

# Pensijų fondų investicijų į rizikos kapitalą skatinimas: galimybės Europos Sąjungos šalyse

Straipsnyje analizuojamos pensijų fondų investicijos į rizikos kapitalą. Analizuojama rizikos kapitalo investicijų įtaka ekonomikai, finansų sistemos struktūros įtaka investicijoms į rizikos kapitalą, taip pat pensijų fondų įtaka rizikos kapitalo plėtrai. Išskiriamos pagrindinės kliūtys stabdančios pensijų fondų investicijas į rizikos kapitalą ir skatinimo priemonės.

**Raktiniai žodžiai:** rizikos kapitalas, rizikos kapitalo investicijos, pensijų fondai.

The article analyzes pension funds investments to risk capital. The authors analyze influence of risk capital investments on country's economy, influence of financial system's structure on investments to risk capital, as well as pension funds influence on risk capital development. The authors define the major obstacles for pension funds investments to risk capital and highlight promoting measures.

**Keywords:** risk capital, risk capital investments, pension funds.

## Įvadas

Pensijų fondų investicijos į rizikos kapitalą Europoje sudaro daugiau kaip 25 % (EVCA Yearbook, 2006) ir nuolat didėja. Didžiausią dalį pensijų fondų investicijos į rizikos kapitalą sudaro Didžiojoje Britanijoje, Švedijoje ir Nyderlanduose. Europos Sąjungos šalyse pensijų fondų, kartu su kitais instituciniais investuotojais (draudimo kompanijomis, bankais, valstybe, įmonėmis) investicijos kuria palankią rizikos kapitalui aplinką ir yra vienas iš veiksnių lemiančių rizikos kapitalo vystymąsi. Tačiau pensijų fondų investicijos į rizikos

kapitalą Europoje nėra išvystytos, lyginant su JAV, kur pensijų fondai sudaro 50 % investicijų į rizikos kapitalą (Barros ir kt., 2005).

Remiantis Europos rizikos kapitalo asociacijos rekomendacijomis, gerai kapitalizuotų pensijų fondų investicijos yra labai svarbus ilgalaikio finansavimo šaltinis, galintis užtikrinti pastovų, stabilų ir ilgalaikį rizikos kapitalo augimą. Ir nors Europos Sąjungoje demografinės tendencijos lemia visuomenės senėjimą, dalis šalių vis dar išlieka priklausomos nuo valstybinės pensijų sistemos, kuri pagrįsta tuo, kad dirbantys asmenys moka pensijas esamiems pensi-

---

Dalia KAUPELYTĖ – socialinių mokslų daktarė, Vytauto Didžiojo universiteto Ekonomikos ir vadybos fakulteto Finansų katedros lektorė. Adresas: S.Daukanto g. 28, Kaunas, Lietuva. Tel.: 8 37 327854. El.paštas: d.kaupelyte@evf.vdu.lt

Vilija JANKAUSKIENĖ – Vytauto Didžiojo universiteto Ekonomikos ir Vadybos fakulteto Finansų katedros doktorantė. Adresas: S. Daukanto g. 28, Kaunas, Lietuva. Tel.: 8 37 327854. El.paštas: v.jankauskienė@evf.vdu.lt

ninkams, todėl privačių pensijų sistemos sukūrimas yra vienas iš svarbiausių prioritetų Europoje. Netgi tose šalyse, kur egzistuoja privačios pensijų sistemos, nėra garantijų, kad pensijų fondų grąža užtikrins būsimų išsipareigojimų įvykdymą, todėl kyla pensijų fondų poreikis didinti investicijas į aukštesnio pajamingumo sritis. Investicijos į rizikos kapitalą ilgalaikiam laikotarpije gali duoti didesnę grąžą nei rinkos vidurkis. Tose šalyse, kur reguliavimo režimas leidžia pensijų fondams diversifikuoti savo investicijų portfelį ir investuoti į rizikos kapitalą, statistiniai duomenys rodo, kad šis turtas ilgalaikiam laikotarpije gali duoti didesnę grąžą (EVCA White Paper, 2001).

Analizuojant pensijų fondų investicijas į rizikos kapitalą kyla daug klausimų, tokių kaip, kokia turi būti finansų rinkos infrastruktūra, kuri skatintų rizikos kapitalo plėtrą, koks turi būti pensijų fondų reguliavimas, kokios papildomos priemonės turi būti priimtos Europos Sąjungos šalyse, skatinant pensijų fondų investicijas į rizikos kapitalą, o tuo pačiu – ilgalaikį ekonomikos augimą?

**Tyrimo tikslas:** išanalizavus pensijų fondų investicijų į rizikos kapitalą ribojimus, pasiūlyti skatinimo priemones Europos Sąjungos šalyse.

**Tyrimo objektas:** pensijų fondų investicijos į rizikos kapitalą.

**Tyrimo metodai:** sisteminė mokslinės literatūros analizė, loginės lyginamosios analizės ir apibendrinimo metodai.

## Investicijų į rizikos kapitalą reikšmė

Alternatyvių rizikos kapitalo rinkų sukūrimas, t.y. tokių rizikos kapitalo rinkų, kuriuos suteikia paramą ankstyvos stadijos ir

aukštų technologijų kompanijoms, įgauna vis didesnę ekonominės politikos prioritetą. Skatinant rizikos kapitalo rinkų sukūrimą yra vertinama tai, kad rizikos kapitalas teigiamai įtakoja pastovų ekonomikos augimą ir darbo vietų sukūrimą (Bottazzi, Da Rin, 2002, European Commission, 2003, OECD, 2001). Kai ekonomikos tampa vis labiau priklausomos nuo inovacijų ir antreprenerystės tam, kad pasiektų pastovų ilgalaikį augimą (Bottazzi ir kt. 2003, Nelson, Romer, 1996, OECD, 2001), vyriausybės bando pakartoti tuos sėkmingus rizikos kapitalo skatinimo modelius, kuriuos įdiegė JAV (Megginson, 2004). Šie bandymai reikalauja didelių investicijų, tačiau vis dar mažai yra žinoma, kokios politinės priemonės gali padėti sukurti aktyvias rizikos kapitalo rinkas.

Rizikos kapitalas geriausiai pasaulyje išvystytas yra JAV. Yra keletas esminių priežasčių, nulėmusių spartų jo augimą JAV. Vienas iš esminių veiksnių, įtakojuusių profesionaliai valdomo rizikos kapitalo plėtrą, buvo 1958 m. JAV priimtas Smulkių įmonių investavimo aktas. Šis teisės aktas atvėrė naujas galimybes naujai steigiamoms smulkių įmonių investicinėms kompanijoms, kurioms buvo suteikta teisė finansuoti ir valdyti mažas antrepreneriškas įmones JAV. Dar vienas ne mažiau svarbus JAV rizikos kapitalo plėtros veiksnys buvo ir pensijų fondų įstatymų pakeitimai 1970 m., kai pensijų fondams buvo leista investuoti į nepriklausomus investicinius fondus, tame tarpe ir rizikos kapitalą. (Kenney, 2000). Remiantis įvairiais užsienio autoriais (Bygrave, Timmons, 1992; Lerner, 1998; Bartlett, 2000), tai buvo vieninteliai JAV vyriausybės sprendimai, sietini su rizikos kapitalo plėtra JAV, t.y. valstybė praktiškai neturėjo lemiamos įtakos kuriant ir vystant rizikos kapitalo pramonę. Ypatinai didžiulę reikšmę JAV rizikos kapitalas

turėjo informacinių technologijų plėtotei, finansuojant tokias pasaulinio lygio įmones kaip Microsoft, Compaq, Oracle ir pan. (Jeng, Wells, 1998). 1960–1970 m. rizikos kapitalo įmonės daugiausiai finansavo ką tik įsikūrusias ar veiklą plėtojančias įmones. Dėl didelių investicijų į elektronikos, medicinos ir duomenų perdavimo technologijas rizikos kapitalas buvo vadinamas technologijų finansais (angl. – technology finance).

