

NSEL 30 INDEKSO FONDAS



TRUMPA  
2004 METŲ  
ATASKAITA

Indekso fondas – tai pasyviai valdomas investicinis fondas, kuris kiek įmanoma tiksliau seka pasirinkto rinkos indekso kitimą, investuodamas į visus indeksą sudarančius vertybinius popierius tokiu procentiniu santykiu, koku jie įeina į indeksą. (Indeksas – tai skaičius, atstovaujantis tam tikrą rinkos segmentą arba vertybinių popierių grupę.)

Daugelio nepriklausomų tyrimų duomenimis, indeksavimas (investavimas per indekso fondus) dažniausiai yra pelningesnis ir mažesnės rizikos už aktyviai valdomus investicinius fondus investuojant ilgesniam laikui. Indeksavimas siūlo investuotojui vidutinį rinkos pelningumą už nedidelius mokesčius.

*NSEL 30 indekso fondas* investuoja pagal NSEL 30 indeksą, kurį sudaro trisdešimties didžiausių Lietuvos bendrovių (pagal laisvų akcijų kapitalizaciją), listinguojamų Vilniaus vertybinių popierių biržoje (VVPB), akcijos.

Laisvų akcijų kapitalizacija yra skaičiuojama pagal formulę:

laisvų akcijų kapitalizacija = bendrovės išleistų laisvų paprastųjų vardinių akcijų skaičius x paskutinė prekybos kaina centrinėje rinkoje.

Laisvos akcijos – tai akcijos, kuriomis realiai yra prekiaujama VVPB, t.y. skaičiuojant laisvų akcijų kapitalizaciją nepriskaičiuojamos tos akcijos, kurias valdo, pvz., valstybė ir/arba strateginiai investuotojai – tie, kurie savo akcijų neketina parduoti.

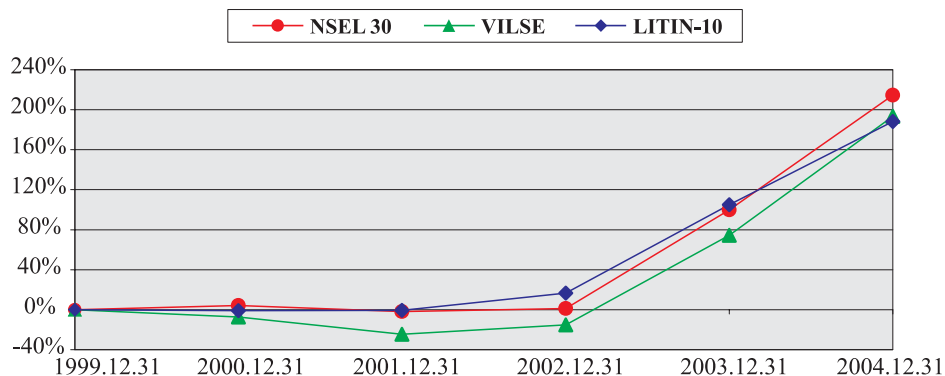
Pagrindiniai duomenys apie *NSEL 30 indekso fondą* pateikti lentelėje:

	2001.12.31.	2002.12.31.	2003.12.31.	2004.12.31.
Grynieji aktyvai, Lt.	1 266 316	1 316 997	11 171 021	37 542 949
Grynieji aktyvai, tenkantys vienai akcijai, Lt.	891,14	895,92	1 646,91	2 457,00
Investuotojų skaičius, vnt.	15	18	170	486

Praeities rezultatai negarantuoja ateities rezultatų.

## NSEL 30 INDEKSO REZULTATAI

Žemiau pateikiame Lietuvos akcijų rinkos analizę remiantis NSEL 30, VILSE ir LITIN-10 indeksais.



NSEL 30, VILSE ir LITIN-10 indeksų pokyčiai per metus:

Indeksas	2000	2001	2002	2003	2004
NSEL 30*	+4,20%	-5,75%	+3,05%	+97,53%	+57,42%
VILSE**	-7,30%	-18,49%	+12,20%	+105,80%	+68,18%
LITIN -10***	-0,90%	+0,21%	+17,39%	+75,97%	+40,55%

\* NSEL 30 indeksą sudaro trisdešimties didžiausių Lietuvos bendrovių (pagal laisvų akcijų kapitalizaciją), listinguojamų VVPB, akcijos. Bendrovių išmokėti dividendai įtraukiami į indeksą. Didžiausios kapitalizacijos bendrovės turi didžiausią svorį indekse.

\*\* VILSE indeksą sudaro visų VVPB listinguojamų bendrovių akcijos. Bendrovių išmokėti dividendai įtraukiami į indeksą. Didžiausios kapitalizacijos bendrovės turi didžiausią svorį indekse.

\*\*\* LITIN-10 indeksą sudaro 10 aktyviausiai prekiaujamų bendrovių akcijos. Bendrovių išmokėti dividendai neįtraukiami į indeksą. Visos bendrovės turi vienodą svorį indekse.

## TRUMPA 2004 METŲ ATASKAITA

**Gerbiamas Akcininke,**

2005 m. sausio 13 d.

Mums labai malonu pranešti apie dar vienus fondui labai sėkmingus metus. Fondo akcijos vertė 2004 metais pakilo 49,19% (į akcijos vertę neįtraukti platinimo ir išpirkimo mokesčiai). Fondo akcijos vertės kilimas buvo pats didžiausias iš visų fondų Lietuvoje 2004 metais. Jis taip pat pranoko visų 12 Euro zonos šalių fondus. Tai yra tikrai neblogai.

Teorinis „NSEL 30“ indeksas pasirodė dar geriau – pakilo net 57,42%. Skirtumas tarp akcijos kainos ir „NSEL 30“ indekso rezultatų aptariamas sekančiame skyrelyje. Su finansų maklerių komisiniais mokesčiais „NSEL 30 indekso fondo“ investicijų portfelio vertė pakilo 54,82%.

