

viešasis
ADMINISTRAVIMAS
P u b l i c A d m i n i s t r a t i o n

Teorinis ir praktinis žurnalas VIEŠASIS ADMINISTRAVIMAS
The theoretical and practical journal PUBLIC ADMINISTRATION

Redakcijos kolegija / Editorial Board:

**Vyriausieji (moksliniai) redaktoriai /
Editors in chief (scientific editors):**

prof. dr. **E. CHLIVICKAS** / *Prof Dr*
prof. habil. dr. **B. MELNIKAS** / *Prof Dr Habil*

Nariai / Members

A. ASTRAUSKAS, dr., LR Seimas, Valstybės valdymo ir savivaldybių komiteto biuro patarėjas / *Dr, Adviser of the Secretariat of Committee on State Administration and Local Authorities, the Seimas of the Republic of Lithuania, Lithuania*

A. BARABASHEV, *Prof Dr, Dean of High School of Economics, State University, Moscow, Russia*

D. BIEHL, *Prof Em Dr, Managing Editor of Foundation Journal for Public Finance, Germany*

P. BOORSMA, *Prof Dr, Public Finance Faculty for Public Administration and Public Policy, University of Twente, the Netherlands*

M. BRINTHALL, *Executive Director of American Political Science Association, USA*

E. CHLIVICKAS, prof. dr., Vilniaus Gedimino technikos universitetas, Lietuvos viešojo administravimo lavinimo institucijų asociacijos prezidentas, Finansų ministerijos mokymo centro direktorius / *Prof Dr, Vilnius Gediminas Technical University, President of Lithuanian Public Administration Training Association, Director of Training Centre of the Ministry of Finance, Lithuania*

J. CZAPUTOWICZ, *Dr, Director of National School of Public Administration, Poland*

M. DUGGETT, *Professor, National School of Government and University of Portsmouth, United Kingdom*

L. GAJDOSOVA, *Executive Director of Network of Institutes and Schools of Public Administration in Central and Eastern Europe (NISPAcee), Slovakia*

R. GINEVIČIUS, prof. habil. dr., Vilniaus Gedimino technikos universiteto rektorius / *Prof Dr Habil, Rector of Vilnius Gediminas Technical University, Lithuania*

L. YIU, *Dr, President of Centre for Socio-Economic Development, Switzerland*

E. JANČIAUSKAS, prof. habil. dr., Generolo Jono Žemaičio Lietuvos karo akademija / *Prof Dr Habil, The General Jonas Zemaitis Military Academy of Lithuania*

B. LEIDHAMMAR, *Prof, Division for Business and Economics, Karlstad University, Sweden*

R. MALKEVIČIUS, dr., Lietuvos viešojo administravimo lavinimo institucijų asociacijos konsultantas / *Dr, Consultant of Lithuanian Public Administration Training Association, Lithuania*

A. MARČINSKAS, prof. habil. dr., Vilniaus universiteto katedros vedėjas / *Prof Dr Habil, Chair of Department, Vilnius University, Lithuania*

B. MELNIKAS, prof. habil. dr., Vilniaus Gedimino technikos universiteto katedros vedėjas / *Prof Dr Habil, Chair of Department, Vilnius Gediminas Technical University, Lithuania*

S. PUŠKORIUS, prof. habil. dr., Mykolo Romerio universiteto katedros vedėjas / *Prof Dr Habil, Chair of Department, Mykolas Romeris University, Lithuania*

A. ROSENBAUM, *Prof Dr, President of IASIA (International Association of Schools and Institutes of Administration), Brussels, Belgium, Director of Institute for Public Management and Community Service, Florida International University, USA*

R. SANER, *Professor, Basle University, Director of Diplomacy Dialogue, CSEND, Geneva, Switzerland*

A. SEILIUS, prof. habil. dr., Klaipėdos universitetas / *Prof Dr Habil, Klaipeda University, Lithuania*

A. TEMMES, *Finish Institute of Public Management, Finland*

K. TOLO, *Dr, Executive Director, National Association of Schools of Public Affairs and Administration (NASPAA), USA*

A. VELIČKA, Lietuvos viešojo administravimo instituto direktorius / *Director of Lithuanian Institute of Public Administration, Lithuania*

B. WOOLDBRIDGE, *Prof Dr, Department of Political Science and Public Administration, Virginia Commonwealth University, USA*

Redakcija / Editorial Staff:

Atsakingoji sekretorė / *Executive Secretary:*

I. Ališauskaitė

Kalbos redaktorė / *Language Editor:*

M. Vosyliūtė

Dizainerė / *Designer:*

M. Petrovič

Redakcijos adresas / Address

Birutės g. 56 / *Birutes St. 56*

LT-08110 Vilnius, Lietuva / *Lithuania*

tel./phone: +370 5 272 4384

faks./fax: +370 5 272 1637

el.paštas/E-mail: fmmc@fmmc.lt



Žurnalas „Viešasis administravimas“ įtrauktas į mokslines tarptautines duomenų bazines EBSCO, Business Source Complete, LOGIN, GESIS. The journal 'Public Administration' has been included into the international scientific databases 'EBSCO', Business Source Complete, 'LOGIN' and databases of CSA Social Science Collection of GESIS Service Agency Eastern Europe.

TURINYS / CONTENTS

VYRIAUSIŲJŲ REDAKTORIŲ ŽODIS

FOREWORD OF EDITORS IN CHIEF 4

TARPTAUTINIS BENDRADARBIAVIMAS IR EUROPOS SAJUNGOS PLĖTRA: NAUJI IŠŠŪKIAI

INTERNATIONAL COOPERATION AND THE ENLARGEMENT OF THE EUROPEAN UNION: NEW CHALLENGES

B. Melnikas. Šiuolaikinė visuomenė: internacionalizavimo procesai ir nauji iššūkiai vadybai
The Modern Society: Internationalisation Processes and the New Challenges to Management6

S. Brazinskas. Europos Sąjungos Šiaurės regionas: Lietuvos ekonominio bendradarbiavimo perspektyva
The Northern Region of the European Union: an Economic Cooperation Outlook for Lithuania19

VIEŠASIS SEKTORIUS IR SOCIALINĖ RAIDA: NAUJOS TENDENCIJOS

THE PUBLIC SECTOR AND SOCIAL DEVELOPMENT: NEW TENDENCIES

O. Vasilecas, E. Chlivickas, A. Ribikauskas, J. Trinkūnas. Viešojo sektoriaus mokymo institucijos: informacinių sistemų tobulinimas
Training Institutions in the Public Sector: Improvement of Information Systems 27