Europoje rizikos kapitalas pradėjo vystytis tik XX amžiaus 8-ame – 9-ame dešimtmečiais (EVCA, 2002), kai JAV rizikos kapitalo sektorius jau buvo pradėjęs sparčiai plėstis. Didėjanti tarptautinė konkurencija, novatoriškų idėjų ir projektų finansavimo trūkumas, nuolat atsinaujinančios informacinių technologijų galimybės įtakoją atskirų Europos valstybių sprendimus pačioms inicijuoti ir padėti sukurti, plėtoti ir palaikyti aktyvų rizikos kapitalo sektorių. Tačiau kai kuriose šalyse pastangos įkurti panašias institucijas, skatinančias antrepreneriškas idėjas ir vietines galimybes, buvo neefektyvios. Kai kurie autoriai (Gompers, Lerner, 1998) bandė įvardinti priežastis, lėmusias rizikos kapitalo stagnaciją Europos šalyse, tokias kaip verslių ir iniciatyvių žmonių, norinčių įgyvendinti ir nebijančių įgyvendinti naujas idėjas, trūkumas, patyrusių rizikos kapitalistų, kurie galėtų padėti valdyti įmones, nebuvimas, nepalaikoma tinkama infrastruktūra idėjų įgyvendinimui. Dauguma sukurtų rizikos kapitalo fondų ir juos valdančių įmonių „išgyveno tik dėl įmonių pirkimo ir pardavimo, tarpinio finansavimo, akcijų pirkimo biržoje ir tik atsitiktinių investicijų į pradedančiąsias įmones“ (Jakubavičius ir kt., 2008).

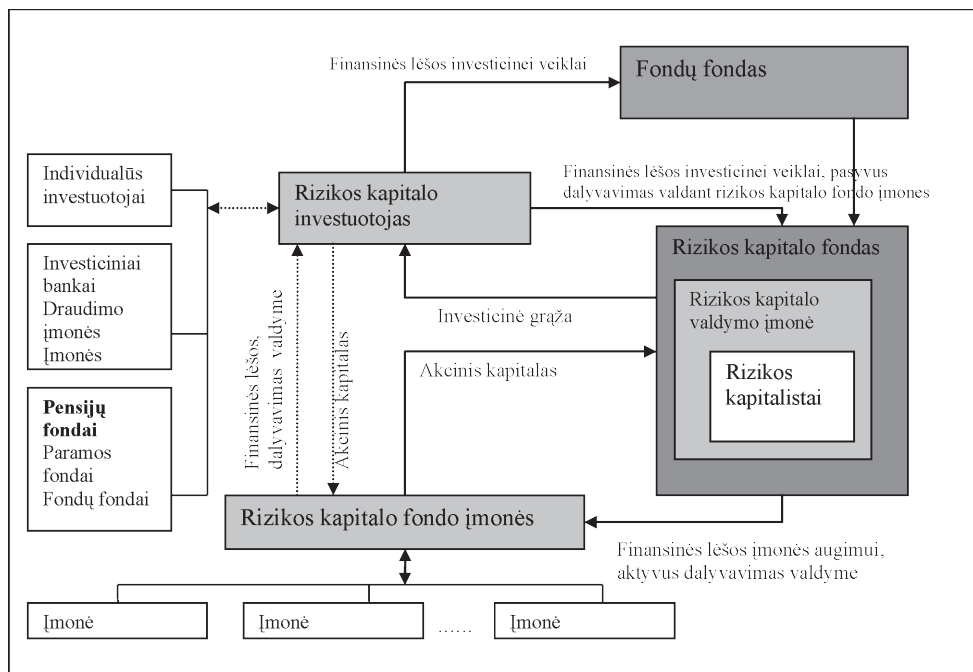
Europoje labiausiai išsivystė Didžiosios Britanijos rizikos kapitalo rinka. Tannon ir Johnson, 2005 teigimu, nors rizikos

kapitalo atotrūkis JAV, lyginant su Didžiosios Britanijos rizikos kapitalo apimtimis, pastaraisiais metais didėjo, tačiau Didžiosios Britanijos rizikos kapitalo rinka yra gerokai labiau subrendusi, lyginant su kitomis ekonomiškai išsivysčiusiomis Europos šalimis. Didžiojoje Britanijoje rizikos kapitalas kaip ištisa ūkio šaka išaugo 20 a. 8-9 dešimtmetyje, liberalizavus teisės aktus bankų, pensijų fondų ir kitų investuotojų į rizikos kapitalo fondus atžvilgiu. Didžiosios Britanijos vyriausybės teisinės aplinkos gerinimas, t.y. mokesčių sistemos reformavimas, susijęs su įmonių pelno mokesčio, kapitalo prieaugio mokesčio mažinimu, mokesčių lengvatomis privataus kapitalo investuotojams, atvėrė dar didesnes galimybes vystyti rizikos kapitalo rinką.

Kaip rodo literatūros šaltinių analizė, rizikos kapitalo plėtra Europos šalyse vis dar susiduria su kliūtimis. Kaip labai svarbų aspektą, reikėtų apibendrinant išskirti, kad tiek JAV tiek Didžiojoje Britanijoje spartus rizikos kapitalo vystymąsi įtakojęs veiksnys buvo pensijų fondų ir kitų institucinių investuotų investicijų į rizikos kapitalą liberalizavimas.

### **Rizikos kapitalo investicijų priklausomybė nuo šalių finansų sistemos**

Dažniausiai rizikos kapitalo investicijos į atskiras įmones atliekamos per rizikos kapitalo fondus. Rizikos kapitalo fondų atsiradimą bendroje finansų rinkos struktūroje lėmė atsiradusi niša tarp kapitalo rinkos ir paskolų rinkos. Šią nišą užpildė investuotojai, pasirenkę didesnei rizikai mainais į potencialų didesnę nei vidutinis pelnas iš investuoto nuosavo kapitalo (1 pav.).



1 pav. Rizikos kapitalo fondas kaip finansinis tarpininkas

Šaltinis: adaptuota autorių pagal T. Andersson ir G. Napier (2005), R. Blotevogel (2005).

Rizikos kapitalo fondas veikia kaip finansinis tarpininkas tarp rizikos kapitalo investuotojų, ir rizikos kapitalo fondo portfelio įmonės, t.y. įmonės, į kurią investavo rizikos kapitalo fondas. Įmonė finansavimą galėtų tiesiogiai gauti tiek iš individualių investuotojų ar įmonių, tiek netiesiogiai iš specializuoto rizikos kapitalo fondo (1 pav.). Svarbu yra tai, kad kuo daugiau individualūs ar instituciniai investuotojai finansines lėšas teikia netiesiogiai per rizikos kapitalo fondus, tuo rizikos kapitalo fondų rizika yra didesnė (Andersson, Napier, 2005). Manytina, jog tokią išvadą autoriai daro dėl to, jog finansinės rizikos perkėlimas rizikos kapitalo fondo atsakomybėn atspindi konservatyvius bankų tikslus ir bendrą požiūrį į rizikos skaidymą.