Fondo aktyvai padidėjo nuo 11 171 021 lito 2003 metų pabaigoje (170 akcininkų) iki 37 542 949 litų (486 akcininkai) 2004 metų pabaigoje.

„The Financial Review“ 2005 m. sausio mėn. numeryje išspausdino puikų Princeton universiteto ekonomikos mokslų profesoriaus Burtono Malkielo (Burton G. Malkiel) darbą „Efektyvios rinkos teorijos atspindys: po 30 metų“ („Reflection on the Efficient Market Hypothesis: 30 years later“). Šis darbas įrodė indekso fondų pranašumą prieš aktyviai valdomus fondus. Net 84% Europos akcijų fondų (109 fondai), per daugiau nei 10 metų (iki 2002.12.31.) nesugebėjo aplenkti „MSCI Europe“ („Morgan Stanley Capital International“) indekso. Tik 16 procentų pasirodė geriau (21 fondas). Viename iš mano 1980 metais atliktų tyrimų JAV Virdžinijos pensijų sistemai aš priėjau šių išvadų:

Rinkos indekso rezultatai yra geresni negu:

- 75% profesionalių investuotojų rezultatai per 5 metus,
- 90% profesionalių investuotojų rezultatai per 10 metų,
- 95% profesionalių investuotojų rezultatai per 20 metų.

### **„NSEL 30“ indekso ir „NSEL 30 indekso fondo“ rezultatų skirtumai**

Kai kurie Lietuvos vertybinių popierių komisijos (VPK) sprendimai kenkė „NSEL 30 indekso fondo“ investuotojams. Dėl šių sprendimų fondas turėjo papildomų išlaidų (finansų maklerių komisinių mokesčių bei teisinių išlaidų), o fondo investicijų portfelio grąža buvo gerokai mažesnė. Fondo tikslai yra labai aiškūs:

1. užtikrinti likvidumą,
2. kiek įmanoma sumažinti riziką,
3. kiek įmanoma sumažinti sandorių kaštus,
4. kiek įmanoma sumažinti fondo išlaidas.

Vertybinių popierių komisija privertė mus nukrypti nuo išvardintų tikslų.

Mes siekiame, kad fondas galėtų sudaryti savo investicijų portfelį pagal laisvų akcijų indeksą „NSEL 30“, bet VPK sprendimas nepripažinti indekso užkirto tam kelią.

Seimui ruošiant naują Kolektyvinio investavimo subjektų (KIS) įstatymą, mes su juo bendradarbiavome ir siekėme, kad indekso fondams būtų leista nesilaikyti diversifikavimo reikalavimo, pagal kurį bendrovių, kurių dalis fonde yra nuo 5 iki 10% fondo turto, bendrai sudarytų ne daugiau kaip 40% fondo turto. Dabartiniame KIS įstatyme indekso fondams („NSEL 30 indekso fondas” būtų vienintelis) leista nesilaikyti šio diversifikacijos reikalavimo, jeigu fondas investuotų pagal VPK pripažintą indeksą. Deja, VPK „NSEL 30” indekso dar nepripažino, ir dėl to, laikydamasis griežtesnių diversifikavimo reikalavimų, fondas privalo investuoti į mažesnes bendroves, kurios yra rizikingesnės ir mažiau likvidžios.

Taip pat blogai yra tai, kad fondas dabar privalo atlikti daug papildomų sandorių. Kiekvieną kartą, kai akcijos kaina pakyla, ir bendrovės dalis fonde padidėja iki 5%, arba bendrovės, kurios dalis fonde sudaro 5% ir daugiau, akcijos kaina dar pakyla, fondas gali pažeisti KIS įstatyme nustatytus diversifikavimo reikalavimus. Tai reiškia, kad fondas tokiu atveju yra priverstas parduoti laiminčių bendrovių akcijas ir pirkti nesėkmingų bendrovių akcijas! Profesionalus portfelio valdytojas to tikrai neturėtų daryti!

Mūsų skaičiavimais, fondas dėl griežtesnių diversifikavimo reikalavimų laikymosi patyrė apie 14 500 litų papildomų sandorių išlaidų, ir fondo investuotojai neteko virš 450 000 litų pelno, kurį jie būtų gavę, jeigu fondo investicijų portfelis būtų sudarytas tiksliai pagal „NSEL 30” indeksą.

Per maždaug vienerius metus mes 4 kartus pateikėme prašymą, kad VPK pripažintų „NSEL 30” indeksą, ir detaliai išaiškinome kiekvieną indekso skaičiavimo žingsnį. Galiausiai mes turėjome kreiptis į teismą, kad priverstų VPK pasakyti mums priežastis, dėl kurios jie nepripažino „NSEL 30” indekso. Teismas sutiko, kad VPK privalo mums pasakyti tas priežastis.

VPK atsakymas buvo, kad VPK turi teisę, bet ne pareigą pripažinti „NSEL 30” indeksą, net jeigu indeksas atitinka visus reikalavimus. (Seimas KIS įstatyme yra numatęs indekso ir indekso fondo galimybę, bet VPK tai ignoruoja). Ar galite išsivaizduoti, kas atsitiktų, jeigu institucijos galėtų rinktis kas gali gauti tai, kas yra numatyta įstatyme? Atsiprašome, jūs negalite turėti savo namo, nes mes nesame įpareigoti jums leisti to daryti.

Kita pateikta priežastis yra: „NSEL 30 indekso fondas” yra ir indekso sudarytojas, ir vartotojas, kas kelia interesų konflikto tikimybę bei neužtikrina sąlygų objektyviam indekso skaičiavimui, kadangi, šiomis aplinkybėmis, sudarytojas yra suinteresuotas asmuo, todėl nepašalinama galimybė indeksą skaičiuoti taip, kad jis aptarnautų realiai egzistuojantį bendrovės portfelį, bei taip kyla grėsmė investuotojų saugumui”.