D. Diskienė. Darbo motyvacija viešajame sektoriuje: iššūkiai ir tikrovė
Working Motivation in the Public Sector: Challenges and Evidence 34

A. Bitinas. Lietuvos pensijų sistemos modelis: teisiniai aspektai ir valdymas
The Lithuanian Pension System Model: Legal Aspects and Management 41

L. Lobanova. Personalo vertinimas viešajame sektoriuje: tobulinimo galimybės
Personnel Evaluation in the Public Sector: Improvement Chances 52

EKONOMIKOS MODERNIZAVIMAS: NAUJŲ SPRENDIMŲ PAIEŠKA

MODERNISATION OF ECONOMY: IN SEARCH FOR NEW SOLUTIONS

M. Jasienė, A. Laurinavičius. Alternatyvus investavimas plėtojant ekonomiką
Alternative Investment in the Context of Economic Development 61

A. Burinskienė. Ekonomikos modernizavimas informacinių technologijų ir telekomunikacijų priemonėmis: nauji iššūkiai
Modernisation of Economy Through Usage of Information and Communication Technologies: New Challenges 68

ALTERNATYVUS INVESTAVIMAS PLĖTOJANT EKONOMIKĄ

ALTERNATIVE INVESTMENT IN THE CONTEXT OF ECONOMIC DEVELOPMENT

Meilė JASIENĖ, prof. dr.,
Antanas LAURINAVIČIUS,

Vilniaus universitetas

Įvadas

Pastarieji metai pasižymėjo sparčia alternatyvaus investavimo fondų – spekuliacinių rizikos draudimo fondų (angl. k. *hedge funds*) ir rizikos kapitalo fondų (angl. k. *private equity funds*) – plėtra. Dėl santykinai žemų palūkanų normų ir perteklinio likvidumo finansų rinkose šie fondai pasiekė tokį dydį, kuris juos įgalino daryti poveikį ekonomikai. Šis poveikis ir jo pasekmės ekonomikai vertintina nevienareikšmiškai, ypač pasaulinės finansų krizės akivaizdoje, todėl labai aktualiais tampa neigiami šių fondų veiklos aspektai, kurių apžvalgai ir skiriamas šis straipsnis.

Dažniausiai neigiama alternatyvaus investavimo fondų įtaka pasireiškia trumpalaikė jų investavimo perspektyva. Tai sukelia problemų įmonių valdymui, finansų rinkų skaidrumui, stabilumui ir net ekonomikos plėtrai. Toks alternatyvaus investavimo fondų požiūris yra visiškai nesuderinamas su ekonomikos poreikiais. O šie poreikiai, bent jau tokie, kaip suformuluoti Lisabonos strategijoje, kuri apibrėžia pagrindinius Europos Sąjungos tikslus, – tai pirmiausia ilgalaikės investicijos, užtikrinančios didesnę ekonomiką konkurencingumą, aukštesnę užimtumą ir spartesnę plėtrą.

Esant šiam prieštaravimui, papildomas reglamentavimas, tikėtina, galėtų suderinti ilgalaikių investicijų poreikį, apibrėžtą Lisabonos strategijoje, su alternatyvaus investavimo fondų trumpalaikio pelno siekiu.

Alternatyvaus investavimo esmė ir poveikis ekonomikos augimui

Rizikos draudimo fondai, dar vadinami laisvai reguliuojamais fondais, gali investuoti ir į tradicinius vertybinius popierius, ir į išvestines priemones, prekes ir kt., o šių investicinių fondų vienetai platinami nedideliu investuotojų skaičiumi. Rizikos draudimo fondai, susikūrę JAV 1949 m., paskutinįjį dešimtmetį išgyveno tikrą bumą ne tik savo skaičiumi, bet ir ypač apimtimi: jų skaičius per dešimtmetį išaugo nuo tūkstančio iki dešimties tūkstančių, o valdomų finansinių aktyvų portfelis – nuo 39 mlrd. JAV dolerių 1990 m. iki 1400 mlrd. JAV dolerių 2007 m. pradžioje. Žinant, kad šių fondų išskolinimo koeficientas lygus 4–5, galima spėti, kad jie disponuoja 6000–10 000 mlrd. JAV dolerių savo spekuliacinei veiklai vykdyti. Priklausomai nuo naudojamos finansinės priemonės, manoma, rizikos draudimo fondai įvykdo nuo 30 iki 60 % operacijų finansų rinkose (pagal apimtį) (Tarptautinė..., 2007); be to, jie yra svarbiausi kredito rinkų dalyviai (Europos komisija, 2006; Herzog, 2007).

Rizikos kapitalo fondai dažniau investuoja lėšas į aukštesnės rizikos įmones, tačiau tokie žinomi pavadinimai kaip „Burger King“, „Dunkin’ Donuts“, „Hertz“, „Toys « R » Us“, taip pat priklauso rizikos kapitalo fondams. 2006 m. rizikos kapitalo fondai pritraukė daugiau nei 400 mlrd. JAV dolerių, o 2007 m. šis skaičius siekė jau 500 mlrd. JAV dolerių (16 % increase..., 2007). Todėl didžiosios rizikos kapitalo investicinės bendrovės kartu yra ir didžiausios pasaulio įmonės: vien tik „Blackstone“ (viena didžiausių rizikos kapitalo fondų valdymo įmonių pasaulyje – 2006 m. ji užėmė antrą vietą po „Texas Pacific“) priklausančiose įmonėse dirba daugiau nei 380 000 darbuotojų. Pagal metinių pajamų dydį ši investicinė bendrovė pakliūtų tarp 12 pirmųjų vietų *Fortune 500* sąrašė (500 didžiausių JAV įmonių sąrašas, sudaromas „Fortune Magazine“).

2006 m. rizikos kapitalo sandorių vertė siekė 730 mlrd. JAV dolerių, iš kurių 410 mlrd. JAV dolerių sudarė sandoriai JAV (Wall Street..., 2007). Jei paimtume vien tik Europą, pamatytume, kad rizikos kapitalo operacijų vertė per paskutinį dešimtmetį čia išaugo 8 kartus ir 2006 m. siekė 160 mlrd. eurų (arba 210 mlrd. JAV dolerių – kad būtų galima palyginti su 730 mlrd. JAV dolerių visame pasaulyje) (Europos Komisija, 2006; Renneboog, 2006).