Nagrinėjant mokslinę literatūrą, pastebėta, jog nemažai autorių (Black, Gilson, 1998; Hyytinen, Pajarinen, 2001; Alen, Gale, 2000; Johnson, 2000; Jeng, Wells, 2000; Schafer, 2002; Mayer, Schoors, Yafeh, 2003; Andersson, Napier, 2005) formuoja požiūrį, jog egzistuoja stiprus ryšys tarp finansinės sistemos struktūros ir rizikos kapitalo investicijų.

C. Mayer, K. Schoors ir Y. Yafeh (2003) išnagrinėjo apie 500 rizikos kapitalo fondų Vokietijos, Izraelio, Japonijos ir Didžiosios Britanijos šalyse, kurie penkerių metų bėgyje ypač sparčiai augo ir darė žymias investicijas į įmones. Pagrindinis tokių šalių pasirinkimo tyrimui tikslas – įvertinti į bankus orientuotas finansų sistemas (Vokietija ir Japonija) ir sistemas, orientuotas į finansų rinkas (Didžioji Britanija), nes

būtent jos lemia, kokie yra rizikos kapitalo fondų lėšų šaltiniai ir koks įmonių finansavimo pobūdis yra būdingas skirtingose sistemose veikiančiuose rizikos kapitalo fonduose.

C. Mayer, K. Schoors, Y. Yafeh (2003) nustatė, jog rizikos kapitalo fondai taiko skirtingas investavimo politikas, atsižvelgiant į šalyse dominuojančią finansinę sistemą. Bankai yra pagrindiniai rizikos kapitalo fondų lėšų šaltiniai tiek Vokietijoje, tiek Japonijoje, kur vyrauja į bankus orientuota finansų sistema, kai tuo tarpu Didžiojoje Britanijoje svarbiausias rizikos kapitalo fondų lėšų šaltinis yra pensijų fondų investicijos. Izraelyje į rizikos kapitalo fondus investuoja individualūs investuotojai ir didelės privačios korporacijos.

Įdomu pastebėti tai, jog rizikos kapitalo fondai, kurie lėšas gauna iš bankų, pensijų fondų, draudimo kompanijų, paprastai investuota į vėlesnių išsivystymo stadijų įmones, t.y. investuoja ne į pradedančiąsias veiklą įmones, o jau pažengusias, kai tuo tarpu individualių investuotojų ir įmonių lėšos, per rizikos kapitalo

fondus yra investuojamos į informacinių technologijų ir telekomunikacijų, kompiuterinių programų, elektronikos sritis į pradinėse vystymosi stadijose esančias įmones. Tai rodo, jog bankų, draudimo įmonių, pensijų fondų lėšos yra susijusios su mažesne rizika. Be to, kaip šie autoriai nustatė, bankai ir pensijų fondų lėšos yra investuojamos regionuose, o individualių investuotojų lėšos investuojamos globaliai. Akivaizdu, jog rizikos kapitalo fondai atsižvelgia į pritrauktų investavimui skirtų lėšų savininkus ir pagal tai formuoja rizikos kapitalo fondo investavimo pobūdį.

F. Alen ir D. Gale (2000) taip pat įvertina ir pensijų fondų, draudimo kompanijų finansines galimybes. Taip pat kaip ir bankai, šios įstaigos gali diversifikuoti riziką, tačiau jų išpareigojimai dažniausiai yra ilgalaikiai. Dėl šios priežasties, anot F. Alen ir D. Gale (2000), šie finansų rinkos dalyviai yra linkę investuoti į rizikos kapitalo fondus, kurie savo ruožtu finansuoja ankstyvųjų išsivystymo stadijų įmones, bet siekia orientacijos į tuos sektorius, kurie yra mažiau rizikingi.

1 lentelė

Rizikos kapitalo fondų investavimo pobūdis pagal lėšų šaltinius

| Finansų sistemos pobūdis   | Rizikos kapitalo fondų lėšų šaltiniai       | Įmonių, į kurias investuoja rizikos kapitalo fondai, vystymosi stadija | Įmonių, į kurias investuoja rizikos kapitalo fondai, sektorius | Geografinis įmonių pasiskirstymas |
|--|---|--|--|-----------------------------------|
| Į bankus orientuota finansų sistema (sistema, kur dominuoja bankai)          | Bankai                                      | Besivystančios įmonės, pasiekę plėtros stadijas                        | Netechnologinės, mažai susiję su aukštosiomis technologijomis  | Vietinės                          |
| Į kapitalo rinkas orientuota finansų sistema (kur dominuoja kapitalo rinkos) | <b>Pensijų fondai</b> , draudimo kompanijos | Ankstyva, pradedančios įmonės  | Netechnologinės, mažai susiję su aukštosiomis technologijomis  | Vietinės                          |
| Į finansų rinkas orientuota finansų sistema                                  | Individualūs investuotojai, korporacijos    | Ankstyva, pradedančios įmonės  | Aukštosios technologijos                                       | Įvairios                          |

Šaltinis: C. Mayer ir kt. (2003).

C. Mayer, K. Schoors, Y. Yafeh (2003) atsižvelgdami į savo tyrimo gautus rezultatus, palyginę juos su kitų autorinių nuomone, pateikia ir apibendrintus pagrindinius skirtumus tarp finansų sistemų, orientuotos į rinkas bei į bankus, siejamas su rizikos kapitalo lėšų šaltiniais (1 lentelė).

A. Schertler (2001) taip pat nagrinėja rizikos kapitalo šaltinių svarbą rizikos kapitalo investicijų pobūdžiui. Jos tyrimas rodo, jog rizikos kapitalo fondų lėšų šaltiniai priklauso ir nuo pačių atskirose šalyse vykstančių reformų, naujų finansinių tarpininkų ir naujų finansinių institucijų kūrimosi ir plėtojimosi. Pradėjus plėtoti rizikos kapitalo fondų, kuriems lėšas teikė bankai, rinkai, daugumoje Europos šalių staiga pradėjo augti investicijos į ankstyvas įmonių plėtros stadijas, tačiau rezultatai pradėjo kristi po 1990 m., kai šalyse ėmė plėtoti nauja investicinė veikla – pensijų fondai, kurie siūlė dar didesnę investavimo pobūdžio galimybes ir pasirinkimą.

Nepaisant autorių išvadų, kad pensijų fondai yra svarbūs ir reikšmingi rizikos kapitalo plėtrai, pačių pensijų fondų vystymasis daugelyje Europos Sąjungos šalių vis dar nėra pakankamas, atsižvelgiant į demografines tendencijas ir pensijų fondų išvystymą kitose pasaulio šalyse. Pensijų fondų veiklos ypatumus Europos Sąjungos šalyse analizuosime sekančiame skyriuje.