Tai - visiška nesąmonė. Koks konfliktas? Kodėl mes nenorėtume sukurti geriausio indekso ir stengtis, kad fondo portfelis jį atitiktų? Be to, visos „NSEL 30” indekso skaičiavimo

taisyklės yra viešai skelbiamos. Neįmanoma bandyti indekso priderinti prie egzistuojančio akcijų portfelio, nes portfelis yra sudaromas tik po to, kai jau yra sudarytas indeksas. Tai tas pat, kaip yra neįmanoma pakeisti tikrųjų bendrovės metinių veiklos rezultatų, kad jie atitiktų metinę ataskaitą, parašytą dar prieš prasidedant tiems metams, t.y. dar prieš tai, kai tie rezultatai iš viso yra! Tai paprasčiausiai neįmanoma. „NSEL 30“ indeksas yra skaičiuojamas kiekvieno ketvirčio pabaigoje, ir tik tuomet yra įmanoma sudaryti fondo investicijų portfelį naujam ketvirčiui pagal jau paskaičiuotą „NSEL 30“ indeksą. Mūsų apgailėstavimui ir jūsų nuostoliams, dėl VPK sprendimų mes negalėjome investuoti tiksliai pagal „NSEL 30“ indeksą.

Reikia pastebėti, kad vienas garsiausių akcijų rinkos indeksų „MSCI“ („Morgan Stanley Capital International“) priklauso dviems investicijų valdymo įmonėms „Morgan Stanley“ ir „The Capital Group Companies“, kurios investuoja savo klientų lėšas į indekso fondus. Niekas net nebandė teigti, kad tame yra kažkoks interesų konfliktas.

Užberdama druskos ant žaizdos, VPK fondo valdymo įmonei paskyrė 2 000 litų baudą už diversifikacijos reikalavimo neatitikimus tuo metu, kai fondas laukė anksčiau minėto fondui palankaus teismo sprendimo. Valdymo įmonė padavė apeliacinį skundą dėl šios baudos.

KIS įstatyme numatyti diversifikacijos reikalavimai nusipelno atskiro komentaro. Matyt, kažkas pagalvojo, kad tai gerai atrodo, ir juos sukūrė, nors nėra jokių statistinių įrodymų ar mokslinių darbų, pagrindžiančių, kad būtent toks diversifikavimas mažina riziką. Tuo tarpu yra gausu literatūros apie tai, kad indeksas, sudarytas pagal rinkos kapitalizaciją, turi mažiausią riziką. Ši koncepcija netgi laimėjo Nobelio premiją. Be to, šie KIS įstatyme numatytais diversifikavimo reikalavimais ignoruojami 55 metai, kai yra vadovaujama modernia portfelio teorija, ir yra matematiškai įrodyta, kad svarbiausia rizikos sumažinimui yra koreliacija (tarpusavio ryšys), o ne bendrovės dalis investicijų portfelyje. Nerizikingą portfelį galima sudaryti ir iš dviejų bendrovių akcijų, kurių kiekvienos dalis yra 50%, jeigu tų bendrovių akcijų kainos neigiamai koreliuoja (linkusios kisti priešinga kryptimi).

### **Lietuvos akcijų rinka**

2004 metais „NSEL 30“ indekso veiklos rezultatas (+57,42%) buvo geresnis už visų išsivysčiusių pasaulio akcijų rinkų rezultatus. Austrija buvo arti (+57,02%), po jos sekė Norvegija (+36,21%). Pati geriausia Europoje buvo Vengrija (jos akcijų rinkos indeksas „MSCI“ kilo 63%). Pelningiausia „NSEL 30 indekso fondo“ investicijų portfelio akcija buvo „Lietuvos elektrinė“, kurios kaina pakilo 235%. Vienuolikos investicijų portfelį sudarančių bendrovių kainos pakilo daugiau kaip 100%. Blogiausiai pasirodė „Dvarčionių keramika“ (-39%).

### **Ekonomika**

Lietuvos ekonomika vėl buvo puiki. BVP augo daugiau nei 6%, smarkiai kilo realus darbo užmokestis. 2003 metais Lietuvos BVP augo sparčiausiai Europoje, 2004 metais

buvo panašiai. Mažmeninė prekyba per pirmus dešimt 2004 metų mėnesių didėjo 9,5%. Ikimokestiniai pelnai trečiąjį 2004 metų ketvirtį, palyginti su tuo pačiu laikotarpiu pernai, pakilo 1,5 karto. Visur statybos, rekonstrukcijos, tobulinimai. Atsidaro nauji prekybos centrai ir parduotuvės, o viso pasaulio produktai tampa lietuviams prieinami. Bedarbystė pasiekė naujas žemumas.

## **Politikos apžvalga**

Valdai Adamkui tapus prezidentu, į Lietuvos politiką grįžo stabilumas. Lietuva nuo 2004 m. gegužės 1 d. įstojo į Europos Sąjungą. Tai iš karto pridėjo importo mokesčių ir muitų ne Europos Sąjungos prekėms, bet pralaužė Lietuvai sienas į likusią Europą. Tuo tarpu naujoji Darbo partija, neturinti daug patirties, tačiau turinti daug radikalių socialistinių idėjų, didelių pažadų dėka Parlamente laimėjo daugiausia vietų (bet ne daugumą). Deja, nėra gerai apgalvota, kiek žalos ekonomikai, darbui, verslui, kapitalui ir netgi asmeninei laisvei pridarys daugelis šios partijos idėjų. Daugelis jų pasiūlymų, apie kuriuos aš esu girdėjęs, turės neigiamų padarinių.