Iššūkiai įmonių valdymui alternatyvaus investavimo sąlygomis. Rizikos kapitalo ir rizikos draudimo fondų veikla gali turėti neigiamų pasekmių įmonių valdymui. Iš tiesų įmonės valdymas reiškia daug daugiau nei įprastą akcininkų interesų tenkinimą (pagal suinteresuotųjų grupių (angl. k. *stakeholder*) teoriją). Įmonės tikslai negali būti vertinami vien tik finansiniu aspektu, vertinimas taip pat turi apimti žmonių pasitenkinimą, darbuotojų dalyvavimą skirstant įmonės pelną ir aplinkosaugos bei socialinių tikslų įgyvendinimą.

Tačiau įvairūs pavyzdžiai (Monks, 2007; Rasmussen, 2007; Van der Burg, 2007, Laurinavičius, 2007) rodo, kad rizikos kapitalo fondai nėra motyvuoti atsižvelgti į tokius interesus. Nuo jų nukenčia ne tik tos bendrovės, kurias jie įsigyja, bet ir tos, kurios patiria spekuliacines atakas, – jos imasi prevencinių veiksmų, siekdamos apsiginti nuo nepageidaujamo rizikos kapitalo ir rizikos draudimo fondų perėmimo. Daugeliu atvejų dėl to patiriamas neigiamas poveikis yra panašus į tą, kuris pasireiškia jau įsigytose įmonėse.

Tokių įmonių vadovai vis labiau ima domėtis savo įmonės akcijų kursu trumpalaikėje perspektyvoje. Aukštas akcijų kursas geriausiai apsaugo nuo perėmimo pasirengusių alternatyvaus

investavimo fondų. Ir priešingai, žemas kursas – nesvarbu, dėl kokios priežasties – greitai patraukia alternatyvaus investavimo fondų, ieškančių greito pelno, dėmesį. Tačiau toks vadovų elgesys turi nemažai neigiamų pasekmių. Visų pirma didelio masto investiciniai projektai, ypač tie, kurių atsipirkimo laikotarpis yra ilgas, gali būti iš viso nutraukti arba atidėti vėlesniam laikui. Taip pat kyla pavojus, kad investicijų ir žmogiškojo kapitalo sąskaita bus padidinti dividendai. Galiausiai kai kurios įmonės net gali vykdyti dažnai ekonomiškai nenaudingus savų akcijų supirkimo planus arba ieškoti susijungimo ir įsigijimo galimybių.

Be to, kai rizikos kapitalo fondas įsigyja įmonę, ji įsiskolina bankui, kad nupirkusiam fondui galėtų išmokėti išskirtinius dividendus (angl. k. *extraordinary dividends*). Skolų padidėjimas ir kartu išskirtinių dividendų išmokėjimas reiškia, kad fondas gali ir neturėti daug lėšų įmonei įsigyti: iš tiesų įmonė perkama jos pačios pinigais. Be to, išaugęs įmonės įsiskolinimas taip pat turi įtakos jos mokamų mokesčių sumai.

Iš tiesų, jei įmonių įsigijimai vyktų uždaroje ekonomikoje, įmonės palūkanų išlaidos, dėl kurių sutaupomi mokesčiai, atrodytų kaip kito subjekto (banko ar pan.) palūkanų pajamos ir būtų apmokestintos ten. Bet vykstant globalizacijai, kai paskolas dažniausiai suteikia užsienio skoliniojai, valstybė labai retai gali gauti naudos iš šių galimų mokesčių pajamų, nes rizikos kapitalo fondai – arba juos valdančios bendrovės – dažnai yra registruoti šalyse, kuriose mokesčiai yra maži arba kur jų iš viso nėra, pavyzdžiui, Liuksemburge.

Alternatyvaus investavimo fondai taip pat gali išvengti mokesčių, sudarydami mokesčines grupes tarp kelių savo kontroliuojamų įmonių: šiose mokesčines grupėse dalijamasi sukauptais nuostoliais.

Be to, alternatyvaus investavimo fondų įsigytos įmonės ne tik sumoka mažiau mokesčių dėl aukšto savo įsiskolinimo lygio ir didelių palūkanų mokėjimų, bet ir dividendus dažniausiai jos moka užsienio investuotojams, t. y. alternatyvaus investavimo fondams, kurie yra registruoti užsienyje ir nėra apmokestinami.

Galiausiai įsigyta įmonė turi apmokėti ir savo įsigijimo išlaidas (atlyginimus ir komisinius mokesčius įvairiems konsultantams ir pan.) ir šias išlaidas (iš tiesų – ją įsigijusio fondo išlaidas) ji taip pat išskaičiuoja iš savo apmokestinamųjų pajamų.

Alternatyvaus investavimo poveikis įmonių ekonominiam gyvybingumui: pavojus inovacijoms ir ilgalaikiam konkurencingumui. Įmonių valdymo problemos, kurias kelia didėjanti rizikos kapitalo ir rizikos draudimo fondų įtaka, kenkia ilgalaikiam įmonių gyvybingumui ir konkurencingumui, taip pat ekonomikai plačiaja prasme. Šis neigiamas poveikis susijęs su tuo, kad tokie fondai priešinasi bet kokiam investavimui, kuris neduoda pelno po metų ar dvejų. Trumpalaikiai tokių savininkų prioritetai prieštarauja ilgalaikių investicijų į mokslinius tyrimus ir plėtrą skatinimui, kuris būtinas siekiant užtikrinti inovacijas ir konkurencingumą.

Viešųjų paslaugų kokybei taip pat iškyla pavojus, kai šių paslaugų teikėjus įsigyja rizikos kapitalo fondai – egzistuoja

esminis prieštaravimas tarp ilgalaikių prioritetų, kuriais turėtų vadovautis viešųjų paslaugų teikėjai, ir trumpalaikių interesų, būdingų rizikos kapitalo fondams. Rizikos kapitalo fondai, išsimokėdami dividendus, labai sumažina įsigytos įmonės grynyųjų pinigų srautus, o tai gali pakenkti įmonės teikiamų paslaugų kokybei.

Galiausiai ir pačios rizikos kapitalo fondų įsigytos įmonės nėra patenkintos – tokie rezultatai buvo gauti Vysbadeno taikomųjų mokslų universiteto atlikto tyrimo metu 2003 m. (Van der Burg, 2007). Tyrime buvo išnagrinėtas rizikos kapitalo fondų įnašas į įmonių pridėtinę vertę. Apklaustos įmonės patvirtino, kad pagrindinis rizikos kapitalo fondų indėlis yra į finansų, apskaitos ir atskaitomybės sritis, tačiau jos teigė, kad negavo jokios paramos valdymo procesams ir organizacinėms struktūroms gerinti. Atrodo, kad dauguma rizikos kapitalo fondų vis dar yra kapitalo teikėjai, bet įsigytoms įmonėms nėra pajėgūs suteikti strateginių pranašumų.

