovė privalo turėti po vieną konservatyvaus investavimo pensijų fondą, kurio lėšos yra investuojamos vien tik į Lietuvos Respublikos, Europos Sąjungos valstybių ar Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos valstybių vyriausybės, centrinių bankų ir Europos centrinio banko išleistus arba į jų garantuotus skolos vertybinius popierius. Konservatyvaus fondo privalumai gali būti pilnai išnaudojami tuomet, kai privačių pensijų fondų dalyvis, likus keletui metų iki tol, kol gaus senatvės pensiją, gali pervesti sukauptas lėšas į šį pensijų fondą, kurio tikėtinas investicijų grąžos svyravimas yra minimalus, palyginus su kitų pensijų kaupimo bendrovės siūlomais pensijų fondais. Konservatyvaus fondo privalomas įsteigimas taip pat yra numatytas Latvijoje bei Estijoje.

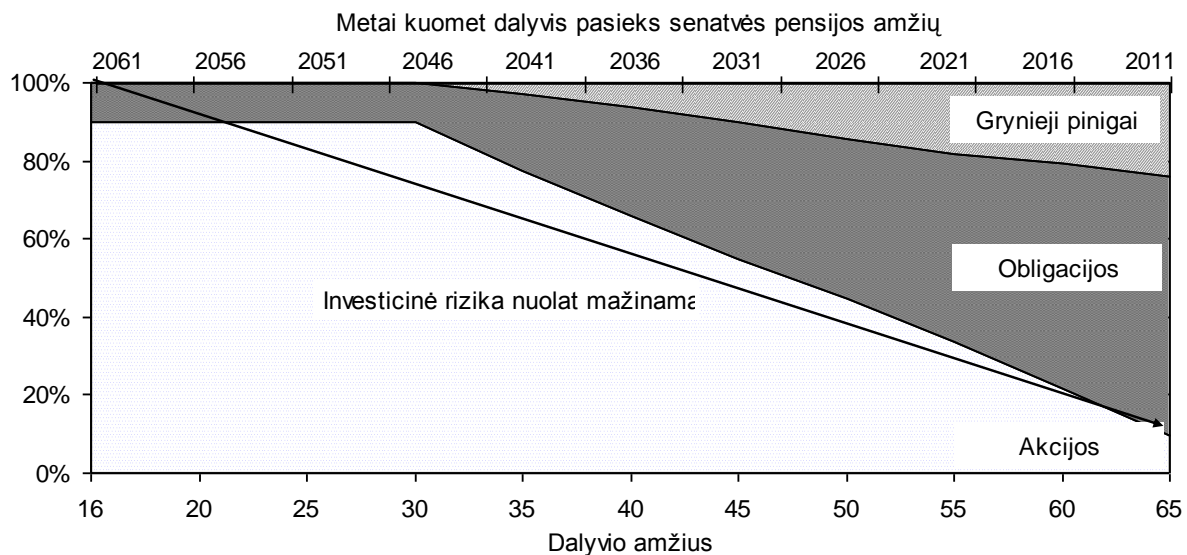
Pensijų fondų dalyviai, norėdami palyginti atitinkamo fondo veiklos efektyvumą, turėtų jį palyginti tik su tai pačiai pagal investavimo rizikos lygį suskirstytų privačių pensijų fondų grupei priklausančiais antros pakopos pensijų fondais. Toks klasifikavimas taip pat tinka daugeliui ilgalaikio taupymo priemonių, pvz. trečios pakopos pensijų fondams, gyvybės draudimo, kaip investavimo rizika tenka draudėjui, produktams.

„Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos veikimo principai

Asmens finansinio kapitalo rizikos subalansavimas ilguoju laikotarpiu gali būti pasiektas lėšas investuojant į „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemą. „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemą sudaro investiciniai fondai, kurių finansinio turto sudėtis, atsižvelgiant į finansinio turto klasių (pvz. akcijų, obligacijų) investicinę riziką, nuolat keičiama mažinant investicinę riziką, kuo arčiau yra to investicinio fondo dalyvio senatvės pensijos amžiaus pradžia. Jauniausi „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos dalyviai turėtų prisiimti didesnę investicinę riziką nukreipdami didesnę finansinio turto dalį į aukštesnės rizikos finansinio turto klases, nes remiantis istoriniais duomenimis šių turto klasių investicinės grąžos potencialas yra didesnis. Be to, vykstant finansinio turto verčių svyravimams jaunesni „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos dalyviai turi ilgesnį laiko tarpą, per kurį sumažėjusi finansinio turto vertė gali padidėti. Tuo tarpu jauni asmenys prisiimantys per mažą investicinę riziką nukreipdami didesnę finansinio turto dalį į žemesnės rizikos finansinio turto klases, rizikuoja nesukaupti pakankamai lėšų iki senatvės pensijos amžiaus. „Gyvenimo ciklo“ fondų sistema sudaro sąlygas jauniems asmenims prisiimant aukštesnę investicinę riziką siekti gauti kuo didesnę investicijų pelną, o vėliau, daugiau lėšų investuojant į žemos investicinės rizikos finansinį turtą,