## **Fondo rezultatai ir išlaidos**

2004 metais su VPK susitarėme, kad fondas pakeis išlaidų struktūrą - visos išlaidos, neįskaitant valdymo, depozitoriumo ir finansų maklerių komisinių mokesčių, bus apribotos iki 0,5% nuo fondo aktyvų vidutinės metinės vertės. Kadangi fondas 2004 metais buvo didesnis negu 2003-taisiais, išlaidos santykinai sumažėjo. Fondo veiklos sąnaudų, neįskaitant valdymo, depozitoriumo ir finansų maklerių komisinių mokesčių, 2003 metais buvo 0,45%, o 2004 metais - tik 0,40% fondo aktyvų vidutinės metinės vertės. Su valdymo mokesčiu (1% fondo aktyvų vidutinės metinės vertės), depozitoriumo mokesčiu (0,30% fondo aktyvų vidutinės metinės vertės ir 30 litai už kiekvieną sandorį) ir finansų maklerių komisiniais mokesčiais (0,35-0,45% nuo kiekvieno sandorio vertės), visos fondo veiklos sąnaudų 2004 metais sudarė 2,24% fondo aktyvų vidutinės metinės vertės.

Fonde visą laiką yra laikoma grynųjų pinigų likvidumui užtikrinti, ir tai veikia fondo veiklos rezultatus. Jeigu rinka staigiai kyla, fondo akcijos kainos kilimas atsiliks nuo „NSEL 30“ indekso, kadangi gryniesiems pinigais neaugs tiek, kiek investicijų portfelis. Jeigu rinka krenta, fondo rezultatai bus geresni negu „NSEL 30“ indekso dėl to, kad grynųjų pinigų vertė nekris. 2004-tieji buvo dar vieni puikūs metai akcijų rinkai ir „NSEL 30 indekso fondui“, kuris išaugo daugiau nei dvigubai, tad grynųjų pinigų likutis ir laikas, kol naujos įplaukos buvo investuojamos, turėjo įtakos fondo veiklos rezultatams. 2004 metais:

„NSEL 30“ indeksas	+57,42%
„NSEL 30 indekso fondo“ investicijų portfelis (be grynųjų pinigų likučio, su finansų maklerių komisiniais mokesčiais)	+54,82%
Fondo grynųjų aktyvų vertė vienai akcijai	+49,19%

Kaip jau minėjome 2003 metų ataskaitoje, „NSEL 30 indekso fondo” rezultatai šiek tiek atsiliko nuo „NSEL 30” indekso rezultatų dar ir dėl to, kad, įsigaliojus naujam KIS įstatymui, reguliuojančiam investicinių fondų veiklą, „NSEL 30 indekso fondo” veikla buvo trumpam sustabdyta. Kadangi VPK nebuvo pripažinusi „NSEL 30” indekso fondas turėjo parduoti dalį akcijų, kad atitiktų diversifikacijos reikalavimus, be to, veiklos sustabdymo metu fondas negalėjo pirkti naujų akcijų. Veiklos sustabdymo laikotarpis (sausis), buvo bene geriausias akcijų rinkai – ji smarkiai kilo, tad vėliau fondas žymiai didesnėmis kainomis bei mokėdamas mokesčius už sandorius vėl supirko akcijas, kurias prieš tai privalėjo parduoti. Vertybinių popierių komisija yra svarbi fondo rezultatų atsilikimo nuo „NSEL 30” indekso rezultatų priežastis, ypač jeigu dar pridėsime dėl VPK patirtas fondo teises išlaidas.

Trumpo fondo veiklos sustabdymo metu nebuvo galima išsipirkti (parduoti atgal fondui) fondo akcijų, ir tai mane labiausiai liūdino, kadangi investuotojai turėtų galėti visada, kada tik panorėję, atgauti savo pinigus. Vertybinių popierių komisija gali bausti fondo valdymo įmonę, bet niekada neturėtų kenkti investuotojams. Aš asmeniškai pasiūliau nupirkti akcijas rinkos kaina iš visų norinčiųjų jas parduoti. VPK bandė tam prieštarauti, tačiau, pasak mūsų teisininkų, VPK čia negalėjo kištis, kadangi savininkai gali daryti ką nori su savo akcijomis. Niekas nepriėmė mano pasiūlymo, ir man malonu pasakyti, kad nuo to laiko investuotojai gavo naudos iš „NSEL 30 indekso fondo” sėkmės.

### **Citrinos? ..... Limonadas**

Tai amerikiečių verslo posakis: kai Jums netikėtai patiekia citrinas – pasidarykite iš jų limonadą. Jeigu VPK ir toliau neleistų „NSEL 30 indekso fondui” būti indekso fondu, tuomet valdymo įmonė neturėtų kitos išeities, kaip tik aktyviai valdyti fondą. Tai reiškia, kad valdymo įmonė, negalėdama pirkti tiksliai tiek akcijų, kiek jų reikia pagal „NSEL 30” indeksą, turės pasirinkti, kur investuoti akcijų dalies „pervirši”. Fondo veiklos pradžioje 2001 metais mes mažai žinojome apie Lietuvos bendrovių akcijas, tačiau fondo valdymo įmonė per 3 metus surinko išsamią Lietuvos akcijų duomenų bazę ir pagal partnerinių įmonių sukurtus rodiklius ištyrė, kuo remiantis yra sėkmingiausia investuoti Lietuvoje.