Darbo vietų kūrimas, darbo sąlygos ir santykiai su darbuotojais alternatyvaus investavimo atvejis. Dažnai teigiama, kad rizikos kapitalo fondai remia įmonių augimą ir sukuria daug naujų darbo vietų. Vis dėlto reikėtų patikslinti, kad ši augimą dažnai lemia tai, kad į darbą priimami įvairūs konsultantai ir naujų vadovų asistentai, taip pat kuriamos mažos kvalifikacijos reikalaujančios, dažnai laikinos darbo vietos.

Be to, kadangi rizikos kapitalo fondai siekia greitos investicijų grąžos perparduodant įsigytą turtą po kelerių (daugiausiai po penkerių) metų, jie pradeda greitą įsigytų įmonių organizacinį ir finansinį reorganizavimą. Todėl neesminiai aktyviai parduodami, o gamyklos, kurios neduoda pakankamai pelno, uždaromos. Šių įmonių – dažniausiai brandžių bendrovių, gaunančių dideles pajamas, turinčių reguliarius grynyųjų pinigų srautus ir veikiančių stabiliose pramonės srityse – darbuotojų skaičius po restruktūrizacijos dažniausiai sumažėja.

Įsigijus įmones pasikeičia ir profesinių santykių pobūdis, nes darbuotojai atiduodami „nematomų“ darbdavių, kurie neteikia nė menkiausios reikšmės santykiams su profsąjungų atstovais, valiai. Rizikos kapitalo ir rizikos draudimo fondai dažnai atsisako pripažinti savo kaip darbdavių statusą. Iš tiesų jie labiau mėgsta prisistatyti kaip „investuotojai“, kurių nevaržo jokie teisėti darbdaviams taikomi įpareigojimai. Be to, įmones jie vertina tik kaip finansinius aktyvus, kurie įsigyjami siekiant per trumpą laikotarpį (rizikos draudimo fondai) arba per vidutinės trukmės laikotarpį (rizikos kapitalo fondai) gauti maksimalų pelną. Pavyzdžiui, rizikos kapitalo fondas „Blackstone“ turi įmonių, kuriose dirba daugiau kaip 380 000 darbuotojų, bet fondas deklaruoja, kad turi tik 750 darbuotojų (Tarptautinė..., 2007).

Galiausiai trumpalaikės fondų veiklos perspektyvos neskatina darbuotojų kelti savo profesinę kvalifikaciją, nes jie nebesijaučia saugūs.

Alternatyvus investavimas ir kapitalo rinkų netobulumas. Rizikos kapitalo fondų valdytojai, siekiantys kiek įmanoma pagreitinti investicijų grąžą, nuolat ieško naujų būdų, kaip kuo greičiau iš įsigytų įmonių gauti pridėtinę vertę. Būdami

įmonių savininkais jie dažnai ima naujas paskolas, kad galėtų gauti dividendų, kurie kartais siekia ar net viršija pradinės investicijas. Jie taip pat imasi bet kokios kitos abejotinos praktikos, kad iš įsigytų įmonių gautų maksimalią naudą, pavyzdžiui, priversdami jas mokėti neįtikėtinai didelius atlyginimus ar komisinius mokesčius ekspertams arba suteikdami joms paskolas už daug didesnes nei rinkos palūkanų normas. Tuo pačiu metu valdytojai dažnai išvengia konkurenciją reglamentuojančių įstatymų, sudarydami kartelinius susitarimus arba vykdydami prekybą vertybiniais popieriais, pasinaudodami viešai neatskleista informacija. Galiausiai nereikia pamiršti kitų moralinės žalos rizikos šaltinių, tokių kaip valdytojų nesąžiningumas, siekiant pasinaudoti įsigijimo-perpirkimo procesu ir gauti užmokestį iš rizikos kapitalo fondų.

Kitas trūkumas, dėl kurio dažnai priekaištaujama rizikos draudimo fondams, yra skaidrumo stoka. Iš tiesų dėl rizikos draudimo fondų neskaidrumo bankams gali trūkti informacijos apie sandorio šalių riziką, kurią jos patiria dėl savo pozicijų rizikos draudimo fonduose. Atsižvelgiant į šių fondų dydį ir jų pozicijas kitose finansinėse institucijose bei sverto efektą, šių fondų likvidumo ir mokumo problemos gali turėti sisteminių padarinių kitoms finansų institucijoms (dažniausiai investiciniams bankams, su kuriais šie fondai bendradarbiauja) (Cole, 2007; Draghi, 2007; Europos Sąjungos Taryba, 2007; Ferguson, 2007; Garbaravičius, 2005; Garbaravičius, 2007).

Be to, rizikos draudimo fondų neskaidrumas ir ilgi minimalūs investicijų laikotarpiai (angl. k. *lock-up*) gali paskatinti ūkius fondus sukčiauti: per pirmuosius penkerius šio dešimtmečio metus vien tik JAV Vertybinių popierių komisija (*Securities and Exchange Commission*) pradėjo penkiasdešimt vieną bylą prieš rizikos draudimo fondus Jungtinėse Valstijose, kaltindama juos iš investuotojų pasisavinus daugiau nei vieną milijardą JAV dolerių (Danielsson, 2007).

Galiausiai rizikos draudimo fondai yra vieni iš pirmųjų, kurie priėmė naujas strategijas ir investavo į naujus aktyvus bei rinkas. Atsižvelgiant į jų lankstumą bei aukštą technikos lygį galima tikėtis, kad didieji rizikos draudimo fondai dažniau diktuos sąlygas, o mažesnieji prisitaikys prie jų (momentinis arba konformistinis elgesys) (Danielsson, 2007). Toks elgesio tipas gali padidinti sistemines rizikos pavojų. Kapitalo rizikos fondai taip pat didina sistemines rizikos pavojų, kai jų įsigytos įmonės dėl perteklinio įsiskolinimo (angl. k. *overindebtedness*) tampa nemokios.