## **Pensijų fondų veiklos ypatumai Europos Sąjungos šalyse**

Pensijų užtikrinimas vis labiau senstančiai Europos visuomenei yra vienas iš prioritetinių Europos politinės valdžios tikslų. Nors privačios pensijų sistemos egzistuoja kai kuriose Europos šalyse, didžioji dalis Europos šalių priklauso nuo valstybinių

sistemų, kur pensijų išmokėjimas priklauso nuo dirbančiųjų ir mokančių socialinio draudimo įmokas, santykio.

Europa susiduria su demografinėmis tendencijomis, didinančiomis gyvenimo trukmę ir mažėjančiu gimstamumu. Remiantis Eurostat (2008) prognozėmis, 65-erių ir vyresnių gyventojų skaičius išaugs nuo 25 proc. 2008 metais iki 53 proc. 2060-aisiais. Antraip tariant, vienam 65-erių ir vyresniam asmeniui teks tik du darbingo amžiaus asmenys, tuo tarpu šiandien vienam vyresniam asmeniui tenka keturi darbingo amžiaus asmenys. Šalys, kuriose veikia pensijų persikirstymo sistemos, dėl mažėjančio dirbančiųjų skaičiaus, gali susidurti su nepajėgumu užtikrinti pensijų dydžio artimiausiais dešimtmečiais. Tam, kad pasirengti blogiausiam scenarijui, svarbu trumpalaikiai laikotarpyje sukurti privačias pensijų sistemas Europoje, taip pat užtikrinti ilgalaikį ekonomikos augimą.

Vyriausybės, susirūpinę dėl demografinių tendencijų, kuria privačias pensijų sistemas, sudarytas iš kelių pakopų. Viena iš pakopų gali būti privaloma, kita savanoriška. Vyriausybės taip pat turi priimti sprendimą, ar pensijų fondai turi būti valstybės ar privačiai valdomi, tačiau privačios pensijų sistemos turi privalumų prieš valstybines pensijų sistemas (Çebi, Thorning, 2004) Statistika rodo, kad privačiai valdomi pensijų fondai prisideda prie kapitalo rinkų vystymosi, sumažina kapitalo kaštus, sumažina vertybinių popierių kainų svyravimus, taip pat padidina prekybos apyvartas;

- Privačiai valdomos pensijų sistemos didina investicijas, o tuo pačiu skatina ekonominį augimą ir produktyvumą. Tuo pačiu finansinių išteklių pritraukimas per pensijų fondus gali turėti esminę įtaką mažiau išsivysčiusiose šalyse, tai gali būti

lemtinga naujosioms Europos Sąjungos šalims, įskaitant ir Lietuvą

- Privačių pensijų sistemų investicijų grąža yra didesnė nei PAYG sistemose. Remiantis A. Iglesias ir R. J. Palacios (2000) skaičiavimais, naudojant TVF statistiką, nustatyta, kad nors skirtumas tarp realios metinės pensijų fondų grąžos ir pajamų vienam gyventojui yra 4 proc., tačiau šis skirtumas padidėja iki 8,4 proc. tarp realios metinės privačių pensijų fondų grąžos ir realaus darbo užmokesčio augimo tyrime dalyvavusiose šalyse;

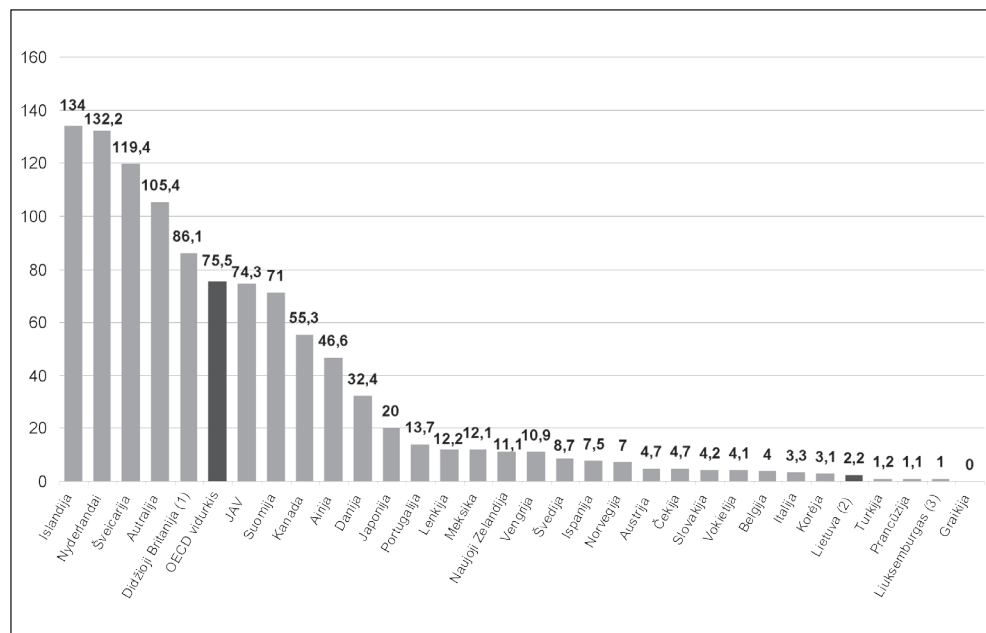
- Privačių pensijų sistemų rizika yra mažesnė, lyginant su valstybės valdomomis sistemomis.

Tačiau taip pat reikia įvertinti, kad privačios pensijų sistemos administraciniai

atskaitymai yra didesni. Tačiau šie kaštai gali mažėti tobulėjant informacinėms technologijoms ir pensijų fondų turtui didėjant bei pasiekiant masto ekonomiją.

Nepaisant vyriausybių pastangų kurti privačias pensijų sistemas, pensijų fondai Europos Sąjungos šalyse sudaro vidutiniškai 30 % nuo BVP, lyginant su 75,5 % OECD vidurkiu. Taip pat reikia pažymėti, kad pensijų fondai reikšmingesnę vaidmenį vaidina tik Nyderlandų, Didžiosios Britanijos, ir, mažesnėmis apimtimis Švedijos ir Airijos ekonomikose (žr. 2 pav.)

Netgi tose Europos rinkose, kur privačios pensijų sistemos egzistuoja, kyla klausimas, ar investicijų grąža bus pakankama, tam, kad užtikrinti ateities įsipareigojimus (2 lentelė).



2 pav. Pensijų fondų turtas, proc. nuo BVP, 2007 m.

Šaltinis: sudaryta autorių, remiantis OECD (2008).

Pastabos: (1) – OECD apskaičiuoti duomenys, (2)- Lietuvos 2008 m. neaudituoti duomenimis, (3)-Liuksemburgo duomenys 2006 m.

Pensijų fondų investicijų grąžos vidurkis iki 2005 m.

| Valstybė           | Metai, nuo kurių veikia privatūs pensijų fondai | Aritmetinis investicijų grąžos vidurkis | Standartinis nuokrypis |
|--------------------|---|---|------------------------|
| JAV                | 1988  | 7.5                                     | 9.6                    |
| Čilė               | 1982  | 9.8                                     | 8.5                    |
| Didžioji Britanija | 1982  | 9.5                                     | 12.5                   |
| Čekija             | 1995  | 1.1                                     | 1.6                    |
| Estija             | 2002  | 5.3                                     | 4.5                    |
| Vengrija           | 1998  | 2.4                                     | 5.4                    |
| Lenkija            | 2000  | 8.7                                     | 4.9                    |
| Nyderlandai        | 1993  | 6.4                                     | 8.2                    |
| Švedija            | 1990  | 6.6                                     | 9.7                    |
| Australija         | 1990  | 9.1                                     | 5.7                    |

Šaltinis: sudaryta autorių, remiantis P. Antolin (2008).