Naudodama pažangią modernios portfelio teorijos optimizacijos matematiką, valdymo įmonė sukūrė Lietuvos rinkai geriausiai pagal riziką ir pelną tinkantį investavimo modelį, ir patikrino, kaip jis būtų veikęs nuo 1998 metų. Taip pat šis modelis yra „gyvai” naudojamas nuo 2002 metų trečiojo ketvirčio. Modelio rezultatas yra puikus. Mes vis dar norime, kad „NSEL 30 indekso fondas” būtų indekso fondas (t.y. investuotų tiksliai pagal indeksą), tačiau, jeigu taip nebus, naudosisime šį investavimo modelį. 2004-taisiais metais taip ir darėme. Pagal investavimo modelį kol kas yra valdoma tik apie 2% fondo turto, ir tik tuomet, kai reikia atitikti diversifikavimo reikalavimus.

## PERSPEKTYVOS

2001 m. balandį aš paskelbiau viešą prognozę, kad Lietuvos akcijų rinka per 5 metus patrigubės (+200%). Taip ir įvyko. Matuojant „NSEL 30“ indeksu, vien per 2003 m. (+97,53%) ir 2004 m. (+57,42%) akcijų rinkos augimas siekė 211%. Šis rezultatas yra prieš išlaidas ir mokesčius, kadangi į indeksus išlaidos ir mokesčiai neįtraukiami. „NSEL 30 indekso fondo“ akcijos kaina per minėtus 2 metus pakilo 174%; fondo ir indekso rezultatų skirtumus ir jų priežastis jau minėjome. Kadangi į fondą investavo daug naujų investuotojų, iš kurių daugelis neturi jokios patirties akcijų rinkoje, aš norėčiau Jums papasakoti istoriją apie prognozavimą.

### Aukso kaina

Nuo tada, kai JAV prezidentas buvo Franklinas Ruzveltas, iki prezidento Niksono amerikiečiams nebuvo galima turėti aukso. Tai buvo viena iš daugelio ekonominių laisvių, kurias po 1929 m. depresijos panaikino Ruzveltas. Aukso kaina buvo fiksuota (35 JAV dolerių už unciją). Galiausiai, nuo 1975 m. aukso kainą buvo ketinama „išlaisvinti“.

Tuo metu aš dirbau vyresnioju finansų analitiku Mellon banke, didžiausiame regioniniame banke, tuo metu turėjusiame 135 filialus ir kelis milijonus klientų. Banke niekas neturėjo jokios patirties su aukso. Kadangi aš pagal išsilavinimą buvau investicijų ekspertas, bankas man davė užduotį konsultuoti klientus investavimo į auksą klausimais.

Aš kruopščiai atlikau makroekonominės pasiūlos ir paklausos kreivių ir ribinių kainų analizes. Apskaičiavau, kad aukso kainos pusiausvyros taškas yra 300 JAV dolerių už unciją! Banko vadovybė nusivylė šia prognoze ir pasitikėjimas manimi šiek tiek sumažėjo. Net labiausiai optimistinė prognozė spaudoje tuo metu buvo tik apie 100 JAV dolerių už unciją! Nepaisant to, bankas vis dėlto nenoriai išsiuntė mano analizę keletai atrinktų klientų ir visems skyriams įsakė, kad klientai visais klausimais apie auksą kreiptųsi į mane.

Vos tik leidus aukso kainai laisvai svyruoti, ji staigiai pašoko iki 100 JAV dolerių. Vėliau iki 200 JAV dolerių ir, kai ji pakilo iki 300 JAV dolerių, aš naujoje ataskaitoje pareigingai priminiau, kad tai yra anksčiau minėtas pusiausvyros taškas, ir jau atėjo laikas parduoti. Šį sykį bankas su didžiuliu entuziazmu visiems nusiuntė mano ataskaitą. Kai auksas pasiekė 600 JAV dolerių, mano draugas stomatologas nustojo su manim kalbėtis (dantų aukso plombos vis dar buvo naudojamos). Kartu aš praradau pasitikėjimą banke. Kai auksas pakilo virš 800 JAV dolerių už unciją, mano stomatologas nebeprisiėmė manęs gydytis, ir aš gavau neapykantos kupiną laišką. Tada aukso kaina nukrito iki 300 JAV dolerių ir šioje vietoje išbuvo beveik 30 metų, iki susilpnėjusio dolerio laikų.

Galima padaryti absoliučiai teisingas prognozes, bet vis tiek turėti klientų, kurie bus nepatenkinti. Turto kainos be priežasties gali pradėti smarkiai kilti ar kristi, taip pat gali pasiekti nesuvokiamas ribas.

Esu labai sėkmingai prognozavęs naftos, dolerio kainas, akcijų rinkų veiklą ir tt. Tačiau yra labai sunku būti teisiu, kai rezultatus lemia nekontroliuojami atsitiktiniai įvykiai. Jeigu aš Jums dabar pasakyčiau būti apdairiam ar nusimti dalį pelno, kai akcijų rinka padvigubės – gali būti, kad aukso kainos istorija pasikartos.

### **Didėjanti rizika**

Akcijų rinkai sparčiai kylant, paprastai didėja jos svyravimai ir investavimo rizika. Yra įprasta, kad besivystančių šalių akcijų rinkos turi apie 30% standartinį nukrypimą (deviaciją). Tai reiškia, kad 30% rinkos kritimas po staigaus kilimo yra laikomas „normaliu“. Praėjusiais metais Lietuvos akcijų rinka beveik tolygiai kilo, todėl kai kurie investuotojai dabar rūpinasi, kad tai nebūtų akcijų rinkos „burbulas“. Vis dėlto, mūsų skaičiavimais, akcijų rinka turi dar gerokai pakilti, kol atsiras didelė rizika.