siekti išsaugoti sukauptą turtą, kai asmuo artėja prie senatvės pensijos amžiaus. „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos dalyvis pasirenka (arba yra „automatiškai“ priskiriamas), pagal savo amžių tinkamiausių investicinių fondų, atsižvelgiant į fondo lėšų diversifikavimą į skirtingos rizikos finansinio turto klases. „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos dalyviui, pasirinkus atitinkamą fondą, investicinio fondo valdymo įmonė ilguoju laikotarpiu

atlieka investicinio fondo lėšų perbalansavimą tarp skirtingos investicinės rizikos turto klasių (akcijų, obligacijų ir kt.), palaipsniui mažinant investicinio fondo rizikingumą atsisakant dalies investicijų į aukštos investicinės rizikos turto klases ir didinant investicijų dalį į žemos investicinės rizikos turto klases. „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos lėšų paskirstymas tarp skirtingos investicinės rizikos turto klasių pavaizduotas 1 pav.



1 pav. „Gyvenimo ciklo“ fondo sistemos investicinio fondo lėšų paskirstymas tarp skirtingos rizikos turto klasių atsižvelgiant į dalyvio amžių ir išėjimo į senatvės pensiją metus (sudaryta autoriaus)

Fig. 1. „Life cycle“ fund system’s investment fund assets allocation between assets of different investment risks, according to the participant’s age and pension age (author’s compilation)

Lietuvoje „Gyvenimo ciklo“ fondo sistemos sukūrimo poreikis atsirado dėl per mažo asmenų finansinio raštingumo, netinkamai atliekamo investicijų perbalansavimo ir sprendimų diversifikuojant investicijas (Heinz, P. R., Žvinienė, A., 2009). Lietuvoje atliktas tyrimas „Antros pakopos pensijų fondų dalyvių migracijos prieš ir po finansų krizės“ (LR Vertybinių popierių komisija, 2009) atskleidė, jog absoliuti dauguma antros pakopos pensijų fondų dalyvių netinkamai pasirinko investicijų riziką, keisdami pensijų fondus: rinkosi aukštesnės investicinės rizikos pensijų fondus, kuomet aukštesnės investicinės rizikos turto klasių vertė smuko bei neišnaudojo potencialo gauti didesnę investicinę grąžą. Be to, kuomet finansinio turto vertė pradėjo didėti, dauguma aukštesnės investicinės rizikos pensijų fondų, kuriuose praleido visą finansinės krizės laikotarpį, dalyvių nusprendė keisti pensijų fondus į žemesnės investicinės rizikos pensijų fondus. Pensijų fondų keitimo momentu, dalyviai pardavė nuvertėjusius investicinius vienetus žemiausiame vertės taške tuo pačiu užfiksavo patirtą investicinį nuostolį. LR

Vertybinių popierių komisijos (2010) atlikto antros pakopos pensijų fondų dalyvių požiūrio tyrimo rezultatai parodė, jog net 44 proc. apklaustųjų teigė nežinantys savo antros pakopos pensijų fondo investavimo strategijos t.y. lėšų paskirstymo tarp skirtingos investicinės rizikos finansinio turto klasių. Be to, tyrimas atskleidė, kad dalis antros pakopos pensijų fondų dalyvių ne tik nežino savo pasirinkto antros pakopos pensijų fondo investavimo strategijos, bet ir nemokėtų pasirinkti sau pagal amžių tinkamos strategijos. Tik ketvirtadalis respondentų atsakė, kad jauniems asmenims reiktų antros pakopos pensijų fondus, daugiausiai lėšų investuojančius į aukštos investicinės rizikos finansinio turto klases (pvz. akcijas). Taip pat dauguma antros pakopos pensijų fondų dalyvių neketina keisti fondo, todėl kyla grėsmė, kad laikui bėgant vis daugiau dalyvių kaupis lėšas senatvės pensijai pagal amžių ir investavimo riziką netinkamame antros pakopos pensijų fonde. Apibendrinant, atliktų antros pakopos pensijų fondų dalyvių elgsenos tyrimų rezultatai atskleidė, jog Lietuvoje veikiančią antros pakopos pensijų sis-