Kadangi nėra garantijų dėl būsimos pensijų fondų grąžos, o investicijų grąžos svyravimai pakankamai ženklūs, privatūs pensijų fondai turėtų nukreipti savo investicijas į aukštesnės grąžos turto klases savo investiciniuose portfeluose. Investicijos į rizikos kapitalą gali uždirbti premiją virš vidutinės rinkos grąžos, todėl yra tikėtina, kad pensijų fondai galėtų siekti pasinaudoti šia galimybe. Be to, tose rinkose, kur priežiūros institucijos ir įstatyminė aplinka leidžia pensijų fondams diversifikuoti jų portfelį į rizikos kapitalą ir privačią nuosavybę, šios turto klasės jau yra padarę ženklų indėlį į pensijų fondų grąžos rezultatus.

### Pensijų fondai ir investicijos į rizikos kapitalą

Teoriškai nei vienas pensijų fondas Europos Sąjungoje negali būti ribojamas investuoti į privatų kapitalą – listinguojamą ar nelistinguojamą. Tačiau tam tikrose rinkose, pensijų fondų turto paskirstymas yra apribotas nepalankios fiskalinės politi-

kos ir reglamentavimo, kurie stabdo arba užkertą kelią pensijų fondams investuoti į rizikos kapitalą. Šių pensijų fondų galimybės yra suvaržytos gauti potencialias premijas, kurias gali suteikti investicijos į rizikos kapitalą.

Pensijų fondai JAV dar 1999 m. sudarė 38 % visų rizikos kapitalo finansavimo šaltinių (Jeng, Wells, 2000). Yra empirinių įrodymų, kad po 1979 m., kai JAV buvo įtvirtintas “apdairaus žmogaus” (angl. – prudent man) principas pensijų fondų investicijoms, tai turėjo žymią įtaką rizikos kapitalo rinkos plėtrai 1980-aisiais. Iki 1979 m. Darbuotojų pensijos pajamų užtikrinimo įstatymas (ERISA) draudė pensijų fondų investicijas į rizikos kapitalą ir kitas aukštos rizikos turto klases.

Bankai dominavo Europos rizikos kapitalo rinkoje iki 2000 m., tačiau nuo 2000 m. pensijų fondai įgauna vis didesnę įtaką rizikos kapitalo finansavime. 10,7 mlrd. eurų buvo pritraukta pensijų fondų į rizikos kapitalo investicijas 2000 m. (24 proc. visų investicijų), t.y. daugiau nei du kartus, lyginant su 1999 m., kai bankai investavo į rizikos kapitalą 9,6 mlrd. eurų (22 proc.).



Tai ilgalaikė tendencija, kuri rodo pensijų fondų įtakos didėjimą (Schertler, 2001) ir kuri yra susijusi su Didžiosios Britanijos pensijų fondų plėtra. Pensijų fondai taip pat smarkiai vystosi Vokietijoje ir Suomijoje.

C. Mayer ir kt. (2005), ištyrę Vokietijos, Izraelio, Japonijos ir Didžiosios Britanijos investicijas į rizikos kapitalą nustatė, kad tik privatūs investuotojai ir įmonės yra linkę investuoti į pradinės rizikos kapitalo stadijas. Tuo tarpu, tokios institucijos, kaip pensijų fondai ir draudimo kompanijos, taip pat investuoja į vėlesnes rizikos kapitalo stadijas. Autoriai daro išvadą, kad ne rizikos kapitalo investicijų likvidumas yra svarbus, skatinant investicijas į rizikos kapitalą, nes pensijų fondams ir draudimo kompanijoms likvidumas nėra toks svarbus.

C. Mayer ir kt. (2005) ištyrę Vokietijos, Izraelio, Japonijos ir Didžiosios Britanijos investicijas į rizikos kapitalą nustatė, kad pensijų fondai dominuoja tik Didžiojoje Britanijoje, tuo tarpu kai įmonės – Izraelyje, o bankai – Vokietijoje ir Japonijoje.

Iki 1999 m. Vokietijoje pensijų fondų investicijos į rizikos kapitalą buvo labai mažos, tačiau dėl reformų Vokietijos pensijų sistemoje pensijų fondai tampa vis svarbesniu rizikos kapitalo šaltiniu, todėl C. Mayer ir kt. (2005) daro prielaidą, kad per kelis metus skirtumai tarp pensijų fondų investicijų Didžiojoje Britanijoje ir Vokietijoje turėtų sumažėti. C. Mayer ir kt. (2005) pastebi, kad Didžiojoje Britanijoje pensijų fondų investicijos į rizikos kapitalą dažnai vykdomos kartu su draudimo kompanijomis ir vyriausybės finansavimu.

3 lentelė

Investicijos į rizikos kapitalą Europos Sąjungos šalyse 2002-2006 m.

| Pritrauktos lėšos pagal investuotojų rūšį | 2002        |      | 2003        |      | 2004        |      | 2005        |      | 2006         |      | Iš viso per 5 m. |      |
|---|-------------|------|-------------|------|-------------|------|-------------|------|--------------|------|------------------|------|
|   | Kiekis      | %    | Kiekis      | %    | Kiekis      | %    | Kiekis      | %    | Kiekis       | %    | Kiekis           | %    |
| (mln. EUR)                                |             |      |             |      |             |      |             |      |              |      |                  |      |
| Įmonių investuotojai                      | 1.9         | 7.3  | 1.2         | 4.8  | 1.6         | 7.0  | 3.4         | 5.1  | 4.0          | 3.7  | 12.2             | 4.9  |
| Privatūs investuotojai                    | 1.6         | 6.0  | 0.8         | 3.2  | 1.8         | 7.6  | 4.1         | 6.0  | 9.6          | 8.9  | 17.8             | 7.1  |
| Vyriausybės agentūros                     | 2.9         | 11.1 | 1.7         | 6.8  | 1.4         | 6.1  | 6.7         | 9.9  | 9.4          | 8.7  | 22.2             | 8.9  |
| Bankai                                    | 6.8         | 26.3 | 5.4         | 21.5 | 5.1         | 21.7 | 11.9        | 17.6 | 15.5         | 14.4 | 44.8             | 17.9 |
| Pensijų fondai                            | 4.3         | 16.3 | 4.9         | 19.4 | 4.5         | 19.3 | 16.8        | 24.8 | 19.2         | 17.1 | 59.8             | 23.9 |
| Draudimo kompanijos                       | 3.6         | 13.8 | 2.2         | 8.7  | 2.8         | 12.0 | 7.5         | 11.1 | 10.9         | 10.1 | 27.1             | 10.8 |
| Fondų fondai                              | 3.4         | 13.1 | 4.2         | 16.4 | 3.2         | 13.5 | 8.9         | 13.1 | 19.6         | 18.2 | 39.2             | 15.6 |
| Akademinės institucijos                   | 0.4         | 1.6  | 0.4         | 1.5  | 0.3         | 1.5  | 1.7         | 2.5  | 3.9          | 3.6  | 6.7              | 2.7  |
| Kapitalo rinkos                           | 0.0         | 0.1  | 0.1         | 0.3  | 0.5         | 2.2  | 0.8         | 1.2  | 1.3          | 1.2  | 2.8              | 1.1  |
| Kiti investuotojai                        | 1.1         | 4.3  | 4.4         | 17.3 | 2.2         | 9.2  | 5.9         | 8.7  | 4.4          | 4.1  | 17.9             | 7.1  |
| Pritrauktos naujos lėšos                  | 26.0        | 100  | 25.3        | 100  | 23.5        | 100  | 67.7        | 100  | 107.8        | 100  | 250.4            | 100  |
| Kapitalo prieaugis                        | 1.5         |      | 1.7         |      | 4.0         |      | 4.1         |      | 4.5          |      | 15.7             |      |
| <b>Viso pritrauktų lėšų</b>               | <b>27.5</b> |      | <b>27.0</b> |      | <b>27.5</b> |      | <b>71.8</b> |      | <b>112.3</b> |      | <b>266.2</b>     |      |