Jeigu europiečiai „atras“ Lietuvos akcijų rinką, augimas ir akcijų rinkos rodikliai jiems atrodoys geri, palyginti su išsivysčiusių Europos šalių rinkomis. Iki šiol Lietuva nėra netgi paminėta pasaulio finansų spaudoje. Vilniaus vertybinių popierių birža dar neturi laisvų akcijų rinkos indekso (nors biržos indeksas VILSE yra žymiai geresnis už prieš tai buvusį LITIN-G indeksą, tačiau jis neatspindi laisvai cirkuliuojančių akcijų ir pan.). Taigi akcijų paklausa dar gali didėti. Dar nedaug Lietuvos gyventojų turi akcijų (mažiau nei 1%, palyginti su 12% Europoje ir, mano skaičiavimais, apie 30% JAV). Vis dėlto nereikėtų skolintis, kad galėtume investuoti į akcijas, nebent Jūs galėtumėte kurį laiką patogiai laukti. Taip pat būtina diversifikuoti investuojant kitose rinkose. Norėdami pasikonsultuoti dėl diversifikavimo idėjų, susisiekite su mumis arba pasitarkite su „Vilniaus banko“ vadybininku arba asmeniniu bankininku.

### **Akcijų vertė**

Bendrovių pelnai 2004 metais buvo žymiai didesni negu 2003-aisiais. Prognozuojame, kad 2004 metais „NSEL 30 indekso fondo“ investicijų portfelį sudarančių bendrovių pelnai bus 108% didesni, palyginti su 2003 metais. Turto grąža, kita vertus, vis dar yra nedidelė. Nepaisant to, daugelis 2003 metais nuostolingų bendrovių 2004 metais jau dirbo pelningai. Nors kai kurių bendrovių akcijas galėtume laikyti spekuliacinėmis, vienas iš pagrindinių akcijų rinkos rodiklių rodo, kad iš esmės rinkoje spekuliacijos nėra. Akcijos dabar yra gana teisingai įkainotos, jos daugiau nebeparduodamos su didele nuolaida, skaičiuojant jų vertę pagal grynųjų pinigų srautų, pelno ir buhalterinės vertės rodiklius (akcijos buvo labai nuvertintos prieš 2 metus). Tačiau į akcijų kainas vis dar neįtrauktas bendrovių augimas ateityje ir jų pelno augimas. Mūsų akcijų kainų teorija (G.R.A.P.E.S. („Growth Rate Arbitrage and Price Equilibrium System” – „Augimo greičio arbitražo ir kainų pusiausvyros sistema”)) leidžia mums įvertinti bendrovės tarsi jos būtų privačiai valdomos. Remdamiesi 2004 metų pabaigos akcijų kainomis ir prognozuojamais 2004 m. pelnais (bendrovės tik dabar teikia ketvirtojo 2004 m. ketvirčio ataskaitas) pastebime, kad 2004 m. pabaigoje rinka yra dar nepakankamai įvertinta. Rinka dar turėtų pakilti

122%, kad būtų teisingai įvertinta, skaičiuojant pagal tai, kad Lietuvos ilgalaikių (t.y. artimų 10 metų) Vyriausybės vertybinių popierių pelningumas 2004 m. gruodžio mėnesį buvo 3,95%.

Atlikęs šią analizę, aš kol kas neparduosiu nė vienos mano turimos „NSEL 30 indekso fondo“ akcijos. Niekada nebūna viskas visiškai tiksliai taip, kaip prognozuojama, todėl yra galimi įvairūs akcijų rinkos svyravimai, tačiau mes galime pasakyti, kad Lietuvos akcijų rinka gali dar labai smarkiai kilti ir vis dar nebus pervertinta.

## **Gerai**

„Lietuvos Nacionalinė vertybinių popierių birža“ po privatizacijos tapo „Vilniaus vertybinių popierių birža“. Mes buvome susitikę su „Vilniaus vertybinių popierių biržos“ atstovais – jie puikūs. Privatizacija padarė didžiulį skirtumą! Daugelis problemų buvo išspręstos, o tos, kurios dar neišspręstos – šeiminkai apie jas žino. Buvo padarytas didelis šuolis į priekį. „Vilniaus vertybinių popierių biržos“ vadovai yra puikūs, talentingi ir žino savo darbą. Juos tik reikia paskatinti iekoti daugiau naujų bendrovių, kurių akcijomis būtų prekiaujama biržoje.

## **Blogai**

Viena iš „NSEL 30 indekso fondo“ investicijų portfelį sudarančių bendrovių „Kauno tiekimas“ vieną ketvirtį paskelbė didelius pelnus, dėl to jos akcijos kaina padvigubėjo ir pateko į „NSEL 30“ indeksą. Kitą ketvirtį be jokio paaiškinimo bendrovė paskelbė didelį nuostolį ir akcijos kaina nukrito daugiau kaip 50%. „Kauno tiekimo“ vadovas išvyko atostogauti, ir praėjo savaitės, kol mes gavome atsakymą dėl to, kas atsitiko. Atsakymas buvo visai nesuprantamas, ir mūsų finansininkas iš finansinės ataskaitos negalėjo susigaudyti, kas su šia bendrove vyksta. Bendrovių vadovai turi suprasti, kad jie privalo paaiškinti didelius nuostolius savo akcininkams, negalima tiesiog nieko nesakyti.

Ruošdamiesi metų pabaigos „NSEL 30“ indekso perskaičiavimui, atradome, kad „Ekranas“ ir vėl išleido naujų akcijų saviems žmonėms gerokai žemesne nei rinkos kaina. Mums tai atrodo vagystė iš likusių akcininkų. Pastarąjį kartą, kai jie taip padarė, mes padavėme „Ekraną“ į teismą, tačiau pralaimėjome. Deja, Lietuvos Vertybinių popierių komisija neparėmė mūsų teismo ieškinio. VPK turėtų prižiūrėti tokius atvejus ir ginti investuotojų interesus. Mes akivaizdžiai tuo metu buvome vieninteliai, kurie bandė ginti smulkiųjų „Ekranos“ akcininkų teises. Tai, ką anksčiau ir dabar padarė „Ekranas“, JAV yra nelegalu. Negalima saviems žmonėms atiduoti akcijų žemesne negu rinkos kaina, nebent pasiūlymas galiotų visiems akcininkams.