Alternatyvaus investavimo fondų veiklos reguliavimas: problemos ir tobulinimo galimybės

Dalį alternatyvaus investavimo fondų keliamų problemų – bent jau įmonių valdymo srityje – pavyktų išspręsti pasitelkus bendrą sprendimų priėmimą (angl. k. *co-determination*), t. y. valdymo mechanizmą, kuris ne tik vadovams, bet ir eiliniams įmonės darbuotojams suteikia tam tikrą vaidmenį valdant įmonę. Bendro sprendimų priėmimo teisės įvairiose teisinėse bazėse yra skirtingos (teisinės nuostatos dėl darbuotojų atstovavimo įmonės

taryboje yra priimtos 19-oje iš 27 ES šalių. Mažiausia riba kinta nuo 25 darbuotojų Švedijoje iki 500 Slovėnijoje, Liuksemburge ir Vokietijoje; Lietuvoje tokios teisinės normos nenumatytos, darbuotojams atstovauti gali tik profesinės sąjungos arba darbo tarybos).

Vis dėlto galimybė pakeisti įmonės savininkų ar vadovų sprendimus, įmonės taryboje dalyvaujant darbuotojų atstovams, neturėtų būti pervertinta. Iš tiesų dažniau pasinaudoti bendro sprendimų priėmimo teikiama nauda trukdo tai, kad nuostatų dėl informavimo bei konsultavimosi taikymą ir atstovavimą taryboje riboja šalių sienos. Jei įmonės būstinė yra užsienyje, nacionalinės nuostatos dėl bendro sprendimų priėmimo netaikomos arba yra silpnesnės. Taigi bendras sprendimų priėmimas nėra pakankama priemonė ir jis vienas negali išspręsti visų alternatyvaus investavimo fondų keliamų problemų, net jei ir galėtų jas sumažinti. Tam yra būtinas griežtesnis reguliavimas – tiesioginis ar netiesioginis.

Netiesioginis reguliavimas pagrįstas principu, kad beveik visi veiksmai, kuriuos atlieka rizikos draudimo fondai, vykdomi per reguliuojamas sandorio šalis. Todėl jei kitų institucijų priežiūros organai užtikrina, kad bendri tų kitų institucijų veiksmai su rizikos draudimo fondais yra kontroliuojami, pačių fondų atskira kontrolė neturėtų būti reikalinga (Crockett, 2007). Todėl tokia kontrolė galėtų apimti tik reikalavimus dėl garantijų ir maržų bei veiklos sistemų priežiūros. Vykdamas šią kontrolę, dėl rizikos draudimo fondo bankroto nuostolius patirtų tik pats fondas ir šio fondo investuotojai – būtent taip 2006 m. įvyko su „Amaranth“ (Ferguson, 2007).

Netiesioginis reguliavimas yra taikomas dažniausiai, bet reikia pažymėti, kad taip pat yra ir kitų reguliavimo būdų: tiesioginis reguliavimas ir rinkos disciplina, stiprinama skatinant finansinės informacijos atskleidimą ir rinkos skaidrumą.

Tiesioginis reguliavimas gali būti susijęs arba su fondų aktyvais, arba su pasyvais. Aktyvų atveju reguliavimas galėtų būti atliekamas vykdamas privalomą rizikos draudimo fondų valdytojų registraciją (dauguma fondų yra registruoti užsienyje, o jų valdytojai – šalyje, kurioje vyksta valdymas), pasyvų atveju – ribojant dalyvavimą rizikos draudimo fonduose. Registravimasis Finansinių paslaugų vadovybėje (*Financial Services Authority*) jau yra privalomas Jungtinėje Karalystėje, būtent tai taip pat bandė įtvirtinti ir JAV Vertybinių popierių komisija, tačiau nesėkmingai (pasiūlymą atmetė teismai).

Vykdydamos registraciją priežiūros institucijos turėtų teisę vertinti rizikos draudimo fondų veiklą ir tinkamai kontroliuoti jų valdytojus. Be to, reguliavimas galėtų būti atliekamas kartu numatant ir apribojimus, taikomus reguliuojamų institucijų vertybiniais popieriais, nuosavo kapitalo reikalavimus bei teisinę operacinių sistemų kontrolę. Vis dėlto jei būtų nuspręsta tam tikriems vertybiniais popieriais taikyti apribojimus, priežiūros institucijos turėtų tam skirti didelius žmogiškuosius ir finansinius išteklius, kurie, be kita ko, dubliuotų reguliuojamų fondų veiklą.

Nereikia pamiršti ir moralinės žalos rizikos (Jasienė, 2008). Įteisinus reguliavimą galėtų susilpnėti rizikos draudimo fondų sandorio šalių budrumas. Be to, bankroto, kurio tikimybė

didėja esant moralinės žalos rizikai, atveju reguliavimo institucijos būtų kritikuojamos, kad neužkirto kelio šiai rizikai.

Galiausiai būtų galima apriboti dalyvavimą rizikos draudimo fonduose. Be abejo, ši priemonė galėtų apsaugoti investuotojus, tačiau ji turi trūkumų ir teoriniu, ir praktiniu aspektu. Teoriškai galima manyti, kad neteisinga galimai pelningesnio investavimo galimybes palikti jau ir taip turtingiems asmenims (vis dėlto labai ginčytina, ar šis investavimo tipas iš tiesų pelningesnis nei kiti; šiuo klausimu žr. Malkiel, 2005); tuo tarpu praktiškai paprasčiausiai gali būti sudėtinga nustatyti apribojimus privatiems asmenims, kurie į rizikos draudimo fondus investuoja ne tiesiogiai, o per kitas kolektyvinio investavimo priemones, tokias kaip fondų fondai.

Alternatyvaus investavimo fondų veiklos reguliavimas ir jo tobulinimo galimybės. Teisinė, mokestinė ir operacinė aplinka, kurioje veikia alternatyvaus investavimo fondai (mokesčių lengvatų turintys rizikos draudimo fondai (angl. k. *offshore hedge funds*; toliau tekste – lengvatiniai rizikos draudimo fondai), rizikos draudimo fondų fondai ir rizikos kapitalo fondai), daugiau reguliuojama nacionaliniu arba vietiniu lygiu nei Europos Sąjungos. Todėl ši aplinka yra labai skirtinga įvairiose Europos Sąjungos šalyse.

Rizikos draudimo fondai dažniausiai reguliuojami netiesiogiai. O tiesioginis reguliavimas taikomas tik nustatant ribas fondų platinimui smulkių investuotojų segmente: rizikos draudimo fonduose gali dalyvauti tik ribotas investuotojų skaičius. Kitas tiesioginio reguliavimo aspektas – taikant mokesčius siekiama diskriminuoti lengvatinius fondus, įsteigtus „mokesčių rojuose“. Vis dėlto reikia pasakyti, kad tokios politikos veiksmingumas iš dalies sumažėja dėl išimčių, taikomų tam tikros rūšies instituciniams investuotojams (pavyzdžiui, pensijų fondams).