Šaltinis: sudaryta autorių, remiantis EVCA Yearbook (2007).

P. Gompers ir J. Lerner (1998) savo tyrime pažymi, kad pensijų fondų dalyvavimas rizikos kapitalo investicijose buvo labai svarbus JAV tarp 1993 ir 1997, jie taip pat teigia, kad rizikos kapitalo veiklos augimas 1980-aisiais buvo susijęs su „apdairaus žmogaus“ (angl. – prudent man) principu, taikytu pensijų fondų investicijoms. Tačiau C. Mayer ir kt. (2005) atlikto tyrimo rezultatai įrodo, kad pensijų fondų galimybės investuoti į rizikos kapitalą, negarantuoja, kad pensijų fondai investuos į pradinės rizikos kapitalo stadijas. A. Winton (2003) teigia, kad bankai, kuriems yra svarbus investicijų likvidumas, teikia pirmenybę investicijoms paskolų forma į žemos rizikos kompanijas. Tuo tarpu pensijų fondai ir gyvybės draudimo kompanijos, turinčios kur kas mažesnę poreikį likvidumui, remiantis šiuo požiūriu, turėtų teikti pirmenybę investicijoms kapitalo forma į didesnės rizikos įmones. Tačiau C. Mayer ir kt. (2005) atlikto tyrimo rezultatai šios hipotezės nepagrindžia.

### **Pagrindinės kliūtys, stabdančios rizikos kapitalo finansavimo plėtrą per pensijų fondus, ir skatinimo priemonės**

Galimybė pasinaudoti ilgalaikiais finansavimo šaltiniais, tokiais, kaip kapitalizuoti pensijų fondai ar draudimas, yra būtina norint, kad rizikos kapitalas vaidintų vieną pagrindinių vaidmenų ekonomikoje bei skatintų ilgalaikį pastovų ekonomikos augimą. Pensijų fondų vystymas yra kritiškai svarbus visai Europos visuomenei. Taip pat svarbu, kad pensijų fondai galėtų pasinaudoti ta pridėtine verte, kurią sukuria augančios įmonės.

Europos tarybą 2003 m. pakvietė Taryba ir Komisiją dirbti kartu mažinant barje-

rus ir kuriant Europos rizikos kapitalo rinką, kuri būtų pajėgi remti antreprenerybę, ištirti kliūtis instituciniams investuotojams (pensijų fondams) investuoti į rizikos kapitalo rinkas. 2003 m. lapkritį, Ecofin Taryba aptarė veiksmų planą, kuris buvo pavadintas Rizikos kapitalo veiksmų planu (angl. Risk Capital Action Plan). Ecofin tarybos nuomone, Europa turi atlikti ne vieną perengiamąjį darbą siekiant maksimizuoti šio sektoriaus potencialą, tam, kad panaikinti tą skirtumą, kuris egzistuoja lyginant Europos Sąjungos šalių ir JAV institucinių investuotojų investicijas į rizikos kapitalą. Ecofin taryba taip pat pabrėžė, kad svarbus yra kliūčių, kurias patiria instituciniai investuotojai į rizikos kapitalą, ištyrimas.

Viena iš problemų, stabdančių investicijų į rizikos kapitalo fondus plėtrą, yra nepakankama investicijų grąža, kuri nėra susijusi su rizikos kapitalo fondų rizika. EVCA (2006) duomenimis rizikos kapitalo investicijų grąža yra žemesnė nei reikalaujam pelno norma. Vidutinė rizikos kapitalo investicijų grąža 1980-2005 m. laikotarpyje buvo 5,6 %, kita problema, dėl ko rizikos kapitalo investicijos yra mažesnės nei JAV – likvidžios rinkos rizikos kapitalui išėiti trūkumas.

U. Hege ir kt. (2006) atliktame tyrime nustatė, kad teisinė sistema, finansinis rinkos išvystymas ir mokesčių/teisinė aplinka rizikos kapitalui nėra svarbi.

Europos komisija, skatindama bendros rizikos kapitalo rinkos kūrimąsi 2000 priėmė Finansinių paslaugų veiksmų planą (FSAP), taip pat svarbūs žingsniai skatinant rizikos kapitalo plėtrą yra Papildomo kaupimo pensijų fondų direktyva. JAV ir Didžiojoje Britanijoje, rinkose, kur privati pensijų fondai veikia jau seniai, pensijų fondų reguliavimas yra paremtas „apdairaus žmogaus“ (angl.- prudent man) principu, kuris skatina apdairų diversifikacijos

lygi, neapribojant turto paskirstymo kiekybiškai. Be to, JAV, ERISA "Safe Harbor" reguliavimas buvo suprstas kaip aktyvus paskatinimas pensijų fondų investicijų į privačia nuosavybė. EVCA rekomenduoja priimti "apdairaus žmogaus" principą Europoje, tam, kad paskatinti pensijų fondus dalyvauti rizikos kapitalo investicijose, kurias jie vertina vertingomis. Tiesiog pašalinant struktūrinius pokyčius, trukdančius pensijų fondams investuoti į rizikos kapitalą, politikai padidintų sąrašą priemonių, kuriomis pensijų fondai gali siekti geresnių pelningumo rezultatų ir padidintų finansavimo galimybes rizikos kapitalui.

Taigi įstatymų leidėjai ir priežiūros institucijos turėtų būti suinteresuotos pašalinti reglamentavimą, ribojantį pensijų fondų turto investicijų paskirstymą. Vietoje to, turėtų būti sukurti įstatymu apibrėžti mechanizmai, kurie turėtų įvertinti privačios nuosavybės, rizikos kapitalo ir kitokių investicijų formų ypatumus, ir turėtų leisti pensijų fondams paskirstyti turtą į tokio tipo investicijas.

Skatinant pensijų fondų investicijas į rizikos kapitalą taip pat svarbu sumažinti apribojimus investicijoms tarp atskirų Europos šalių. Nors jokių apribojimų investicijoms tarp skirtingų Europos Sąjungos šalių teoriškai nėra, o jei būtų, jie prieštarautų Laisvo kapitalo judėjimo principams, tačiau, kai kuriose Europos šalyse pensijų fondų investicijos į kitas Europos Sąjungos šalis yra geografiškai ribojamos.