## **Labai blogai**

Išlieka dar gerokai per daug biurokratijos ir ekonominių laisvių suvaržymų. Taip pat yra daugybė ekonomikos reguliavimo trūkumų, trukdančių bandantiems užsiimti verslu ir

investuoti. Pavyzdžiui, dabartiniai įstatymai neleidžia turėti akcijų opcijų, blokuoja arba užkerta kelią didesnėms premijoms ir finansiniams apdovanojimams, nėra procedūros, kai akcijų kainos automatiškai sumažinamos dividendų dydžiu po dividendų išmokėjimo, nėra ketvirtinių dividendų ir nėra visoms biržoje listinguojamoms bendrovėms privalomų ketvirtinių ataskaitų. Sąrašas yra ilgas, bet jo viršuje yra valstybinių įmonių darbuotojai, nežinantys pagrindinių savo darbo tikslų (tikslai yra apginti ir nepakenkti investuotojams, skatinti finansų rinką ir prisidėti prie geros Lietuvos ateities).

### **„Investicijų portfelių valdymo” kolektyvas**

„NSEL 30 indekso fondo” valdymo įmonės „Investicijų portfelių valdymas” kolektyvas yra labai stiprus. Valdymo įmonėje 11 darbuotojų, iš jų 3 turi finansų maklerių licencijas. Dauguma darbuotojų čia dirba daugiau nei 4 metus ir beveik visi turi bakalaurų ar magistrų laipsnius, vienas darbuotojas turi CFA sertifikatą. Šeši darbuotojai stažavosi JAV po šešis mėnesius ir ilgiau. Visas kolektyvas nuoširdžiai Jums dirba.

Mes ir toliau kovosime dėl Jūsų, fondo akcininkų, teisių, ir stengsimės padėti tobulinti pačią rinką bei gilinti investuotojų žinias šioje srityje.

Aš vis dar esu vienas iš didžiausių fondo akcininkų ir tikiuosi, kad mūsų sėkmė tęsis, Lietuvos ekonomika bus stipri, ateitis šviesi, ir tik labai daug neteisingų Vyriausybės sprendimų galėtų nuversti šį galingai riedantį traukinį.

Mes – Jūsų paslaugoms.

Nuoširdžiai,  
**Max Zavanelli**  
Fondo Stebėtojų tarybos pirmininkas  
Fondo valdymo įmonės Valdybos  
pirminininkas

## FINANSINĖS ATASKAITOS

Šios ataskaitos paruoštos pagal verslos apskaitos standartus, LR Vertybinių popierių komisijos 2004 m. birželio 23 d. nutarimu Nr. 11 patvirtintas „Valdymo įmonių ir investicinių kintamojo kapitalo bendrovių, kurių valdymas neperduotas valdymo įmonėms, informacijos rengimo ir pateikimo taisyklės” ir 2004 m. sausio 13 d. LR Vyriausybės patvirtintą „Pensijų fondų buhalterinės apskaitos ir finansinės atskaitomybės tvarką”. Ankstesnių metų finansinė atskaitomybė perskaiciuota vadovaujantis verslo apskaitos standartais ir 2004 m. sausio 13 d. LR Vyriausybės patvirtinta „Pensijų fondų buhalterinės apskaitos ir finansinės atskaitomybės tvarka”. Ataskaitose naudojama valiuta – litas.

### *Balansas*

<b>TURTAS</b>	2004 12 31	2003 12 31
I. PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI	894 164	729 594
II. TERMINUOTI INDĖLIAI		
III. INVESTICIJOS	36 562 278	10 475 372
1. Skolos vertybiniai popieriai		
1.1. Vyriausybių ir centrinių bankų arba jų garantuoti skolos vertybiniai popieriai		
1.2. Kiti skolos vertybiniai popieriai		
2. Nuosavybės vertybiniai popieriai	36 562 278	10 475 372
3. Kolektyvinio investavimo subjektų investiciniai vienetai		
4. Kitos investicijos		
IV. GAUTINOS SUMOS	565 418	384 351
1. Investicijų pardavimo sandorių gautinos sumos	256 653	235 071
2. Kitos gautinos sumos	308 765	149 280
<b>TURTAS, IŠ VISO</b>	<b>38 021 860</b>	<b>1 589 317</b>
<b>ĮSIPAREIGOJIMAI IR GRYNIEJI AKTYVAI</b>		
V. ĮSIPAREIGOJIMAI	478 911	418 296
1. Investicijų pirkimo įsipareigojimai	386 108	223 101
2. Mokėtinos sumos kaupimo bendrovei ir depozitoriumui	91 331	35 862
3. Kitos mokėtinos sumos ir įsipareigojimai	1 472	159 333
VI. GRYNIEJI AKTYVAI (I+II+III+IV-V)	37 542 949	11 171 021
<b>ĮSIPAREIGOJIMAI IR GRYNIEJI AKTYVAI, IŠ VISO</b>	<b>38 021 860</b>	<b>1 589 317</b>

Pastaba: Fondas neturi ilgalaikio turto. Fondą valdo (administruoja) UAB Investicinių bendrovių valdymo įmonė „Investicijų portfelių valdymas”.