Kalbant apie rizikos kapitalo fondų reguliavimą, tarp ES šalių yra daugiau skirtumų nei panašumų, tačiau egzistuoja bendra taisyklė, kad fondams, kurie platina produktus smulkiems investuotojams, turi būti taikomos įvairios reguliavimo priemonės, nustatytos priežiūros institucijų, siekiant apsaugoti šį investuotojų tipą.

Europos rizikos kapitalo asociacijos (*European Private Equity and Venture Capital Association*) 2006 m. ataskaitoje (Europos rizikos..., 2006) pateikiamas sąrašas kriterijų, pagal kuriuos vertinamas nacionalinės aplinkos draugiškumas fondams, jų valdytojams ir investuotojams. Pateiktas įvertinimas apibendrina nacionalinį reguliavimą. Remiantis minėta ataskaita, galima padaryti keletą išvadų:

- ◆ mokestinė ir teisinė aplinka sukuria vis daugiau paskatų rizikos kapitalui Europoje;
- ◆ aplinka yra palankesnė Vakarų Europos šalyse nei naujosiose ES narėse;
- ◆ matyti, kad aplinkos draugiškumas turi didelę įtaką rizikos kapitalo fondų veiklos mastui: Jungtinė Karalystė, kuri yra pirmaujanti Europos rinka, užima trečiąją vietą pagal aplinkos draugiškumą, o Prancūzija, kuri yra antroji rinka, atitinkamai užima antrąją vietą.

Minėtas tyrimas taip pat rodo, kad investicijų į rizikos kapitalą srityje Europos aplinka yra palanki pensijų fondams ir draudimo bendrovėms: dauguma šalių jiems leidžia investuoti į rizikos kapitalo fondus – tuo tikslu per pastaruosius ketverius metus buvo panaikinta daug kliūčių.

Kalbant apie reguliavimą Lietuvoje, vertėtų paminėti 2007 m. spalio 25 d. Lietuvos Respublikos Seimo priimtą naujos redakcijos Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymą, kuris įsigaliojo 2008 m. kovo 1 d. (Lietuvos..., 2007).

Pagrindinė naujovė, kurią nustato minėtas įstatymas, yra ta, kad greta suderintųjų kolektyvinio investavimo subjektų, veikiančių pagal Europos Tarybos direktyvą 85/611/EEB, gali steigti ir specialieji kolektyvinio investavimo subjektai – investiciniai fondai ir investicinės bendrovės, kurių veikla nėra suderinta ES lygiu. Įstatymu sudaromos teisinės prielaidos steigti privataus kapitalo, nekilnojamojo turto, alternatyvaus investavimo ir kitus specialiuosius kolektyvinio investavimo subjektus. Šie subjektai gali investuoti į didesnę grupę investavimo objektų, jiems taikomi ne tokie griežti diversifikavimo reikalavimai.

Specialiųjų kolektyvinio investavimo subjektų dėka investuotojai gali netiesiogiai investuoti į perspektyvias ir augančias įmones, kurių vertybiniais popieriais nėra prekiaujama reguliuojamose rinkose, nekilnojamojo turto objektus, išvestines finansines priemones. Pažymėtina, kad investavimui į specialiuosius kolektyvinio investavimo subjektus būdinga didesnė nei vidutinė investavimo rizika, o į alternatyvaus investavimo subjektus (rizikos draudimo fondus ir investicines bendroves) gali investuoti tik profesionalieji investuotojai.

Pažymėtina, kad šiuo įstatymu užbaigtas Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2004/39/EB (MiFID) dėl finansinių priemonių rinkų įgyvendinimas.

Bendra teisinė bazė alternatyvioms investicijoms reguliuoti Europos Sąjungos lygiu nėra labai nuosekli ir suprantama. Iš tiesų teisinė, mokestinė ir operacinė aplinka, kurioje veikia rizikos kapitalo ir rizikos draudimo fondai, kaip jau minėta, daugiau reguliuojama nacionaliniu arba vietiniu lygiu.

Vis dėlto bendras ES teisinis reguliavimas padėtų plėtoti bendrą alternatyvaus investavimo rinką, užtikrinant tinkamą investuotojų apsaugos lygį, ir plėtotų kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektams nepriklausančius fondus, kurie galėtų konkuruoti su lengvatiniais rizikos kapitalo ir rizikos draudimo fondais.

Lengvatinių fondų ir ES nereglamentuojamų produktų srityje Europos Komisija norėtų plėtoti „privatų investavimą“, t. y. suteikti galimybę ES registruotoms bendrovėms parduoti bet kokio tipo produktus (įskaitant lengvatinių fondų akcijas ir ES nereglamentuojamus produktus) visoje ES, bet tik kvalifikuotiems investuotojams (t. y. profesionaliems investuotojams, tokiems kaip draudimo bendrovės, pensijų fondai ir pan.). Šis pasiūlymas padėtų išspręsti jau minėtą problemą, kad lengvatiniams arba ES nereglamentuojamiems fondams nėra taikomas tiesioginis ES reguliavimas.

Kitas Europos Komisijos pasiūlymas dėl lengvatinių arba ES nereglamentuojamų fondų yra susijęs su pastarųjų valdytojais. Net jeigu šie fondai yra įregistruoti kaip lengvatiniai (tam, kad būtų atleisti nuo mokesčių, absoliuti dauguma rizikos draudimo fondų registruojami „mokesčių rojuose“), jų valdytojai paprastai reziduoja dideliuose finansiniuose centruose (pvz., Londone ar Niujorke), todėl reglamentavimą būtų galima nukreipti į juos.

Alternatyvus investavimo fondų veiklos reglamentavimo tobulinimo kryptys. Vien tik elgesio kodeksai ir kiti savanoriški susitarimai neužtikrina tinkamos savireguliacijos finansų rinkose. Tik valdžios veiksmai galėtų sumažinti piktnaudžiavimą ir socialines problemas, atsirandančias dėl alternatyvaus investavimo veiklos. Priešingu atveju problemų gali dar padaugėti, todėl reikalingas naujas, ypač naujoviškas, reglamentavimas.

Priimant bet kokią naują reglamentavimą, turėtų būti atsižvelgta į skaidrumą, finansinį stabilumą, įmonės valdymo uždavinius, viešųjų paslaugų apsaugą, apmokestinimo principus, socialinę atsakomybę bei darbuotojų teises. Be to, turėtų būti pašalintos galimybės „greitiems perėmimams“, panaikintos mokesčių spragos ir užtikrinta, kad alternatyvaus investavimo bendrovės įvykdytų savo kaip darbdavių įsipareigojimus.