Įvertinant tai, kad plečiasi rizikos kapitalo investicijų apimtys ir rizikos kapitalo fondų veikla tarptautinėse rinkose, egzistuojantys geografiniai pensijų fondų investicijų apribojimai stabdo rizikos kapitalo plėtrą. Mažesnėse rinkose apribojimai investuoti į skirtingas šalis užkerta galimybes pensijų fondams reikšmingai dalyvauti rizikos kapitalo investicijose.

Tam, kad šių apribojimų neliktų, pensijų fondams turėtų būti leidžiama investuoti į bet kurią Europos Sąjungos šalį, remiantis vieningos rinkos principais.

Tose šalyse, kur nėra pakankamo privataus kapitalo fondų skaičiaus, ir mažesnėse rinkose, kur pensijų fondams draudžiama investuoti į tarptautinius fondus, vietinės didelio augimo kompanijos gali pritraukti finansavimą iš tarptautinių šaltinių. Esat tokiam scenarijui, nors šalies ekonomika laimi dėl ekonominio augimo, sukurto tokių kompanijų – didėjančių pajamų, užimtumo ir konkurencijos forma, rizikos kapitalo investicijų prieaugis naudingas tik užsienio investuotojams, o vietiniai pensijų fondai šiomis investicijų teikiama galimybėmis pasinaudoti negali. Apribojant pensijų fondų investicijas į aukštesnio pajamingumo sritis taip pat sumažinamos šalies gyventojų galimybės gauti didesnes pajamas senatvėje. Todėl vyriausybės ir priežiūros institucijos turėtų būti suinteresuotos sumažinti geografinius pensijų fondų investicijų apribojimus.

## Išvados

- Rizikos kapitalas svarbus užtikrinant ilgalaikį ekonominį augimą ir darbo vietų sukūrimą, todėl rizikos kapitalo investicijos išskiriamos kaip viena prioritetinių sričių Europos Sąjungos šalyse, siekiant pasiekti tokį rizikos kapitalo išvystymo lygį, kuris būdingas JAV. Tačiau Europos Sąjungos šalyse rizikos kapitalo investicijų plėtrą stabdo ne tik netobula mokesčių sistema, tačiau taip pat ir, lyginant su JAV, neišvystyta pensijų fondų ir kitų institucijų investuotojų rinka.

- Rizikos kapitalo investicijos dažniausiai vykdomos per rizikos kapitalo fondus, kurie veikia kaip finansiniai tarpi-

ninkai tarp rizikos kapitalo investuotojų ir rizikos kapitalo fondo portfelio įmonės, t.y. įmonės, į kurią investavo rizikos kapitalo fondas. Pensijų fondai, kaip instituciniai investuotojai, taip pat investuoja į rizikos kapitalo fondus. Tokio pobūdžio investicijos būdingos ir kapitalo rinkas orientuotoms finansų sistemoms. Jose kartu su pensijų fondais ir rizikos kapitalo fondus investuoja taip pat draudimo kompanijos.

- Privačių pensijų fondų kūrimas ir plėtra Europos Sąjungos šalyse dėl demografinių tendencijų yra vienas iš svarbiausių prioritetų, siekiant užtikrinti gyventojų aprūpinimą lėšomis senatvėje, tačiau, nepaisant vyriausybių pastangų kurti privačias pensijų sistemas, pensijų fondai Europos Sąjungos šalyse sudaro vidutiniškai 30 % nuo BVP, lyginant su 75,5 % OECD vidurkiu. Pensijų fondai reikšmingesnį vaidmenį atlieka tik Nyderlandų, Didžiosios Britanijos, ir, mažesniais apimtimis, Švedijos ir Airijos ekonomikose.

- Pensijų fondų investicijos JAV ir Didžiojoje Britanijoje sparčiai pradėjo plėtotis įdiegus pensijų fondų investicijų reguliavimą „apdairaus žmogaus“ (angl. – prudent man) principą. Šio principo tai-

kymas Europos Sąjungos šalyse skatintų apdairų diversifikacijos lygį, neapribojant turto paskirstymo kiekybiškai.

- Įstatymų leidėjai ir priežiūros institucijos turėtų būti suinteresuotos pašalinti reglamentavimą, ribojantį pensijų fondų turto investicijų paskirstymą. Vietoje to, turėtų būti sukurti įstatymu apibrėžti mechanizmai, kurie turėtų įvertinti privačios nuosavybės, rizikos kapitalo ir kitokių investicijų formų ypatumus, ir turėtų leisti pensijų fondams paskirstyti turį ir rizikos kapitalo investicijas.

- Plečiantis rizikos kapitalo investicijoms ir rizikos kapitalo fondų veiklai tarptautinėse rinkose, turėtų būti peržiūrimi egzistuojantys geografiniai pensijų fondų investicijų apribojimai.

- Kaip rodo tyrimo rezultatai, Europos Sąjungos šalyse turėtų būti vystomos ne tik pensijų fondų investicijos ir rizikos kapitalą, bet ir pati pensijų fondų rinka. Tik priimant visapusiškas tiek pensijų fondų plėtrą, tiek pensijų fondų investicijas ir rizikos kapitalą skatinančias priemones, galima pasiekti ilgalaikio poveikio, kuris, vėliau teigiamai įtakos Europos Sąjungos šalių ekonomikas.

## Literatūra

1. Allen, F., Gale, D. (2000). Comparing Financial Systems, MIT press.
2. Anderson, T., Napier, G. (2005). The Venture Capital Market Global trends and Issues for Nordic Countries, IKED. Internet access: <http://www.iked.org/pdf/THE%20ROLE%20OF%20VENTURE%20CAPITAL,%20GLOBAL%20TRENDS%20AND%20ISSUES.pdf> [Accessed: January 16, 2009].
3. Antolin, P. (2008). Pension Fund Performance // OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 20, OECD publishing, OECD.
4. Barros, P. P. P., Bergluf, E., Fulghieri, P., Gual, J., Mayer, C., Vives, X. (2005). Integration of European Banking: The Way Forward. London: CEPR.
5. Black, B. S., Gilson, R. J. (1998). Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets // Journal of Financial Economics, Vol. 47. Internet access: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=46909](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46909) [Accessed: January 16, 2009].
6. Blotvogel, R. (2005) A Principle Agent Approach to Understanding the Net Asset Value in VC, EIF Staff Paper. Internet access: <http://www.altassets.com/pdfs/aprincipal-agentapproach.pdf> [Accessed: January 16, 2009].
7. Bygrave, W. B., Timmons, J. A. (1992). Venture