*Aktyvų pasikeitimo ataskaita*

	<b>2004 12 31</b>	<b>2003 12 31</b>	<b>2002 12 31</b>
<b>1. Išleistų akcijų vertė</b>	<b>19 760 941</b>	<b>8 830 725</b>	<b>66 495</b>
<b>2. Išpirktų akcijų vertė</b>	<b>(2 073 330)</b>	<b>(462 356)</b>	<b>(14 325)<sup>@</sup></b>
<b>3. Investicinės veiklos pajamos:</b>			
3.1. Banko palūkanos	2 152	766	43
3.2. Dividendai	370 979	46 726	18 392
<b>Investicinės veiklos pajamos iš viso</b>	<b>373 131</b>	<b>47 492</b>	<b>18 435</b>
<b>4. Realizuotas pelnas (nuostolis)</b>	<b>1 223 017</b>	<b>93 852</b>	<b>(69 514)</b>
<b>5. Akcijų vertės padidėjimas (sumažėjimas)</b>	<b>7 632 049</b>	<b>1 488 523</b>	<b>90 013</b>
<b>6. Veiklos sąnaudos:</b>			
6.1. Reklamos sąnaudos	53 558	6 296	9 133
6.2. Kelių mokestis	6 021	483	275
6.3. Teisinės sąnaudos	31 273	8 850	4 186
6.4. Audito išlaidos	4 000	4 720	4 720
6.5. Mokestis valdymo įmonei	242 757	52 181	13 046
6.6. Mokestis finansų makleriui	100 123	37 751	3 604
6.7. Depozitoriumo išlaidos	104 189	32 158	5 426
6.8. Kitos sąnaudos	1 959	2 773	33
<b>Veiklos sąnaudos iš viso</b>	<b>543 880</b>	<b>145 212</b>	<b>40 423</b>
<b>7. Kitos veiklos pajamos</b>		<b>1 000</b>	
<b>Nuosavi grynieji aktyvai</b>			
Metų pradžioje	11 171 021	1 316 997	1 266 316
Metų pabaigoje	37 542 949	11 171 021	1 316 997
<b>Nuosavi grynieji aktyvai vienai akcijai</b>			
Metų pradžioje	1 646,91	895,92	891,14
Metų pabaigoje	2 457,00	1 646,91	895,92

<sup>@</sup> Išpirkę akcijas, visi akcininkai gavo pelną.

## Kodėl verta investuoti Lietuvoje:

- **Gerai akcijų rinkos rodikliai** (žemas akcijų kainos ir pelno akcijai santykis ir žemas akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis).
- **Labai maža infliacija**.
- **BVP sparčiai auga** (išankstiniais vertinimais, 2004 metais BVP augo 6,6%).
- **Griežti finansinės atskaitomybės reikalavimai** bendrovėms, kurių akcijos listinguojamos VVPB.

## Kodėl verta investuoti per *NSEL 30 indekso fondą*:

- **Išskaidyta rizika:** Investicinei rizikai mažinti Fondas investuoja į trisdešimties bendrovių akcijas iš įvairių ekonomikos sektorių. Taip investuotojo pinigai yra paskirstomi visoje rinkoje ir apsaugomi nuo didesnio akcijų kainų svyravimo, atsirandančio dėl specifinių įvykių atskirose bendrovėse. Investicijų portfelis, sudarytas iš 30 įvairių bendrovių ir pramonės sektorių akcijų, yra daug stabilesnis ir mažesnės rizikos už portfelį, sudarytą iš mažesnio akcijų skaičiaus.
- **Likvidu:** Investicija į *NSEL 30 indekso fondą* ypač likvidi. Investuotojas bet kada gali išpirkti Fondo akcijas.
- **Efektvyu:** pasyviai valdymo *NSEL 30 indekso fondo* akcijų portfelio apyvarta yra mažesnė už aktyviai valdomų fondų, todėl sandorių išlaidos yra mažesnės.
- **Patogu:** Viena Fondo akcija - tai trisdešimties bendrovių akcijų “krepšelis”. Tokiu būdu be didesnių papildomų sąnaudų turėsite išskaidytos rizikos investiciją.
- **Investuojama į didžiausias bendroves:** Fondo investicijų portfelis sudarytas iš trisdešimties didžiausių (pagal laisvų akcijų kapitalizaciją) bendrovių, listinguojamų VVPB, akcijų (panašu į JAV Dow Jones 30 indeksą).
- **Reinvestuojami dividendai:** Jums nereikės sekti, kada bendrovės išmoka dividendus ir laiku juos reinvestuoti. Bendrovių išmokėti dividendai bus iš karto reinvestuojami.

## PAGRINDINIAI DUOMENYS APIE INVESTICINIŲ FONDA, VALDYMO ĮMONĖ, DEPOZITORIUMĄ IR AKCIJŲ PLATINTOJĄ



### Investicinis fondas

Investicinė kintamojo kapitalo bendrovė  
*NSEL 30 indekso fondas*  
P. Lukšio g. 32, LT-08222 Vilnius  
Tel./faks.: (8-5) 2747016, 2747017, 2747018  
El. paštas fund@indexfund.lt  
www.indexfund.lt



### Investicinio fondo valdymo įmonė

UAB Investicinių bendrovių valdymo įmonė  
*Investicijų portfelių valdymas*  
P. Lukšio g. 32, LT-08222 Vilnius  
Tel./faks.: (8-5) 2747016, 2747017, 2747018  
El. paštas office@ipv.lt  
www.ipv.lt



### Investicinio fondo depozitoriumas ir pagrindinis akcijų platintojas

AB *Vilniaus bankas*  
Gedimino pr. 12, LT-01103 Vilnius  
Tel. (8-5) 268 23 71  
Faksas (8-5) 268 23 74  
El. paštas fond@vb.lt  
www.vb.lt

Visa informacija apie Fondą ir jo akcijų platinimą yra Fondo akcijų emisijos prospekte, su kuriuo galite susipažinti visuose *Vilniaus banko* filialuose ir skyriuose, Fondo būstinėje bei Fondo tinklapyje. Informacijos apie Fondą, jo akcijų pirkimo tvarką ir sąlygas Jums suteiks bet kuris *Vilniaus banko* arba Fondo valdymo įmonės finansų makleris.