Tačiau esama abejonių, kad papildomas reguliavimas privers rizikos kapitalo ir rizikos draudimo fondus išsikelti už ES ribų. Šioms abejonėms galima pateikti kelis kontraargumentus:

- ◆ bendroji Europos Sąjungos rinka yra didžiausia ekonomika pasaulyje ir todėl nepaprastai patraukli užsienio investuotojams;
- ◆ kūrybingumas ir finansų inžinerija, siekiant išvengti priežiūros institucijų poveikio, yra nuolatinis reiškinys, neatsižvelgiant į tai, ar papildomas reguliavimas būtų įteisintas ar ne. Kitaip sakant, ar papildomas reguliavimas bus įteisintas ar ne, alternatyvaus investavimo fondai vis tiek ieškos būdų, kaip išvengti priežiūros institucijų;
- ◆ Europos Parlamentas siekia priimti tinkamus ir kruopščiai parengtus teisės aktus, o ne taikyti bendrus draudimus ar priimti per daug išsamius ir smulkmeniškus teisės aktus.

Naujoviškas alternatyvaus investavimo fondų reglamentavimas turėtų siekti keturių pagrindinių tikslų:

- ◆ Skatinti ilgalaikes investicijas. Šį tikslą galima pasiekti, kai akcijoms balso teisės suteikiamos proporcingai jų nuosavybės trukmei arba aukštesniu mokesčio tarifu apmokestinant trumpalaikes investicijas;
- ◆ Užkirsti kelią mokesčių vengimui, numatant mokesčių surinkimą pagal sandorio objekto ar fondo valdytojo šalį (o ne fondo įregistravimo šalį, nes jie dažniausiai būna įregistruoti vadinamuosiuose mokesčių rojuose). Siekiant minėto tikslo, reikėtų numatyti lengvatinių fondų mokesčių diskriminavimą bei ribotą palūkanų, mažinančių apmokestinamąjį pelną, įtraukimą į sąnaudas;

- ◆ Užtikrinti didesnę rinkų skaidrumą ir sustiprinti finansinį stabilumą nustatant minimalius atskaitomybės (angl. k. *reporting*) normatyvus, kuriuos įteisintų nauja direktyva, reglamentuojanti minimalias informacijos atskleidimo normas, bei nustatant minimalius kapitalo reikalavimus įmonėms;
- ◆ Užtikrinti investuotojų ir darbuotojų apsaugą.

Visos šios priemonės turėtų prisidėti prie Lisabonos strategijoje numatytų tikslų įgyvendinimo, taip padėdamos Europos Sąjungai tapti konkurencingiausia žinių ekonomika pasaulyje ir būti pasirengusiai atremti globalizacijos iššūkius.

Įvadas

Prieštaringi alternatyvaus investavimo fondų ir Lisabonos strategijos tikslai – ar bent jau skirtingi jų laiko horizontai – turi įvairių poveikių (ir dažniausiai neigiamų) įmonių elgsenai ir finansų rinkoms. Tai įmonių valdymo problemos, tokios kaip išskirtiniai dividendai, perteklinis vadovų atlyginimas ir iš pastarųjų dviejų kylantis pernelyg didelis įmonių įsiskolinimas, kuris veda į mokesčių vengimą. Jei prie to pridėsime skaidrumo trūkumą, turėsime kitą problemų tipą, susijusį su sisteminė rizika ir rinkų nestabilumu. Be to, įmonių suskaidymas siekiant jas parduoti dalimis ir mažesnės investicijos į mokslinius tyrimus ir plėtrą bei inovacijas kelia grėsmę įmonių, ypač viešojo sektoriaus, ilgaamžiškumui, o ilguoju laikotarpiu – ir Europos Sąjungos ekonomikos ateičiai. Galiausiai darbo vietų panaikinimas, darbo sąlygų pabloginimas ir „nematomų darbdavių“ vaidmuo pablogina santykius su darbuotojais.

Siekiant neutralizuoti neigiamą alternatyvaus investavimo fondų poveikį ekonomikai, reikalingas naujas alternatyvaus investavimo fondų reglamentavimas Europos Sąjungos lygiu, aukštesniu mokesčio tarifu apmokestinant trumpalaikes investicijas, numatant mokesčių surinkimą pagal sandorio objekto ar fondo valdytojo šalį nauja direktyva nustatant minimalius atskaitomybės normatyvus.

Literatūra

1. Europos Parlamentas ir Europos Sąjungos Taryba. Europos Parlamento ir Tarybos 2002 m. sausio 21 d. direktyva 2001/107/CE dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektams, derinimo. *Oficialus Europos Bendrijų leidinys*, L 41, 20.
2. Europos Sąjungos Taryba (2007). Tarybos išvados. Spekuliaciniai fondai (rizikos draudimo fondai). 2798-oji *Ekonominių ir finansinių reikalų tarybos sesija*.
3. Lietuvos Respublikos Seimas. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo pakeitimo įstatymas. 2007 m. spalio 25 d. Nr. X-1303. *Valstybės žinios*, 117-4772.