- Capital at the Crossroads, Boston: Harvard Business School Press
8. Bottazzi, L., Da Rin, M. (2002). Venture Capital in Europe: Europe and the Financing of European Innovative Firms // *Economic Policy*, 17 (1), 229–69.
  9. Bottazzi, L., Da Rin, M., Giavazzi, F. (2003) Research, Patents, and the Financing of Ideas: Why is the EU Growth Potential so Low? In: André Sapir and Mario Nava (eds) *Economic Policy-Making in the European Union*, Brussels, European Commission.
  10. Čebi, P., Thorning, M. (2004). International Council for Capital Formation. Private Pension Expansion in the EU: Obstacles and Opportunities. Presented at a forum co-sponsored by the ICCF and the Istituto Bruno Leoni, “Pensions, Reform or Die,” Milan, Italy June 17, 2004.
  11. European Commission (2003). Communication on the Implementation of the Risk Capital Action Plan, COMM (2003) 654, Brussels.
  12. EuroStat (2008). Population and Social Conditions. EuroStat statistics in focus, 72/2008. Internet accesses: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-SF-08-072/EN/KS-SF-08-072-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-SF-08-072/EN/KS-SF-08-072-EN.PDF) [Accessed: January 16, 2009].
  13. EVCA Yearbook (2006). EVCA, Thomson Financial, PricewaterhouseCoopers.
  14. EVCA Yearbook (2007). EVCA, Thomson Financial, PricewaterhouseCoopers.
  15. EVCA White Paper (2001). Policy Priorities for Private Equity: Fostering Long-term Economic Growth, EVCA White Paper.
  16. Gompers, P., Lerner, J. (1998). What Drives Venture Capital Fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity (Microeconomics)*, 149–192.
  17. Hege, U., Palomino, F., Schwiendbacher, A. (2006). *Venture Capital Performance: The Disparity between Europe and United States*.
  18. Hyttinen, A., Pajarinen, M. (2001). *Financial Systems and Venture Capital in Nordic Countries: A Comparative Study*. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 2001. Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; No. 774. Internet access: [http://www.etla.fi/files/596\\_dp774.pdf](http://www.etla.fi/files/596_dp774.pdf) [Accessed: January 16, 2009].
  19. Iglesias, A., Palacios, R. J. (2000). *Managing Public Pension Reserves: Part I Evidence from the International Experience*. World Bank, January 2000.
  20. Jakubavičius, A., Jucevičius, R., Jucevičius, G., Kriaučionienė, M., Keršys, M. (2008). *Inovacijos versle procesai, parama, tinklaveika*, Vilnius: Lietuvos inovacijų centras.
  21. Jeng, L. L., Wells, P. C. (1998). The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries, National Bureau of Economic Research (NBER). Internet access: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=103948](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=103948) [Accessed: January 16, 2009].
  22. Jeng, L. L., Wells, P. C. (1999). The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries // *Journal of Corporate Finance* 6.
  23. Kenney, M. (2000). Note on „Venture Capital“, BRIE working paper 142. Internet access: <http://brie.berkeley.edu/econ/publications/wp/wp142.pdf> [Accessed: January 16, 2009].
  24. Lerner, J. (1998). *Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation, Negotiation, Organizations and Markets* Research Papers, Harvard NOM Research Paper No. 03–13. Internet access: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=366041](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=366041) [Accessed: January 16, 2009].
  25. Lerner, J. (1998). *Venture Capital and Private Equity: A Course Overview*, Harvard Business School – Finance Unit; Harvard University – Entrepreneurial Management Unit; National Bureau of Economic Research (NBER). Internet access: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=79148](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=79148) [Accessed: January 16, 2009].
  26. Mayer, C., Schoors, K., Yafeh, Y. (2003) Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK, Working paper 9645, National bureau of economic research. Internet access: [http://www.nber.org/papers/w9645.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w9645.pdf?new_window=1) [Accessed: January 16, 2009].
  27. Mayer, C., Schoors, K., Yafeh, Y. (2005). Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom // *Journal of Corporate Finance* 11 (2005).
  28. Megginson, W. (2004). Towards a Global Model of Venture Capital? // *Journal of Applied Corporate Finance*, 17 (1).
  29. Nelson, R., Romer, P. (1996). Science, Economic Growth, and Public Policy, in Bruce Smith and Claude Barfield (eds.) *Technology, R&D, and the Economy*, Washington, DC, Brookings Institution.
  30. OECD (2001). *Drivers of Growth*, Paris.
  31. OECD (2008). *Pension Markets in Focus*, December, 2008, Issue 5, OECD.

32. Schafer, D. (2002). How Important is the Venture Capital Industry? An assessment based on comparison of the U.S. and the German financial systems, AICGS/DAAD working paper series.
33. Schertler, A. (2001). Venture Capital in Europe's Common Market: A Quantitative Description. Kiel Institute of World Economics, Working Paper, 29 November. Internet access: <http://www.intech.unu.edu/publications/eifc-tf-papers/eifc01-4.pdf> [Accessed: January 16, 2009].
34. Tannon, J., Johnson, R. (2005). Transatlantic Private Equity: Beyond a Trillion Dollar Force // *Journal of Private Equity*, vol. 8(3).
35. Winton, A. (2003). Institutional Liquidity Needs and the Structure of Monitored Finance // *Review of Financial Studies* 16.

Straipsnis įteiktas: 2009 02 04

Parengtas publikuoti: 2009 02 28

Dalia KAUPELYTĖ, Vilija JANKAUSKIENĖ

## STIMULATING PENSION FUNDS INVESTMENTS TO VENTURE CAPITAL: OPPORTUNITIES IN EUROPEAN UNION COUNTRIES

### S u m m a r y

Pension funds investments to venture capital funds make not more than 25 % of pension funds assets in Europe and are constantly increasing. Pension funds invest the largest part of their assets to venture capital in Great Britain, Sweden and Netherlands, though pension funds investments to venture capital is underdeveloped in Europe in comparison to USA, where pension funds investments make more than 50 % investments to venture capital (Barros et al., 2005).

Venture capital is important ensuring sustainable growth and the increase of employment. Considering the impact that venture capital could make on the long-term economic growth, most of the European countries have pointed the development of venture capital as one of the major priorities.

Investments of well capitalized pension funds to venture capital are very important sources of long-term financing, which might ensure sustainable and continuous risk capital growth. Despite of that, private pension funds have to be developed themselves in most of the European Countries. Only at the end of the 20th century most European countries have transformed their pension systems from the public to the private ones, considering the ageing tendencies and the increasing elderly population.

Venture capital investments usually are made through risk capital funds, which act as financial intermediates between venture capital investors and the enterprise, which is included to the portfolio of venture capital fund. Pension funds, as institutional investors, are investing to venture capital funds as well. This type of investments is typical to capital market orientated financial systems.

Due to demographic tendencies, creation and development of private pension funds in European Union countries is one of the major priorities seeking to ensure financial stability of retired people. Despite of the government efforts to create private pension systems, pension funds make not more than 30 % of GDP in European Union countries, which is far less than 75,5 % OECD average. Pension funds only play more significant role in the economies of the Netherlands, Great Britain, and – in smaller extent – in Sweden and Ireland.

Pension funds investments in USA and Great Britain have started to develop after the implementation of a “prudent man” principle. The implementation of a “prudent man” principle in European Union countries would encourage the prudent level of diversification, by not limiting the asset allocation quantitatively. Policy-makers and supervising institutions should be interested in canceling the limitation of pension fund assets allocation. Instead of that, special mechanisms should be defined, which would evaluate the peculiarities of private equity, venture capital and other forms of investments.

As venture capital investments and activities of venture capital funds gain more international cross-boarder character, the geographical limitation for pension funds investments to venture capital should be revised. As the results of the research show, European Union countries should develop not only venture capital investments through pension funds, but the pension funds market itself. Only by making coordinative actions, European Union countries might reach long-term impact, which will positively influence their economic growth.