temą, paremtą „Gyvenimo stiliaus“ principu, yra tikslinga pertvarkyti į „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemą. Šios sistemos veikimo principai galėtų išs্পesti egzistuojančias privačių antros pakopos pensijų fondų sistemos problemas, susidarantias dėl pasyvaus dalyvių elgsenos ar finansinio raštingumo žinių trūkumo. „Gyvenimo ciklo“ fondų sistema gali apsaugoti būsimus senatvės pensijų gavėjus nuo galimų klaidų priimant investavimo sprendimus, nes pasiūlo vieną bendrą investicijų objektą, kuriame pensijų kaupimo bendrovė pasirūpina investicijų diversifikavimu, perbalansavimu ir kartu siekia įgyvendinti pagrindinį tikslą – sukaupti lėšų senatvės pensijai. Be to, „Gyvenimo ciklo“ fondai yra tikslingi pensijų fondų dalyviams, kurie nenori arba negali prisiimti aktyvaus vaidmens investicijų rizikos valdymo procese, keičiant pensijų fondus ir gali užtikrinti pensijų fondų dalyvių sukauptų lėšų išsaugojimą prieš pensijinio amžiaus pradžią. „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos įdiegimo būtinumą pagrindžia Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija (2009), Tarptautinis valiutos fondas (et al) ir Pasaulio bankas (et al) savo tyrimuose dėl pasaulinės finansų krizės poveikio įvairių valstybių finansų sistemoms.

„Gyvenimo ciklo“ fondų sistemos palyginimas su „Gyvenimo stiliaus“ fondų sistema

Palyginti su „Gyvenimo stiliaus“ investiciniais fondais, „Gyvenimo ciklo“ investiciniai fondai turi keletą ypatumų:

- pačiam dalyviui nereikia rūpintis fondo keitimu, atsižvelgiant į likusį amžiaus iki pensijos, bei investavimo riziką pagal turto klases;
- automatiškai sumažina investavimo rizikos įtaką sukauptam turtui artėjant senatvei;
- užtikrina didesnę investavimo riziką ir tikėtiną didesnę investicinę grąžą, kuomet pensijų fondų dalyvis yra jaunesnio amžiaus;
- apsaugo sukauptą turtą nuo galimų nuostolių prieš pensijinį amžių;
- lėšos į skirtingas klases investuojamos disciplinuotai, o tai tikėtina uždirbs didesnę ilgalaikę grąžą.

Be to įdiegus „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemą, naujiems į darbo rinką ateisiantiems asmenims, dalyvavimas antros pakopos pensijų kaupime galėtų tapti privalomu.

Į kokias turto klases (t.y. akcijas, obligacijas ir kitą finansinį turtą) ir kokiomis proporcijomis per visą pensijų fondo laikotarpį investuoti „Gyvenimo ciklo“ fondams, jog jie būtų efektyvūs ir konkurencingi, yra vienas iš svarbiausių klausimų šių investicinių fondų valdytojams.

Kiekvienas „Gyvenimo ciklo“ fondas siekia užtikrinti, jog ilgo laiko perspektyvoje pasiektų pusiausvyrą tarp maksimalios investicinės grąžos esant minimaliai rizikai. Noras uždirbti kuo didesnę investicinę grąžą gali lemti ženklus fondo investicinės vertės svyravimus. Tuo tarpu per daug atsargus investavimo rizikos valdymas gali nepagrįstai apriboti investicinės vertės augimą. „Gyvenimo ciklo“ investicinių fondų valdytojams yra sunku priimti sprendimus dėl lėšų paskirstymo tarp skirtingų turto klasių, turint minimalią informaciją apie potencialių fondų dalyvių rizikos toleranciją.

„Gyvenimo ciklo“ investiciniai fondai nėra priemonė, kuri gali išs্পesti visas senatvės pensijų sistemos problemas. Yra išskiriama daug „Gyvenimo ciklo“ fondų trūkumų.