4. Cole, R. T., Feldberg, G., & Lynch, D. (2007). Hedge funds, transfert du risque de crédit et stabilité financière. *Banque de France. Revue de la stabilité financière*, 10.
5. Crockett, A. (2007). Evolution et régulation des hedge funds. *Banque de France. Revue de la stabilité financière*, 10.
6. Danielsson, J. & Zigrand J. P. (2007). Quelle forme de régulation pour les hedge funds? *Banque de France. Revue de la stabilité financière*, 10.
7. Draghi, M. (2007). Hedge funds et stabilité financière. *Banque de France. Revue de la stabilité financière*, 10.
8. Europos Komisija (2006). Developing European private equity. *Report of the alternative investment expert group*.
9. Europos Komisija (2006). Managing, servicing and marketing hedge funds in Europe. *Report of the alternative investment expert group*.
10. Europos rizikos kapitalo asociacija, KPMG (2006). Benchmarking tax and legal environments.
11. Ferguson, R., & Laster, D. (2007). Hedge funds et risque systémique. *Banque de France. Revue de la stabilité financière*, 10.
12. Garbaravicius, T., & Dierick, F. (2005). Hedge funds and their implications for financial stability. *European Central Bank. Occasional paper series*, 34.
13. Garbaravičius, T. (2007). Rizikos draudimo fondų įtaka finansiniam stabilumui (Daktaro disertacija, Vilniaus universitetas, 2007).
14. Herzog, Ph., Massie, A. J., Pinatton, J. P., & Romanet, L. (2007, gegužė). *Les hedge funds ou fonds d'investissement spéculatifs*. Pranešimas skaitytas Confrontations Europe darbo grupės Bankai/Finansai susirinkime, Briuselis.
15. Jasienė, M. (2008). Reguliavimo ir šalies finansinio stabilumo problemos moralinės žalos rizikos aspektu. *Vadybos šiuolaikinės tendencijos: mokslo darbų rinkinys*.
16. Laurinavicius, A. (2007). L'impact des fonds d'investissement alternatif sur la stratégie de Lisbonne. *Baigiamasis magistrų darbas – praktikos Europos Parlamente ataskaita*.
17. Malkiel, B. G., & Saha, A. (2005). Hedge funds: risk and return. *Financial Analysts Journal, Volume 61, Number 6*.
18. Monks, J., Rasmussen, P. N., & Rossman, P. (2007, balandis). *Private equity funds – The harsh realities*. Pranešimas skaitytas seminare Europos Parlamente, Briuselis.
19. Rasmussen, P. N. (2007, gegužė, birželis). *Private equity and hedge funds. On our way to a new European strategy*. Pranešimas skaitytas Europos socialistų partijos frakcijos Europos Parlamente susirinkime, Briuselis, Strasbūras.
20. Renneboog, L., Scholes, L., Simons, T., & Wright, M. (2006). Leveraged buyouts in the U.K. and continental Europe: retrospect and prospect. *CentER, Tilburg University. Discussion paper*, 70.
21. Tarptautinė darbo sąjungų konfederacija (2007). Quand la banque gagne a tous les coups: fonds a capital-risque et fonds spéculatifs – le nouveau capitalisme de casino. *Rapport CSI*.
22. Van der Burg, I., & Rasmussen, P. N. (2007). Hedge funds and private equity. A Critical analysis. *Socialist group in the European Parliament*.
23. Wall Street mixed in early trading (2007, May 2). *Associated Press, NewsFactor*.
24. 16% increase foreseen in private-equity cash (2007, January 28). *San Antonio Times*.

Santrauka

Straipsnyje nagrinėjamas alternatyvus investavimo fondų poveikis ekonomikai ir jų veiklos reglamentavimo tobulinimo galimybės. Pastarieji metai pasižymėjo sparčia alternatyvus investavimo fondų – rizikos draudimo ir rizikos kapitalo fondų – plėtra. Dėl finansų rinkose vyravusių santykinai žemų palūkanų normų ir perteklinio likvidumų šie fondai pasiekė tokį dydį, kad galėjo daryti poveikį ekonomikai. Nors alternatyvus investavimo fondų aktyvi veikla gali teigiamai veikti rinkų likvidumą ir efektyvumą, tačiau vertintina nevienareikšmiškai, o tam tikromis sąlygomis – ir negatyviai, ypač pasaulinės finansų krizės akivaizdoje.

Prieštaringi alternatyvus investavimo fondų ir Lisabonos strategijos tikslai ar bent jau skirtingi jų laiko horizontai turi įvairių poveikių (ir dažniausiai neigiamų) įmonių elgsenai, darbo ir finansų rinkoms bei ilgalaikiam ekonomikos augimui. Skaidrumo trūkumas, reguliavimo stoka, mokesčių vengimas, pernelyg didelis įmonių įsiskolinimas ir valdymo problemos, darbo vietų naikinimas ir pan. iškreipia konkurencijos sąlygas, kelia grėsmę ekonomikos stabilumui.

Siekiant neutralizuoti neigiamą alternatyvus investavimo fondų poveikį straipsnyje siūloma jų reglamentavimą tobulinti šiomis kryptimis: 1) paskatinti ilgalaikes investicijas (akcijoms balso teises suteikiant proporcingai jų nuosavybės trukmei, aukštesniu mokesčio tarifu apmokestinant trumpalaikes investicijas); 2) užkirsti kelią mokesčių vengimui, numatant mokesčių surinkimą sandorio objekto ar fondo valdytojo šalyje, o ne fondo įregistravimo šalyje, nes įregistruoti jie dažniausiai būna vadinamuosiuose mokesčių rojuose; lengvatinių fondų mokesčių diskriminavimą; ribotą palūkanų, mažinančių apmokestinamąjį pelną, įtraukimą į sąnaudas; 3) užtikrinti didesnį rinkų skaidrumą ir sustiprinti finansinį stabilumą minimaliais atskaitomybės normatyvais; nauja direktyva, reglamentuojančia minimalias informacijos atskleidimo normas; minimaliais kapitalo reikalavimais įmonėms; 4) užtikrinti investuotojų ir darbuotojų apsaugą.

Straipsnis recenzuotas

**ALTERNATIVE INVESTMENT IN THE CONTEXT
OF ECONOMIC DEVELOPMENT**

Meile JASIENE, Prof Dr,
Antanas LAURINAVICIUS,

Vilnius University

Summary

The present paper deals with the impact of alternative investment funds on economy and possibilities of improving regulation of their activity. The recent years have seen a rapid development of alternative investment funds, namely hedge funds and private equity funds. Due to relatively low interest rates and excess liquidity in financial markets, these funds reached such a scale that they could influence real economies. Although the activities of the alternative investment funds may influence liquidity and efficiency of the markets in a positive way, they could not be valuated unequivocally, since they often have negative consequences.

Contradictory objectives of the alternative investment funds and the Lisbon Strategy or at least their different time horizons determine the negative impacts of these funds on the long-term economic growth and employment in the labour market. Furthermore, these funds have different impacts (and most often negative ones) on the behaviour of the companies and financial

markets. The lack of transparency and regulation, employment reduction, overindebtedness of the companies, tax avoidance and other corporate governance problems distort competition and endanger economic stability.

The present article aims at searching for adequate regulation of the activities of alternative investment funds. The methodology of the research comprises statistical methods and a comparative analysis of the regulation norms.

In order to neutralise the negative impacts of hedge and private equity funds, it is recommended to develop the regulation of the considered norms in the following directions: 1) to encourage long-term investments in the following ways: weighting of the voting rights according to the duration of property, higher tax rates for short-term investments; 2) to prevent tax avoidance providing the following: collection of taxes according to the country of the contract subject or fund manager (not to the country of fund registration because most of them are registered in so-called "tax heavens"), tax discrimination of the offshore funds, as well as limited interest exclusion from the taxable profit; 3) to ensure greater transparency of the markets and to strengthen economic stability by the following means: minimum financial reporting standards, a new European directive introducing minimum standards for information disclosure, and minimum capital requirements for companies; 4) to enhance investor and employee protection.