Pirmiausia, „Gyvenimo ciklo“ investiciniai fondai yra sąlyginai brangūs. Dažnai šio tipo fondai investuoja į kitus investicinius fondus ar kitus kolektyvinio investavimo subjektus, kurie jau taiko atskaitymus. Taip pat atskaitymus taiko ir patys „Gyvenimo ciklo“ investiciniai fondai, todėl šio tipo bendrosios išlaidos yra didesnės nei paprasto investicinio fondo. Taip pat „Gyvenimo ciklo“ investicinių fondų investavimo strategija neleidžia šiems fondams būti lankstiems bei atsižvelgti į pasikeitimus pasaulio finansų rinkose. Pvz. jeigu fondo strategijoje nurodyta, jog fondas 100 proc. lėšų investuoja į akcijas 10 metų nuo fondo įsteigimo pradžios, o tuo metu finansų rinkose akcijų vertės mažėja, tokiam fonde investuotų lėšų vertės nuolat mažėja. Be to, vienas „Gyvenimo ciklo“ fondas negali atitikti visų dalyvių, kurie tam tikru laikotarpiu (pvz. 2010 m., 2015 m., 2020 m. ar kt.) pasieks pensijinį amžių, lūkesčių. Vieni asmenys linkę daugiau rizikuoti, kiti mažiau, todėl nustatytas turto fondo lėšų paskirstymas tos pačios amžiaus grupės asmenims gali būti netikslingas dėl skirtingų dalyvių poreikių bei tikslų. Investavimo rizikos tolerancijos nebuvimas, kuomet neatsižvelgiama, ar investuotojas linkęs investuoti konservatyviai, neutraliai ar rizikingai yra kitas „Gyvenimo ciklo“ fondų trūkumas.

„Gyvenimo ciklo“ fondų investavimo strategijos nelankstumas gali neigiamai paveikti sukauptą kapitalą, kadangi nėra aišku, kuomet pensijinio amžiaus sulaukiamam asmeniui gali prireikti sukaupto kapitalo. Pvz. asmuo, darbingo amžiaus pradžioje pasirenka fondą, kurio investavimo strategija paremta tuo, jog asmuo pasieks pensijinį amžių būdamas 65 metų ir iš karto pradės naudotis sukauptu kapitalu. Tačiau galbūt pensijų fonde sukauptų lėšų asmeniui prireiks tik po 7-10 metų. Tai reikš, jog dalį laikotarpio fondo lėšos nebuvo efektyviai inves-

tuotos ir asmeniui pradžioje reikėjo pasirinkti kitą „Gyvenimo ciklo“ fondą.

Paskutinė neigiama priežastis, susijusi su „Gyvenimo ciklo“ fondais, yra ta, jog jie neturi ilgos investavimo veiklos rezultatų istorijos bei jų investicinę veiklą sunku įvertinti ir palyginti. Pirmiausia, juos negalima palyginti su pasaulyje pripažintais indeksais, nes pastaruosius sudaro tik akcijos (pvz. *S&P500 Index*) arba tik obligacijos (pvz. *Merrill Lynch Global Government Bond II Index*). Taip pat šių fondų veiklą sunku palyginti tarpusavyje, kadangi fondų valdytojai nusprendžia, kokiomis proporcijomis paskirstyti fondų lėšas tarp skirtingos rizikos turto klasių (akcijų ir obligacijų). Taip pat fondų investicijos gali skirtis tiek regionine, tiek sektorine prasme.

Apibendrinant, „Gyvenimo ciklo“ investiciniai fondai yra vertinami nevienareikšmiškai. Kaip pagrindinis šių fondų privalumas yra išskiriama tai, jog dalyviui nereikia rūpintis lėšomis, pervestomis į privačius pensijų fondus, jo rizikos sumažinimu artėjant pensijiniam amžiui. Visa tai už dalyvį atlieka pensijų kaupimo bendrovė. Pagrindinis iššūkis pensijų fondų valdytojams – efektyvus lėšų paskirstymas tarp skirtingos rizikos turto klasių. Taip pat vieno „Gyvenimo ciklo“ fondo tinkamumas ir universalumas panašaus amžiaus grupių dalyviams kelia daug abejonių.

Išvados

Dabartinė privati pensijų kaupimo sistema, paremta „Gyvenimo stiliaus“ fondų strategija. Antros pakopos pensijų kaupimo bendrovės siūlo keletą skirtingos rizikos fondų, tikisi aktyvaus elgesio iš paties pensijų kaupimo dalyvių, t.y., kad jie, atsižvelgdami į savo amžių, patys nuosekliai keistų pensijų fondus, rinkdamiesi vis konservatyvesnę investavimo strategiją.

Kaip rodo Lietuvos patirtis, daugelis pensijų fondų dalyvių pasirenka pensijų fondus neatsižvelgdami į rizikos profilį arba laiku neatlieka pensijų fondų keitimų, susijusių su investavimo rizikos sumažinimu ir pasirinkto pensijų fondų nekeičia iki pensijinio amžiaus pradžios. Kaip parodė pastaroji pasaulinė finansinė krizė, tai gali ženkliai sumažinti pensijų fondų dalyvių sukauptas lėšas.

Privačių antros pakopos pensijų fondų sistemos, paremtos „Gyvenimo stiliaus“ fondų principu, transformavimas į „Gyvenimo ciklo“ fondų sistemą išspręstų pagrindinę dabartinę problemą – dalyviui nereikėtų rūpintis lėšomis, pervestomis į privačius pensijų fondus, investicijų rizikos sumažinimu artėjant pensijiniam amžiui.

Literatūra

- Bodie, Z., Merton, R.C., Samuelson, W. (1992). Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life-Cycle Model, *Journal of Economic Dynamics and Control*, No.16. Internet Access: www.blackwellpublishing.com. [Žiūrėta 2011.12.17].
- Campbell, John Y., Cocco, J., Gomes, F. J., Maenhout, P. (2001). Investing Retirement Wealth: A Life-Cycle Model. In Risk Aspects of Investment-Based Social Security Reform. Chicago: University of Chicago Press.
- Finanzų analitikų asociacija. Prieiga per internetą. www.finansai.lt. [Žiūrėta 2011.12.24].
- Gomes, F. J., Laurence J. Kotlikoff, Viceira, L. M. (2008). Optimal Life-Cycle Investing with Flexible Labor Supply: A Welfare Analysis of Life-Cycle Funds, *American Economic Review* 98 (2). Internet Access: www.pubget.com/Journals. [Žiūrėta 2011.12.22].
- Heinz, P. R., Žvinienė, A. (2009). „Challenges of the Lithuanian Pension System“. Pranešimas pristatytas konferencijoje „Pasaulinė finansų krizė: priežastys, perspektyvos ir poveikis Lietuvai“, Vilnius, Lietuva 2009.04.08. Prieiga per internetą: www.vpk.lt. [Žiūrėta 2011.11.12].
- International Monetary Fund (2009). “Fiscal Implication of the Global Economic and Financial Crisis”. *IMF working papers*. p. 48. Internet Access: www.imf.org. [Žiūrėta 2011.11.12] (a).
- International Monetary Fund (2009). How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the Impacts Matter. *IMF working papers*. p. 56. Internet Access: www.imf.org. [Žiūrėta 2011.11.12] (b).
- LR Vertybinių popierių komisija. (2009). „Antros pakopos pensijų fondų dalyvių migracijos prieš ir po finansų krizės“. Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt>. [Žiūrėta 2011.12.01].
- LR Vertybinių popierių komisija. (2010). „Pensijų fondų dalyvių požiūrio tyrimas“. Prieiga per internetą: www.vpk.lt. [Žiūrėta 2011.12.01].
- OECD (2009). ”Private pensions and policy responses to the financial and economic crisis”. Internet Access: www.oecd.org. [Žiūrėta 2012.01.03].
- Socialinės apsaugos ir darbo ministerija. Prieiga per internetą: www.pensijusistema.lt/index.php?-1225997409. [Žiūrėta 2011.12.17].
- World Bank (2008). The Financial Crisis and Mandatory Pension Systems in Developing Countries. Internet Access: www.worldbank.org. [Žiūrėta 2011.11.27] (a).
- World Bank(2008). Lithuania Reform of the Pension System. Human Development Sector Unit Europe and Central Asia Region Document of the World Bank. Prieiga per internetą: www.pensijusistema.lt. [Žiūrėta 2011.12.30] (c).
- World Bank:(2008). The Unfolding Crisis Implications for Financial Systems and Their Oversight. Internet Access: www.worldbank.org. [Žiūrėta 2011.11.27] (b).

APPLYING INVESTMENT MANAGEMENT MODELS INTO FULLY FUNDED PENSION SYSTEM

T. Gudaitis

Abstract

The fully funded 2nd pillar pension system is analysed in the article. Moreover investment management strategies applied in the system is evaluated. The possibilities of transforming existing private 2nd pillar pension system to “Life Cycle” fund system in Lithuania are evaluated in the article. Main investment strategy issues of “Life Cycle” funds system are approached in the article. Pros and Cons of “Life Cycle” funds comparing them with traditional “Life Style” investments funds are discussed.

Keywords: investment management, 2nd pillar pension funds, “Life Style” funds, “Life Cycle” funds.